

公司研究

剥离地产业务、战略转型大健康产业，化妆品“国货之光”待发力

——鲁商发展（600223.SH）投资价值分析报告

要点

鲁商发展：地产剥离正在推进，战略转型大健康业务。公司为鲁商集团控股的一家国有上市公司，起步于地产业务，2018、2019年先后通过收购福瑞达医药集团、焦点生物切入化妆品、医药及原料等业务。2022年12月公司拟将原有的房地产开发业务资产剥离，集中优势资源发展化妆品、生物医药板块相关业务。2018年以来公司房地产业务增长平缓，化妆品业务贡献主要增长动力，2018~2021年地产、化妆品、医药、原料及添加剂业务收入CAGR分别为7.38%、89.14%、2.09%、56.01%，2021年收入占比分别为78%、12%、4%、2%。

化妆品业务：多品牌多点开花，功效实现差异化定位。

打造“4+N”品牌战略，颐莲和瑗尔博士占主导。化妆品业务近年来收入快速增长、占比提升，且毛利率保持较高水平、维持在60%左右，带动公司盈利能力提升。公司在化妆品业务坚持实施“4+N”品牌发展战略，以颐莲和瑗尔博士为主导品牌，2021年合计收入贡献为13.90亿元、占化妆品业务的比重为93%。

行业维持稳健增长，监管趋严利好有研发优势、合规经营的企业。根据欧睿，按零售额计，2021年我国化妆品行业市场规模为5686.05亿元，2007~2021年CAGR为10.08%，预计2021~2026年CAGR为7.54%。2020年以来我国化妆品行业监管趋严，政策推动下行业将走向规范化发展，利好头部合规经营企业。

颐莲专研玻尿酸护肤，瑗尔博士聚焦微生态护肤领域。颐莲成立于2003年、亦是福瑞达生物股份旗下第一个护肤品品牌、专研玻尿酸护肤，定位大众价格带，产品具备性价比优势。2021年颐莲实现收入6.46亿元、同比增长73.08%，2022年前三季度收入同比增长26.46%。瑗尔博士成立于2018年，是国内首个明确定位“微生态护肤”的品牌，其深耕基础研究，2021年基于旗下独家核心成分益生菌发酵褐藻推出反重力水乳、实现产品价格带拔高。2021年瑗尔博士实现收入7.44亿元、同比增长272.14%，2022年前三季度收入同比增长52.66%。

其他业务：多元化业务协同发展，打造大健康产业生态圈。原料及添加剂业务方面，公司主要围绕焦点福瑞达、福瑞达生物科技展开，产品管线不断扩充，近年来为扩大市占率，毛利率有所下降。**医药业务方面**，公司覆盖多个药品领域，2022年前三季度收入受疫情影响同比下滑14.90%，期待疫后医药业务积极复苏。

盈利预测、估值与评级：公司大健康板块成长前景可期，化妆品业务多品牌多点开花，颐莲和瑗尔博士品牌拥有差异化定位，其背靠福瑞达医药集团，研发生产能力突出。原料业务中透明质酸销量在全球名列前茅，产品管线在不断扩充，亦可推动化妆品产品迭代升级。我们预计公司22~24年收入为125.68、60.28、55.80亿元，归母净利润为0.32、3.38、5.23亿元，EPS为0.03、0.33、0.52元，对应23、24年PE分别为36倍、23倍，看好公司顺利剥离地产业务后、重塑业务体系，发挥大健康板块的高成长性，综合相对估值和绝对估值，我们给予公司目标价为14.43元（对应23年43倍PE），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：转型发展不及预期；本次资产重组被暂停、中止或取消；行业政策变动；化妆品线上增速放缓或竞争加剧的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13,615	12,363	12,568	6,028	5,580
营业收入增长率	32.33%	-9.20%	1.66%	-52.04%	-7.42%
净利润（百万元）	639	362	32	338	523
净利润增长率	85.39%	-43.34%	-91.17%	957.47%	54.76%
EPS（元）	0.63	0.36	0.03	0.33	0.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.65%	7.66%	0.69%	6.80%	9.72%
P/E	19	34	382	36	23
P/B	3.0	2.6	2.6	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-02-21

买入（首次）

当前价/目标价：12.09/14.43元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.17
总市值(亿元):	122.90
一年最低/最高(元):	6.26/12.70
近3月换手率:	169.60%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.00	-4.95	12.41
绝对	10.65	5.01	3.10

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

公司正在剥离房地产开发业务，我们假设公司于 2023 年将房地产开发业务全部剥离、2024 年不再贡献收入，公司在 2024 年聚焦于化妆品、生物医药等板块，**分业务对公司收入进行预测：房地产业务：**房地产业务可划分为房地产销售、物业管理、酒店业务，房地产销售业务公司正在剥离中。我们假设房地产销售业务 2022 年处于收缩状态、2023 年全部完成剥离，预计 2022 和 2023 年房地产业务收入同比增速为-4.36%/-80.31%；2024 年房地产销售业务不贡献收入，仅物业管理等业务贡献，预计收入同比增速为-70.23%。

化妆品业务：化妆品业务近年来呈快速增长趋势、成长可期，2022 年前三季度收入同比增长 43.91%，我们预计 2022~2024 年收入同比增速分别为 40.44%/35.37%/23.86%。

医药业务：医药业务 2022 年受疫情扰动，2022 年前三季度收入同比下滑 14.90%，我们预计 2022 年收入下滑，2023 年实现疫后复苏、稳健增长，预计 2022~2024 年收入同比增速分别为-15.00%/+8.00%/+8.00%。

原料及添加剂业务：原料及添加剂业务近年来增速较快，2022 年前三季度收入亦实现 31.82%的同比增长，公司原料及添加剂业务前景广阔，我们预计 2022~2024 年收入同比增速分别为 35.00%/33.00%/22.00%。

综上，我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 125.68、60.28、55.80 亿元，分别同比+1.66%、-52.04%、-7.42%；归母净利润分别为 0.32、3.38、5.23 亿元，分别同比-91.17%、+957.47%、+54.76%。

公司的竞争优势

我们在本篇报告中对公司具体业务、所处行业以及竞争优势进行了深度分析，认为公司顺利剥离地产开发业务后，大健康板块有望贡献高成长性，化妆品业务继续高增。我们认为公司化妆品业务的竞争优势在于以下几点：1) 旗下品牌定位差异化且具有特色，如颐莲定位玻尿酸护肤、瑗尔博士为国内首个聚焦微生态护肤的品牌，并且颐莲、瑗尔博士目前均拥有标志性大单品，在市场上已具备品牌声量，彰显公司总体运营实力；2) 化妆品业务背靠福瑞达医药集团，具备药企背景，技术研发积淀多年，且原料业务亦可为化妆品业务提供成分支持，颐莲和瑗尔博士现均有特色专利成分，如颐莲“玻尿酸+富勒烯”、瑗尔博士“益生菌发酵褐藻”。综上所述，公司化妆品业务研发积淀深厚、具备打造爆品经验，后续随着顺利推新，旗下品牌收入体量有望再上新台阶、贡献业绩增速。

股价上涨的催化因素

公司房地产开发业务剥离进展顺利；化妆品业务旗下品牌产品推新成功、销售表现超预期，带动品牌收入体量抬升；线上渠道拓展加速，GMV 增长超预期等。

估值与目标价

我们认为公司大健康板块成长前景可期，其中化妆品业务多品牌多点开花，颐莲和瑗尔博士品牌拥有差异化定位，其背靠福瑞达医药集团，研发生产能力突出。原料业务中透明质酸销量在全球名列前茅，产品管线在不断扩充，亦可推动化妆品产品迭代升级。我们预计公司 22~24 年收入为 125.68、60.28、55.80 亿元，归母净利润为 0.32、3.38、5.23 亿元，EPS 为 0.03、0.33、0.52 元，对应 23、24 年 PE 分别为 36 倍、23 倍，看好公司顺利剥离地产业务后、重塑业务体系，发挥大健康板块的高成长性，综合相对估值和绝对估值，我们给予公司目标价为 14.43 元（对应 23 年 43 倍 PE），首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、鲁商发展：地产剥离正在推进，战略转型大健康业务	6
1.1、公司简介：拟剥离地产业务，聚焦生物医药板块	6
1.2、业绩复盘：2018 年以来化妆品业务贡献主要增长动力	7
1.3、股权结构：国资委为实际控制人，核心管理层经验丰富	8
1.4、财务分析：盈利能力逐步提升，费用投入亦有加大	9
2、化妆品业务：多品牌多点开花，功效实现差异化定位	11
2.1、基本情况：化妆品业务稳步增长，重点打造“4+N”品牌战略	11
2.2、行业分析：行业维持稳健增长，监管趋严利好有研发优势、合规经营的企业	12
2.3、颐莲：专研玻尿酸护肤，产品具备性价比优势	15
2.4、瓊尔博士：微生态护肤领域专家，基础研究驱动产品革新	18
3、其他业务：多元化业务协同发展，打造大健康产业生态圈	22
3.1、原料及添加剂业务：透明质酸销量名列前茅，产品管线不断扩充	22
3.2、医药业务：覆盖多个药品领域，不断做强医药健康产业链条	23
4、盈利预测与估值	24
4.1、关键假设及盈利预测	24
4.2、相对估值	26
4.3、绝对估值	27
4.4、估值结论与投资评级	28
5、风险分析	29

图目录

图 1: 公司的发展历程	6
图 2: 2000 年~2022 年 1 至 10 月公司收入及同比增速	7
图 3: 2000 年~2022 年 1 至 10 月公司归母净利润及同比增速	7
图 4: 2018 年~2022H1 公司各业务板块收入占比	8
图 5: 2019 年~2022H1 公司各业务板块收入同比增速	8
图 6: 公司股权结构及部分参控子公司	8
图 7: 2016 年~2022 年 1 至 10 月公司毛利率及归母净利率走势	9
图 8: 2018 年~2022 年 1 至 10 月公司各业务毛利率走势	9
图 9: 2018 年~2022 年前三季度福瑞达医药集团 (医药、化妆品业务) 及公司其他业务归母净利率走势	10
图 10: 2021 年和 2022 年上半年福瑞达生物股份 (化妆品业务) 净利率走势	10
图 11: 2016 年~2022 年 1 至 10 月公司费用率走势	10
图 12: 2016 年~2022 年前三季度公司归母净利润、经营净现金流走势	10
图 13: 2018 年~2022 年 1 至 10 月公司化妆品业务收入及同比增速	11
图 14: 2018 年~2022 年 1 至 10 月公司化妆品业务毛利率走势	11
图 15: 按零售额计 2007 年~2026E 我国化妆品行业市场规模及同比增速	12
图 16: 2007 年~2026E 中美日韩化妆品人均支出 (美元)	12
图 17: 按零售额计 2012 和 2021 年化妆品细分子行业规模占比	13
图 18: 按零售额计化妆品细分子行业年复合增速变化	13
图 19: 按零售额计 2007 年~2026E 我国护肤行业规模及同比增速	13
图 20: 2016 和 2021 年我国护肤行业品牌份额变化 (%)	13
图 21: 按零售额计 2007 年~2026E 我国彩妆行业规模及同比增速	14
图 22: 2016 和 2021 年我国彩妆行业品牌份额变化 (%)	14
图 23: 化妆品主要法规内容梳理	14
图 24: 2022 年前三季度国产美妆代表品牌收入同比增速	15
图 25: 2022 年 1 月~11 月化妆品零售额单月同比增速	15
图 26: 颐莲品牌发展历程	15
图 27: 2020 年~2022 年前三季度颐莲收入及同比增速	16
图 28: 2022 年 1 月~12 月颐莲淘系和抖音销售额同比增速	16
图 29: 颐莲天猫官方旗舰店代表单品 2022 年 11 月销售情况	16
图 30: 颐莲大单品“补水喷雾”在天猫和京东平台榜单排名	16
图 31: 2021 年颐莲线上线下收入占比	17
图 32: 按销售额计颐莲抖音自播和达播占比	17
图 33: 颐莲抖音各类型达人数量占比	17
图 34: 2022 年 9 月颐莲入驻屈臣氏	17
图 35: 颐莲与华熙生物旗下品牌润百颜、夸迪收入对比	18
图 36: 颐莲明星单品补水喷雾连带元气精华销售	18
图 37: 瑗尔博士品牌发展历程	18
图 38: 2020 年~2022 年前三季度瑗尔博士收入及同比增速	19
图 39: 2022 年 1 月~12 月瑗尔博士淘系和抖音销售额同比增速	19

图 40: 瑗尔博士天猫官方旗舰店代表单品 2022 年 11 月销售情况	19
图 41: 瑗尔博士大单品“洁颜蜜、益生菌面膜、益生菌水乳套装”在天猫平台榜单排名	19
图 42: 2021 年瑗尔博士线上线下收入占比	20
图 43: 按销售额计瑗尔博士抖音自播和达播占比	20
图 44: 瑗尔博士抖音各类型达人数量占比	20
图 45: 瑗尔博士皮肤颜究院	20
图 46: 瑗尔博士褐藻酵萃系列实现功效进阶和产品升级	21
图 47: 瑗尔博士科研体系	21
图 48: 焦点福瑞达产品情况	22
图 49: 山东福瑞达生物科技产品情况	22
图 50: 2018 年~2022 年 1 至 10 月公司原料及添加剂业务收入及同比增速	22
图 51: 2018 年~2022 年 1 至 10 月公司原料及添加剂业务毛利率走势	22
图 52: 按销量计, 2017 年~2026E 全球透明质酸原料市场规模及同比增速	23
图 53: 按销量计, 2021 年全球透明质酸原料市场竞争格局	23
图 54: 2018 年~2022 年 1 至 10 月公司医药业务收入及同比增速	24
图 55: 2018 年~2022 年 1 至 10 月公司医药业务毛利率走势	24

表目录

表 1: 公司主要高管人员介绍	9
表 2: “4+N” 品牌矩阵主要产品情况	11
表 3: 公司分业务收入及毛利率预测	25
表 4: 可比公司估值比较	26
表 5: 公司分业务净利润及市值预测	27
表 6: 绝对估值核心假设表	27
表 7: 现金流折现及估值表	28
表 8: 敏感性分析表	28
表 9: 各类绝对估值法结果汇总表	28
表 10: 公司盈利预测与估值简表	29

1、鲁商发展：地产剥离正在推进，战略转型大健康业务

1.1、公司简介：拟剥离地产业务，聚焦生物医药板块

鲁商发展为鲁商集团控股的一家国有上市公司，公司原以生物医药和生态健康产业双轮驱动发展战略，构筑了大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链三大产业链条。2022年12月公司拟将原有的房地产开发业务资产转让与山东城发集团，公司将由双主业板块发展转型为以生物医药板块为主业，进一步集中优势资源发展生物医药板块相关业务。

此次资产重组交易细节方面，交易标的资产为上市公司及其全资子公司鲁健产业、鲁商健康持有的鲁商置业 100% 股权、新城镇 100% 股权、创新发展 100% 股权、菏泽置业 100% 股权、临沂地产 100% 股权、临沂置业 51% 股权、临沂金置业 44.10% 股权、临沂发展 32% 股权，以及上市公司对上述标的公司及其下属公司的全部债权。交易对价共计 59.07 亿元，对应账面净资产价值为 58.00 亿元。交易支付方式分两批次进行交割，第一批次完成鲁商置业、新城镇、创新发展、临沂金置业、临沂发展、临沂地产的股权及债权交割，首笔款项于协议生效后 5 日内支付不低于交易对价的 50%，其余款项在 12 个月内支付；第二批次完成菏泽置业、临沂置业的股权及债权交割，首笔款项于 2023 年 10 月 31 日前支付不低于交易对价的 50%，其余款项在 12 个月内支付。此次交易所获资金将用于偿还到期借款、优化资产结构、降低资金成本，以及投资医药健康业务，促进主营业务发展。

图 1：公司的发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，光大证券研究所整理

在生物医药板块，公司业务主要包含地产、化妆品、医药、原料及添加剂业务，2021年各业务收入占比分别为78%、12%、4%、2%，2022年上半年分别为68%、21%、4%、3%。化妆品方面，福瑞达生物为主要经营主体，依托“妆药同源，科技美肤”的研发优势和产业链优势，已发展成为山东省化妆品行业龙头企业，旗下拥有“颐莲”、“瑗尔博士”、“善颜”、“UMT”、“谗润”、“贝润”等多个知名化妆品品牌。医药方面，公司涵盖中药及化药制剂（明仁福瑞达）、生化药品（博士伦福瑞达）及销售团队（医药事业部），拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌。原料及添加剂方面，公司旗下焦点福瑞达是全球领先的透明质酸原料生产基地之一，集透明质酸研发、生产、销售为一体，在透明质酸行业产量及销量均名列前茅；旗下福瑞达生物科技主要生产食品和化妆品添加剂，食品添加剂之一纳他霉素市场占有率在40%以上。

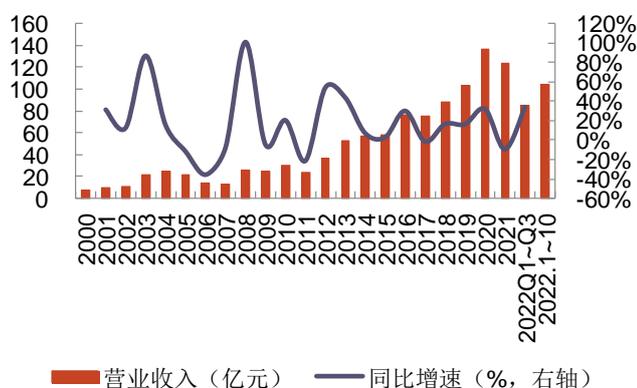
1.2、业绩复盘：2018 年以来化妆品业务贡献主要增长动力

复盘公司历史业绩表现，2018 年之前公司主要从事房地产开发与经营管理、物业管理等业务，2000~2017 年公司收入、归母净利润年复合增速分别为 14.44%、-1.94%。2018 年公司开始着手积极推进向健康产业转型，先后收购福瑞达医药集团与焦点生物，布局医药与化妆品赛道，2018~2021 年公司收入、归母净利润年复合增速分别为 11.91%、30.71%。其中 2021 年公司分别实现收入、归母净利润 123.63 亿元、3.62 亿元，同比下滑 9.20%、43.34%；2022 年前三季度公司收入、归母净利润分别同比+34.33%、-69.44%，2021 年及 2022 年前三季度利润端下滑主要受地产业务扰动。根据公司资产重组报告书，2022 年 1~10 月公司实现收入 104.15 亿元、归母净利润-0.90 亿元，亏损主要系地产板块亏损金额较大，其他业务板块实现正的利润贡献。

根据公司 2022 年业绩预告，2022 年公司预计实现归母净利润 1810~5429 万元、同比下滑 85~95%，扣非归母净利润 3601~7201 万元、同比下滑 80~90%。2022 年业绩端下滑主要系：1) 受结算区域及产品结构变化影响，地产业务结算毛利同比下降；2) 部分参股地产公司进入尾盘阶段，经营利润减少，公司投资收益同比下降较多；3) 受疫情反复及房地产市场下行的综合影响，购房需求持续走弱，为加快销售及现金回笼，公司根据各项目所处区域及城市的市场环境、产品结构等情况，对部分产品售价进行调整，并计提相应资产减值准备。

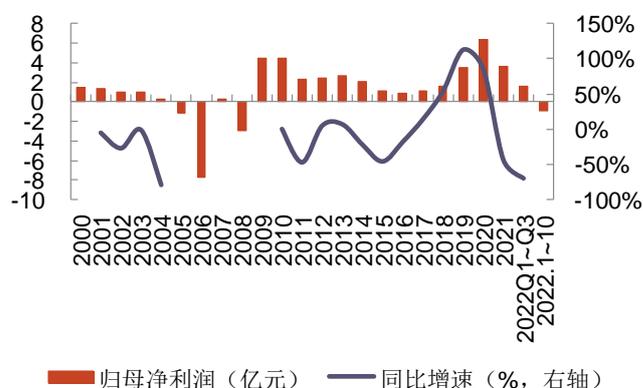
未来随着地产业务被剥离后，化妆品、医药、原料及添加剂等业务将成为公司业绩的主要驱动力，盈利水平有望得到恢复。

图 2：2000 年~2022 年 1 至 10 月公司收入及同比增速



资料来源：Wind、公司公告，光大证券研究所整理

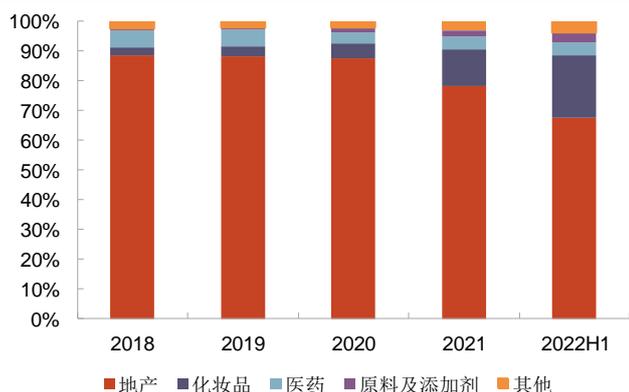
图 3：2000 年~2022 年 1 至 10 月公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、公司公告，光大证券研究所整理

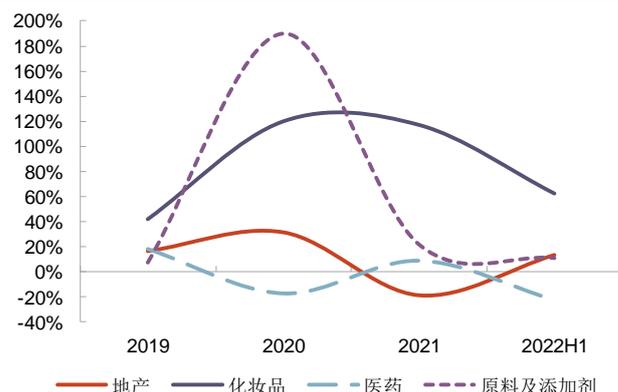
分业务板块来看，2021 年公司地产、化妆品、医药、原料及添加剂业务收入占比分别为 78%、12%、4%、2%。**从趋势变化来看**，2018~2021 年地产业务收入占比下降 10PCT，而化妆品业务收入占比提升 10PCT、化妆品业务贡献逐渐提升。**从细分业务增速来看**，2018~2021 年地产、化妆品、医药、原料及添加剂业务收入年复合增速分别为 7.38%、89.14%、2.09%、56.01%，其中化妆品业务增速最快、医药业务发展较为平稳、原料及添加剂业务亦在加速扩张。

图 4：2018 年~2022H1 公司各业务板块收入占比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：2019 年~2022H1 公司各业务板块收入同比增速

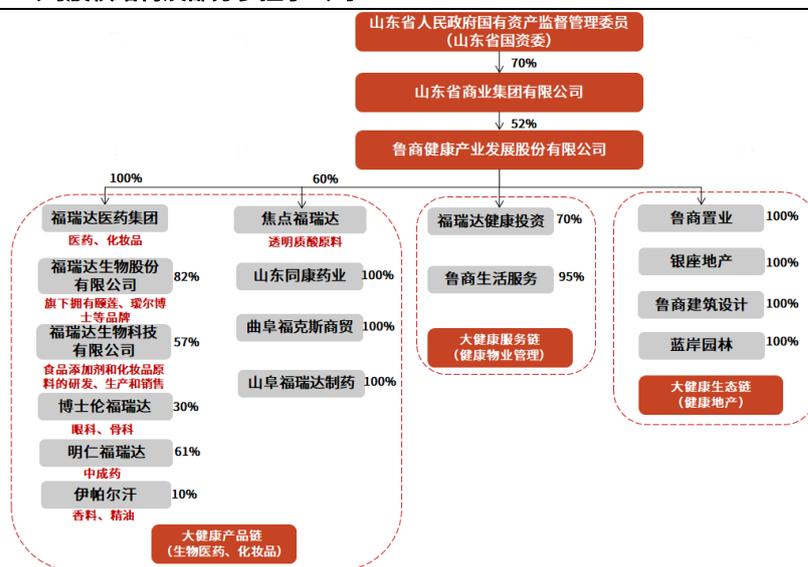


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.3、 股权结构：国资委为实际控制人，核心管理层经验丰富

国资背景加持，股权结构稳定。公司实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会，鲁商发展是山东省国资委下属健康产业第一家上市公司，第一大股东山东省商业集团有限公司持有公司 51.62% 的股份。公司以福瑞达医药集团和焦点福瑞达为主体开展化妆品、医药、原料及添加剂业务，分别直接持有福瑞达医药集团和焦点福瑞达 100%、60% 的股权，并间接控制二者旗下各个子公司。其中福瑞达医药旗下控股福瑞达生物股份有限公司、福瑞达生物科技有限公司、明仁福瑞达，参股博士伦福瑞达、伊帕尔汗等公司。

图 6：公司股权结构及部分参控股子公司



注：统计时间为 2023-1-4

资料来源：Wind、天眼查，光大证券研究所整理

核心管理层专业经验丰富，更好助力公司战略转型。公司于 2022 年 1 月因战略转型需要，选举变更公司董事长为贾庆文先生，贾庆文先生是山东大学制药工程硕士、主任药师，曾担任山东省医药商会会长，2021 年 9 月至今任福瑞达医药集团党委书记、董事长，具备丰富的医药研究背景和经营管理经验，将为公司向健康产业转型发展助力，符合公司进一步提升业务发展及综合竞争力的需求。

表 1: 公司主要高管人员介绍

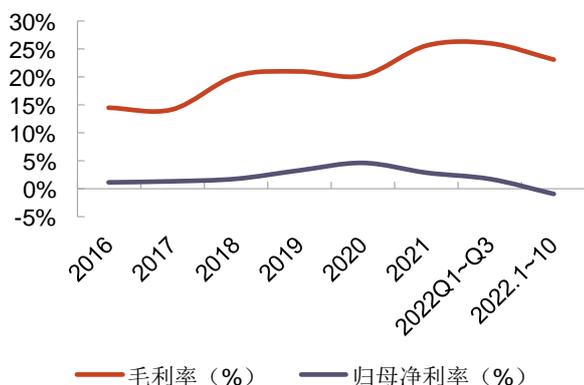
姓名	职位	年龄	专业背景及主要工作经历
贾庆文	董事长	52	山东中医药大学中药制药专业, 山东大学制药工程硕士, 主任药师。2014 年 1 月至 2019 年 1 月任山东省药科学院副院长兼新药评价中心主任, 2019 年 1 月至 2021 年 1 月任山东福瑞达医药集团有限公司总经理, 2019 年 3 月至今任公司董事, 2021 年 1 月至 2021 年 9 月任福瑞达医药集团党委书记、副董事长, 2021 年 9 月至今任福瑞达医药集团党委书记、董事长, 2021 年 3 月至 2022 年 1 月任公司总经理。2022 年 1 月至今任公司董事长。
段东	董事	46	天津财经大学会计专业, 硕士, 正高级会计师。2014 年 6 月至 2022 年 2 月任山东省国有资产投资控股有限公司财务部部长, 2018 年 6 月至今任德州银行股份有限公司董事, 2018 年 11 月至今任山东省国有资产投资控股有限公司总裁助理, 2020 年 8 月至今任山东华特控股集团有限公司董事, 现兼任鲁资创业投资有限公司董事长、山东省泰富资产经营有限公司监事会主席。2015 年 6 月至今任公司董事。
高肖飞	财务总监、董事	42	西南大学经济管理学院工商管理专业, 工商管理硕士。2016 年 4 月至 2019 年 5 月任山东省商业集团财务有限公司金融服务部副部长, 2019 年 5 月至 2019 年 7 月任山东省商业集团财务有限公司投资理财部部长, 2019 年 7 月至 2021 年 4 月任山东省商业集团财务有限公司金融服务中心副部长、部长, 2021 年 4 月至 2022 年 1 月任山东省商业集团财务有限公司资金管理中心副主任, 2021 年 12 月至 2022 年 5 月任山东省商业集团财务有限公司副总经理。2022 年 6 月至今任公司财务总监。
李璐	董事会秘书	47	公司董事会秘书, 山东大学软件工程专业, 硕士, 经济师。2011 年 6 月至今任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

1.4、 财务分析: 盈利能力逐步提升, 费用投入亦有加大

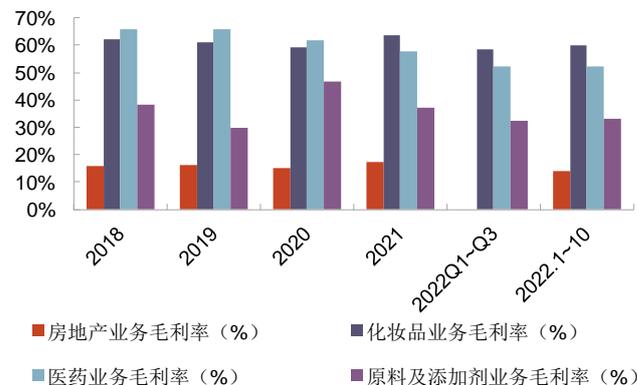
盈利能力方面, 2018 年之后公司业务结构逐步发生改变, 化妆品与医药业务保持较高的毛利率水平, 带动公司整体盈利能力提升, 毛利率与归母净利率总体呈上升趋势。2021 年公司毛利率和归母净利率分别为 25.69%、2.93%, 其中房地产业务、化妆品业务、医药业务、原料及添加剂业务毛利率分别为 17.22%、63.68%、57.86%、37.14%。

图 7: 2016 年~2022 年 1 至 10 月公司毛利率及归母净利率走势



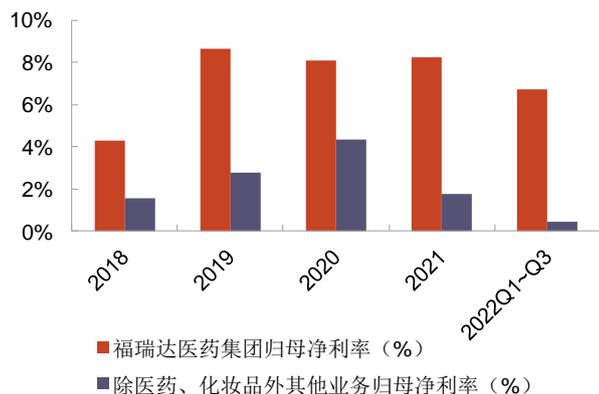
资料来源: Wind、公司公告, 光大证券研究所整理

图 8: 2018 年~2022 年 1 至 10 月公司各业务毛利率走势



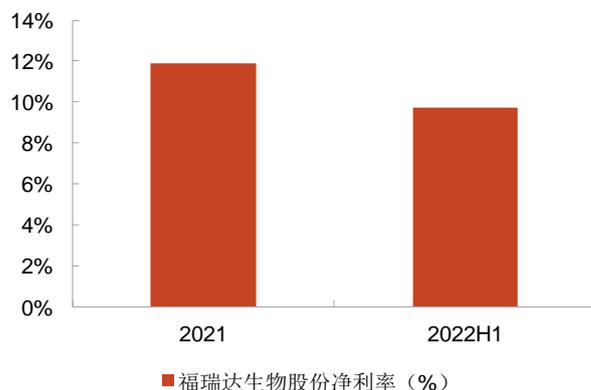
资料来源: Wind、公司公告, 光大证券研究所整理

另外, 全资子公司福瑞达医药集团主营业务为化妆品、医药业务, 其 2019 年~2022 年前三季度归母净利率在 8.00%左右, 2021 年、2022 年前三季度归母净利率分别为 8.25%、6.71%。我们用公司总收入及利润扣除福瑞达医药集团收入及利润计算得到公司其他业务盈利情况, 公司其他业务盈利能力偏低, 2021 年、2022 年前三季度归母净利率分别为 1.79%、0.43%。同时福瑞达医药集团旗下子公司福瑞达生物股份主营化妆品业务, 旗下拥有颐莲、瑗尔博士等品牌, 其 2021 年和 2022 年上半年归母净利率分别为 11.87%、9.72%。

图 9: 2018 年~2022 年前三季度福瑞达医药集团（医药、化妆品业务）及公司其他业务归母净利率走势


注：福瑞达医药集团主营业务为医药、化妆品，此处我们用公司总收入和归母净利润扣除福瑞达医药集团的收入和归母净利润，计算得出公司除医药、化妆品外其他业务归母净利率

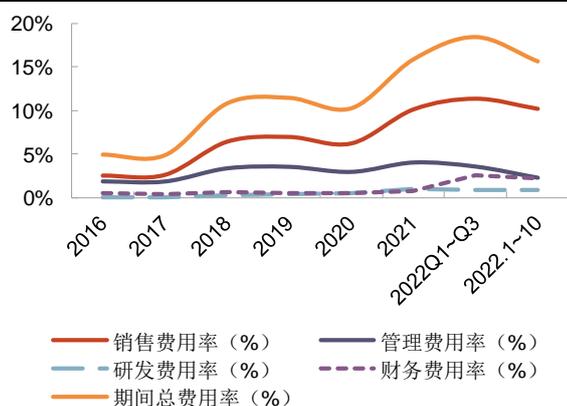
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 10: 2021 年和 2022 年上半年福瑞达生物股份（化妆品业务）净利率走势


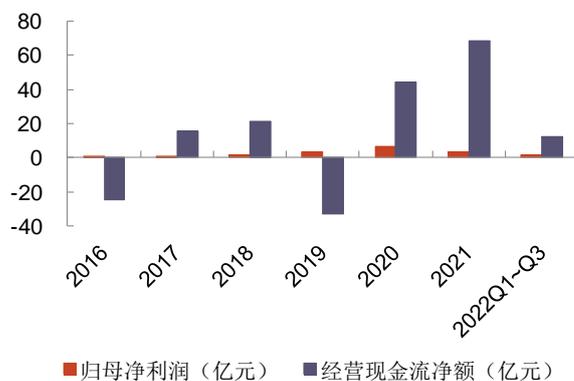
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

费用率方面，2018~2020 年公司期间费用率水平较为稳定，2021 年期间费用率同比提升 5.59PCT 至 15.87%，其中主要来自销售、管理费用率的提升，销售、管理费用率分别为 10.14%（同比+3.90PCT）、4.03%（+1.06PCT）。近年来公司销售费用率提升主要系医药、化妆品品牌宣传、产品推广费等增加影响所致。此外，公司于 2018 年开始投入医药化妆品业务的研发，研发费用率呈持续上升趋势、2021 年达 0.96%。

现金流方面，2016 年以来公司多数年份经营净现金流总额高于归母净利润，其中 2016 年、2019 年公司经营净现金流为净流出主要系地产业务影响。2021 年公司经营净现金流共计 68.48 亿元，总体现金流充足、抗风险能力较强。

图 11: 2016 年~2022 年 1 至 10 月公司费用率走势


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 12: 2016 年~2022 年前三季度公司归母净利润、经营净现金流走势


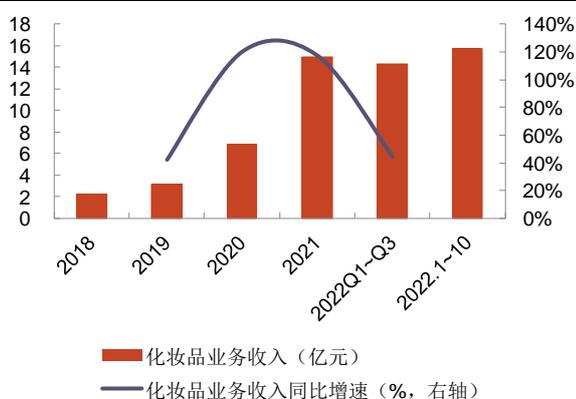
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2、化妆品业务：多品牌多点开花，功效实现差异化定位

2.1、基本情况：化妆品业务稳步增长，重点打造“4+N”品牌战略

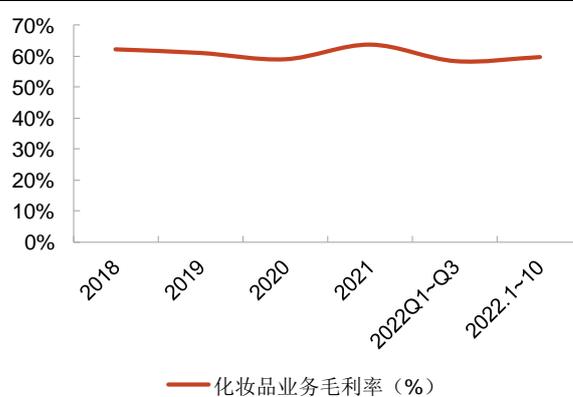
近年来公司化妆品业务快速增长，收入占比逐渐提升。2018~2021 年公司化妆品业务收入复合增长率为 89.14%、收入占比由 3%提升至 12%，2021 年化妆品业务实现收入 14.95 亿元、同比增长 117.01%，2022 年前三季度实现收入 14.29 亿元、同比增长 43.91%。此外，公司化妆品业务毛利率保持较高水平，近年来维持在 60%左右，2021 年化妆品业务毛利率为 63.68%。

图 13：2018 年~2022 年 1 至 10 月公司化妆品业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 14：2018 年~2022 年 1 至 10 月公司化妆品业务毛利率走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

重点打造“4+N”品牌战略，多品牌差异化布局。公司在化妆品板块坚持实施“4+N”品牌发展战略，“4”指的是四大主力品牌及相对应的护肤技术赛道，包括以专研玻尿酸护肤的颐莲、专注微生态护肤的瑗尔博士、精油护肤品牌伊帕尔汗、主打高端量肤定制的善颜，“N”则是除主力品牌外，基于公司产业链优势，对更多轻医美高端成分、名贵中草药护肤成分以及前沿的基因疗法等新兴护肤科技的探索，实现全龄段护肤产品创新。

表 2：“4+N”品牌矩阵主要产品情况

品类	品牌	功效定位	热销产品	价格带 (元)	主要销售渠道
护肤类	颐莲	专研玻尿酸护肤	玻尿酸补水喷雾：147 元/300ml 元气精华：248 元/30ml	29.9~495	以线上渠道为主，天猫、京东直营渠道双线并行、分销渠道全力跟进；以线下渠道为辅：KA 全国范围内站点布局与 CS 高势能集合店全面入驻，包括：KKV、调色师、三福、OLE、屈臣氏等
护肤类	瑗尔博士	微生态护肤	益生菌补水面膜：89 元/盒 (10 片) 氨基酸洗面奶：68 元/120ml	39.9~528	线上线下全面布局、多渠道共同发展，线上渠道以天猫旗舰店为主，抖音起量迅速，线下构建新零售体系，以单品牌店+商圈店布局全国
护肤类	善颜	高端量肤定制	白池花籽护肤精油：238 元/30ml 维稳修护绷带水：168 元/150ml	138~1296	线下品牌门店为主
护肤类	途润	专注弱敏肌肤健康护理	B5 保湿修护补水精华液：118 元/110ml 透明质酸钠冻膜：98 元/220g	39~228	线下品牌门店为主
护肤类	贝润	专研功效抗衰护肤	维稳橙花水：59.9 元/190ml 玻尿酸安瓶精华液：399 元/30 支	59.9~1680	线上以直播渠道为依托，结合天猫及私域社群，线下主要布局 CS 渠道矩阵销售和推广
护肤类	最媞	融合东方智慧的科技美学养护品牌	灵芝涂抹面膜：248 元/120g	158~904	线上渠道为主
香氛类	伊帕尔汗	薰衣草精油科学护肤	薰衣草修护精华液：219 元/30ml	109~258	线下品牌门店为主

彩妆类	UMT	专研养肤底妆的科研型品牌	养肤粉底液：168 元/35ml	18.9~266	线上渠道为主
-----	-----	--------------	------------------	----------	--------

注：单价统计时间为 2023-1-4，考虑日常优惠活动等因素
资料来源：天猫官方旗舰店、公司官网，光大证券研究所整理

2.2、行业分析：行业维持稳健增长，监管趋严利好有研发优势、合规经营的企业

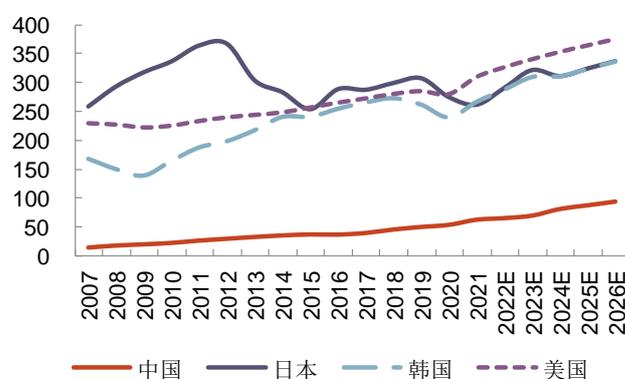
根据 Euromonitor，按零售额计，2021 年我国化妆品行业市场规模为 5686.05 亿元，2007~2021 年年复合增速为 10.08%，预计 2026 年市场规模将达到 8177.27 亿元，2021~2026 年年复合增速为 7.54%。我国化妆品人均消费金额与发达国家仍有较大差距，未来存在较大的提升空间。2021 年我国化妆品人均消费金额为 62 美元，而日本、韩国、美国分别为 263 美元、266 美元、310 美元。

图 15：按零售额计 2007 年~2026E 我国化妆品行业市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

图 16：2007 年~2026E 中美日韩化妆品人均支出 (美元)

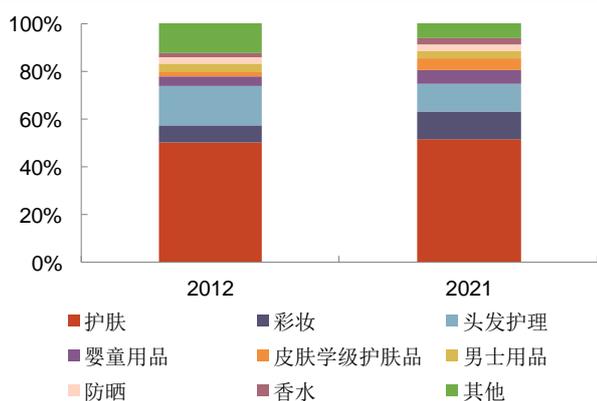


资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

细分子行业中 2021 年护肤、彩妆、头发护理规模位列前三名、占美容个护总体市场规模的比重分别为 52%、12%、11%。此外，部分子行业基数较小，处于发展初期、成长势头较快，根据 Euromonitor，按零售额计，2016~2021 年皮肤学级护肤品、香水、彩妆、婴童用品、防晒景气度相对较高、规模年复合增速分别为 32.58%、20.68%、18.20%、13.58%、12.45%。2021~2026 年香水、婴童用品、防晒增速较快，规模年复合增速预计分别为 21.38%、10.04%、9.59%。

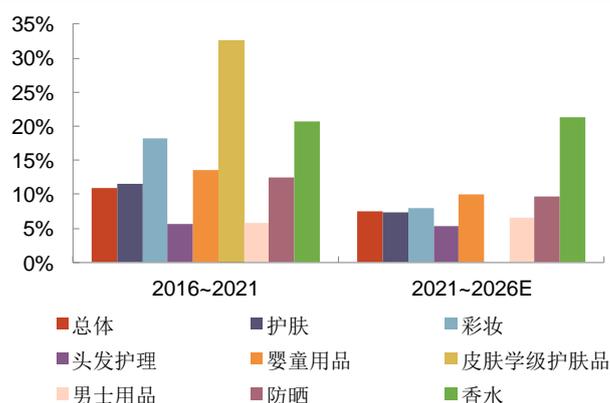
从品牌份额来看，2021 年我国护肤品市场品牌份额的 CR5、CR10 分别为 22.00%、32.90%，较 2012 年分别提升 0.70 PCT、1.30PCT。2021 年市占率位列前 3 的均为国际品牌，分别为巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛，市占率分别为 5.30%、5.10%、4.80%，国产品牌百雀羚、自然堂、珀莱雅、薇诺娜位列前 10 名，市占率分别为 3.80%、3.00%、1.70%、1.70%。相较于 2016 年，国产品牌珀莱雅、薇诺娜跻身身前 10 名。

图 17: 按零售额计 2012 和 2021 年化妆品细分子行业规模占比



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

图 18: 按零售额计化妆品细分子行业年复合增速变化



资料来源: Euromonitor 预测, 光大证券研究所整理

护肤市场国际品牌虽仍占主导地位, 但国产品牌积极突围、抢占市场份额。根据 Euromonitor, 2021 年我国护肤品行业市场规模为 2938.06 亿元、2016~2021 年年复合增速为 11.58%, 预计 2026 年市场规模将达到 4180.11 亿元、2021~2026 年年复合增速为 7.31%。2016~2021 年我国护肤市场集中度呈提升趋势、前十大品牌市场份额合计提升 3.80PCT。2021 年我国护肤市场市占率位列前 3 名的品牌分别为巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛, 目前国际品牌虽占主导, 但近年来国产品牌通过革新产品、市场份额实现提升。相较于 2016 年, 国产品牌珀莱雅、薇诺娜跻身前 10 名, 市占率分别为 1.70%、1.70%。

图 19: 按零售额计 2007 年~2026E 我国护肤行业规模及同比增速



资料来源: Euromonitor 预测, 光大证券研究所整理

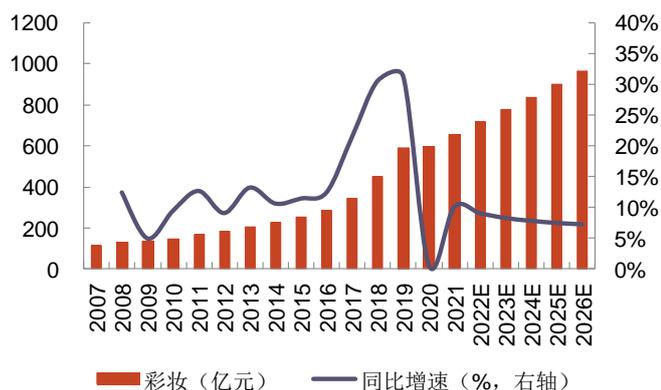
图 20: 2016 和 2021 年我国护肤行业品牌份额变化 (%)

排名	品牌	2016	品牌	2021
1	巴黎欧莱雅	4.6	巴黎欧莱雅	5.3
2	玫琳凯	4.2	兰蔻	5.1
3	百雀羚	4.0	雅诗兰黛	4.8
4	Olay	3.2	百雀羚	3.8
5	自然堂	2.8	Olay	3.0
6	兰蔻	2.1	自然堂	3.0
7	完美	2.1	SK-II	2.4
8	萃雅	2.1	海蓝之谜	2.1
9	雅诗兰黛	2.0	珀莱雅	1.7
10	佰草集	2.0	薇诺娜	1.7
集中度	CR5	18.8	CR5	22.0
	CR10	29.1	CR10	32.9

注: 上图中为按零售额计的品牌份额, 浅底色表示国产品牌
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

彩妆市场增速快于护肤, 国产品牌市场份额已跻身前列。根据 Euromonitor, 2021 年我国彩妆行业市场规模为 656.52 亿元、2016~2021 年年复合增速为 18.20%, 预计 2026 年市场规模将达到 963.28 亿元、2021~2026 年年复合增速为 7.97%。彩妆市场受疫情影响相较护肤更为明显, 2020 年受疫情影响消费者化妆频次减少、行业同比增速放缓至 0.63%, 2021 年增速回升至 10.11%。2016~2021 年我国彩妆市场集中度呈现下降趋势、前十大品牌合计市场份额下降 4.00PCT。彩妆市场国货替代趋势愈发明显, 2021 年花西子、完美日记市占率位列前两名, 而美宝莲、巴黎欧莱雅等海外品牌近年来市占率均有下降。

图 21: 按零售额计 2007 年~2026E 我国彩妆行业规模及同比增速



资料来源: Euromonitor 预测, 光大证券研究所整理

图 22: 2016 和 2021 年我国彩妆行业品牌份额变化 (%)

排名	品牌	2016	品牌	2021
1	美宝莲	15.7	花西子	6.4
2	巴黎欧莱雅	8.5	完美日记	6.1
3	卡姿兰	4.9	迪奥	5.8
4	梦妆	4.2	巴黎欧莱雅	5.4
5	迪奥	3.4	YSL	5.0
6	蜜丝佛陀	2.8	美宝莲	4.7
7	悦诗风吟	2.8	阿玛尼	3.6
8	兰蔻	2.4	兰蔻	3.2
9	玛丽黛佳	2.4	魅可	2.7
10	玫琳凯	2.4	香奈儿	2.6
集中度	CR5	36.7	CR5	28.7
	CR10	49.5	CR10	45.5

注: 上图中为按零售额计的品牌份额, 浅底色表示国产品牌
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

化妆品监管体系日趋完善, 行业逐步走向规范化发展。2020 年 6 月国务院出台《化妆品监督管理条例》, 该条例定位最高、于 2021 年 1 月实施, 其指出化妆品分为特殊化妆品和普通化妆品, 并首次提出“新功效”的概念, 新功效是指除染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发以及普通功效之外的功效。2021 年 4 月国家药监局出台《化妆品功效宣称评价规范》, 该法规于 2022 年 1 月实施、意味着我国化妆品行业进入功效元年。总体来看, 2020 年以来我国化妆品行业监管趋严, 国家政策从化妆品的原料、宣称、评价、标识等方面作出明确规定, 在政策推动下我国化妆品将走向规范化发展, 进而利好头部合规经营企业。

图 23: 化妆品主要法规内容梳理



资料来源: 国务院、国家药监局官网, 光大证券研究所整理

部分国产品牌业绩跑赢行业, 通过提升产品力加速崛起。从行业层面来看, 2022 年在疫情扰动下我国化妆品零售额表现疲软, 2022 年 1~11 月累计同比下滑 3.10%。但部分国产美妆品牌业绩表现不俗、跑赢行业, 如珀莱雅、贝泰妮、颐莲、瑗尔博士 2022 年前三季度收入分别同比增长 31.53%、37.05%、26.46%、52.66%, 华熙生物功能性护肤品收入 2022 年上半年同比增长 77.17%。我们认

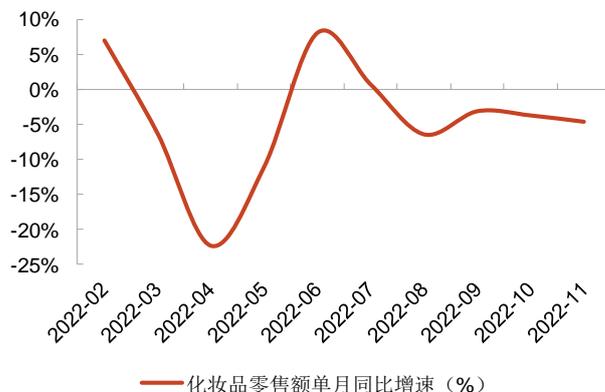
为近年来国产品牌愈发注重研发实力与消费者洞察，通过提升产品力、塑造品牌形象，提升市场份额、向国际品牌看齐。

图 24：2022 年前三季度国产美妆代表品牌收入同比增速



注：华熙生物为功能性护肤品 2022 年上半年收入同比增速
资料来源：Wind、各公司公告，光大证券研究所整理

图 25：2022 年 1 月~11 月化妆品零售额单月同比增速

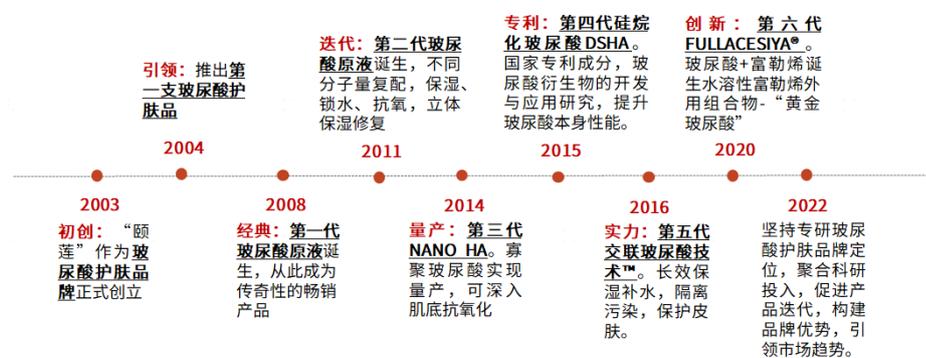


注：社会消费品零售额一般 1~2 月数据为合并统计
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.3、颐莲：专研玻尿酸护肤，产品具备性价比优势

颐莲品牌深耕玻尿酸护肤，研发功底深厚。颐莲品牌成立于 2003 年、亦是福瑞达生物股份旗下第一个护肤品品牌，定位为专研玻尿酸护肤，创始人“中国玻尿酸之父”凌沛学教授。创立以来，颐莲深耕玻尿酸护肤，开创玻尿酸应用新领域，创新将活性玻尿酸因子科学解析配比为多级分子立体渗透配方、添加到护肤品中，并创新开发硅烷化玻尿酸专利技术，取得 100 余项以上研究成果、70 余项发明专利。

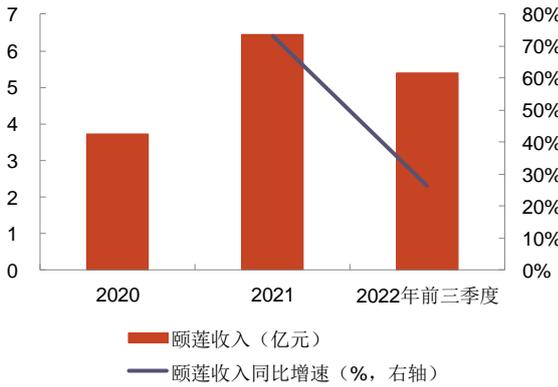
图 26：颐莲品牌发展历程



资料来源：颐莲品牌官网，光大证券研究所整理

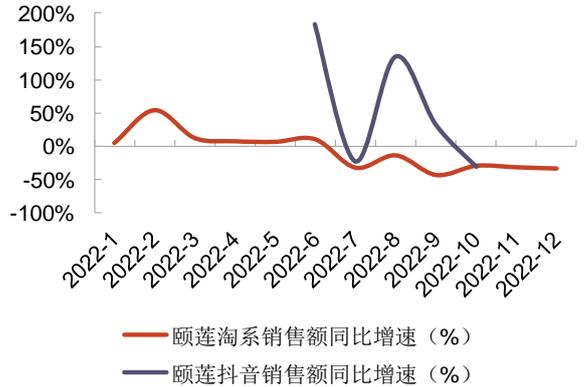
2021 年颐莲实现收入 6.46 亿元、同比增长 73.08%，2022 年前三季度实现收入 5.40 亿元、同比增长 26.46%。从线上淘系和抖音平台表现来看，根据萝卜投资，2021 年颐莲淘系销售额累计同比增长 42.21%，2022 年疫情影响下行业需求较为平淡，颐莲淘系销售额单月同比增速呈逐渐放缓趋势、2022 年全年累计同比下滑 12.46%。抖音总体表现优于淘系，颐莲于 2021 年 11 月开始布局，仍处于发展初期、增速较快，2022 年 6~10 月抖音销售额单月同比增速平均为 59.43%。

图 27: 2020 年~2022 年前三季度颐莲收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 28: 2022 年 1 月~12 月颐莲淘系和抖音销售额同比增速



资料来源: 萝卜投资, 光大证券研究所整理

主打“玻尿酸+”产品开发理念, 以高性价比吸引消费者。颐莲定位大众护肤品牌, 产品价格带集中于 81~169 元, 具备较强性价比优势。在产品研发方面, 颐莲构建了“玻尿酸+”的核心理念, 即以玻尿酸作为最核心的功能成分, “+”未来一切的组方成分。颐莲通过爆品驱动品牌成长, 其以玻尿酸补水喷雾为战略大单品、带动其他产品销售, 2021 年该喷雾在各类目爽肤水中稳居全网第一名、销量突破 1500 万瓶, 并获得天猫金妆奖年度化妆水奖。截至 2023 年 1 月 7 日, 颐莲补水喷雾在天猫喷雾爽肤水热卖榜中位列第 2 名、仅次于雅漾, 在京东爽肤水/化妆品水榜单中位列第 6 名。

另外, 根据久谦数据, 2022 年 11 月颐莲天猫官方旗舰店中, 玻尿酸补水喷雾销售额占比达到约 47%、月销量突破 3 万。颐莲第二大单品为元气精华, 其采用福瑞达专利成分“玻尿酸+富勒烯”, 继续扩大颐莲“玻尿酸+”生态的产品矩阵。

图 29: 颐莲天猫官方旗舰店代表单品 2022 年 11 月销售情况

代表单品	单价 (元)	月销量	11月天猫旗舰店销售额占比
补水喷雾	69/300ml	3万+	47%
元气精华	198/30g	2000+	6%
水乳霜套装	198	4000+	6%
分体面膜	89/10片	4000+	6%
玻尿酸补水面膜	99/30片	3000+	5%
氨基酸洁面	69/150ml	3000+	3%

注: 单价统计时间为 2023-1-4, 考虑日常优惠活动等因素
资料来源: 久谦数据, 光大证券研究所整理

图 30: 颐莲大单品“补水喷雾”在天猫和京东平台榜单排名



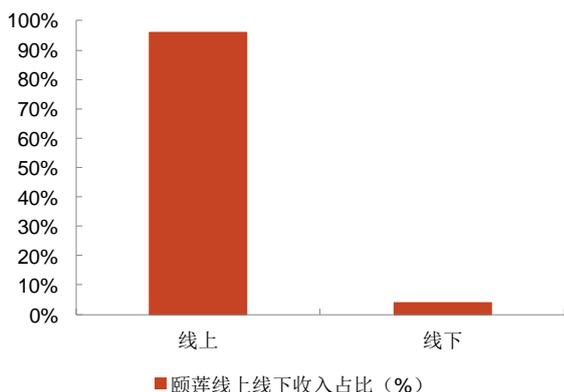
注: 左图为天猫喷雾爽肤水热卖榜单, 右图为京东爽肤水/化妆水榜单, 统计时间为 2023-01-07
资料来源: 天猫、京东, 光大证券研究所整理

颐莲以线上渠道为主导, 自播占比仍有提升空间。2021 年颐莲线上、线下收入占比分别为 96%、4%。抖音直播方面, 截至 2023 年 1 月 4 日前 30 天销售额, 颐莲抖音自播和达播占比分别为 55%、45%, 达播矩阵中颐莲侧重与潜力主播

合作、其数量占比为 47%，而头部红人数量占比为 12%。从带货主播类型来看，统计截至 2023 年 1 月 11 日前 90 天颐莲带货达人的销售额，位列前 6 名的主播多为跨品类博主，如搭搭随便夫妇、东方甄选美丽生活等，美妆垂类博主为潘雨润。我们认为颐莲美妆垂类主播的合作数量有提升空间，后续产品可借助抖音美妆 KOL 实现产品种草、顺利推新放量，品牌在抖音渠道仍有待进一步挖掘扩张。

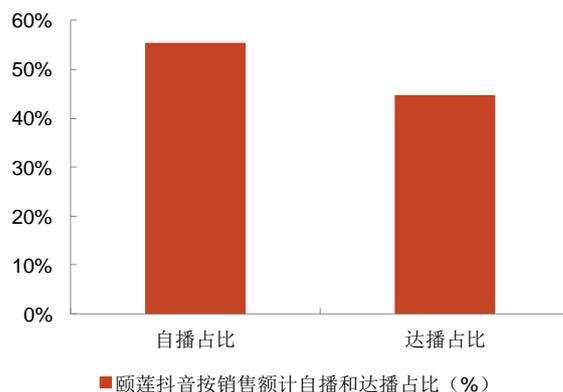
线下渠道方面，颐莲亦重视新零售渠道，通过线下体验拉近和消费者的距离，现已在山东和浙江地区开设线下体验店，通过线上小程序，用户可以成交产品和预约门店，到店后获得面部护理服务。2022 年 9 月颐莲正式入驻屈臣氏全国超 4000 家门店，线下渠道进一步扩充，提高品牌在线下渠道的知名度与影响力。

图 31：2021 年颐莲线上线下收入占比



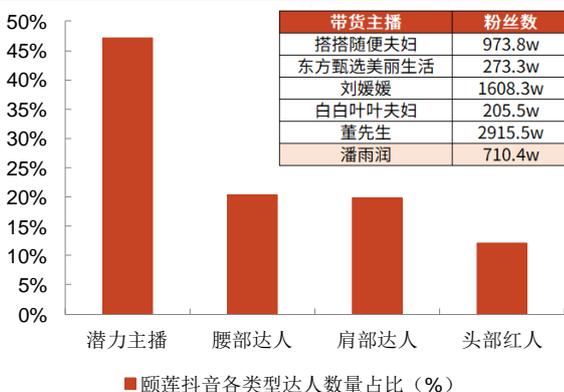
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 32：按销售额计颐莲抖音自播和达播占比



注：统计区间为截至 2023 年 1 月 4 日前 30 天
资料来源：飞瓜数据，光大证券研究所整理

图 33：颐莲抖音各类型达人数量占比



带货主播	粉丝数
搭搭随便夫妇	973.8w
东方甄选美丽生活	273.3w
刘媛媛	1608.3w
白白叶叶夫妇	205.5w
董先生	2915.5w
潘雨润	710.4w

注：抖音各类型达人数量占比统计区间为截至 2023 年 1 月 4 日前 30 天；上表中带货主播为近 90 天销售额位列前六名的主播，浅底色表示美妆类主播、其余为跨品类主播
资料来源：飞瓜数据，光大证券研究所整理

图 34：2022 年 9 月颐莲入驻屈臣氏



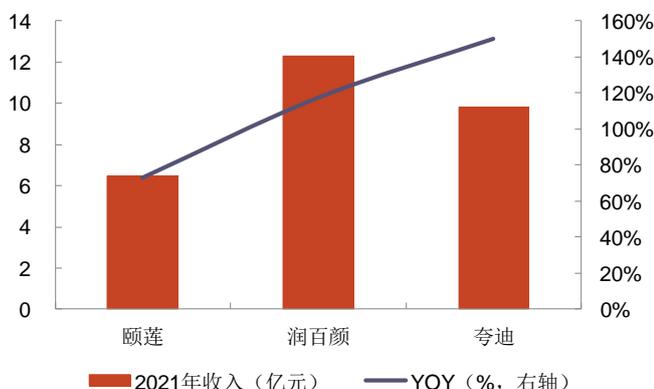
资料来源：颐莲官方微信公众号

复盘来看，我们认为颐莲立足于玻尿酸护肤、背靠福瑞达医药集团，以药企标准把握生产和品控，对品质、功效、安全性严格把控，进而赢得对玻尿酸成分信赖和有需求的人群的好感。其早期把握住线上平台发展红利以及国货美妆崛起趋势，将明星单品补水喷雾成功打爆、实现品牌声量放大。对标同样为玻尿酸护肤定位的华熙生物旗下品牌（润百颜、夸迪等），颐莲未来仍具较大成长空间，即 2021 年颐莲收入为 6.46 亿元，而润百颜、夸迪收入分别为 12.29 亿元、9.79 亿元。

从驱动力来看，我们期待颐莲推出更多优质玻尿酸相关大单品、支撑品牌收入，产品、品类多元化发展。颐莲现有爆品补水喷雾消费者忠诚度高、随之带来高复

购率，可以实现对其他单品的连带作用、实现品类拓展。2021 年颐莲与中科院合作，将玻尿酸与富勒烯结合，使富勒烯渗透到肌肤深层、实现抗初老功效，“玻尿酸+富勒烯”专利成分应用在元气精华产品中，“玻尿酸+”产品版图进一步得到扩充。未来基于在玻尿酸领域的多年研发积淀，颐莲可以通过特色的配方开发推动产品升级、品类延伸，打造更加精细化、高端化的玻尿酸护肤产品。

图 35：颐莲与华熙生物旗下品牌润百颜、夸迪收入对比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 36：颐莲明星单品补水喷雾连带元气精华销售



资料来源：天猫旗舰店，光大证券研究所整理

2.4、 瑗尔博士：微生态护肤领域专家，基础研究驱动产品革新

瑗尔博士品牌聚焦微生态护肤领域，持续加码基础研究。瑗尔博士创立于 2018 年，是国内首个明确定位“微生态护肤”的品牌，通过精准科学的护肤方式，解决因肌肤菌群失衡引发的肌肤问题，其致力于研究微生态菌群和中国人皮肤的关系，不断揭示中国人群的皮肤微生物群和皮肤健康之间的相关性。目前瑗尔博士拥有 4 大独家核心成分，包括硅烷化玻尿酸、荷叶黄酮、Micro-Balanotic 和益生菌发酵褐藻成分。基于较强的研发能力，瑗尔博士在微生态护肤领域持续推出“大单品”，旗下拥有熬夜修护、洗卸滋养、初老对抗、屏障修护四大系列。

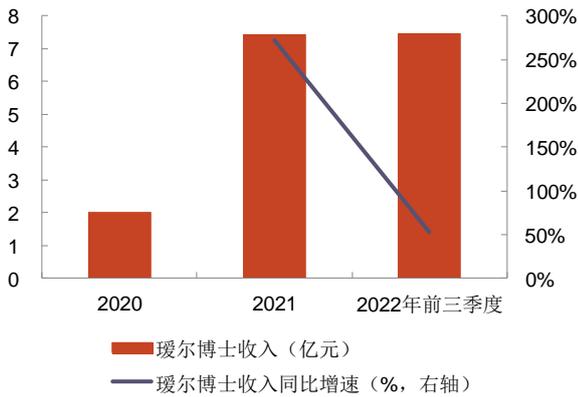
图 37：瑗尔博士品牌发展历程



资料来源：瑗尔博士品牌官网，光大证券研究所整理

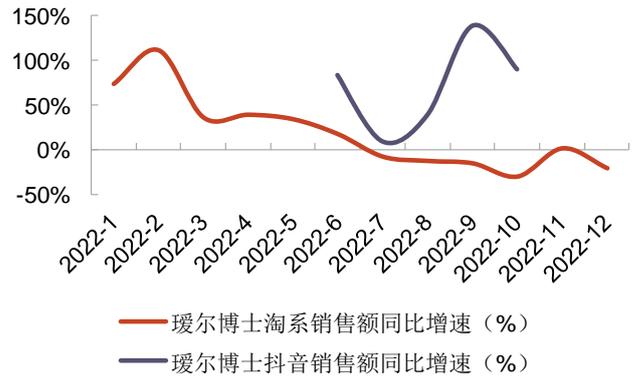
瑗尔博士 2021 年实现收入 7.44 亿元、同比增长 272.14%，2022 年前三季度实现收入 7.45 亿元、同比增长 52.66%。根据萝卜投资，2021 年瑗尔博士淘系销售额累计同比增长 234.76%，2022 年受行业总体需求平淡的影响，瑗尔博士淘系销售额增速放缓、2022 年累计同比增长 10.16%。此外，瑗尔博士抖音平台亦呈快速扩张趋势，2022 年 6~10 月抖音销售额单月同比增速平均为 72.57%。

图 38: 2020 年~2022 年前三季度瓊尔博士收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 39: 2022 年 1 月~12 月瓊尔博士淘系和抖音销售额同比增速



资料来源: 萝卜投资, 光大证券研究所整理

爆品打造能力突出, 核心爆品贡献主要收入。2021 年瓊尔博士四大爆品分别为洁颜蜜、香蕉面膜、益生菌水乳、前导精华, 四大单品占瓊尔博士总收入的比重为 70%左右。截至 2023 年 1 月 7 日, 瓊尔博士洁颜蜜位列天猫保湿洗面奶热卖榜第 1 名, 益生菌面膜位列天猫贴片面膜热卖榜第 6 名, 益生菌水乳套装位列天猫面部套装回购榜第 2 名。根据久谦数据, 2022 年 11 月瓊尔博士天猫旗舰店中洁颜蜜、益生菌面膜、益生菌水乳套装为销售额位列前三名的大单品, 销售额占比分别为 21%、16%、12%。

图 40: 瓊尔博士天猫官方旗舰店代表单品 2022 年 11 月销售情况

代表单品	单价 (元)	月销量	11月天猫旗舰店销售额占比
洁颜蜜	61/120ml	9万+	21%
益生菌面膜	80/10片	6万+	16%
益生菌水乳套装	178	2万+	12%
反重力酵萃水乳	421	4000+	8%
微晶水	214/150ml	9000+	6%
酸奶面膜	194/100g	3000+	3%

注: 单价统计时间为 2023-1-4, 考虑日常优惠活动等因素
资料来源: 久谦数据, 光大证券研究所整理

图 41: 瓊尔博士大单品“洁颜蜜、益生菌面膜、益生菌水乳套装”在天猫平台榜单排名



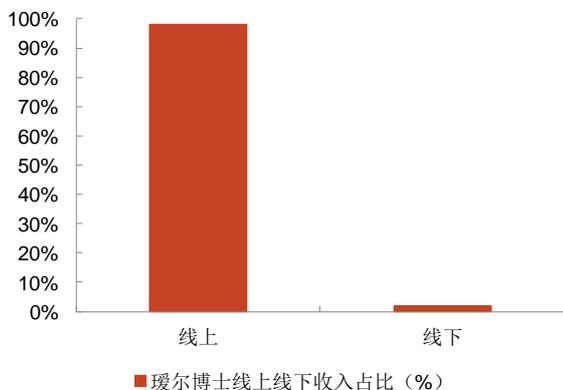
注: 上图中左为天猫保湿洗面奶热卖榜单, 中为天猫贴片面膜热卖榜单, 右为天猫面部套装回购榜单, 统计时间为 2023-01-07
资料来源: 天猫, 光大证券研究所整理

瓊尔博士线上线下全面布局, 品牌自播占比较高、凸显运营能力。2021 年瓊尔博士线上、线下收入占比分别为 98%、2%。从抖音直播矩阵来看, 瓊尔博士自播运营能力较为突出, 截至 2023 年 1 月 4 日前 30 天的销售额, 瓊尔博士抖音自播、达播占比分别为 84%、16%, 达播矩阵中, 与颐莲类似, 瓊尔博士亦侧重与潜力主播合作、超头依赖度低, 潜力主播数量占比达 71%。从带货主播类型来看, 瓊尔博士侧重与美妆垂类主播合作, 统计截至 2023 年 1 月 11 日前 90 天瓊尔博士带货达人销售额, 位列前 6 名的主播多为美妆垂类, 显示其品牌产品获得美妆 KOL 认可、势能在持续向上。

线下渠道瓊尔博士拟以单品牌店+商圈店布局全国。其中单品牌店“瓊尔博士皮肤颜究院”定位轻医美护肤, 基于皮肤微生态的高科美肤解决方案, 主打轻院线

护理。截至 2021 年底，瓊尔博士皮肤颜究院加盟商已覆盖国内 40 多个城市，线下分销主要发力调色师、KKV、三福时尚、喜燃等 CS 渠道新业态，目前已布局超过百余个城市，覆盖全国超上千个核心商圈。

图 42: 2021 年瓊尔博士线上线下收入占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 43: 按销售额计瓊尔博士抖音自播和达播占比

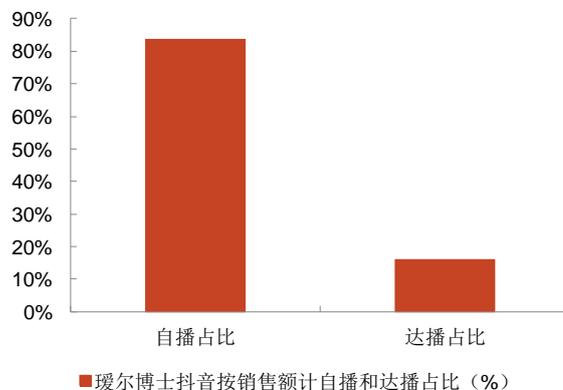
注: 统计区间为截至 2023 年 1 月 4 日前 30 天
资料来源: 飞瓜数据, 光大证券研究所整理

图 44: 瓊尔博士抖音各类型达人数量占比

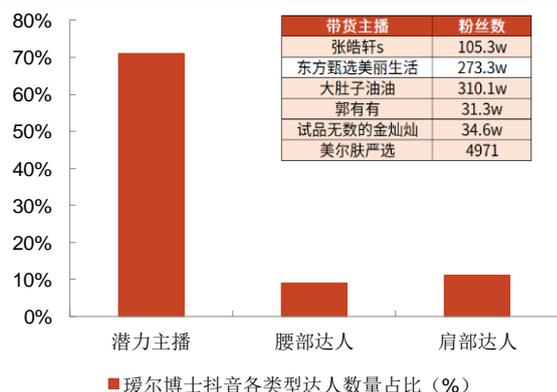
注: 抖音各类型达人数量占比统计区间为截至 2023 年 1 月 4 日前 30 天; 上表中带货主播为近 90 天销售额位列前六名的主播, 浅底色表示美妆类主播、其余为跨品类主播
资料来源: 飞瓜数据, 光大证券研究所整理

图 45: 瓊尔博士皮肤颜究院



资料来源: 美业颜究院

瓊尔博士全产品线聚焦微生态护肤, 品牌具有一定的稀缺性。瓊尔博士前瞻性地布局微生态领域, 凭借深厚的研发基因及技术, 通过打造一系列爆品成为国内微生态护肤的 TOP1 品牌, 成功开辟出国内微生态护肤的新赛道。国际品牌如欧莱雅、雅诗兰黛等虽有微生态护肤产品的布局, 但鲜少有类似于瓊尔博士全产品线定位微生态护肤的品牌, 品牌定位具备稀缺性。

我们认为瓊尔博士品牌具特色、重研发, 期待其基础研究成果带动产品功效进阶升级。产品层面: 瓊尔博士在保持老款爆品持续增长的同时, 不断丰富扩充产品线。老款爆品益生菌洁面和水乳主打功效为洁面、维稳保湿。2021 年瓊尔博士与齐鲁工业大学合作, 共同打造独家专利成分“益生菌发酵褐藻”, 在国内首创独家双菌发酵褐藻技术, 并将其应用在旗下褐藻酵萃系列产品之中, 开辟抗衰修复产品线, 实现功效进阶。目前市场上主打褐藻成分的护肤品仍较为稀缺, 具有代表性的品牌为海蓝之谜, 其核心成分神奇活性精粹提取自海藻。瓊尔博士作为国产品牌, 历经多年研发积淀, 推出专利成分褐藻、与微生态护肤概念相结合, 亦打破了国外对藻类发酵物的技术垄断、直面与国际品牌的竞争。

图 46：瓊尔博士褐藻酵萃系列实现功效进阶和产品升级



注：单价统计时间为 2023-1-4，考虑日常优惠活动等因素
资料来源：天猫旗舰店，光大证券研究所整理

产品 SKU 数量相对较少，但打磨时间长、严格把握产品质量。根据瓊尔博士官网，其现有产品 SKU 为 24 个、数量相对较少，主要系产品在上市之前，瓊尔博士在消费者洞察、工艺、质检等方面把控严格。例如，酸奶面膜在研发前期便做了大量调研，经常会浏览消费者建议及使用感受，做出相对调整，且在开发过程中，瓊尔博士多次给一些深度合作的 KOL 寄送产品试用装，根据其反馈意见进行几轮微调，酸奶面膜经历 1 年多的时间打磨；褐藻系列在原料端打磨了近 4~5 年时间，在产品配方上亦耗费了 1~2 年时间。我们认为瓊尔博士注重产品质量，后续随着积极推新、产品 SKU 数量提升，品牌收入体量有望再上新台阶。

研发层面：瓊尔博士背靠福瑞达医药集团，现已建立了一套完整的科研体系。从对皮肤微生态的基础研究，到独家专利生物发酵成分的创新研究，再到各项专利成分形成科学组方的应用研究，最后通过功效评价来验证产品效果，瓊尔博士走通了皮肤问题-自主原料-配方技术-功效评价链路。除褐藻系列建立了微生态与抗老的功效外，我们期待瓊尔博士在微生态与敏感肌、防晒、美白等功效上推出自主研发的成分或配方，助力产品线拓宽。

图 47：瓊尔博士科研体系



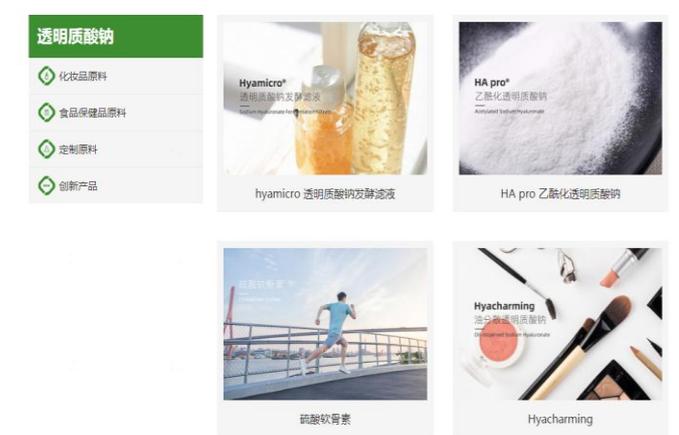
资料来源：聚美丽，光大证券研究所整理

3、其他业务：多元化业务协同发展，打造大健康产业生态圈

3.1、原料及添加剂业务：透明质酸销量名列前茅，产品管线不断扩充

公司原料及添加剂业务主要围绕焦点福瑞达、福瑞达生物科技两个子公司展开。其中**焦点福瑞达**是全球领先的透明质酸原料生产基地之一，集透明质酸研发、生产、销售为一体，在透明质酸行业产量及销量均名列前茅，现拥有透明质酸原料420吨/年的产能，目前生产食品级和化妆品级透明质酸，60%左右出口；**福瑞达生物科技**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，主要产品有聚谷氨酸、普鲁兰多糖、依克多因等。

图 48：焦点福瑞达产品情况



资料来源：公司官网

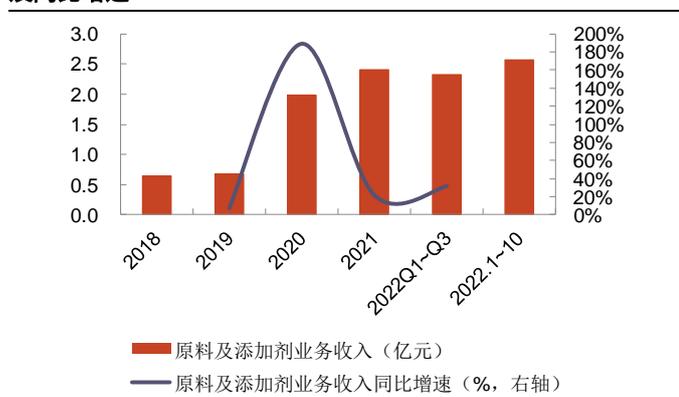
图 49：山东福瑞达生物科技产品情况



资料来源：公司官网

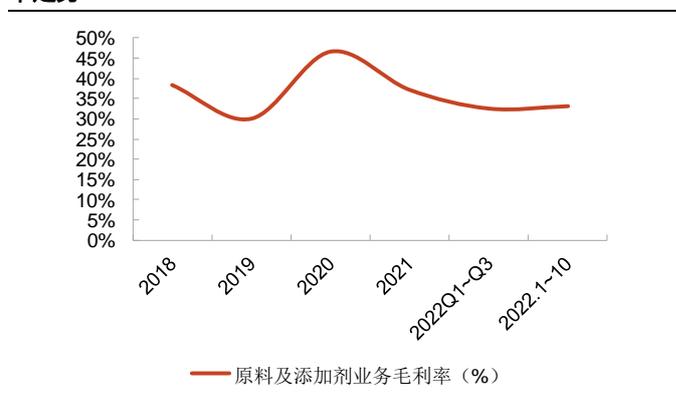
2021 年公司原料及添加剂业务实现收入 2.41 亿元、同比增长 21.96%，2022 年前三季度实现收入 2.32 亿元、同比增长 31.82%。近年来公司原料及添加剂业务毛利率走势波动、在 30~40%左右，2021 年毛利率同比下降 9.54PCT 至 37.14%，主要系公司为了扩大市场占有率及加大国外市场的产品投放力，对产品价格进行了调整。

图 50：2018 年~2022 年 1 至 10 月公司原料及添加剂业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 51：2018 年~2022 年 1 至 10 月公司原料及添加剂业务毛利率走势

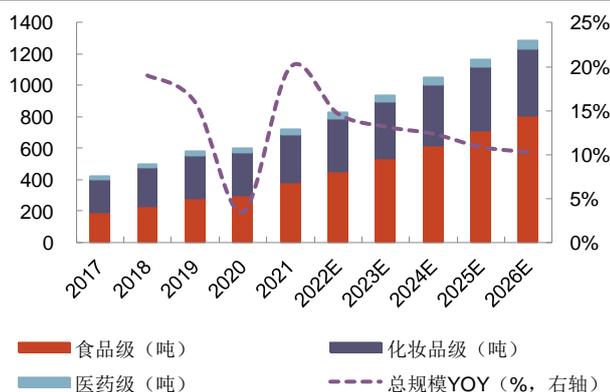


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

透明质酸原料行业稳健增长，食品级增速最快，医药级、化妆品级次之。根据弗若斯特沙利文预测，2021 年全球透明质酸原料市场销量为 720 吨，2017~2021 年年复合增速为 14.4%，并预计 2021~2026 年年复合增速为 12.3%，2026 年将达到 1285.2 吨的市场销量。分应用场景来看，2021 年食品级、化妆品级、医药级透明质酸原料规模占比分别为 53%、43%、4%，2021~2026 年年复合增速分别为 16.2%、6.5%、12.3%。

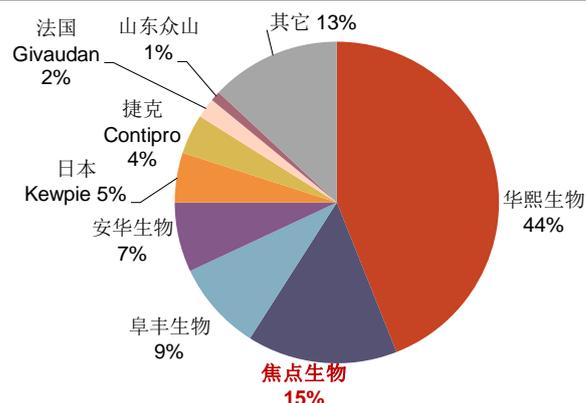
焦点福瑞达在全球透明质酸原料市场市占率位列第 2 名。根据弗若斯特沙利文，按销量计，2021 年全球透明质酸原料市场中华熙生物、焦点生物、阜丰生物市占率位列前 3 名，分别为 44%、15%、9%。

图 52: 按销量计, 2017 年~2026E 全球透明质酸原料市场规模及同比增速



资料来源: 弗若斯特沙利文预测, 光大证券研究所整理

图 53: 按销量计, 2021 年全球透明质酸原料市场竞争格局



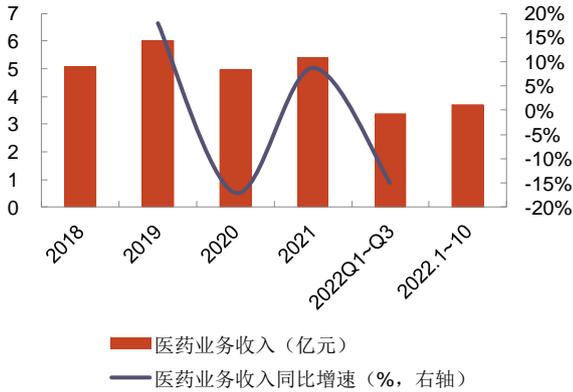
资料来源: 弗若斯特沙利文, 光大证券研究所整理

3.2、医药业务: 覆盖多个药品领域, 不断做强医药健康产业链条

公司在医药板块涵盖中药及化药制剂(明仁福瑞达)、生化药品(博士伦福瑞达)及销售团队(医药事业部), 拥有施沛特、颈痛颗粒、小儿解感颗粒等多个知名品牌。公司旗下的明仁福瑞达致力于中成药、化学药、保健食品的研发、生产和销售, 产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域。公司参股的山东博士伦福瑞达制药有限公司致力于生物技术产品和生化药品的研究开发、生产和销售, 产品涵盖眼科、骨科、皮肤科等领域, 玻璃酸钠系列产品的研究及应用技术达到国际先进水平。施沛特是用于骨关节炎领域关节腔注射治疗的玻璃酸钠注射液第一品牌。

2021 年医药业务实现收入 5.41 亿元、同比增长 8.71%, 2022 年前三季度实现收入 3.37 亿元、受疫情影响同比下滑 14.90%。近年来公司医药业务毛利率呈下滑趋势, 2021 年毛利率为 57.86%、同比下降 3.79PCT, 主要系受疫情和环保能源等政策影响, 原料市场价格出现不同程度的上涨, 且近年来人工成本持续上升, 导致产品成本增加、毛利率下降。

图 54：2018 年~2022 年 1 至 10 月公司医药业务收入及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 55：2018 年~2022 年 1 至 10 月公司医药业务毛利率走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设及盈利预测

公司正在剥离房地产开发业务，我们假设公司于 2023 年将房地产开发业务全部剥离、2024 年不再贡献收入，公司在 2024 年聚焦于化妆品、生物医药等板块，分业务对公司收入及毛利率进行预测：

房地产业务：房地产业务可划分为房地产销售、物业管理、酒店业务，房地产销售业务公司正在剥离中。我们假设房地产销售业务 2022 年处于收缩状态、2023 年全部完成剥离，预计 2022 和 2023 年房地产业务收入同比增速为 -4.36%/-80.31%；2024 年房地产销售业务不贡献收入，仅物业管理等业务贡献，预计收入同比增速为 -70.23%。毛利率方面，房地产销售业务 2022 年占主导，其毛利率近年来呈下降趋势，预计 2022 年房地产业务毛利率为 14.31%，2023~2024 年房地产销售业务从收缩到剥离，物业管理逐渐占主导，其毛利率水平较高、且近年来呈提升趋势，因此预计房地产业务 2023 和 2024 年毛利率分别为 16.47%、29.47%。

化妆品业务：化妆品业务近年来呈快速增长趋势、成长可期，2022 年前三季度收入同比增长 43.91%，我们预计 2022~2024 年收入同比增速分别为 40.44%/35.37%/23.86%。毛利率方面，2022 年公司各品牌为促进销售规模扩大，对产品价格进行了优化，2022 年前三季度毛利率同比下降 4.65PCT，我们预计 2022 年化妆品业务毛利率呈下降趋势，2023~2024 年随着疫情影响逐步消除、消费信心回升，公司化妆品业务产品力、品牌力进一步提升，预计毛利率稳步上行，我们预计 2022~2024 年毛利率分别为 59.68%/60.68%/62.68%。

医药业务：医药业务 2022 年受疫情扰动，2022 年前三季度收入同比下滑 14.90%，我们预计 2022 年收入下滑，2023 年实现疫后复苏、稳健增长，预计 2022~2024 年收入同比增速分别为 -15.00%/+8.00%/+8.00%。毛利率方面，2022 年受国际环境变化和国家环保政策、疫情持续等多重因素影响，能源价格和原材料价格上涨，产品成本增加，2022 年前三季度毛利率同比下降 6.00PCT，我们预计 2022 年医药业务毛利率呈下降趋势，2023~2024 年毛利率逐步回升，预计 2022~2024 年毛利率分别为 52.86%/53.16%/53.76%。

原料及添加剂业务：原料及添加剂业务近年来增速较快，2022 年前三季度收入亦实现 31.82%的同比增长，公司原料及添加剂业务前景广阔，且近年来亦在积极扩张、提升市场份额，我们预计 2022~2024 年原料业务收入同比增速分别为

35.00%/33.00%/22.00%。毛利率方面，2022 年受疫情、国际局部战争等外因影响，燃气等能源成本加大，且透明质酸市场竞争激烈，公司为扩大市占率，对产品价格进行调整，预计 2022 年毛利率呈下降趋势，2023~2024 年平稳略增，预计 2022~2024 年毛利率分别为 32.14%/32.44%/32.84%。

费用率方面，公司剥离房地产业务后，化妆品业务将占主导，业务结构变化将使得各项费用率水平与此前相比有所不同。**销售费用方面**，我们预计公司化妆品业务投入将逐步加大，化妆品品牌及产品宣传对应的销售费用将有所提升，预计 2022~2024 年销售费用率呈提升趋势，分别为 11.50%/24.50%/32.10%；**管理费用方面**，我们预计 2022 年受疫情影响管理费用率同比提升，2023 和 2024 年公司逐步聚焦化妆品、生物医药板块，管理费用率预计呈上升趋势，预计 2022~2024 年管理费用率分别为 3.30%/3.80%/4.50%；**研发费用方面**，我们预计公司将持续加大研发投入，以推动产品革新、构建和强化护城河，预计 2022~2024 年研发费用率分别为 1.00%/1.50%/2.50%。

综上，我们预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 125.68、60.28、55.80 亿元，分别同比+1.66%、-52.04%、-7.42%；归母净利润分别为 0.32、3.38、5.23 亿元，分别同比-91.17%、+957.47%、+54.76%。

表 3：公司分业务收入及毛利率预测

分业务	指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房地产业务	收入 (百万元)	11942.55	9695.56	9273.16	1825.57	543.47
	YOY (%)	31.20%	-18.81%	-4.36%	-80.31%	-70.23%
	毛利率 (%)	15.28%	17.22%	14.31%	16.47%	29.47%
化妆品业务	收入 (百万元)	688.87	1494.93	2099.54	2842.12	3520.33
	YOY (%)	119.83%	117.01%	40.44%	35.37%	23.86%
	毛利率 (%)	59.14%	63.68%	59.68%	60.68%	62.68%
医药业务	收入 (百万元)	497.51	540.85	459.73	496.50	536.22
	YOY (%)	-16.98%	8.71%	-15.00%	8.00%	8.00%
	毛利率 (%)	61.65%	57.86%	52.86%	53.16%	53.76%
原料及添加剂业务	收入 (百万元)	197.63	241.01	325.37	432.74	527.94
	YOY (%)	189.70%	21.96%	35.00%	33.00%	22.00%
	毛利率 (%)	46.68%	37.14%	32.14%	32.44%	32.84%
其他	收入 (百万元)	288.93	390.91	410.46	430.98	452.53
	YOY (%)	40.55%	35.29%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	47.49%	38.89%	39.09%	39.29%	39.49%
总收入 (百万元)		13615.48	12363.27	12568.25	6027.91	5580.49
YOY (%)		32.33%	-9.20%	1.66%	-52.04%	-7.42%
归母净利润 (百万元)		638.67	361.90	31.97	338.06	523.20
YOY (%)		85.39%	-43.34%	-91.17%	957.47%	54.76%
EPS (元/股)		0.63	0.36	0.03	0.33	0.52
毛利率 (%)		20.33%	25.69%	24.57%	43.11%	53.89%
销售费用率 (%)		6.23%	10.14%	11.50%	24.50%	32.10%
管理费用率 (%)		2.41%	3.07%	3.30%	3.80%	4.50%
财务费用率 (%)		0.50%	0.73%	2.29%	2.07%	0.26%
研发费用率 (%)		0.57%	0.96%	1.00%	1.50%	2.50%
归母净利率 (%)		4.69%	2.93%	0.25%	5.61%	9.38%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

4.2、相对估值

公司业务分类较为清晰，且各项业务之间模式有所不同，因此公司的相对估值采用分部估值更为合理。我们将业务分为化妆品业务、医药业务、原料业务以及物业管理服务业务四部分进行分部估值，由于公司业务结构仍在变化过程中，出于谨慎性原则，我们选取各业务板块略低于可比公司 PE 平均值的水平为目标估值。

化妆品业务方面，我们选取业务类似的化妆品品牌类上市公司珀莱雅、贝泰妮、上海家化、丸美股份为可比公司，另外华熙生物虽有透明质酸原料和医疗终端业务，但其功能性护肤品业务占比已较高、亦作为同业公司来进行对比。我们采取可比公司 PE 平均值作为参考，给予公司化妆品业务部分 2023 年 43 倍 PE。

医药业务方面，我们选取均有中医药产品布局的以岭药业、同仁堂、云南白药为可比公司。我们采取可比公司 PE 平均值作为参考，给予公司医药业务部分 2023 年 28 倍 PE。

原料业务方面，我们选取华熙生物、昊海生科、爱美客为可比公司，其中华熙生物和昊海生科均有生物医用材料布局，爱美客为透明质酸皮肤填充剂供应商。我们采取可比公司 PE 平均值作为参考，给予公司原料业务部分 2023 年 48 倍 PE。

表 4：可比公司估值比较

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE					21~24 年 3 年 归母净利润 CAGR	21 年归母净利润率	21 年 ROE
				20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E			
化妆品业务																
603605.SH	珀莱雅	530.21	187.01	2.37	2.87	2.64	3.35	4.18	79	65	71	56	45	13%	12%	22%
300957.SZ	贝泰妮	595.79	140.65	1.51	2.12	2.77	3.71	4.85	93	66	51	38	29	32%	21%	29%
600315.SH	上海家化	225.32	33.19	0.64	0.97	0.84	1.16	1.40	52	34	40	29	24	13%	8%	10%
688363.SH	华熙生物	615.74	127.99	1.35	1.63	2.13	2.80	3.60	95	79	60	46	36	30%	16%	15%
603983.SH	丸美股份	160.98	40.10	1.16	0.62	0.63	0.77	0.91	35	65	63	52	44	14%	14%	8%
化妆品业务同业平均		—	—	—	—	—	—	—	71	62	57	44	35	—	—	—
医药业务																
002603.SZ	以岭药业	525.77	31.47	1.02	0.80	1.04	1.21	1.41	31	39	30	26	22	20%	13%	15%
600085.SH	同仁堂	666.81	48.62	0.75	0.90	1.03	1.22	1.43	65	54	47	40	34	17%	8%	12%
000538.SZ	云南白药	1038.59	57.80	4.32	2.21	2.00	2.51	2.96	13	26	29	23	20	10%	8%	7%
医药业务同业平均		—	—	—	—	—	—	—	36	40	35	30	25	—	—	—
原料业务																
688363.SH	华熙生物	615.74	127.99	1.35	1.63	2.13	2.80	3.60	95	79	60	46	36	30%	16%	15%
688366.SH	昊海生科	160.72	106.85	1.30	2.00	1.66	2.47	3.37	82	53	65	43	32	19%	20%	6%
300896.SZ	爱美客	1287.58	595.11	4.51	4.43	6.53	9.52	13.25	132	134	91	62	45	44%	66%	20%
原料业务同业平均		—	—	—	—	—	—	—	103	89	72	50	37	—	—	—
600223.SH	鲁商发展	122.90	12.09	0.63	0.36	0.03	0.33	0.52	19	34	382	36	23	13%	3%	8%

资料来源：EPS 均采用 Wind 一致预期，鲁商发展为光大证券研究所预测，股价日期为 2023 年 2 月 21 日

化妆品业务方面，参考化妆品业务对应子公司福瑞达生物股份的净利率水平，我们预计化妆品业务 2023 年净利率约为 12%，考虑公司对福瑞达生物股份的控股比例，2023 年归母净利润为 2.81 亿元，对应化妆品业务部分目标市值为 121 亿元。

医药业务方面，参考医药业务对应子公司明仁福瑞达的净利率水平，我们预计医药业务 2023 年净利率约为 6%，考虑公司对明仁福瑞达的控股比例，2023 年归母净利润为 0.18 亿元，对应医药业务部分目标市值为 5 亿元。

原料业务方面，参考原料业务对应子公司焦点福瑞达的净利率水平，我们预计原料业务 2023 年净利率约为 15%，考虑公司对焦点福瑞达的控股比例 2023 年净利润为 0.39 亿元，对应原料业务部分目标市值为 19 亿元。

物业管理服务方面，公司主要以鲁商服务为主体，其于港股上市，截至 2023 年 2 月 17 日总市值为 2.74 亿元人民币，公司持有其 71% 的股权，对应物业管理服务部分市值为 2 亿元。另外，考虑到公司正在剥离地产开发业务，此处分部估值暂不考虑该项业务。

综上，公司合理目标市值为 147 亿元，对应股价为 14.43 元。

表 5：公司分业务净利润及市值预测

业务分拆	23 年净利率假设	23 年归母净利润 (亿元)	23 年目标 PE	23 年对应市值 (亿元)
化妆品业务	12%	2.81	43	121
医药业务	6%	0.18	28	5
原料业务	15%	0.39	48	19
物业服务业务		-		2
合计		-		147

资料来源：光大证券研究所预测

4.3、绝对估值

基于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：**公司化妆品、生物医药板块仍处于成长期，行业景气度相对较高，假设长期增长率为 2.00%；
- 2、β值选取：**采用申万一级行业分类-美容护理的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：**我们预测公司未来税收政策较稳定，假设公司未来税率为 20.00%。

表 6：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(Blevered)	1.77
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	10.84%
税率	20.00%
Kd	4.43%
Ve	16037.54
Vd	7110.21
目标资本结构	25.00%
WACC	9.24%

资料来源：光大证券研究所预测

表 7: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	10970.64	45.78%
第二阶段	3943.24	16.45%
第三阶段 (终值)	9050.69	37.77%
企业价值 AEV	23964.56	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1589.30	6.63%
减: 少数股东权益 (市值)	3776.68	-15.76%
减: 债务价值	7110.21	-29.67%
总股本价值	14666.97	61.20%
股本 (百万股)	1009.15	
每股价值 (元)	14.53	
23 年 PE (隐含)	43.39	
23 年 PE (动态)	36.09	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 8: 敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.24%	15.87	16.66	17.57	18.64	19.92
8.74%	14.53	15.19	15.93	16.80	17.82
9.24%	13.37	13.91	14.53	15.25	16.07
9.74%	12.35	12.81	13.32	13.91	14.59
10.24%	11.44	11.83	12.27	12.76	13.33

资料来源: 光大证券研究所预测

表 9: 各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	14.53	11.44~19.92	贴现率±1%, 长期增长率±1%
APV	15.96	12.85~21.37	贴现率±1%, 长期增长率±1%

资料来源: 光大证券研究所预测

根据 FCFF、APV 两种估值方法结果, 测算公司合理估值区间在 11.44~21.37 元之间。

4.4、 估值结论与投资评级

公司拟剥离房地产开发业务、聚焦化妆品、医药、原料及添加剂四大业务, 四大业务相辅相成。我们认为公司大健康板块成长前景可期, 其中化妆品业务多品牌多点开花, 颐莲和瑗尔博士品牌拥有差异化定位, 其背靠福瑞达医药集团, 研发生产能力突出。原料业务中透明质酸销量在全球名列前茅, 产品管线在不断扩充, 亦可推动化妆品产品迭代升级。我们预计公司 22~24 年收入为 125.68、60.28、55.80 亿元, 归母净利润为 0.32、3.38、5.23 亿元, EPS 为 0.03、0.33、0.52 元, 对应 23、24 年 PE 分别为 36 倍、23 倍, 看好公司顺利剥离地产业务后、重塑业务体系, 发挥大健康板块的高成长性, 综合相对估值和绝对估值, 我们给予公司目标价为 14.43 元 (对应 23 年 43 倍 PE), 首次覆盖给予“买入”评级。

表 10: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	13,615	12,363	12,568	6,028	5,580
营业收入增长率	32.33%	-9.20%	1.66%	-52.04%	-7.42%
归母净利润 (百万元)	639	362	32	338	523
归母净利润增长率	85.39%	-43.34%	-91.17%	957.47%	54.76%
EPS (元)	0.63	0.36	0.03	0.33	0.52
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.65%	7.66%	0.69%	6.80%	9.72%
P/E	19	34	382	36	23
P/B	3.0	2.6	2.6	2.5	2.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2023-02-21

5、风险分析

转型发展不及预期的风险

公司目前处于向化妆品、生物医药等大健康业务转型的重要阶段, 转型过程中可能存在组织结构变化、业务发展重心调整, 影响公司经营效益, 从而导致战略转型不及预期。此外, 公司转型方向选择以及新进入行业盈利存在不稳定性, 可能会影响公司业绩。

本次资产重组被暂停、中止或取消的风险

由于本次重组受到多方因素的影响, 且本次交易的实施尚需满足多项前提条件, 本次重组存在被暂停、中止或取消的风险。另外, 本次交易完成后, 上市公司主营业务将由房地产、化妆品、医药、原料及添加剂业务转变为以化妆品、医药、原料及添加剂业务为主, 上市公司主营业务收入结构将发生变化。

行业政策变动风险

国家药监局负责对全国医药、医疗器械和护肤品市场进行监督管理, 并实行生产许可制度, 受监管程度较高, 若未来相关行业政策发生变化, 公司不能及时调整经营策略持续满足我国行业准入政策, 或出现违法违规等情形, 则可能受到相关部门的处罚, 从而对公司的生产经营带来不利的影响。

化妆品业务线上渠道增速放缓或竞争加剧的风险

线上销售渠道是公司化妆品业务实现销售收入的主要渠道, 主要品牌颐莲和瑗尔博士 2021 年线上渠道收入占比均超 90%。随着国内外品牌加大线上投入, 化妆品品牌线上渠道竞争加剧, 可能会对公司线上销售产生不利影响。同时若公司不能及时开发出适应市场需求的产品, 可能会影响公司品牌的销售表现, 进而对公司业绩产生影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,615	12,363	12,568	6,028	5,580
营业成本	10,847	9,187	9,481	3,429	2,573
折旧和摊销	86	93	92	71	45
税金及附加	748	588	598	287	266
销售费用	849	1,253	1,445	1,477	1,791
管理费用	328	380	415	229	251
研发费用	77	119	126	90	140
财务费用	68	91	287	125	15
投资收益	220	201	65	165	170
营业利润	875	678	83	520	682
利润总额	854	644	87	523	687
所得税	215	250	27	165	137
净利润	639	394	59	358	550
少数股东损益	0	32	27	20	26
归属母公司净利润	639	362	32	338	523
EPS(元)	0.63	0.36	0.03	0.33	0.52

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,448	6,848	2,761	4,966	642
净利润	639	362	32	338	523
折旧摊销	86	93	92	71	45
净营运资金增加	1,855	-3,169	-2,299	-7,330	-400
其他	1,868	9,563	4,936	11,887	474
投资活动产生现金流	95	-452	90	1,145	70
净资本支出	-156	-281	13	0	-100
长期投资变化	485	730	0	603	0
其他资产变化	-234	-901	78	542	170
融资活动现金流	-3,551	-6,789	-2,585	-5,212	-121
股本变化	8	0	0	0	0
债务净变化	794	-2,189	-2,187	-5,069	0
无息负债变化	2,863	2,123	150	-42,212	164
净现金流	991	-393	266	899	591

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	20.3%	25.7%	24.6%	43.1%	53.9%
EBITDA 率	6.6%	9.4%	6.6%	10.0%	11.2%
EBIT 率	5.9%	8.6%	5.8%	8.9%	10.4%
税前净利润率	6.3%	5.2%	0.7%	8.7%	12.3%
归母净利润率	4.7%	2.9%	0.3%	5.6%	9.4%
ROA	1.0%	0.6%	0.1%	2.9%	4.2%
ROE (摊薄)	15.7%	7.7%	0.7%	6.8%	9.7%
经营性 ROIC	3.3%	4.3%	4.0%	7.4%	10.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	89%	89%	89%	45%	44%
流动比率	1.17	1.15	1.14	2.43	2.46
速动比率	0.25	0.20	0.21	2.26	2.29
归母权益/有息债务	0.36	0.51	0.66	2.46	2.66
有形资产/有息债务	5.32	6.56	8.29	5.88	6.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	61,499	61,415	59,327	12,386	12,992
货币资金	5,074	5,139	5,404	6,303	6,894
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	191	278	275	226	209
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	400	1,226	1,235	1,582	1,548
存货	46,665	48,204	46,063	734	780
其他流动资产	6,787	3,824	3,721	1,962	1,928
流动资产合计	59,117	58,670	56,699	10,808	11,360
其他权益工具	111	131	131	83	83
长期股权投资	485	730	730	127	127
固定资产	954	1,287	1,210	822	824
在建工程	232	41	31	23	70
无形资产	216	210	206	202	198
商誉	164	160	160	160	160
其他非流动资产	219	185	160	160	170
非流动资产合计	2,382	2,745	2,628	1,577	1,632
总负债	54,981	54,916	52,879	5,597	5,761
短期借款	4,303	3,219	1,709	0	0
应付账款	7,500	7,468	7,679	926	1,158
应付票据	888	1,226	1,265	309	257
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	37,795	39,180	39,080	3,217	3,199
流动负债合计	50,486	51,093	49,732	4,451	4,615
长期借款	4,427	3,751	3,074	1,074	1,074
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	68	72	72	72	72
非流动负债合计	4,495	3,823	3,146	1,146	1,146
股东权益	6,517	6,500	6,448	6,788	7,231
股本	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
公积金	193	804	807	841	893
未分配利润	1,978	2,014	1,932	2,218	2,582
归属母公司权益	4,080	4,727	4,648	4,968	5,385
少数股东权益	2,437	1,773	1,800	1,820	1,846

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	6.23%	10.14%	11.50%	24.50%	32.10%
管理费用率	2.41%	3.07%	3.30%	3.80%	4.50%
财务费用率	0.50%	0.73%	2.29%	2.07%	0.26%
研发费用率	0.57%	0.96%	1.00%	1.50%	2.50%
所得税率	25%	39%	32%	32%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.11	0.02	0.11	0.16
每股经营现金流	4.41	6.79	2.74	4.92	0.64
每股净资产	4.04	4.68	4.61	4.92	5.34
每股销售收入	13.49	12.25	12.45	5.97	5.53

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	19	34	382	36	23
PB	3.0	2.6	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	32.4	21.2	26.9	23.2	21.4
股息率	1.7%	0.9%	0.1%	0.9%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE