

剥离地产聚焦主业，化妆品业务蓄势待发

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 剥离地产业务，聚焦大健康产业，盈利能力显著优化，同时内部组织架构调整更适宜在化妆品行业快速发展，估值方面有望对标化妆品企业平均估值；2) 据弗若斯特沙利文预计我国玻尿酸护肤市场规模将保持40%以上增速增长，公司深耕玻尿酸赛道，有望收获两个收入破10亿级体量品牌，聚焦主业将更助于品牌持续扩张；3) 医药和原料业务为基，保持稳定态势，医药业务全年高弹性修复，另外食品级原料市场规模未来有望保持16%以上复合增速，公司率先布局有望抢先占领市场份额。
- 剥离地产业务聚焦主业，优化盈利能力+重新估值。** 公司前身为鲁商发展，2018年收购福瑞达医药主营医疗和化妆品业务，形成地产+大健康双业务驱动模式；公司计划今年内将会完全剥离地产业务，聚焦以化妆品为主、医药+原料协同发展的大健康产业。剥离地产业务后，化妆品+医疗业务有望显著改善公司盈利能力，提升公司整体资产运营能力，2023H1毛利率同比提升13.3pp。另外我国化妆品市场空间广阔，行业仍处发展初期，随着地产业务逐渐置出公司有望对标国内化妆品企业重新估值。
- “4+N”发展战略，化妆品业务快速增长。** 公司已形成以瑷尔博士、颐莲、善颜、伊帕尔汗四大品牌为主的，其余多个子品牌为辅的发展战略。其中瑷尔博士已突破10亿营收大关，微生态护肤细分赛道市占率领先，具备较强产品力和品牌势能；颐莲专营玻尿酸护肤，喷雾产品连续多年蝉联天猫喷雾类目GMV榜首。两大品牌均保持较高增速，支撑化妆品业务营收2018-2022年复合增速达72.8%，有望在聚焦主业改革后延续高增态势。
- 医药+原料业务根基深厚，积极布局新成分。** 公司医药业务积淀深厚，中药+透明质酸钠药品协同发展，拥有颈痛颗粒、四季感冒片、关节止痛膏等多款家喻户晓的常备药品，另外参股公司经营玻璃酸钠注射液等医疗器械产品，研发实力雄厚。原料方面，公司抢滩玻尿酸食品领域，推出了多款玻尿酸食品和保健品，另外还布局重组胶原蛋白等新成分赛道，食品添加剂、化妆品原料等储备丰富，有望持续贡献新增量。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.39、0.51、0.6元，未来三年归母净利润将保持138.1%的复合增长率。考虑到公司剥离地产业务后将全力聚焦大健康产业，公司盈利能力有望大幅改善，结合分部估值，公司2024年合理市值约为124亿元，对应目标价12.16元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 国内市场竞争加剧、资产交割未在预期时间内完成、美妆消费需求恢复不及预期等风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝
执业证号: S1250523030003
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.17
流通A股(亿股)	10.17
52周内股价区间(元)	6.5-12.43
总市值(亿元)	87.83
总资产(亿元)	111.46
每股净资产(元)	3.84

相关研究

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12951.44	4798.70	4920.41	5826.01
增长率	4.76%	-62.95%	2.54%	18.40%
归属母公司净利润(百万元)	45.46	395.28	520.31	613.40
增长率	-87.44%	769.60%	31.63%	17.89%
每股收益EPS(元)	0.04	0.39	0.51	0.60
净资产收益率ROE	1.17%	7.32%	8.90%	9.64%
PE	199	23	17	15
PB	2.43	2.20	1.99	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 剥离地产业务，全力发展大健康产业.....	1
1.1 公司发展历程.....	1
1.2 化妆品业务增长强劲，带动盈利能力提升.....	1
1.3 国资背景，实力雄厚.....	3
2 化妆品业务：“4+N” 品牌发展战略.....	4
2.1 功效护肤正兴起，国货品牌大有可为，.....	5
2.2 颐莲：打造“玻尿酸+”概念，深化功效护肤定位.....	7
2.3 瑰尔博士：专研微生态护肤，首个十亿级品牌.....	10
3 医药业务：积淀深厚，中药+透明质酸钠药品齐发展.....	13
4 原料业务：以透明质酸为基点，品类拓展进行时.....	15
5 盈利预测与估值.....	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 相对估值.....	20
6 风险提示.....	20

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司营业收入及增速.....	2
图 3: 公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司大健康板块分业务营收占比.....	2
图 5: 公司大健康板块各业务营收（亿元）及增速.....	2
图 6: 公司毛利率&净利率.....	3
图 7: 公司各业务毛利率.....	3
图 8: 公司费用率情况.....	3
图 9: 公司现金流情况（亿元）.....	3
图 10: 公司股权结构.....	4
图 11: 化妆品业务营收及增速.....	4
图 12: 化妆品业务占比（剔除地产相关业务）.....	4
图 13: 我国功效性护肤品市场规模及增速.....	6
图 14: 2021 年社交媒体护肤品功效搜索增幅.....	6
图 15: 我国护肤市场国货品牌市占率.....	6
图 16: 我国护肤市场市占率 top10 品牌.....	6
图 17: 近年来化妆品监管政策更新.....	7
图 18: 颐莲品牌发展史.....	7
图 19: 玻尿酸护肤品市场规模及增速.....	8
图 20: 2022 年护肤成分热度得分 top10.....	8
图 21: 颐莲主要单品.....	8
图 22: 颐莲营业收入及增速.....	9
图 23: 颐莲线上&线下营收占比.....	9
图 24: 多维度营销.....	9
图 25: 瑰尔博士品牌发展史.....	10
图 26: 2022 年护肤市场热门概念销量（万件）.....	10
图 27: 2022 年护肤市场热门概念销售额（亿元）.....	10
图 28: 微生态护肤原料备案产品数及增速.....	11
图 29: 微生态护肤品牌市占率.....	11
图 30: 瑰尔博士营业收入及增速.....	11
图 31: 瑰尔博士线上&线下营收占比.....	11
图 32: 瑰尔博士主要产品矩阵.....	12
图 33: 瑰尔博士品牌营销举措.....	12
图 34: 医药业务营收及增速.....	14
图 35: 医药业务毛利率.....	14
图 36: 明仁福瑞达医药产品.....	14
图 37: 博士伦福瑞达营收&净利润.....	15
图 38: 公司享有博士伦福瑞达投资收益.....	15
图 39: 全球透明质酸原料市场规模及预测（吨）.....	16

图 40: 2021 年全球透明质酸原料市场格局	16
图 41: 原料业务营收及增速	16
图 42: 原料业务毛利率	16
图 43: 公司推出的功能性食品品牌.....	17

表 目 录

表 1: 公司旗下主要品牌	5
表 2: 公司主要医药类产品	13
表 3: 透明质酸原料分类	15
表 4: 玻尿酸原料市场价 (美元/千克)	17
表 5: 福瑞达生物科技原料产品	17
表 6: 分业务收入及毛利率	19
表 7: 可比公司估值 (股价截至 2023.09.22)	20
附表: 财务预测与估值	21

1 剥离地产业务，全力发展大健康产业

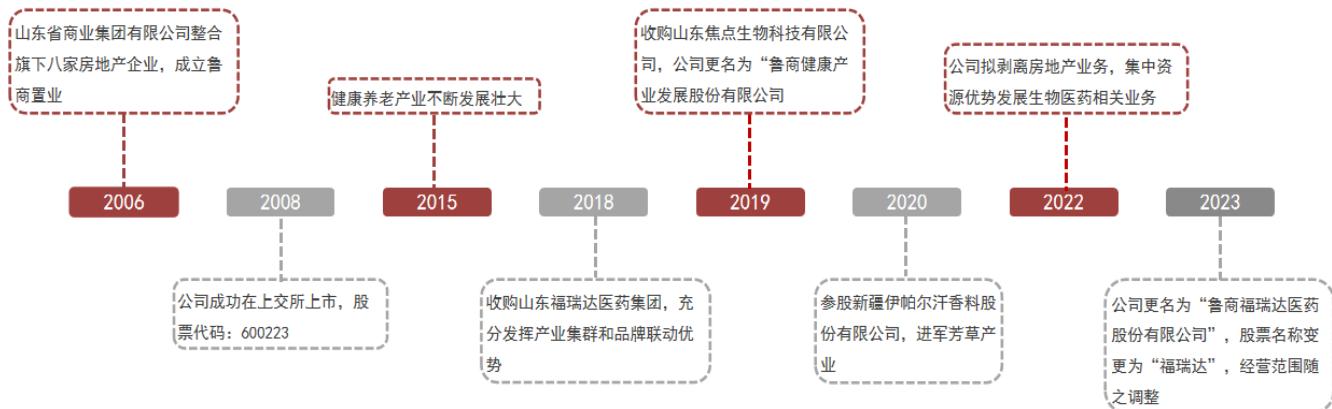
1.1 公司发展历程

剥离地产业务，完成公司更名。公司成立于 1993 年，为鲁商集团控股的一家国有企业，成立初期主营房地产开发与经营等相关业务。2008 年公司借壳 ST 万杰在上交所上市，2018 年公司收购山东福瑞达医药集团有限公司（主营医疗和化妆品业务）100% 股权，2019 年公司收购山东焦点生物科技股份有限公司（全球销量第二大透明质酸原料生产厂商）60.11% 的股权，并更名为“鲁商健康产业发展有限公司”，自此产业布局由传统房地产向生物医药、化妆品及原料等大健康产业转型。

2022 年 12 月 31 日，公司发布公告称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化妆品为主，医药+原料协同发展的大健康产业。

2023 年 4 月 18 日，公司股东大会决议，计划将公司名称由“鲁商健康产业发展股份有限公司”变更为“鲁商福瑞达医药股份有限公司”，其经营范围也随之调整，主要新增医学研究和试验发展，化妆品生产、零售及批发，药品生产、零售、批发及进出口，生物基材料技术研发，生物化工产品技术研发等，展现公司向大健康产业领域发展的决心。

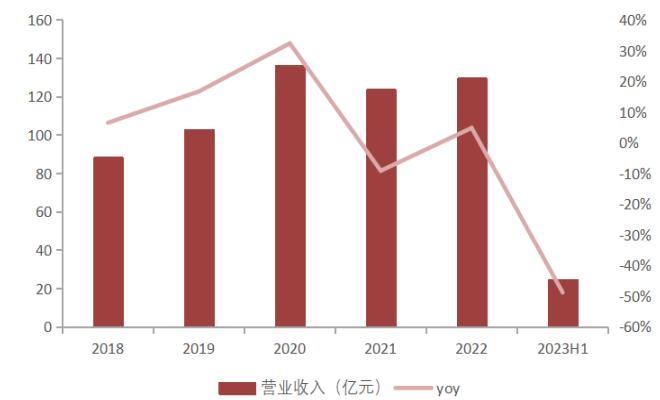
图 1：公司发展历程



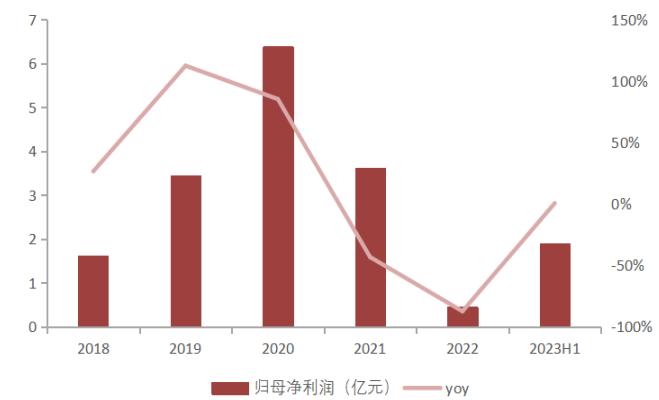
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 化妆品业务增长强劲，带动盈利能力提升

剥离地产业务导致营收、扣非归母净利润下降。公司 2023 H1 实现营收 24.7 亿元，同比 -48.9%；归母净利润 1.9 亿元，同比 +0.7%，扣非归母净利润 6295.7 万元，同比 -66.8%。上半年因剥离地产业务，营业收入相比去年同期有较大幅度缩减，同时扣非归母净利润也相应的下滑，另外地产业务剥离产生的投资收益令归母净利润保持相对稳定。

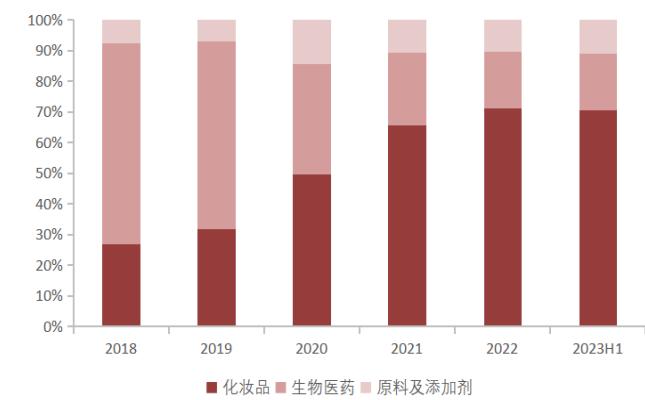
图 2：公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

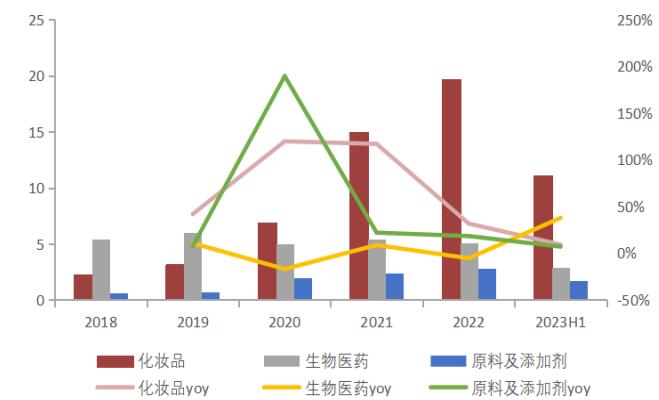
图 3：公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

化妆品业务增长强劲，生物医药业务占比收缩。分业务来看，剔除房地产相关业务，公司在生物医药板块总体营收占比呈逐年上升趋势，其中化妆品业务快速增长，占比自 2018 年 26.8% 提升至 2023 上半年 70.6%，而生物医药业务占比有所下滑，自 2018 年 65.6% 下降至 2023 上半年 18.5%，另外原料业务基本维持稳定，占比维持在 10% 左右。从细分业务的增速来看，在大健康板块中，化妆品业务 2018-2022 年复合增长率最高，为 54.9%，增长态势强劲；原料及添加剂业务增速较快，2018-2022 复合增长率为 35.1%；生物医药业务 2018-2022 年复合增长率为 -1.1%，营收基本保持稳定。2023H1 化妆品/医药/原料增速分别为 9.2%/37.8%/7%，医药业务在低基数影响下实现较大增幅。

图 4：公司大健康板块分业务营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司大健康板块各业务营收 (亿元) 及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

剥离地产业务后，大健康产业提升综合盈利能力。毛利率方面，分业务板块来看，房地产业务毛利率较低，维持在 15% 左右，而大健康板块毛利率显著高于地产业务，2023H1 化妆品、生物医药、原料业务毛利率分别为 63%、56.3%、35.5%。随着大健康产业营收占比提升，以及房地产业务的资产剥离，公司综合盈利能力也得到显著改善，2023H1 公司综合毛利率/净利率分别为 44.2%/7.7%，相比业务调整前有大幅提升。预计随着后续标的和资产陆续剥离完成，且毛利率最高的化妆品业务占比持续提升，公司盈利能力有望得到进一步优化。

图 6：公司毛利率&净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

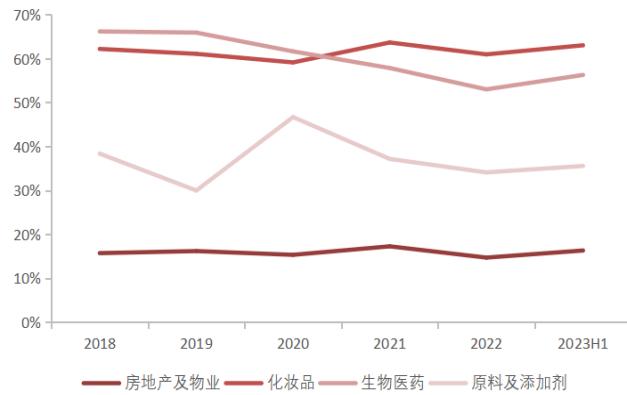
销售费用率增加，符合化妆品业务发展规律。费用率方面，近年来随着业务结构调整公司费用结构也相应发生了较大变动，其中销售费用率有明显增长，自 2018 年 3.8% 提升至 2023 上半年 29.1%，主要用作广告宣传和产品推广费用，符合化妆品行业发展规律。另外管理费用率和研发费用率稳中有升，2023H1 管理和研发费用率分别为 4.4%、2.6%。

图 8：公司费用率情况

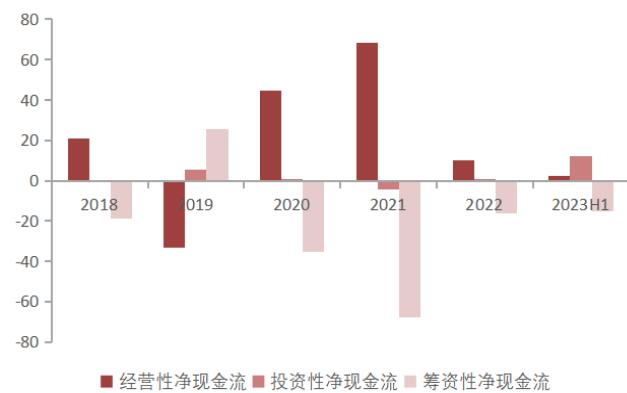

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 国资背景，实力雄厚

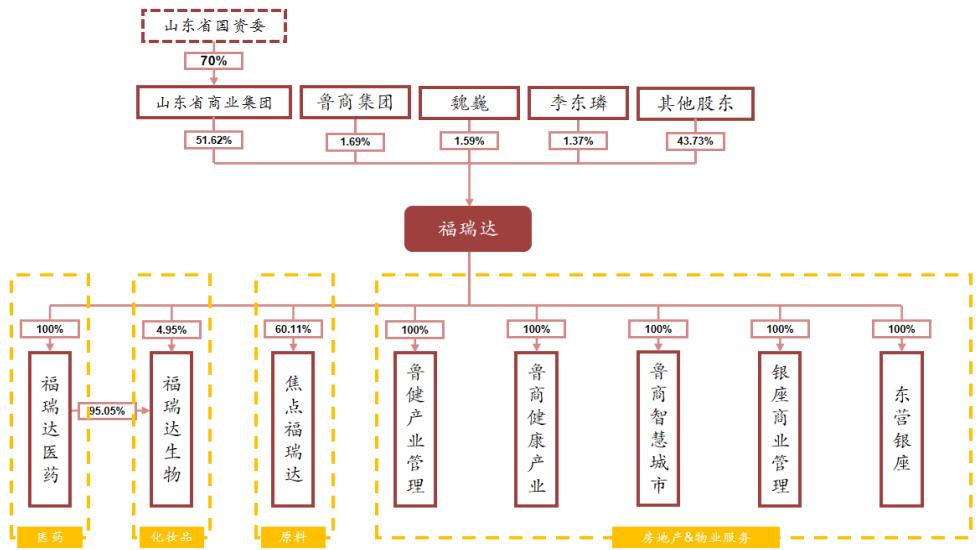
实控人山东省国资委，股权结构稳定。公司前身为鲁商发展，于 2023 年 4 月 18 日正式更名为“鲁商福瑞达医药股份有限公司”，实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。第一大股东山东省商业集团有限公司持有公司 51.62% 的股份，公司以福瑞达医药集团为主体开展医药业务，以福瑞达医药下属福瑞达生物为主体开展化妆品业务，以焦点福瑞达为主体开展原料及添加剂业务，分别直接持有福瑞达医药、福瑞达生物和焦点福瑞达 100%、4.95%、60.11% 的股权，其余全资子公司均从事房地产及物业服务相关业务。根据公司战略安排，公司将置出从事房地产开发业务的全部资产及负债，不再从事房地产开发相关业务。

图 7：公司各业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司现金流情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

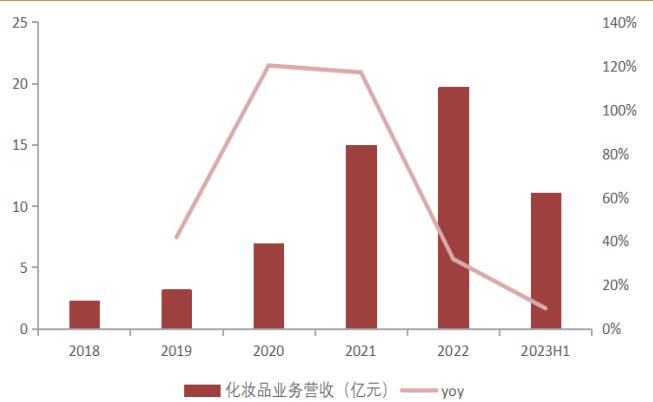
图 10：公司股权结构


数据来源: wind, 西南证券整理

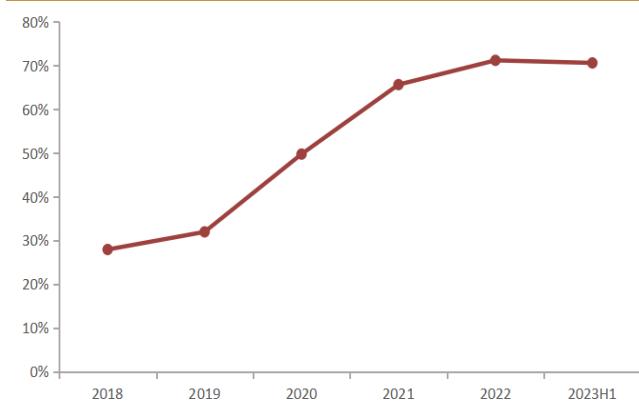
2 化妆品业务：“4+N” 品牌发展战略

公司化妆品业务主要依托全资子公司福瑞达生物股份有限公司开展。福瑞达生物股份是福瑞达医药集团旗下企业，成立于 1998 年，是山东省化妆品行业龙头企业、专精特精企业、瞪羚企业及高新技术企业，依托福瑞达集团国际领先的透明质酸研究与应用技术，率先将玻尿酸应用于护肤品，开创了国内玻尿酸护肤的先河。

化妆品业务成为公司业务调整后主要核心业务板块。公司拟置出从事房地产开发业务的全部资产及负债，不再从事房地产开发相关业务，主要聚焦于化妆品、医药、原料及添加剂三大业务。其中化妆品业务实现高速增长，营业收入自 2018 年 2.2 亿元增长至 2022 年 19.7 亿元，复合增速达到 72.8%，2023H1 营收 11.1 亿元 (+9.2%) 若剔除房地产相关业务，化妆品业务营收占比自 2018 年 27.9% 上升至 2023 上半年 70.6%，已成为公司最主要的核心业务板块。

图 11：化妆品业务营收及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12：化妆品业务占比（剔除地产相关业务）


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

“4+N”品牌战略，跻身国货化妆品前列。公司对于化妆品板块实施“4+N”品牌发展战略，“4”是指四大主力品牌及相对应的护肤技术赛道，即专研玻尿酸护肤品牌“颐莲”，专注微生态护肤品牌“瑷尔博士”，精准护肤品牌“善颜”，以油养肤品牌“伊帕尔汗”。除以上主力品牌外，依托“妆药同源，科技美肤”的核心优势，探索更多医学美容产品及前沿的基因疗法等新型护肤科技。

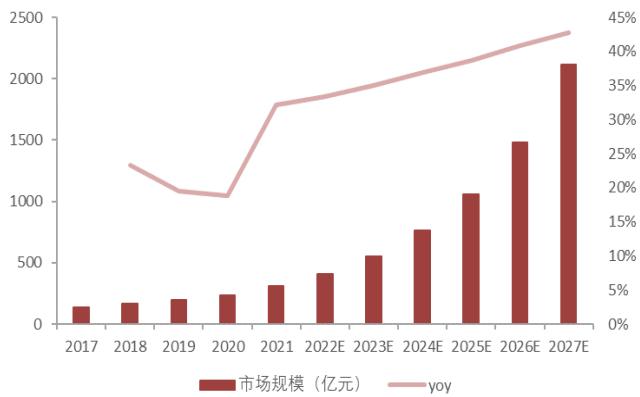
表 1：公司旗下主要品牌

品牌	品牌定位	主要品类	主要销售渠道
RELLET 颐莲	专研玻尿酸保湿修护	爽肤水、乳液、面霜、面膜、精华、洁面、眼霜、防晒等	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 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（入驻品牌包括：KKV、调色师、三福、OLE 等）
ALVA 瑞尔博士	专研微生态科学护肤	面膜、水乳、洁颜蜜、精华液、次抛、面霜、唇霜等	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 线下渠道：构建新零售体系，以单品牌店+商圈店布局全国
SHENAN 善颜	精准护肤，靶向抗衰	面膜、精华乳、精华液、防晒、次抛等	线下品牌门店为主
伊帕尔汗	以油养肤，以香养心	薰衣草精华、薰衣草精油、薰衣草青萃清肌水	线下品牌门店为主
SHREDA 谐润	专注弱敏感肌健康护理	面膜、精华液、水乳、面霜等	线上渠道为主
RELLET 贝润	专注功效抗衰美肤	面膜、洗面奶、精华液、水乳、眼部精华等	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
LMT	酵研原生，分肌底妆	粉底液、气垫、妆前乳、口红、粉饼、眼影盘等	线上渠道为主

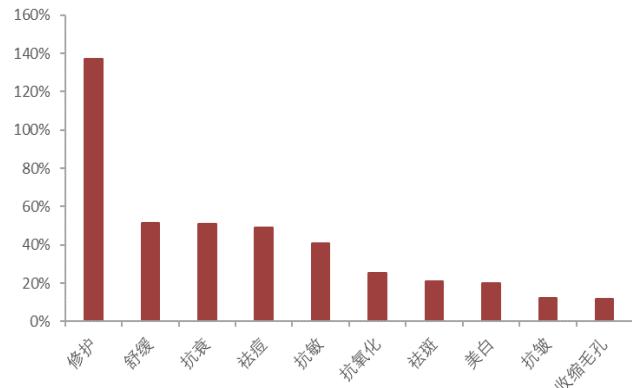
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 功效护肤正兴起，国货品牌大有可为，

我国功效性化妆品市场规模高速增长，修护需求位列首位。据弗若斯特沙利文数据统计，我国功效性护肤品市场规模正快速增长，自 2017 年 133 亿元增长至 2021 年 308 亿元，CAGR 为 23.4%，预计 2022-2027 年将保持 37.9% 的复合增速继续高速增长，2027 年市场规模达到 2118 亿元，功效护肤异军突起成为护肤市场最炙手可热的赛道。具体来看，修护是消费者对于护肤品功效的首要需求，2021 年搜索量增长 137%，其次舒缓、抗衰、祛痘、抗敏等也是消费者比较关注的功效需求。

图 13：我国功效性护肤品市场规模及增速


数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，西南证券整理

图 14：2021 年社交媒体护肤品功效搜索增幅


数据来源：用户说数据库，西南证券整理

国货护肤品市占率有所提升，新锐品牌强势增长。2013-2018 年，本土品牌市占率从 16.9% 提升至 25.8%，相宜本草、佰草集等主攻线下渠道的本土品牌市占率提升明显；2018-2022 年国货品牌市占率又降低至 23.6%，这段时期国际大牌集中发力中国市场，雅诗兰黛、SK-II 等一线大牌市占率快速提升，护肤品市场趋于高端化，本土中低端品牌逐渐退场，然而以薇诺娜、珀莱雅等专注功效护肤和具有更强品牌力的新锐品牌快速崛起，我国护肤市场由渠道驱动转向品牌和产品驱动，国货护肤品仍然有较大发展空间。

图 15：我国护肤市场国货品牌市占率


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 16：我国护肤市场市占率 top10 品牌

排名	2013	2022
1	欧莱雅	欧莱雅
2	Olay	兰蔻
3	玫琳凯	雅诗兰黛
4	雅姿	百雀羚
5	兰蔻	Olay
6	雅诗兰黛	自然堂
7	佰草集	珀莱雅
8	自然堂	薇诺娜
9	百雀羚	SK-II
10	相宜本草	海蓝之谜

数据来源：Euromonitor，西南证券整理

监管政策逐步完善，行业进入有序发展阶段。自 2021 年 1 月 1 日《化妆品监督管理条例》正式施行以来，我国化妆品行业监管政策逐渐完善，针对化妆品功效宣称、原料注册备案、标签管理、儿童化妆品等多方面的管理规定陆续出台，帮助我国化妆品行业进入规范化发展阶段。《条例》颁布以来，化妆品企业在生产、注册备案、销售等各环节均面临更为严格的规范和管理，市场经历了一定程度出清，更利好具备较强研发实力和长期发展规划的国货品牌。

图 17：近年来化妆品监管政策更新

2021年1月1日《化妆品监督管理条例》正式施行

- 凡持有特殊化妆品注册证书或者已办理普通化妆品备案的企业或者其他组织，应当按照《条例》关于化妆品注册人、备案人的要求，依法对化妆品的质量安全和功效宣称负责。
- 化妆品、化妆品新原料实行分类管理。

2021年5月1日《化妆品功效宣称评价规范》正式施行

- 对化妆品功效宣称进行了系统性的规范和约束。

2021年5月1日《化妆品新原料注册备案资料管理规定》正式施行

- 注册人备案申请注册或者进行备案时，应当填报产品配方原料的来源和商品名信息，其中涉及《化妆品安全技术规范》中有质量规格要求的原料，还应当提交原料的质量规格证明或者安全相关信息。
- 2022年1月1日起，注册人、备案人申请注册或者进行备案时，应当按照《化妆品注册备案资料管理规定》的要求，提供具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能原料的安全相关信息。

2021年6月3日《化妆品标签管理办法》正式发布

- 化妆品注册人、备案人应当依法建立化妆品生产质量管理体系履行产品不良反应监测、风险控制、产品召回等义务，对化妆品的质量安全和功效宣称负责。
- 国家对化妆品生产实行许可管理。从事化妆品生产活动，应当依法取得化妆品生产许可证。

2022年1月1日《儿童化妆品监督管理规定》正式施行

- 儿童化妆品，是指适用于年龄在12岁以下（含12岁）儿童，具有清洁、保湿、爽身、防晒等功效的化妆品。通过标识“适用于全人群”“全家使用”等词语或利用商标、图案、包装形式等暗示本化妆品适用人群包含儿童的，按照儿童化妆品管理。
- 2021年12月，国家药监局发布了儿童化妆品标志——“小金盾”，它是儿童化妆品区别于成人化妆品、消毒产品、玩具等其他易混淆产品的区别性标志，非儿童化妆品不得标注这个标志。

数据来源：药监局，西南证券整理

2.2 颐莲：打造“玻尿酸+”概念，深化功效护肤定位

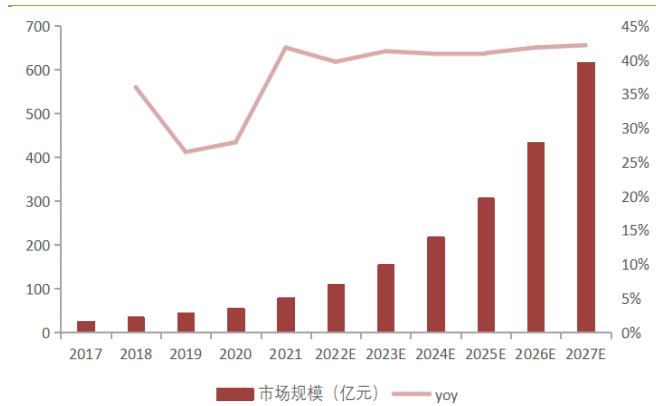
二十年深耕玻尿酸护肤，成就优秀国货。颐莲品牌诞生于 2003 年，作为山东福瑞达生物工程有限公司基于其核心科技倾力打造的护肤品牌，承接了母公司经过多年研究所积累的最核心的玻尿酸研发技术，被打造成为中国第一个玻尿酸护肤品牌。经过近二十年发展，颐莲已成功完成六代玻尿酸迭代升级，并成功打造了包括玻尿酸次抛精华液、玻尿酸补水喷雾等多款畅销爆品，成为国货护肤品牌的佼佼者。

图 18：颐莲品牌发展史

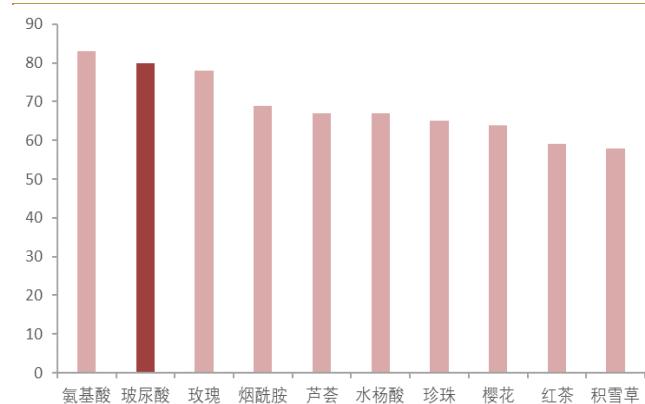


数据来源：颐莲品牌官网，西南证券整理

玻尿酸护肤品市场空间广阔，热度经久不衰。据弗若斯特沙利文统计，以玻尿酸作为核心成分的护肤品市场规模自 2017 年 25 亿元增长至 2021 年 78 亿元，复合增速为 32.1%，预计仍将保持 40%以上的复合增速继续增长，2027 年市场规模将达到 617 亿元，是最广为使用的护肤成分之一，市场空间广阔。同时据巨量算数发布的《2022 美妆成分趋势洞察报告》，2022 年玻尿酸是热度排名第二的护肤成分，仅次于氨基酸。经过多年发展和研究，玻尿酸在护肤上的功效已被消费者充分认识并接受，以玻尿酸为核心成分的护肤产品也处在蓬勃发发展时期。

图 19：玻尿酸护肤品市场规模及增速


数据来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，西南证券整理

图 20：2022 年护肤成分热度得分 top10


数据来源：《2022 美妆成分趋势洞察报告》，西南证券整理

大单品造势，带动产品矩阵延展。公司成功打造了爆款单品玻尿酸补水喷雾，2021 年销量突破 1500 万瓶，在各类目爽肤水中稳居全网第一，获得天猫金妆奖年度化妆水奖与山东知名品牌。同时带动玻尿酸活颜焕亮精华液、聚谷氨酸次抛原液、玻尿酸嘭润水乳、玻尿酸水光肌原液面膜四款产品也收到消费者广泛认可和喜爱。2022 年双十一颐莲全网累计成交额破亿，玻尿酸补水喷雾全网累计售出 4000+万瓶，大单品效应凸显，带动水乳、精华、面膜等新品类持续拓展，补齐“玻尿酸+”护肤产品矩阵。

图 21：颐莲主要单品

玻尿酸补水喷雾

129元/300ml

一喷补水、恒润保湿
皮肤水润、急救干燥


玻尿酸嘭润霜

158元/50g

高保湿、强修护
退干退红


活颜焕亮精华液

258元/30ml

修护屏障、抗屏光
补充玻尿酸


聚谷氨酸水光肌日抛原液

339元/39ml

密集修护、提亮肤色
保湿补水、改善暗沉

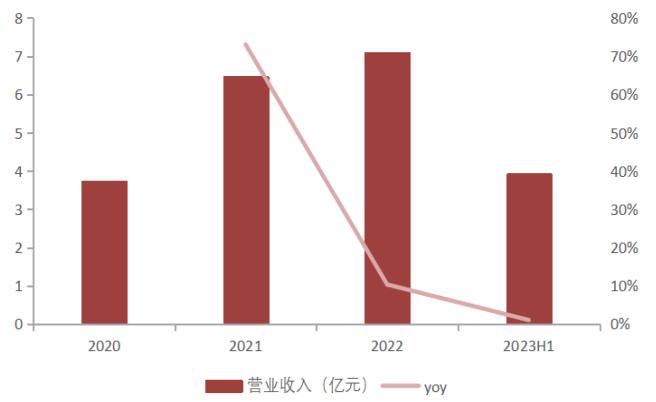

玻尿酸分体面膜

198元/20片

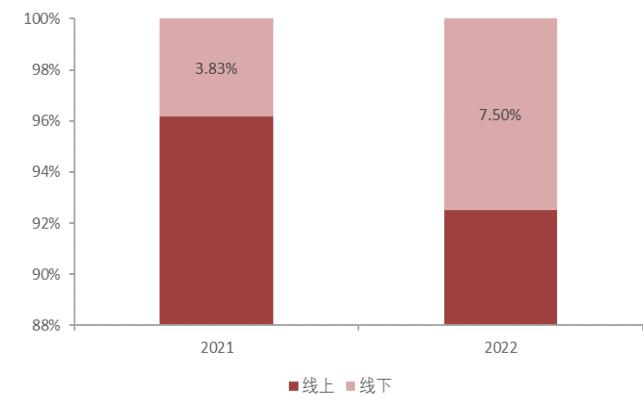
深补水强修护
持久锁水分

数据来源：颐莲品牌官网，天猫旗舰店，西南证券整理

营收持续增长，主攻线上渠道。颐莲自推出以来深耕玻尿酸护肤，在国货品牌中发展势头强劲，营业收入自 2020 年 3.7 亿元增长至 2022 年 7.1 亿元，复合增速为 38%，保持稳定增长趋势，2023H1 营收 3.9 亿元，同比+1%，增速有所放缓。分渠道来看，主要以线上渠道销售为主，2021 年线上/线下占比分别为 96.2%/3.8%，2022 年线下渠道占比有所提升，线上/线下占比分别为 92.5%/7.5%。

图 22：颐莲营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：颐莲线上&线下营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

多平台布局+多维度营销，打造品牌文化。颐莲在深耕天猫、京东等传统电商平台之外，积极开拓抖音、快手、小红书、有赞等新媒体渠道，并持续加大直播电商布局。营销方面，公司实行多维度营销策略，包括寻求跨界合作，牵手非遗扎染弘扬东方美学；官宣明星代言、合作超头主播李佳琦、培育抖音自播，达播自播相结合等等。通过事件营销、明星营销、文化助力等品牌动作赋能品牌势能提升。

图 24：多维度营销
跨界合作，牵手非遗扎染

官宣谭松韵代言品牌喷雾

合作超头直播间

培育抖音自播


数据来源：颐莲官方微博，李佳琦直播间，颐莲抖音旗舰店，西南证券整理

2.3 瑰尔博士：专研微生态护肤，首个十亿级品牌

国内首个明确定位“微生态护肤”的品牌。瑰尔博士品牌成立于2018年，是深研微生态的科学护肤品牌，其致力于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，建立健康的皮肤微生态系统。品牌以科研为本，以山东省药学院为技术依托，成立了联合化妆品研究所，还与来自全球国际顶尖的专业研发机构开展科研合作，在美国、以色列设立了海外实验室及研发中心。品牌以消费者为核心，打造了益生菌水乳、洁颜蜜、闪充精华等过亿单品，多次获得天猫榜单、微博美容大奖、时尚COSMO美容大奖及荣获缪斯设计金奖等重要荣誉。

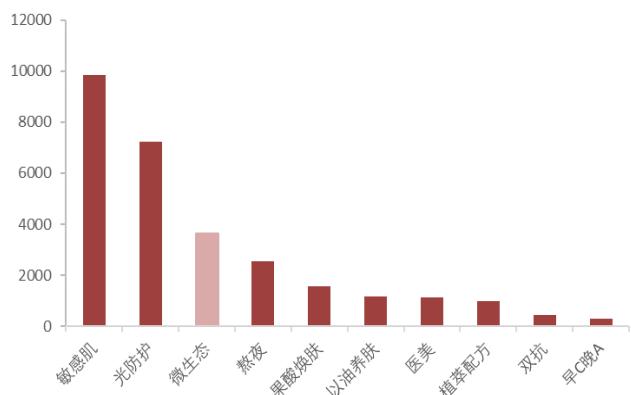
图 25：瑰尔博士品牌发展史



数据来源：公司官网，西南证券整理

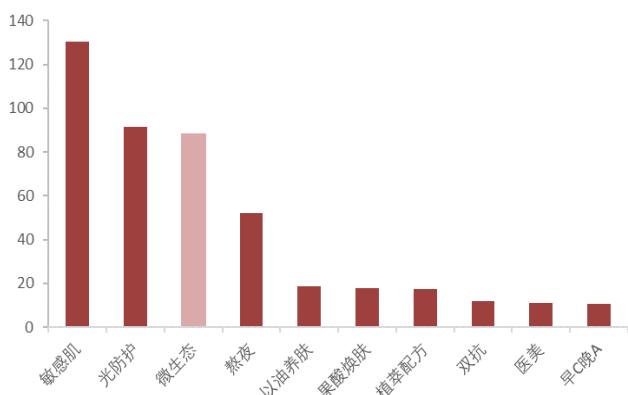
微生态护肤概念持续走强，终端产品热度居高。据美业研究院统计，2022年在护肤市场热门概念宣称端，微生态概念产品的销量和销售额均位列前三，仅次于敏感肌和光防护，2022年微生态概念产品销量超3600万件，销售额接近90亿元，远超“以油养肤”和“早C晚A”等热门概念。

图 26：2022年护肤市场热门概念销量（万件）



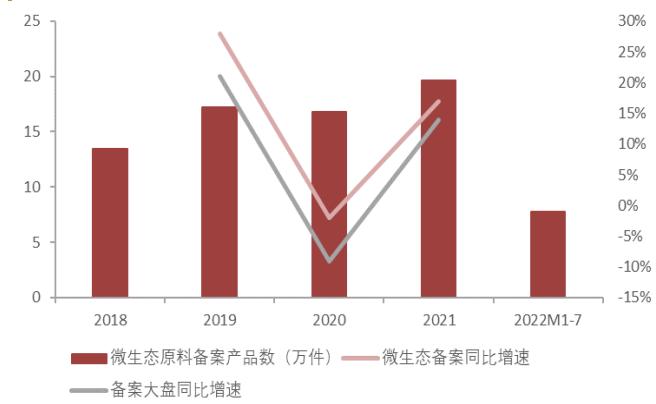
数据来源：美业研究院《2022微生态护肤市场消费洞察》，西南证券整理

图 27：2022年护肤市场热门概念销售额（亿元）

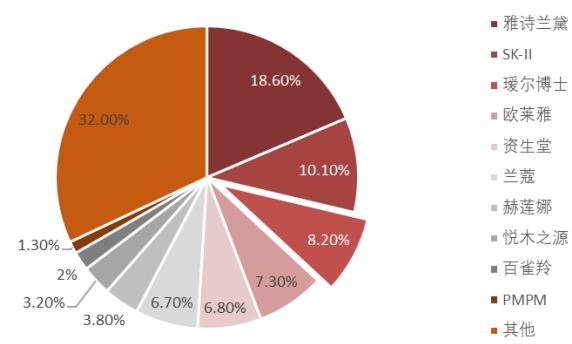


数据来源：美业研究院《2022微生态护肤市场消费洞察》，西南证券整理

微生态护肤成分备案增速高于平均，瑷尔博士销售额跻身前三。2021 年微生态原料备案数接近 20 万件，同比增长 17%，且连续三年增速超过护肤品备案大盘增速，微生态护肤已成为化妆品厂商重要的布局赛道。2022 年我国微生态护肤市场 CR10 为 68%，且主要以国际大牌为主导，雅诗兰黛和 SK-II 以 18.6% 和 10.1% 的市占率位列第一和第二位，而国产品牌瑷尔博士凭借 8.2% 的市占率紧随其后，力压欧莱雅、资生堂、兰蔻等国际大牌在微生态护肤市场中市占率排名第三。作为国内首个提出以微生态护肤为核心理念的护肤品品牌，瑷尔博士在细分赛道具有广阔的发展前景。

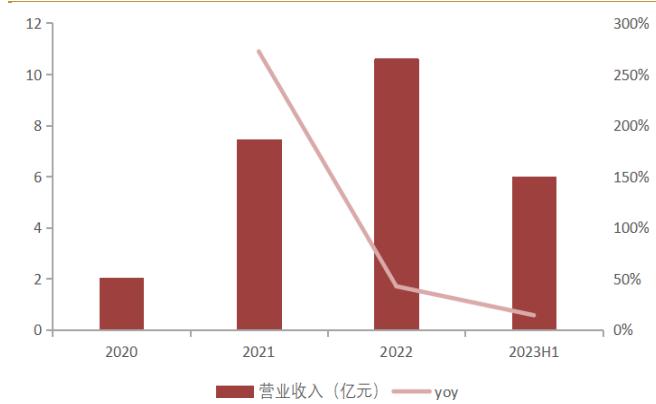
图 28：微生态护肤原料备案产品数及增速


数据来源：美业研究院《2022 微生态护肤市场消费洞察》，西南证券整理

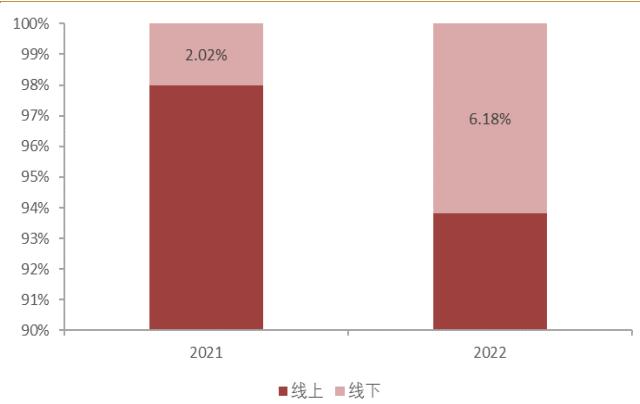
图 29：微生态护肤品牌市占率


数据来源：美业研究院《2022 微生态护肤市场消费洞察》，西南证券整理

营收破 10 亿大关，线上销售为主。2022 年瑷尔博士品牌实现营收 10.5 亿元，同比 +42.3%，首次突破 10 亿元大关，保持高速增长，但增速相较 2021 年有所放缓，2021 年营收同比 +272.1%；2023H1 营收 6 亿元，同比 +13.9%。分渠道来看，主要以线上销售为主，2022 年线上/线下收入占比分别为 93.8%/6.2%。

图 30：瑷尔博士营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：瑷尔博士线上&线下营收占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

四大爆品贡献主要营收，产品结构持续优化。瑷尔博士重点储备大单品：益生菌面膜、益生菌水乳、洁颜蜜及反重力水乳，2022 年销售金额和占比持续提升，其中益生菌面膜天猫贴片面膜热销榜第 1，益生菌水乳天猫面部套装回购榜第 5，洁颜蜜位于天猫洗面奶回购榜第 2，反重力水乳天猫抗皱面部护理套装回购榜第 9。另外品牌产品矩阵持续升级和拓宽，推出新品“闪充精华”，利用国内首创独家双菌发酵褐藻技术，主打改善衰老皮肤微生态和抗皱功效；同时注重品类差异化打造，不断进行品类创新。

图 32：瑷尔博士主要产品矩阵


数据来源：公司官网，瑷尔博士天猫旗舰店，西南证券整理

线上线下全方位布局，多元品牌营销提升品牌价值。在销售模式上，瑷尔博士采取线上线下全面布局、多渠道共同发展的策略，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，拟以单品牌店+商圈店布局全国，其中单品牌店“瑷尔博士皮肤颜究院”定位轻医美护肤。品牌营销方面，公司举措包括官宣明星代言人、召开微生态护肤大会、和知名IP联名合作等，采取线上渠道销售、线下快闪店打卡互动的方式传播品牌。

图 33：瑷尔博士品牌营销举措


数据来源：瑷尔博士微博，李佳琦直播间，西南证券整理

3 医药业务：积淀深厚，中药+透明质酸钠药品齐发展

公司医药业务涵盖中药及化药制剂、生化药品及销售。旗下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；参股的山东博士伦福瑞达致力于生物技术产品和生化药品的研究开发，产品涵盖眼科、骨科、皮肤科等领域。公司拥有多个知名品牌，产品涉及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“施沛特”、专注神经根型颈椎病的国家级专利中药“颈痛颗粒”和儿科药品“小儿解感颗粒”等。

表 2：公司主要医药类产品

类别	药品名称	功能主治	产品特色
骨科系列	颈痛颗粒 (片/胶囊)	用于神经根型颈椎病属血瘀气滞、脉络闭阻症	颈痛颗粒是国内首个专业治疗神经根型颈椎病的国家级新药、专利产品
	施沛特 玻璃酸钠注射液	膝骨关节炎、肩周炎等症	《国家医保目录（2022版）》入选药品，获得多项发明专利，《玻璃酸钠及其药物制剂的研究开发》荣获国家科技进步二等奖
	东方活血膏	用于风寒湿痹所致的肩臂腰腿疼痛、肢体麻木	独家产品，添加血竭、穿山甲等中药材，载药量大，尤其适合慢性、顽固性疼痛
儿科系列	小儿解感颗粒	用于感冒发烧，头痛鼻塞，咳嗽喷嚏，咽喉肿痛	自主研发的专用于儿童感冒的中成药，拥有多项核心发明专利技术
	舒腹贴膏	用于胃脘痛、腹痛腹胀等	温中散寒，行气止痛，是OTC治疗药物
呼吸系列	通宣理肺胶囊	解表散寒，宣肺止嗽。主治风寒感冒咳嗽	国家医保甲类、国家基药、低价药，中标产品。采用β-环糊精包埋和超微粉碎等专利技术
	感冒止咳合剂	解表清热，止咳化痰。用于风热感冒	为独家剂型产品，且保留传统中药汤剂功效
	四季感冒片/胶囊	用于四季风寒感冒引起的发热头痛等	采用“β-环糊精包埋挥发油”专利工艺，更有效地保存挥发油有效成分，保证有效成分疗效
降糖类	盐酸二甲双胍缓释片	适用于单用饮食和运动治疗不能获良好控制的Ⅱ型糖尿病患者	已通过一种性评价，具有提高Ⅱ型糖尿病患者的血糖耐受性，降低基础和餐后血糖的作用
补益系列	雪莲归芪口服液	适用于阴阳两虚、气血亏损所致的神疲体倦等	为公司独家产品
贴膏类系列	麝香壮骨膏、关节止痛膏、消炎镇痛膏、伤湿祛痛膏	活血，消炎，镇痛	持有最早的“上山虎”外观专利

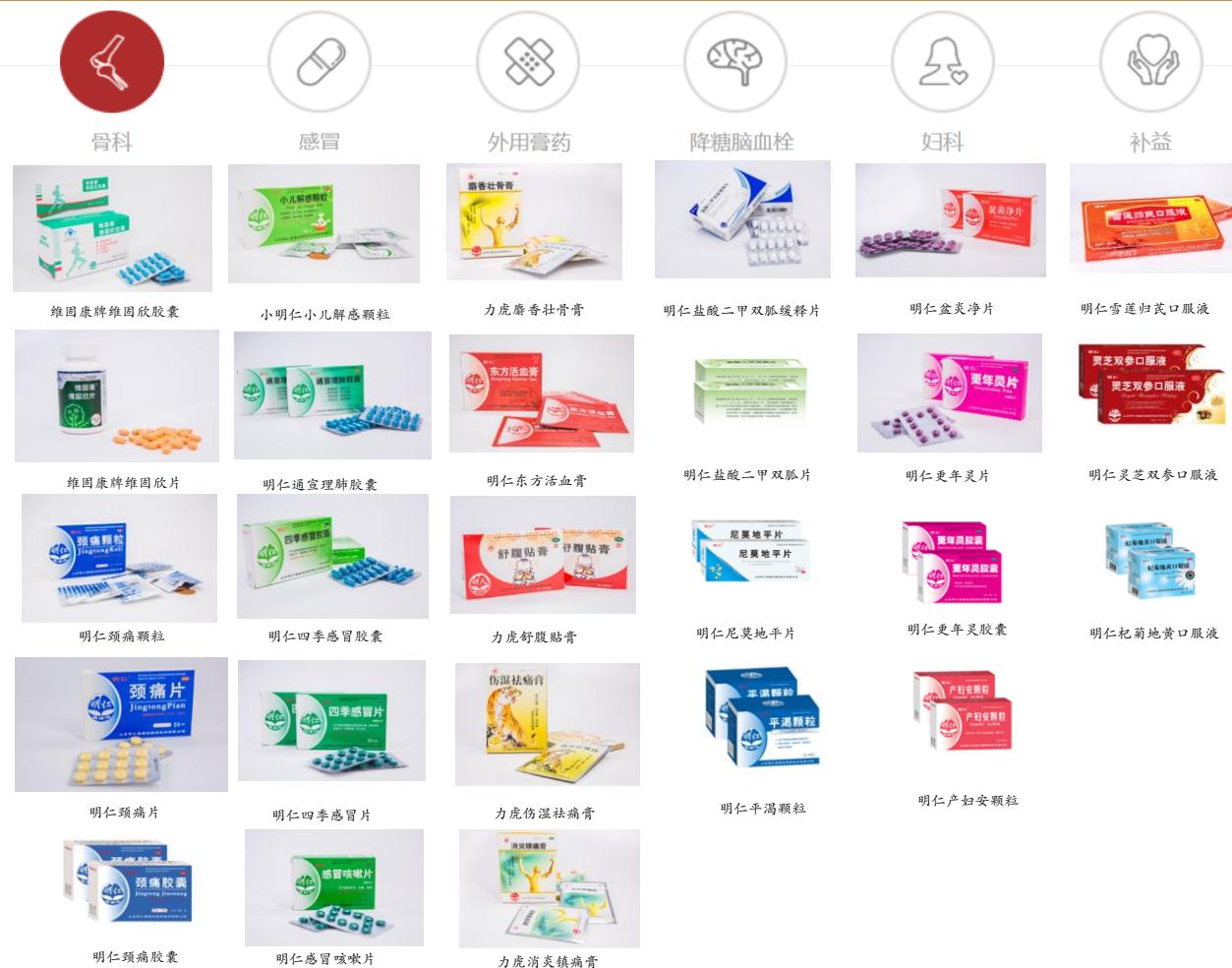
数据来源：公司公告，西南证券整理

医药业务营收改善趋势明显，毛利率有所下滑。2022年公司医药业务收入5.1亿元，同比-5.4%，主要收到物流运输受限与集采政策两方面影响；2023H1收入2.9亿元，同比+37.8%，改善趋势明显，医药业务实现较大幅度提升。毛利率方面，医药业务毛利率连续多年有所下滑，自2018年65.8%下降至2022年53%，主要受到药品终端价格调整及原材料上涨影响，2023H1药品毛利率提升至56.3%，盈利能力有所修复。

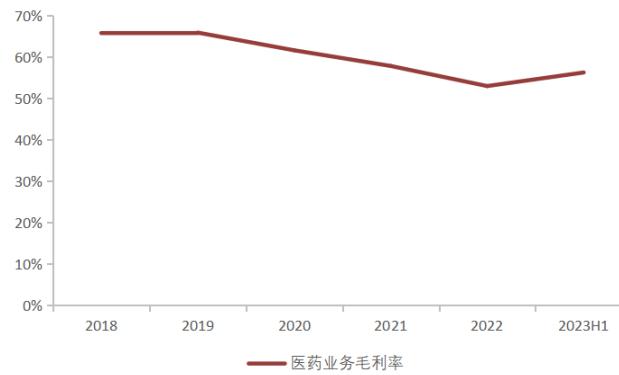
图 34：医药业务营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

明仁福瑞达是公司下属的中成药、化学药和保健食品的主要经营主体，产品涵盖骨科、呼吸科、妇科、内科、皮肤科、眼科、心血管科等多个领域，其主导品种——颈痛系列产品是国内首个专业治疗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，连续两年被评为“品质鲁药”，入选山东省制造业单项冠军产品。

图 36：明仁福瑞达医药产品


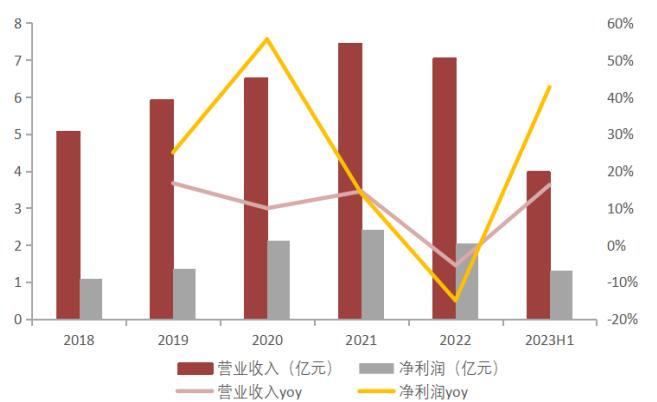
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 35：医药业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

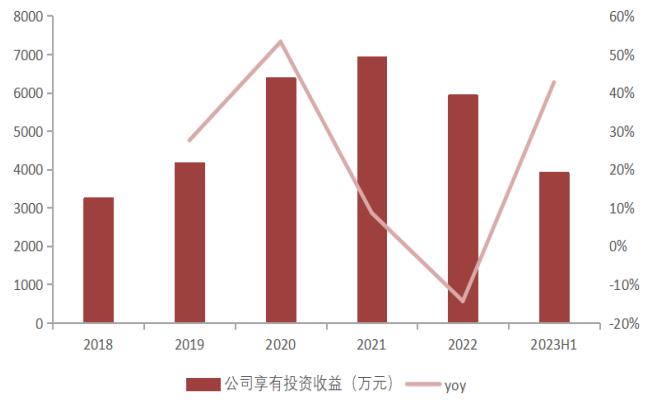
博士伦福瑞达由公司参股 30%，致力于生物技术产品和生化药品的开发，其玻璃酸钠系列产品的研究及应用技术达到国际先进水平，施沛特是用于骨关节领域关节腔注射治疗的玻璃酸钠注射液知名品牌。2018-2021 年博士伦福瑞达营收保持稳健增长，净利润实现大幅增长，其中 2020 年同比+55.6%；2022 年增速首次出现下滑，营收/净利润分别同比下降 5.5%/15%；2023H1 净利润显著恢复，同比+42.6%。

图 37：博士伦福瑞达营收&净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：公司享有博士伦福瑞达投资收益



数据来源：公司公告，西南证券整理

渠道加速完善，产品结构持续扩展。2022 年公司持续拓展医院、连锁药店等销售渠道，并通过线上渠道拓展医药新零售业务模式。另外公司持续扩大功能性食品布局，取得 MAH 平台（药品上市许可持有人）B 证，成立 3 个轻资产运营平台，新增 4 处药材种植合作基地，产业链韧性进一步提升。

4 原料业务：以透明质酸为基点，品类拓展进行时

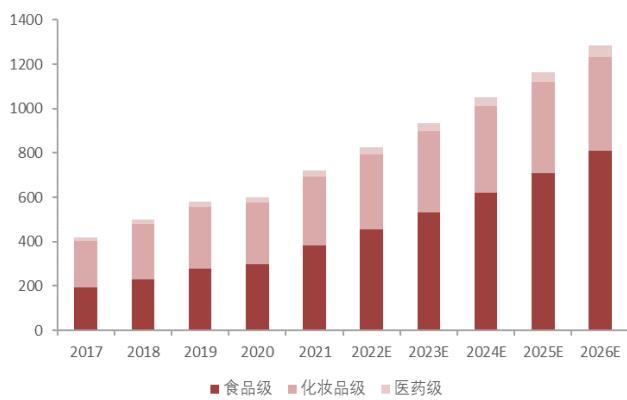
透明质酸原料分为医药级、化妆品级、食品级。透明质酸原料可按用途和技术要求不同区分为医药级、化妆品级、食品级三种不同等级的原料，其中医药级主要用于制备关节腔注射、真皮层注射以及滴眼液、外用制剂等医疗终端产品，因此医药级透明质酸的质量控制最为严格；透明质酸在化妆品领域的应用较为广泛，且技术也较为成熟，具备多种应用场景；食品级透明质酸用于口服产品，对重金属、特殊微生物等有严格控制，此外因口服产品多为胶囊、片剂、口服液等剂型，所以对原料的溶解性、堆积密度也有特别要求。

表 3：透明质酸原料分类

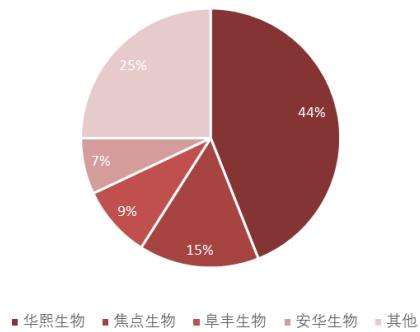
品级	用途	主要功能
医药级	注射液透明质酸	作为润滑或粘弹剂治疗骨关节疼痛 作为润滑剂用于预防手术黏连 作为粘弹剂用于眼科手术 作为塑性填充剂用于防皱抗衰老
	滴眼液透明质酸	用作减轻药物刺激，延长药效的药物载体
化妆品级	外敷透明质酸	用于各种保湿类护肤品中
食品级	食品用透明质酸	用于营养补充食品中

数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

食品级透明质酸原料市场空间大，中国企业全球地位领先。据弗若斯特沙利文数据统计，全球透明质酸市场规模自 2017 年 420 亿吨增长至 2021 年 720 吨，年复合增速为 14.4%，预计将以 12.3% 的增速继续增长，至 2026 年市场规模达到 1285 吨。分品类来看，食品级透明质酸原料将会是市场空间最大的应用方向，2021 年占比已达到 53%，预计至 2026 年占比将超过 63%，而化妆品级占比 33% 左右，医药级占比 4%。全球透明质酸原料供应商以中国企业为主导，其中华熙生物以 44% 的市占率位居行业龙头，焦点生物以 15% 市占率位列第二，前四大供应商合计占全球透明质酸原料市场份额 75%。

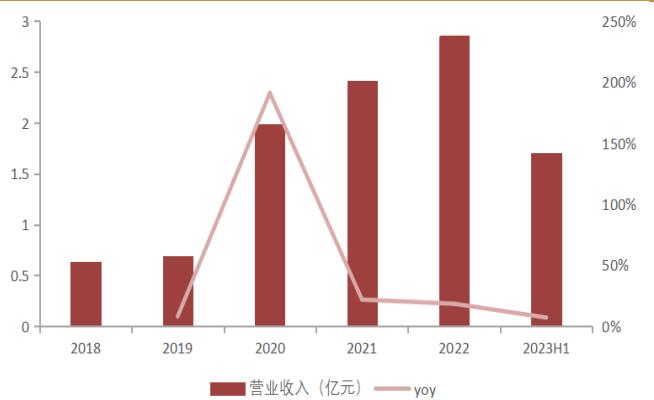
图 39：全球透明质酸原料市场规模及预测（吨）


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

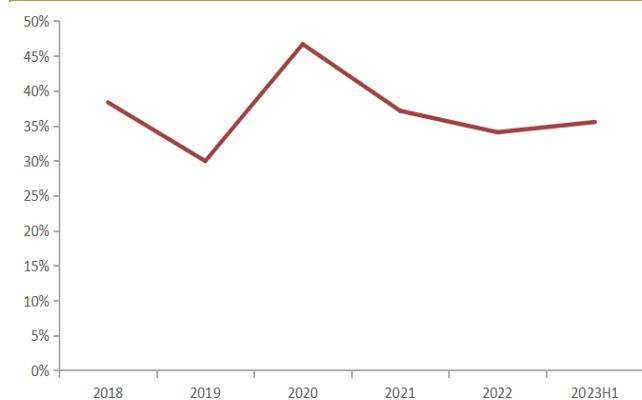
图 40：2021 年全球透明质酸原料市场格局


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

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，现拥有透明质酸原材料 420 吨/年的产能，能够生产食品级和化妆品级透明质酸，60%以上出口，外贸出口地区主要为东亚、北美、欧盟等。焦点福瑞达 2022 年入选第七批国家级制造业单项冠军企业、2022 山东省首批科技小巨人企业，发明专利《一种速溶透明质酸钠制备方法》荣获中国专利优秀奖。2020 年 1 月公司收购焦点福瑞达之后原料业务同比增长接近 200%，之后 2021-2022 年增速稳定在 20% 左右，2023H1 增速回落至 7%；公司原料业务毛利率在 2020 年增长至峰值 46.7% 逐渐回落，2023H1 为 35.5%，进入较为稳定阶段。

图 41：原料业务营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：原料业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

打造原料高端品牌，布局功能性食品及饮品。焦点福瑞达原料产品涉及透明质酸、银耳多糖及焕活小分子等，其中焕活小分子为 2022 年原料高端品牌“百阜福瑞达”主推产品。公司旗下目前已 4 个透明质酸食品品牌，抢滩食品赛道，“Boyo”玻小酸定位专注高效的口服美容，推出“每日玻玻”胶原饮、水光饮、晚安饮系列产品；2022 年推出“伽美博士”，主打玻尿酸晨露系列产品及透明质酸西梅酵素饮、VC 等功能性食品。

图 43：公司推出的功能性食品品牌



数据来源：焦点福瑞达官网，西南证券整理

积极推进药品级透明质酸原料生产进程。公司在已取得玻璃酸钠原料药《药品生产许可证》基础上，按计划推进国内外玻璃酸钠原料药的注册工作，已于 2022 年 7 月获得美国 DMF 的登记号，欧盟、韩国及国内玻璃酸钠原料药注册工作在推进中。公司目前正有 520 吨/年医药级透明质酸项目处于建设中，而医药级透明质酸原料价格远高于化妆品级和食品级，具备更高附加值，同时中国企业相较于海外企业具备价格优势，公司医药级透明质酸原料产能释放后将带来可观的营收增量。

表 4：玻尿酸原料市场价（美元/千克）

	医药级	其它级别
中国企业	2700-25000	150-500
海外企业	7000-50000	400-1200

数据来源：华熙生物招股书，西南证券整理

公司旗下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为 40% 以上；化妆品功效原料方面，主要产品有聚谷氨酸、依克多因、积雪草提取物等。福瑞达生物科技通过打造“商务+技术+市场”的销售模式，促进玻色因、依克多因等化妆品原料持续提升市场份额，同时通过增加设备优化工艺，2022 年纳他霉素产能大幅提升，销量持续增长，全球市占率超过 40%。

表 5：福瑞达生物科技原料产品

分类	产品	介绍
食品 添加剂	可溶纳他霉素	由特殊工艺制备的易溶于水的纳他霉素，解决了纳他霉素难以溶解于水的应用难题，可由其制备高澄清度、高浓度的纳他霉素水溶液，拓宽了纳他霉素的应用领域。
	乳酸链球菌素	乳酸链球菌素是由微生物发酵产生的一种微生物发酵产生的多肽，能有效抑制革兰氏阳性细菌及病原菌的繁殖，对耐热芽孢杆菌及孢子有强烈抑制作用，可广泛用于食品和化妆品等领域。
	纳他霉素	纳他霉素 (Natamycin) 是一种由链霉菌发酵产生的抗真菌化合物，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。纳他霉素对细菌没有抑制作用，因

分类	产品	介绍
化妆品原料		此它不影响酸奶、奶酪、生火腿、干香肠的自然成熟过程。
	普鲁兰多糖	普鲁兰多糖是由出芽短梗霉发酵产生的一种水溶性多糖。它具备优良的黏附性，阻氧性等性能。它能够迅速溶解于水中，溶液呈中性，具备不离子化，不凝胶化的特点，与其他食品胶体互溶，可广泛用于食品和化妆品等领域。
	瑞轻颜	乳酸杆菌/豆浆发酵产物滤液是一种通过乳酸菌发酵获得的黑豆浆过滤液，富含多种维生素和蛋白质以及活性成分，具有保湿、舒缓、修护等作用。
	瑞敏舒	乳酸杆菌/豆浆发酵产物滤液是一种通过乳酸菌发酵获得的黑豆浆过滤液，富含多种维生素和蛋白质以及活性成分，具有保湿、舒缓、修护等作用。
	明颜净痘植萃	明颜净痘植粹是在“施永茂扁平疣方”基础上加减而成，现方由蒲公英、鱼腥草、丹参、冰片组成。
	乳酸菌/绿豆籽提取物发酵产物滤液	绿豆、马齿苋和柑橘具有舒缓作用，通过不断的研究，我们发现通过乳酸杆菌的发酵，可以将绿豆、马齿苋和柑橘皮中刺激性成分分解或转化。
	七叶一枝花	中国特色植物七叶一枝花为百合科植物重楼历史悠久，品种稀少生长于海拔 1800-3200m 林下，8-9 年生的珍稀植物，根据中国药典重楼药材质量控制标准，选择重楼皂苷 I + II + VII 含量最高。
	乌拉尔甘草发酵滤液	乌拉尔甘草发酵滤液应用酵母发酵菌种，实现菌种持续性培养。且应用发酵技术进一步提升产品功效，降低具有刺激性的成分（光甘草定、甘草查尔酮 A 的含量），毒理学试验证明其具有高安全性，对皮肤刺激性低，无光敏性，与同类产品相比，安全性提升，功效提升。
	类蛇毒肽	类蛇毒肽(二肽二氨基丁酰苄基酰胺二乙酸盐)是一种模拟蛇毒毒素活性的小肽，类蛇毒肽能够阻止乙酰胆碱的神经传导，达到放松肌肉的效果，从而改善皱纹。
	丹皮酚	牡丹因其艳丽的花朵在中国享有美誉，在具有观赏价值的同时，牡丹花在医药和化妆品的应用上也具有重要意义。牡丹根部含有丹皮酚，丹皮酚具有缓解牙齿敏感，抗氧化的功效。
健康原料	丹参提取物	丹参提取物来源于植物丹参的根茎中，主要成分是丹参酚酸和丹参酮。丹参提取物有很强的抗氧化作用，有利于清除皮肤细胞中过量的自由基。丹参提取物可以调节皮肤油脂分泌，抑制有害菌滋生，在化妆品中有广泛的应用。
	二裂酵母	裂酵母发酵产物是利用双歧杆菌制备的一种活性成分，蕴含氨基酸、维生素等营养物质，可以刺激细胞更新、延长细胞寿命‘还能促进伤口愈合和抗老化。
	山楂鸡内金粉	以中医理论为基础，以《圣济总录》“鸡内金丸”和《证治准绳》“健脾丸”等古方剂为基础化裁，方中重用山楂，消油腻肉积。鸡内金、麦芽消食化滞，以消食积。白扁豆、橘皮，理气健脾、和中消暑。诸药合用有消食导滞，理气和胃之效。
	红枣牡丹粉	以中医理论为指导，经典名方为基础化裁，精选道地药食同源药味，调和大枣、干姜、丹凤牡丹花、玫瑰花、高良姜、肉桂、麦芽、橘皮、代代花、白芷、甘草，最大限度的保留提取物有效成分。
	麦芽牡蛎粉	以中医理论为基础，以桂枝加龙骨牡蛎汤、四逆散等古方剂为配方，化裁而成。牡蛎、红枣、麦芽、生姜、肉桂、丹凤牡丹花、代代花、甘草合用共奏益气安神、温阳止痛之效。
	菊花提取物	菊花为菊科植物菊的干燥头状花序
	黄精提取物	黄精为百合科植物滇黄精、黄精或多花黄精的干燥根茎。
	甘草提取物	甘草为豆科植物甘草、胀果甘草或光果甘草的干燥根和根茎。
	酸枣仁提取物	酸枣仁为鼠李科植物酸枣的干燥成熟种子。
	金银花提取物	金银花为忍冬科植物忍冬的干燥花蕾或带初开的花。
	人参提取物	人参为五加科植物人参的干燥根，在《神农本草经》中列为上品，是常用的滋补强壮药。
	γ -氨基丁酸	氨基丁酸(Aminobutyric Acid,简称 GABA)，又名 4-氨基丁酸，是一种天然存在的非蛋白质氨基酸。GABA 是动物中枢神经系统内最主要的抑制性神经递质，其生理作用十分广泛，具有舒缓神经，调节血压，助睡眠等功效。目前 GABA 已被广泛应用于功能食品与保健品中。

数据来源：福瑞达生物科技官网，西南证券整理

以透明质酸为基点，积极拓展新原料。公司已与多家知名公司建立合作关系，通过参展国外原料展，提升透明质酸销量，加强原料储备，并在透明质酸原料的基础上，积极布局胶原蛋白原料。另外公司还完成了合成生物与生物制造技术创新中心建设并已启动使用，对透明质酸原料及其衍生品、依克多因、纳他霉素、聚谷氨酸等产品持续进行工艺优化，同时陆续开展了肥料新型原料、滤液原料等新产品的研究开发，持续拓展原料业务。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司深耕透明质酸领域多年，在护肤、药品、原料领域均有布局，其中以透明质酸为核心成分的化妆品具备广阔的市场空间，是目前市场主流功效成分，预计 2023-2025 年玻尿酸护肤品市场规模分别为 154、217、306 亿元；

假设 2：公司剥离地产业务聚焦主业，大力发展化妆品业务，其中颐莲和瑷尔博士两个品牌占比约 90%，为两大旗舰品牌，预计 2023-2025 年颐莲营收增速分别为 35%、32%、25%，瑷尔博士营收增速分别为 20%、18%、15%；

假设 3：按预期顺利剥离地产业务，相关重大资产出售工作已完成首批资产交割，第二批相关股权及债权于 2023 年 10 月 31 日前完成交割。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
房地产及物业	收入	9736.8	778.94	0.00	0.00
	增速	0.4%	-92.0%	-100.0%	0.0%
	毛利率	14.7%	16.0%	0.0%	0.0%
化妆品	收入	1968.6	2528.5	3153.8	3773.1
	增速	31.7%	28.4%	24.7%	19.6%
	毛利率	61.0%	63.0%	64.0%	65.0%
生物医药	收入	511.4	623.92	748.70	868.50
	增速	-5.4%	22.0%	20.0%	16.0%
	毛利率	53.0%	56.0%	57.0%	58.0%
原料	收入	285.2	327.98	370.61	407.67
	增速	18.3%	15.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	34.1%	36.0%	38.0%	40.0%
其他	收入	449.5	539.39	647.27	776.73
	增速	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	43.8%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	12951.4	4798.7	4920.4	5826.0
	增速	4.8%	-62.9%	2.5%	18.4%
	毛利率	24.6%	50.6%	58.5%	59.5%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

因公司业务板块划分较为清晰，且各业务估值体系有所差异，所以采取分部估值法。

化妆品板块：我们选取国内四家主流化妆品公司，其中珀莱雅和丸美股份为国内头部化妆品公司，主品牌在国内具有较高品牌力；贝泰妮主营敏感肌护理，同样属于国内化妆品企业领军企业；敷尔佳为玻尿酸医用敷料细分赛道龙头，定位功效型护肤。2023-2025年四家公司平均PE分别为32、26、22倍，根据经营对应业务的子公司净利率，预计化妆品业务2023-2025年净利润分别为2.7、3.5、4亿元，给予2024年化妆品业务28倍PE，对应市值98亿元。

医药&原料板块：我们选取华熙生物、云南白药、昊海生科为可比公司，华熙生物与公司业务结构高度相似，同样经营玻尿酸原料和相关药品开发；云南白药为知名中药企业，与公司重要业务有相同点；昊海生科主营以透明质酸钠为基质的医疗器械用品。2023-2025年三家公司平均PE分别为35、29、24倍，根据对应业务的子公司净利率，预计医药&原料业务2023-2025年净利润分别为0.7、0.8、0.9亿元，给予2024年医药&原料业务30倍PE，对应市值24亿元。

其他：公司旗下港股上市公司鲁商服务(2376.HK)市值约2.7亿元，公司持股71.3%，对应市值约2亿元。

房地产相关业务按预期2023年将全部剥离，因此分部估值暂不考虑该业务。

综上，公司2024年合计市值约为124亿元，对应目标价12.16元，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比公司估值（股价截至2023.09.22）

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
化妆品业务										
603605.SH	珀莱雅	103.87	2.88	2.79	3.51	4.35	58.09	37.25	29.59	23.90
300957.SZ	贝泰妮	95.30	2.48	3.10	3.93	4.91	60.14	30.75	24.27	19.40
603983.SH	丸美股份	26.24	0.43	0.75	0.94	1.13	77.76	35.52	28.41	23.64
301371.SZ	敷尔佳	48.39	2.35	2.16	2.34	2.56	-	22.57	20.90	19.09
平均值							65.33	31.52	25.79	21.51
医药&原料业务										
688363.SH	华熙生物	89.99	2.02	2.25	2.83	3.45	67.03	39.91	31.80	26.10
000538.SZ	云南白药	53.12	1.67	2.35	2.63	2.95	32.55	22.58	20.16	18.03
688366.SH	昊海生科	110.85	1.04	2.59	3.26	3.95	94.11	42.81	34.01	28.03
平均值							64.56	35.10	28.66	24.05

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

国内市场竞争加剧、资产交割未在预期时间内完成、美妆消费需求恢复不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12951.44	4798.70	4920.41	5826.01	净利润	65.10	439.20	578.12	681.56
营业成本	9759.17	2370.94	2043.10	2357.16	折旧与摊销	124.49	119.56	120.83	120.83
营业税金及附加	539.39	219.97	220.11	259.77	财务费用	352.54	134.87	104.28	89.07
销售费用	1313.48	1439.61	1574.53	1922.58	资产减值损失	-268.33	-4.25	-4.03	-4.49
管理费用	349.98	335.91	393.63	495.21	经营营运资本变动	1495.44	392.38	724.90	-903.34
财务费用	352.54	134.87	104.28	89.07	其他	-771.15	-436.20	-392.30	68.33
资产减值损失	-268.33	-4.25	-4.03	-4.49	经营活动现金流净额	998.10	645.57	1131.81	51.95
投资收益	116.21	237.51	110.51	110.51	资本支出	-49.00	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	50.24	237.51	110.51	110.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1.24	197.51	70.51	70.51
营业利润	310.85	539.16	699.29	817.22	短期借款	-948.91	-1449.19	-410.00	-411.00
其他非经营损益	-49.79	-40.06	-42.33	-42.72	长期借款	-1535.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	261.06	499.09	656.96	774.50	股权融资	8.83	0.00	0.00	0.00
所得税	195.96	59.89	78.84	92.94	支付股利	-111.01	-9.09	-79.06	-104.06
净利润	65.10	439.20	578.12	681.56	其他	968.92	-523.04	-63.43	-44.86
少数股东损益	19.64	43.92	57.81	68.16	筹资活动现金流净额	-1617.76	-1981.33	-552.48	-559.92
归属母公司股东净利润	45.46	395.28	520.31	613.40	现金流量净额	-608.61	-1138.25	649.84	-437.46
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4317.97	3179.72	3829.55	3392.10	成长能力				
应收和预付款项	3473.68	1009.22	996.32	1175.20	销售收入增长率	4.76%	-62.95%	2.54%	18.40%
存货	46047.01	11006.90	9732.08	11058.13	营业利润增长率	-54.13%	73.45%	29.70%	16.86%
其他流动资产	1790.08	634.71	650.81	770.59	净利润增长率	-83.47%	574.67%	31.63%	17.89%
长期股权投资	720.44	720.44	720.44	720.44	EBITDA 增长率	-9.34%	0.72%	16.49%	11.11%
投资性房地产	7.06	7.06	7.06	7.06	获利能力				
固定资产和在建工程	1352.26	1304.73	1255.94	1207.14	毛利率	24.65%	50.59%	58.48%	59.54%
无形资产和开发支出	381.09	351.39	321.68	291.98	三费率	15.57%	39.81%	42.12%	43.03%
其他非流动资产	384.22	381.89	379.55	377.22	净利润率	0.50%	9.15%	11.75%	11.70%
资产总计	58473.81	18596.04	17893.43	18999.84	ROE	1.17%	7.32%	8.90%	9.64%
短期借款	2270.19	821.00	411.00	0.00	ROA	0.11%	2.36%	3.23%	3.59%
应付和预收款项	10253.74	2510.96	2249.04	2598.12	ROIC	1.76%	7.25%	9.32%	10.38%
长期借款	2215.23	2215.23	2215.23	2215.23	EBITDA/销售收入	6.08%	16.54%	18.79%	17.63%
其他负债	38167.75	7052.17	6522.42	7113.26	营运能力				
负债合计	52906.92	12599.37	11397.69	11926.61	总资产周转率	0.22	0.12	0.27	0.32
股本	1016.57	1016.57	1016.57	1016.57	固定资产周转率	10.09	3.80	4.09	5.22
资本公积	617.80	617.80	617.80	617.80	应收账款周转率	35.10	17.58	35.98	37.61
留存收益	2082.01	2468.20	2909.46	3418.80	存货周转率	0.21	0.08	0.19	0.22
归属母公司股东权益	3716.71	4102.57	4543.82	5053.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.32%	—	—	—
少数股东权益	1850.19	1894.11	1951.92	2020.07	资本结构				
股东权益合计	5566.89	5996.67	6495.74	7073.24	资产负债率	90.48%	67.75%	63.70%	62.77%
负债和股东权益合计	58473.81	18596.04	17893.43	18999.84	带息债务/总负债	8.48%	24.10%	23.04%	18.57%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	1.10	1.54	1.67	1.70
EBITDA	787.89	793.58	924.41	1027.12	速动比率	0.19	0.47	0.60	0.55
PE	198.82	22.86	17.37	14.73	股利支付率	244.21%	2.30%	15.19%	16.96%
PB	2.43	2.20	1.99	1.79	每股指标				
PS	0.70	1.88	1.84	1.55	每股收益	0.04	0.39	0.51	0.60
EV/EBITDA	15.29	14.30	11.18	10.13	每股净资产	3.66	4.04	4.47	4.97
股息率	1.23%	0.10%	0.87%	1.15%	每股经营现金	0.98	0.64	1.11	0.05
					每股股利	0.11	0.01	0.08	0.10

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryrf@swsc.com.cn