

# 化妆品加速增长，大健康成长可期

## ——福瑞达（600223.SH）深度报告

股票投资评级：买入 | 维持

李媛媛 S1340523020001

化妆品&医美分析师

中邮证券研究所

中邮证券

2024年4月7日

- **聚焦大健康轻装起航，19-23年大健康业绩复合增速为27%。**公司前身鲁商发展18年以收购山东福瑞达医药集团100%股份开始涉足大健康领域，22年11月启动地产业务剥离，23年10月交割完毕，公司正式从“地产+大健康”双主业运行切换至聚焦大健康生态；公司股价表现从与华熙生物高度相关等外因驱动逐步转化成自身治理改善、美妆主业变化等内因驱动。23年公司大健康业务收入/归母净利润分别32.9/2.3亿元，19年-23年复合增速分别为35%/27%，实现快速增长，化妆品贡献超过70%，成为核心收入业绩贡献。
- **化妆品业务加速，产品升级、多平台发力。**公司化妆品23H2实现加速，毛利率稳步改善，23年颐莲/瑗尔博士/其他品牌收入分别为13.5/8.6/2.1亿元，对应增速分别为27%/21%/5%，22H2-23H2毛利率分别提升6.9/2.3/0.2pct。未来化妆品仍将保持快速增长势头：1) 产品端，瑗尔博士打造“益生菌系列、闪充系列、摇醒系列”三大矩阵，聚焦舒缓、抗老、美白功效，逐步提升闪充/摇醒占比，扩充客群、提升均价；颐莲保持喷雾、分体面膜等爆品升级提价，打造高保湿系列标杆产品，丰富产品矩阵，加大软膜等品类推新，实现量价齐升。2) 渠道端，加大抖音投入，自播产品创新发力+借助达播推新齐发力；线下低基数，通过加大线下网点覆盖推动大单品放量+与渠道积极共创推出新品等方式促进线下增长。3) 营销端，瑗尔博士坚持专业营销，微生态大会强化品牌心智，颐莲官宣谭松韵为品牌代言人，强化高保湿心智。4) 研发端，保持高研发投入（23年大健康业务占比4.7%），在玻尿酸、重组胶原蛋白、皮肤微生态等多领域领先，提升产品竞争力。
- **医药稳健，原料、物业盈利有望改善。**医药业务方面，18年以来医药收入保持约5亿体量，明仁福瑞达子公司净利润约2000万，博士伦18年-23年净利润复合增速为9%，23年为公司贡献投资收益约7009万，整体稳健。原料业务方面，近年来受行业价格、公司产品结构等因素变化毛利率持续下降，未来医药级透明质酸放量有望提升盈利能力。物业服务方面，23年鲁商服务归母净利润为0.4亿元，受非业主增值服务影响业绩下滑，物业管理及社区增值保持稳健，长期项目储备丰富，有望持续转化。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计2024年-2026年公司归母净利润分别为3.8/4.8/5.8亿元，对应增速分别为24.7%/26.5%/20.6%，对应PE分别为21.8/17.2/14.3倍，我们选取华熙生物、珀莱雅、丸美股份、巨子生物、昊海生科为可比公司，可比公司24年-25年归母净利润平均增速为23.0%/26.5%，平均PE为28.0/22.3倍，公司PE具备可比优势，维持“买入”评级。
- **风险提示：**化妆品行业景气度下滑；颐莲瑗尔博士增长不及预期；净利率下降等。

# 目录

- 一 公司概况：聚焦大健康轻装起航，4年业绩复合增速27%
- 二 看点一：化妆品业务加速，产品升级、多平台发力
- 三 看点二：医药稳健，原料、物业盈利有望改善
- 四 盈利预测及投资建议

# 一

## 公司概况

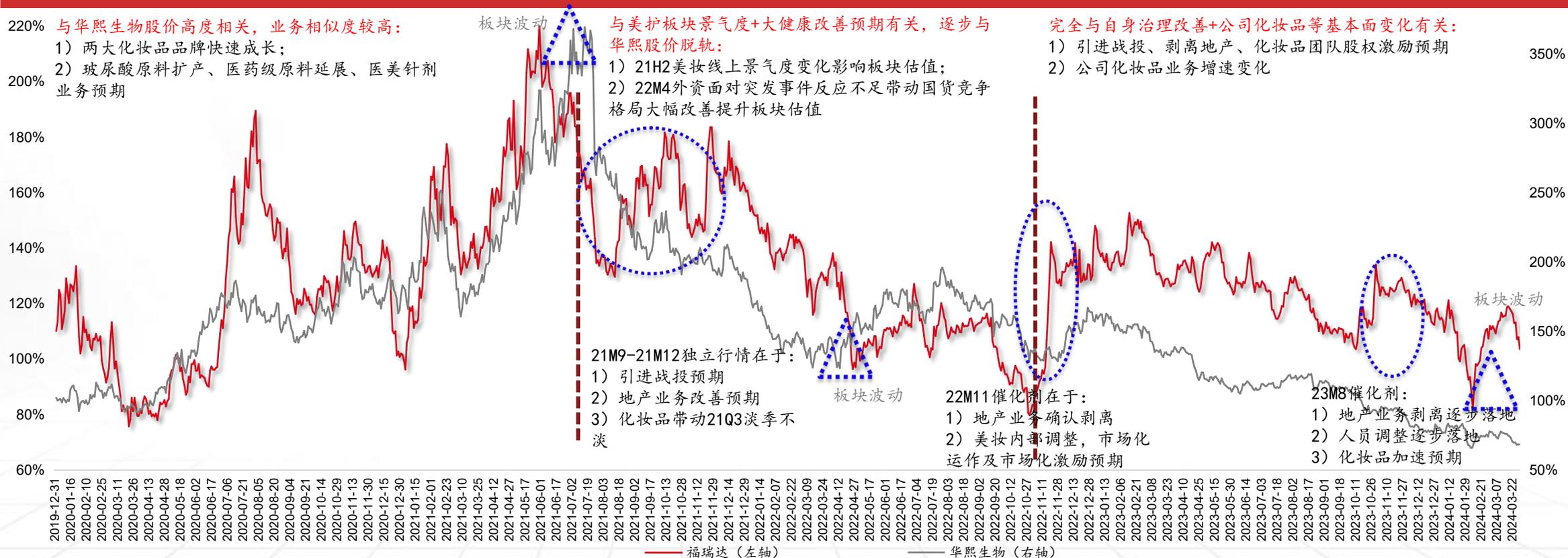
—复盘：从华熙高度相关到内部治理驱动，聚焦大健康轻装起航

—基本面：大健康业务19-23年业绩复合增速27%，近年化妆品贡献超75%

# 1.1 股价复盘：早期股价与华熙生物及美护板块景气度变化高度相关，逐步由自身治理改善、美妆业务基本面变化等因素驱动

- 以19年期末为基日看公司与华熙生物股价变化，我们认为公司股价经历三轮明显变化：1) 基于业务相似性以及在大健康板块重视度提升，21H1之前公司股价表现与华熙生物高度相关；2) 21H2-22Q3，受美护行业景气度以及竞争格局变化公司股价出现较大波动，而引进战投、剥离地产预期为公司带来独立行情，逐步与华熙生物表现脱轨；3) 22Q4以来公司股价主要与地产业务确认剥离、团队市场化运作提升激励等治理改善以及化妆品业务基本面变化等因素有关。公司从地产+大健康双主业运行标的逐步成为化妆品+医药为主的大健康标的，市值波段提升。

图表1：以19年期末为基日对比福瑞达、华熙生物股价涨幅程度



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 1.2 聚焦大健康复盘：18年起涉足大健康，23年10月完成地产剥离聚焦大健康业态，核心员工21年9月通过战投获得福瑞达生物股份

- **22年11月公告剥离地产聚焦大健康业务。**2018年上市公司以9.3亿元收购山东福瑞达医药集团有限公司100%股份，正式进入生物医药和生态健康产业；2019年以2.6亿元继续收购山东焦点生物科技股份有限公司60.11%股权，夯实在透明质酸钠原料领域地位。2021年9月子公司福瑞达生物拟引进战投，同时员工可协议认购，当年12月落地，少数员工实现子公司持股。2022年11月上市公司公告将向山东城发集团（为控股股东鲁商集团的全资子公司）出售持有的鲁商置业、新城镇、创新发展等房地产开发业务资产，山东城发集团以现金方式支付对价59亿元，所有资产于23年10月底交割完毕，公司从地产+大健康双主业运行切换成至聚焦大健康业态。
- **核心管理团队聚焦大健康领域。**23年10月公司公告新一届领导班子名单，包括周明、贾庆文、高春明、许百强、郑德强、张红阳、窦茜茜，上述领导均为福瑞达医药集团任职，前期化妆品团队已进行部分调整，伴随人员调整落地以及进一步激励预期，有望焕发新活力。

图表2：福瑞达近年来聚焦大健康以及治理改善标志事件

时间	事件
2018年-2019年	鲁商发展（现改名为福瑞达）以9.3亿元收购山东福瑞达医药集团有限公司100%股份，正式进入生物医药和生态健康产业；2019年以2.6亿元继续收购山东焦点生物科技股份有限公司60.11%股权，夯实在透明质酸钠原料领域地位
2021年9月（12月落地）	福瑞达生物（全资子公司福瑞达医药集团100%控股）拟通过山东产权交易中心公开挂牌引进战略投资者，新增股本占增资后股本比例不高于17.58%，其中战略投资者通过山东省产权交易中心挂牌交易认购不高于16.9%，员工可按引进战投价格协议认购不高于0.68%。联合购买体腾讯投资、南通招华贰号新兴、网创、济南动能嘉福、上海众源二号五家企业组成
2022年11月	鲁商发展（现改名为福瑞达）拟向山东城发集团（为控股股东鲁商集团的全资子公司）出售持有的鲁商置业、新城镇、创新发展等房地产开发业务主要资产，山东城发集团以现金方式支付对价59亿元，所有资产将于23年10月底交割完毕。
2023年10月	公司形成新一届领导班子，拟周明为董事，高管包括贾庆文、高春明、许百强、郑德强、张红阳、窦茜茜，上述领导均为福瑞达医药集团任职；此前23Q2对化妆品内部团队进行一定调整。
2024年2月	授权副总经理高春明代行总经理，期待新一轮激励政策落地

资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表3：福瑞达医药集团引进战投员工持股情况

姓名	公告时职务	平台持股比例	占比福瑞达生物
高春明	福瑞达生物总经理	17.97%	0.07%
白天明	福瑞达生物副总，瓊尔博士负责人	8.7%	0.03%
杨素珍	福瑞达生物技术负责人	7.25%	0.03%
谢锐	福瑞达生物副总，颐莲负责人	10.91%	0.03%
王伟	瑞达生物生产负责人	9.09%	0.03%
张红阳	福瑞达医药集团副总	9.09%	0.03%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

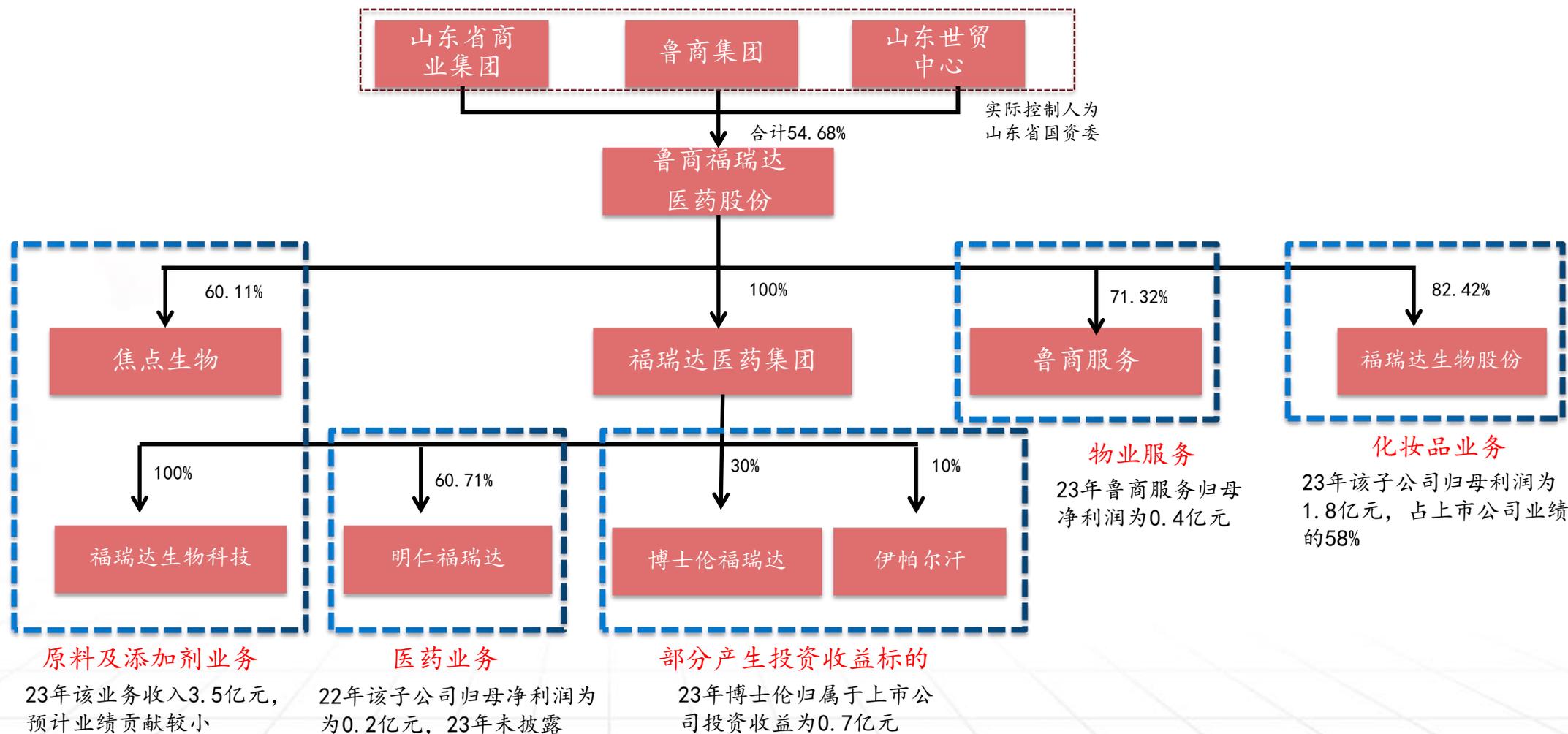
## 1.2 聚焦大健康复盘：核心高管团队聚焦医药大健康领域，拥有丰富经验

图表4：公司高管团队及主要履历情况

姓名	职务	性别	年龄	履历
贾庆文	董事长	男	53	公司董事长、总经理，制药工程硕士，主任药师。历任山东省药科学院副院长兼新药评价中心主任，山东福瑞达医药集团有限公司总经理、党委书记、董事长，鲁商福瑞达医药股份有限公司总经理、党委书记，2022年1月至今任本公司董事长。
周明	董事	男	52	公司董事，硕士。历任银座集团股份有限公司河北石家庄东购店总经理、山东福瑞达医药集团有限公司党委委员、纪委书记。2023年12月至今任本公司董事。
段东	董事	女	47	公司董事，硕士，正高级会计师。历任山东省国有资产投资控股有限公司财务部部长，现任山东省国有资产投资控股有限公司总裁助理、审计部部长，兼任德州银行股份有限公司董事、山东华特控股集团有限公司董事、山东省国控资本有限公司监事会主席，2015年6月至今任本公司董事。
高春明	副总经理	男	56	公司副总经理，工程师。历任山东福瑞达生物股份有限公司总经理，山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理、副总经理。2023年10月至今任本公司副总经理。
许百强	财务总监	男	47	公司财务总监，高级会计师。历任山东福瑞达医药集团有限公司医药事业部副总经理，山东福瑞达医药集团有限公司财务管理部部长，山东福瑞达医药集团有限公司财务总监。2023年10月至今任本公司财务总监。
郑德强	副总经理	男	46	公司副总经理，硕士研究生，工程技术应用研究员。历任山东海佑福瑞达制药有限公司总经理，山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理、党委委员、副总经理。2023年10月至今任本公司副总经理。
张红阳	副总经理、 董事会秘书	男	45	公司副总经理、董事会秘书，工商管理硕士，注册会计师，正高级会计师。历任山东明仁福瑞达制药股份有限公司副总经理、财务总监，山东福瑞达医药集团有限公司投资发展中心总监，山东福瑞达生物股份有限公司财务总监，山东福瑞达医药集团有限公司党委委员、副总经理。2023年10月至今任本公司副总经理、董事会秘书。
窦茜茜	副总经理	女	42	公司副总经理，硕士研究生，副主任药师。历任山东福瑞达医药集团有限公司科技发展部副部长，山东福瑞达医药集团有限公司项目拓展部部长，山东福瑞达医药集团有限公司总经理助理。2023年10月至今任本公司副总经理。

# 1.3 基本面：实际控制人为山东省国资委，公司业务板块分为化妆品、医药、原料以及物业服务，化妆品、医药贡献主要收入及利润

图表5：公司股权结构及业务结构图

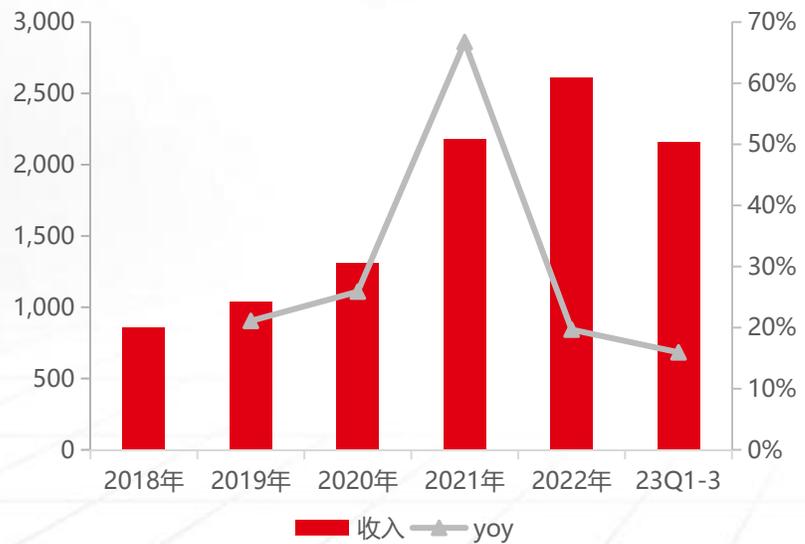


资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

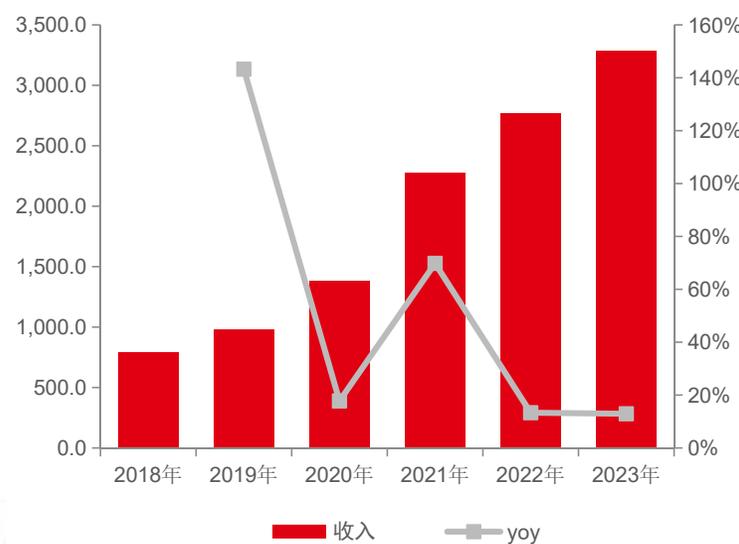
# 1.3 基本面：23年大健康业务收入约33亿元，19年-23年复合增速为35%，实现快速增长，化妆品占比大健康业务比例超过70%

- **23年大健康业务收入约33亿元，19年-23年复合增速为35%。**23年公司大健康收入（化妆品+医药+原料）为32.9亿元，同比增速为19%，占上市公司总收入的72%（其他收入为物业服务以及地产剥离前产生收入），19年-23年复合增速为35%，公司聚焦大健康业务以来实现收入快速增长。根据子公司披露数据，福瑞达医药集团22年实现收入26.1亿元，同比+20%，23Q1-Q3收入为21.6亿元，同比+16%，若以福瑞达医药收入/公司原料+化妆品+医药业务收入，则20年以来占比在95%左右。
- **化妆品业务收入占比大健康收入提升至70%以上，19年-23年复合增速为67%。**23年公司化妆品/医药/原料业务收入分别为24.2亿元/5.2亿元/3.5亿元，同比增速分别为22.71%/-1.61%/23.16%，占比大健康业务收入比例分别为73.5%/15.8%/10.7%，19年-23年复合增速分别为67%/-3%/51%，化妆品业务近年实现快速增长，成为公司大健康业务主要收入来源。

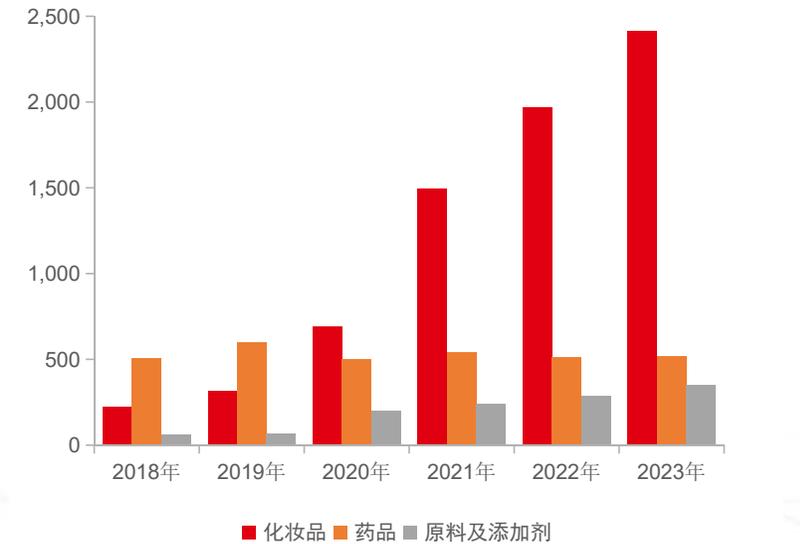
图表6：子公司福瑞达医药集团收入（百万元）



图表7：公司大健康业务收入（百万元）



图表8：公司化妆品/药品/原料收入分拆（百万元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

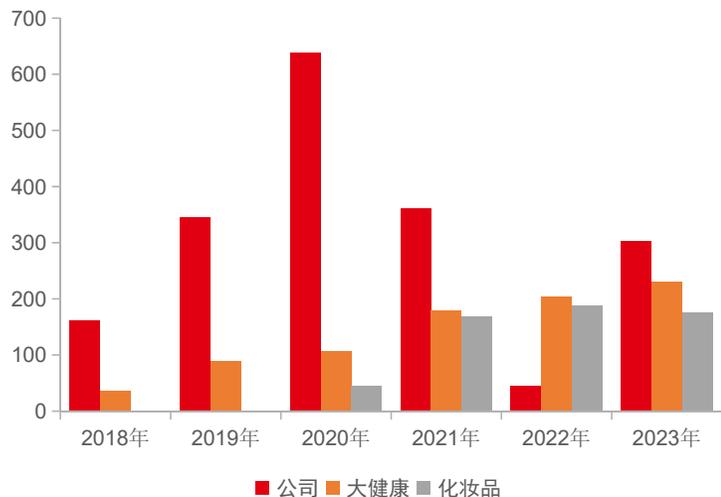
资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
备注：大健康业务收入=化妆品+原料+医药，下同

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 1.3 基本面：23年大健康业务归母净利润为2.3亿元，19年-23年复合增速为27%，化妆品业务贡献超过75%，近年来盈利能力有所下降

- 23年大健康业务归母净利润为2.3亿元，19年-23年复合增速为27%，化妆品业务贡献比例超过75%。2023年公司大健康业务实现归母净利润为2.3亿元，占比上市公司归母净利润的76%，19年-23年复合增速为27%，实现稳健增长；2023年化妆品业务实现归母净利润为1.8亿元，占比大健康业务业绩的76%，成为大健康业务重要利润来源。
- 23年大健康业务归母净利率约7%，受化妆品引进战投、医药原料毛利率波动等因素影响有所下降。2023年公司大健康业务归母净利率（公司披露的大健康业务业绩/化妆品+原料+医药收入）为7%，19年以来公司大健康业务盈利能力有所下降，主要系：1) 21年12月福瑞达生物科技（化妆品业务）引入战投落地，持股比例稀释，影响归母净利率，根据福瑞达生物股份披露的业绩/化妆品业务收入，23年该公司的归属于上市公司净利率为7.3%，而公司本身净利率为8.8%；2) 化妆品业务受行业流量成本持续上升等因素影响净利率有所下降；3) 药品及原料业务毛利率下降影响盈利能力。

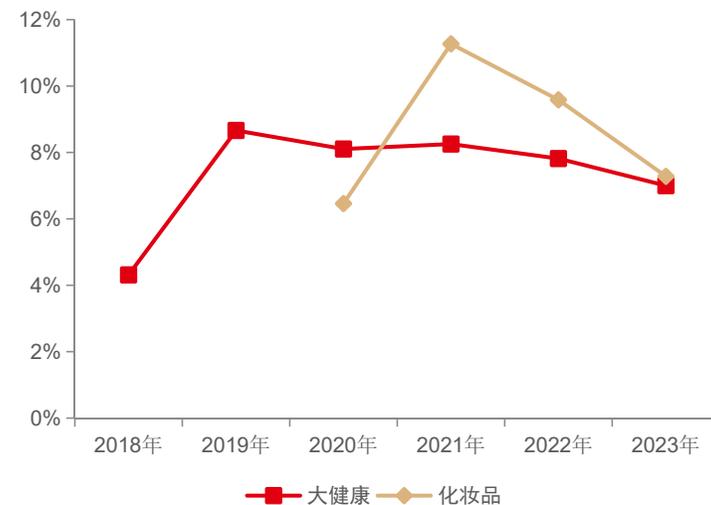
图表9：公司vs大健康vs化妆品归母净利润（百万元）



图表10：大健康业务归属于上市公司净利润（百万元）



图表11：大健康vs化妆品归母净利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参见附注免责声明  
 备注：1) 23年大健康归属于上市公司净利润为公司披露，18年-23年为公司披露的子公司福瑞达医药归属于上市公司净利润；2) 23年大健康业务归母净利率为公司披露的业绩/大健康收入，18年-22年为公司披露的子公司福瑞达医药集团归属于上市公司净利润/该公司收入；化妆品业务归母净利率为福瑞达生物股份业绩/化妆品业务收入

# 二

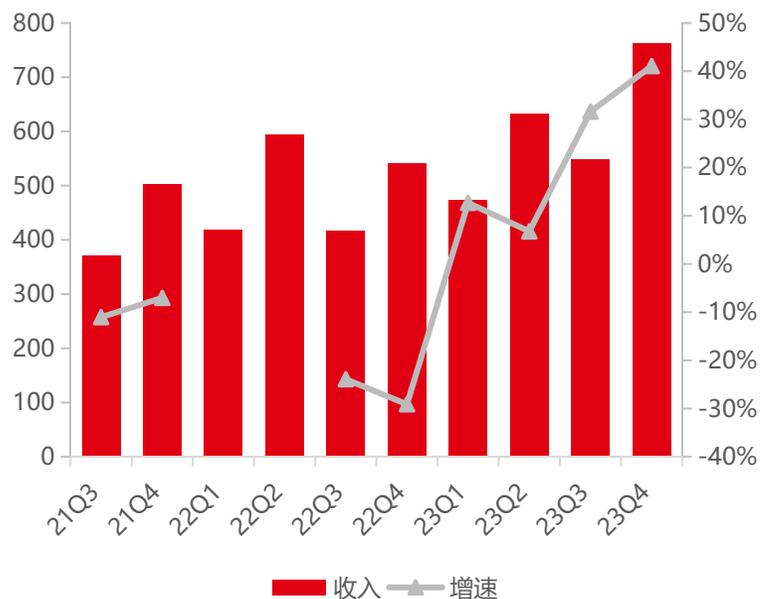
## 看点一：化妆品业务加速，产品升级、多平台发力

- 产品升级+抖音发力带动化妆品收入加速、毛利率改善
- 颐莲聚焦高保湿线打造，瑗尔博士形成三大产品系列矩阵，抖音线下发力促增长
- 研发沉淀深厚，营销升级强化品牌心智，为长期发展蓄能

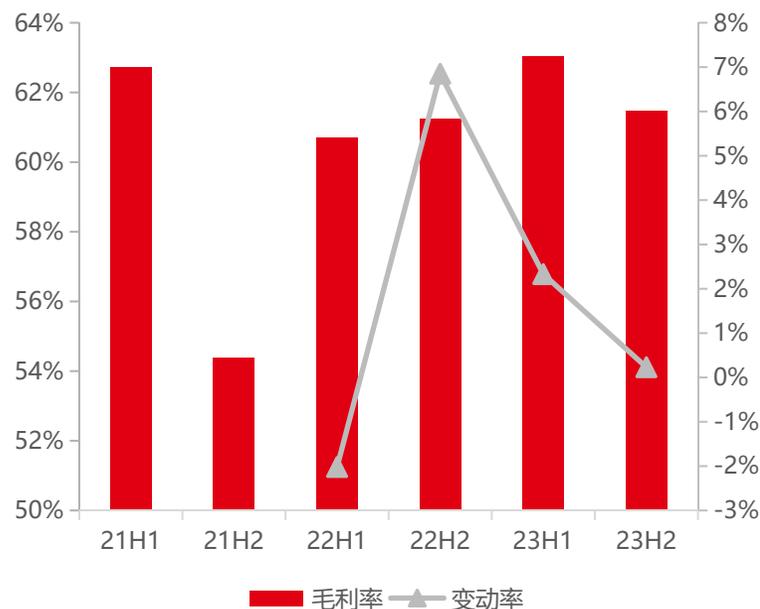
## 2.1 化妆品业务低点已过，瑗尔博士+颐莲产品升级+抖音发力驱动收入加速、毛利率提升

- **23Q3以来化妆品业务加速增长，毛利率改善。**公司化妆品22年-23H1面临一定增长压力，主要系：1) 化妆品线上占比从18年的61%提升至22年89%，线上景气度变化影响化妆品业务增速；2) 22Q3-23Q2四个季度颐莲增长承压，玻尿酸+概念受竞争等因素冲击影响增长；3) 公司面临一定的内部调整。23Q3以来，公司化妆品业务实现加速增长，主要得益于：1) 内部团队调整基本结束，提升活力；2) 品牌产品升级以及推新驱动增长，同时抖音等新渠道发力。22H2以来公司化妆品业务毛利率稳步提升，22H2-23H2分别提升6.9pct/2.3pct/0.2pct，主要得益于产品升级及推高带来的毛利率改善。
- **瑗尔博士保持高增长，颐莲加速。**23年瑗尔博士收入13.5亿元，同比增长27%，占比化妆品业务55.8%，21-23年复合增速为35%，品牌快速增长；颐莲收入8.6亿元、同比增长21%、占比化妆品业务35.5%，21-23年复合增速为15%，23年开始加速增长。

图表12：公司化妆品业务分季度收入及增速（百万元）



图表13：公司化妆品业务毛利率及变化



图表14：公司化妆品分品牌收入（百万元）

	2021年	2022年	2023年
瑗尔博士	744	1058	1348
yoy		42.2%	27.4%
占比化妆品	49.8%	53.7%	55.8%
颐莲	646	710	857
yoy		9.9%	20.7%
占比化妆品	43.2%	36.1%	35.5%
其他品牌	105	201	211
yoy		91.0%	5.0%
占比化妆品	7.0%	10.2%	8.7%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.1 差异化布局多品牌矩阵，涵盖护肤、彩妆、妆械类，短期聚焦颐莲 瑗尔博士两大品牌，中长期有望打开成长天花板

- 主品牌之外，公司布局善颜（独特商业模式，线下单体店为主，采用预定模式，根据皮肤状态量肤定制）、珂谧（主打胶原蛋白的妆械协同品牌）、unt（大众彩妆品牌，以底妆为主）等差异化品牌，有助于化妆品业务长期发展。

图表15：公司旗下化妆品品牌情况

品牌	成立时间	品牌定位	主要渠道	代表产品及价格
颐莲	1998年	专研玻尿酸保湿修护	采取线上数字化+线下渠道化的全域布局。除深耕天猫、京东等传统电商平台外，同步开拓抖音、快手、小红书、有赞等新媒体渠道，加大直播电商布局。同时通过“自营+分销”的模式探索，开拓分销资源。	玻尿酸喷雾 158/600ml； 冰川爽肤水109/190ml*2； 嘭嘭面霜 118/50g； 小耳朵分体面膜 89/盒
瑗尔博士	2018年	专研微生态科学护肤	采取线上线下全面布局、多渠道共同发展的思路。线上渠道：天猫渠道为主，抖音直播渠道生产优质内容；线下渠道：单品牌店+商圈店打造零售体系。	益生菌熬夜水乳套装218/水140ml+乳110g； 闪充水乳408/水150ml+乳100g
善颜	2004年	精准护肤，靶向抗衰	线下开设“善颜肌肤管理中心”单品牌店为主。	面部白池花籽精华油 138/15ml； 立体紧致保湿精华水乳 1296/210ml； 亮眼臻白钻采眼部精华霜349/15g
伊帕尔汗 (参股)	2006年	以油养肤，以香养心	线下渠道：新疆线下门店；线上渠道：天猫、京东、拼多多等电商渠道及抖音、快手等直播渠道。	薰衣草精油 98/10ml
珂谧	2023年	专业愈护，械妆同效，胶原美塑年轻化	线上渠道：以天猫渠道、抖音渠道为主；线下渠道：借助医美机构、生美机构，打造双美渠道。	益护御龄精华液269/1.5ml*20； 重组胶原蛋白修护贴面膜109/5片
诠润	2018年	专注弱敏肌健康护理	线上渠道为主，聚焦抖音、天猫两大销售渠道，拓展京东、拼多多、唯品会等合作平台。	B5玻尿酸精华52/30ml
贝润	2011年	专注功效抗衰美肤	以直播渠道为主，以私域社群和线下CS渠道为辅。	弹力赋原淡纹次抛精华液 458/39ml
UMT	2020年	酵研原生·分肤底妆	线上渠道为主，聚焦品牌化运营渠道天猫+抖音，达播分销快手渠道；同时布局以“用户体验和传播”为主的校园渠道。	小金殿2.0粉底液 188/30g； 植萃气垫 188/30g

## 2.2 产品—瓊尔博士：坚持微生态护肤理念，产品升级路径清晰，形成益生菌修复系列+闪充抗初老系列+摇醒美白系列三大矩阵，驱动人群资产扩容

- 瓊尔博士品牌成立于2018年6月，品牌以独特的微生态护肤理念切入市场，产品SKU较为精简，截止24年3月天猫旗舰店SKU合计77款（不去重），单品定价在68元-368元不等。品牌成立之初以益生菌水乳套装切入市场，定位年轻学生群体，益生菌系列产品定价100元左右，核心成分益生菌复合物为公司独家专利成分，主打舒缓、抗炎抑菌等功效，20年以来系列产品逐步丰富SKU至面膜、面霜、精华等全系列产品；此外，公司氨基酸洁面备受欢迎，定价68元/瓶，受益于氨基酸温和洁面盛行以及人群的连带，成为公司大单品之一。2021年4月，公司推出独家专利成分褐藻，其具备良好的修复、抗初老功效，而后推出以褐藻为核心成分之一的闪充水乳，次年补充精华、面霜产品，2024年2月闪充水乳升级2.0，伴随抗初老产品推广，价格带有所提升。2023年9月，公司首次以精华为首发产品推出摇醒精华单品，主打熬夜肌修复，定位抗氧化、提亮肤色，该产品有望成为品牌第三大系列产品，至此瓊尔博士搭建了从修复、抗初老、美白亮肤三大功效矩阵，产品价格带实现稳步提升。

图表16：瓊尔博士代表产品系列及升级路径

系列	时间线	产品图	SKU及定价	功效定位	主打成分
益生菌系列	18年推出益生菌水乳，20年推出精华、面霜、面膜等SKU丰富产品矩阵，22年10月推出首款益生菌卸妆膏，22年10月升级益生菌水乳2.0系列，23年2月升级益生菌面膜2.0，23年10月升级益生菌面霜2.0		6款经典SKU：益生菌熬夜修复面膜2.0（89元/10片）；益生菌平衡乳2.0（119元/110ml）；益生菌清爽平衡水2.0（129元/140ml）；益生菌滋养平衡水2.0（129元/140ml）；益生菌面霜2.0（128元/30g）；益生菌卸妆膏（52元/85g）	保湿，修复屏障，舒缓	系列主打成分：益生菌复合物（益生元、益生菌、后生元）、三重神经酰胺、硅烷化透明质酸钠等 益生菌水乳升级：增加SymReboot-L19益生菌、专利柑橘果提取物、补水成分泛醇，六大专利协同增效，功效升级。 益生菌面膜面膜升级：3重玻尿酸、3%泛醇、4重积雪草修护矩阵。
闪充系列	21年4月推出闪充水乳，22年4月推出闪充精华液，22年12月推出闪充面霜，2024年2月升级闪充水乳2.0		4款经典SKU：闪充微晶水2.0（228元/150ml）；闪充乳液2.0（228元/100g）；闪充面霜（248元/50g）；闪充精华液（368元/30g）	紧致、抗皱、抗初老	主打成分：[褐藻酵萃]专利成分、重组胶原蛋白、超导十肽等 闪充水乳升级：提高褐藻酵萃浓度，添加[重组胶原蛋白*]+[超导十肽*]双重抗皱组合，功效升级。
洁面产品	20年6月推出氨基酸洁颜蜜，22年9月推出酵萃洁面乳霜，22年10月升级洁颜蜜2.0		经典SKU：洁颜蜜2.0氨基酸洗面奶（68元/120ml）；酵萃洁面乳霜（128元/100g）	温和清洁	3重氨基酸表活、椰油酰胺氨基酸钾、月桂酰肌氨酸钠、ZEA MAYS发酵浓缩物等
摇醒系列	23年9月推出摇醒精华		摇醒精华，188元/30ml	透亮、焕肤、抗氧化	5重植提复配成分、双重玻尿酸、小果咖啡籽油、虾青素、生育酚乙酸酯等

## 2.2 产品—瓊尔博士：益生菌系列占据基本盘，闪充系列通过产品升级、加大营销等占比有望达40%左右，摇醒系列新品值得期待

- 益生菌系列稳定基础盘，闪充系列有望提升占比，新品值得期待。根据线上平台统计数据，瓊尔博士品牌23年面膜、护肤套装、洁面三大类目占比GMV分别为36%、20%、19%，品牌品类聚合度较高，乳液面霜、爽肤水、精华等单品存在较大发力空间。目前，益生菌系列占比超过60%是品牌基础盘，24年通过多渠道+丰富sku驱动稳定增长；闪充系列经过约2年的推广双平台占比约20%，客单价远高于益生菌线，品牌升级初见成效，24年通过产品升级、加大营销投入该系列产品有望提升占比；此外，公司每年稳定推新，新品贡献率达10%以上，未来摇醒系列的丰富、防晒等产品进攻有望驱动品牌增长。

图表17：瓊尔博士天猫抖音平台分品类GMV占比及增速

分品类	GMV占比	GMV增速
贴片/涂抹面膜	35.5%	18.2%
护肤套装	19.5%	0.3%
洁面	17.9%	19.7%
乳液面霜	9.0%	275.7%
爽肤水	8.0%	52.3%
面部精华	4.2%	-19.7%
其他	5.9%	570.9%
合计	100.0%	27.9%

资料来源：萝卜投资，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明 备注：线上爬虫数据不代表公司实际线上收入

图表18：瓊尔博士2024年产品升级与推新规划

	产品情况
24年已上新	24年2月，闪充水乳2.0，418元/水150ml+乳液140g 24年3月，无感防晒霜（物化双效），89元/50g 24年3月，益生菌系列身体精华液，98元/120g 24年3月，紧致小罐膜/修复小罐膜，79元-69元/6颗
24年未来新品展望	1) 闪充面霜2.0升级 2) 摇醒系列产品丰富

资料来源：天猫旗舰店、中邮证券研究所

图表19：瓊尔博士重点大单品系列销售情况

产品系列	23年销售情况以及24年展望
益生菌系列	预计23年占比品牌60-70%（益生菌全系列产品，含氨基酸洁面以及益生菌面膜），未来产品系列可通过线下、京东等增量渠道以及丰富SKU驱动增长
闪充系列	根据萝卜投资数据，23年天猫+抖音平台GMV占比20%左右（含反重力系列），客单价200元+，远高于益生菌产品均价，公司预计通过产品升级以及加大营销投入预计24年占比提升至40%左右。
其他系列	每年新品占比达10%，保持稳定推新频率驱动增长

资料来源：萝卜投资，中邮证券研究所

## 2.2 产品—颐莲：品牌标签从玻尿酸向高保湿调整，打造喷雾、分体面膜等大单品，产品持续迭代升级，推广面霜品类，整体丰富度提升

- 颐莲品牌成立于1998年，早期主打玻尿酸成分，以保湿修复为核心，产品定价49元-188元不等，截止24年3月天猫旗舰店SKU合计107款（不去重），涵盖面部清洁、面膜、防晒、套装、喷雾等多品类。23年品牌强调保湿心智，弱化玻尿酸成分标签，在夯实玻尿酸喷雾领先地位基础上，打造高保湿系列，包括嘭嘭水乳、面霜、精华、小耳朵面膜等SKU，进行外包装形象统一、成分升级，形成完整的产品系列，有望摆脱品牌单一的品类矩阵，建立“高保湿”品牌心智，有利于品牌长期健康稳态发展。

图表20：颐莲天猫旗舰店热销情况

品类	热销商品	推出时间	成分	定价	主打功效
爽肤水	玻尿酸喷雾 玻尿酸爽肤水	2019年之前推出玻尿酸喷雾， 2022年3月升级产品2.0	2.0喷雾：成分升级：3重玻尿酸， 新添加5重保湿精华；功效升级： 5秒1顷刻吸收，用后4H含水量 +30.8%；配方升级：精华成分提 升至9重，不添加传统防腐剂	1.0 喷雾69元/（300ml+赠同产品 100ml） 2.0 喷雾89元/（300ml+赠同产品 100ml）	深度补水保湿、舒 缓皮肤
面膜	水光肌分体面膜1.0 小耳朵分体面膜（升级）	2020年6月推出分体式原液面 膜，2023年12月升级产品，推 出小耳朵分体面膜	2.0面膜成分升级，10种玻尿酸， 6种神经酰胺	1.0 89元/（1盒/10片+赠同产品1片） 2.0 99元/（1盒/10片+赠同产品1片）	强保湿修护、深润 褪红
	玻尿酸水光盈润软膜	23年7月推出	特添藻蓝蛋白，搭配精华液	168元/（500g粉+500g精华液）	深层锁水，舒缓降 燥
护肤套 装	高保湿系列 嘭嘭水乳、嘭嘭面霜2.0、嘭 嘭精华	22年10月推出新品嘭嘭霜，23 年9月升级产品2.0（时间更新 下水乳精华）	成分升级，10种玻尿酸，6种神 经酰胺，创新自研成分，10.2% 超玻因	嘭嘭水乳198元/（赠嘭嘭霜14g+小耳 朵面膜1片） 嘭嘭霜 128元/50g（赠同款14g） 安肌精华 128元/30ml（赠同款 7.5g*2）	屏障修护、长保湿
其他	洁面：氨基酸云朵洁面、 氨基酸洁颜泡等 防晒霜 水润皙白防晒露、防晒喷雾 等	17年11月推出氨基酸洁颜泡； 21年10月推出氨基酸云朵洁面 19年前推出水润皙白防晒露、 24年3月推出防晒喷雾	氨基酸洁面：玻尿酸+氨基酸表 活+APG 防晒霜：红没药醇x5重精研成分 （玻尿酸等）	氨基酸云朵洁面：69/150ml 氨基酸洁颜泡：69/150ml 水润皙白防晒露：49/50g 防晒喷雾：59/120ml	氨基酸洁面：兼顾 清洁力+温和力，洗 的干净不拔干； 防晒霜：清爽不搓 泥，舒缓润养，防 晒美白兼得

资料来源：官方微博，天猫旗舰店，中邮证券研究所  
 请参阅附注免责声明

## 2.2 产品—颐莲：喷雾玻尿酸水占据60%基本盘，产品升级带动量价齐升，保湿霜、软膜等新品以及分体面膜升级有望成为24年增长亮点

■ **大单品持续升级+高保湿线打造+稳定推新促进增长。**根据萝卜投资天猫+抖音平台品类数据，颐莲品牌23年爽肤水、面膜、护肤套装三大类目占比GMV分别为62%、14%、10%，品类聚合度极高。我们认为，品牌成长路径在于：1) 大单品升级带动量价提升，品牌瓶单价较低，产品升级直接提升价格且带动销量增长，如23年升级喷雾2.0单价提升20元/瓶，同时促进销量提升，24年升级分体面膜，盒单价提升10元/盒，有望复制喷雾量价齐升势头。2) 聚焦高保湿系列产品打造，23年嘟嘟霜2.0带动乳霜品类高增长，24年持续升级水乳等，占比有望提升。3) 保持稳定的上新频率，23年抖音平台打造软膜创新单品，24年将推出抗老功效软膜，同时推出高性价比防晒产品，持续丰富产品线，降低单一产品依赖度。

图表22：2024年产品动作及规划

	产品情况
24年已上新	23年12月，分体面膜2.0升级 99元/（1盒/10片+赠同产品1片），提价10元/盒 24年3月，防晒喷雾（物化双效）59/120ml
24年未来新品展望	1) 聚焦高保湿系列打造，喷雾水乳等升级，有望提升占比至30% 2) 5月抗老功效软膜上新

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所

图表23：颐莲核心大单品产品升级提升价格



2.0产品单价从69元/400ml，提升至89元/400ml，+29%

分体面膜从89元/盒，提升至99元/盒，+11%

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所

图表21：颐莲天猫、抖音平台分品类GMV、均价增速

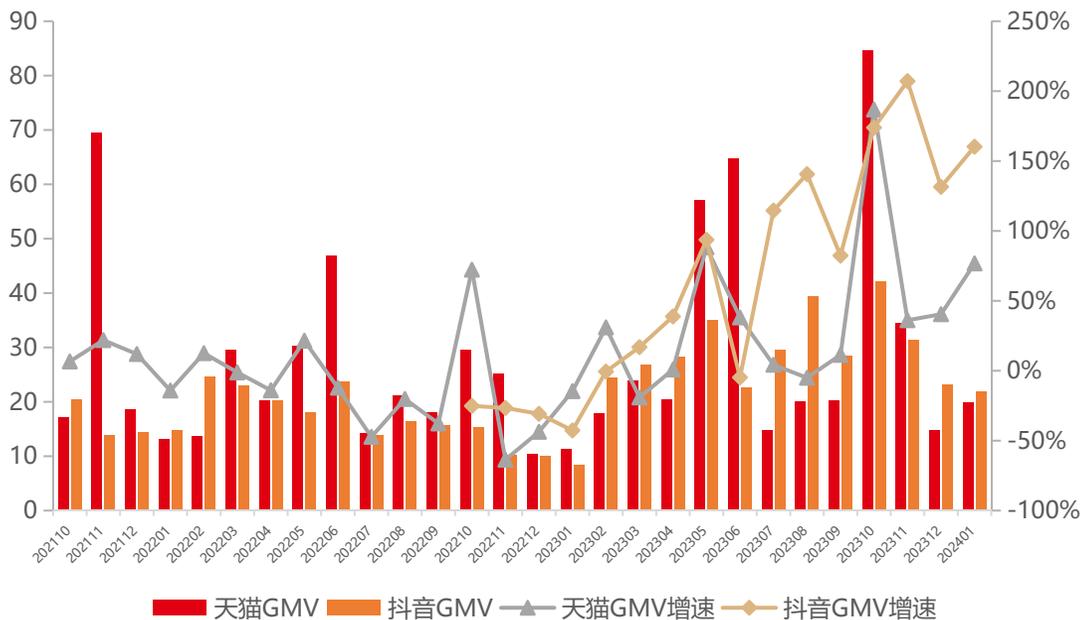
分品类	GMV占比	GMV增速	均价增速
爽肤水	62.2%	35.8%	26.3%
贴片涂抹面膜	14.1%	102.7%	-5.6%
护肤套装	9.8%	21.5%	-7.1%
面部精华	5.1%	-29.7%	-41.0%
乳液面霜	4.9%	405.8%	11.6%
其他	3.9%	-22.8%	-8.2%
合计	100.0%	35.0%	13.5%

资料来源：萝卜投资，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

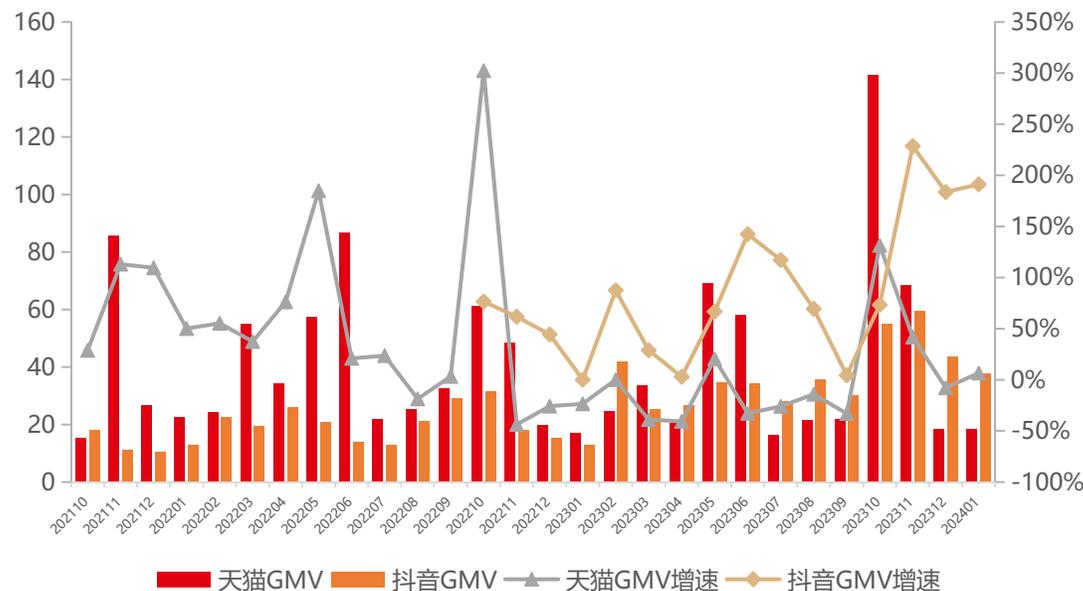
## 2.3 渠道-线上：抖音成为线上增长引擎有望反超天猫，以自播为主，颐莲依靠产品升级+推新实现双平台高增长

- 天猫为线上最大渠道，抖音持续高增长。根据萝卜投资数据，瓊尔博士23年天猫/抖音增速为+5%/+75%，品牌19年7月开始进驻天猫，作为发源平台天猫gmv略高于抖音，抖音在低基数下实现快速增长有望超越天猫；颐莲23年天猫/抖音增速分别为41%/65%，双平台在喷雾等大单品升级以及嘭嘭霜/软膜等新品推广下均实现高速，天猫gmv仍占优势。
- 抖音以自播为主，达播助力发力空间大。公司抖音自播占比超过50%，成熟大单品以自播为主，同时开发自播特供产品（如颐莲软膜等），新品借助中腰部达人推广，未来伴随品牌持续升级，达播有望加速增长。

图表24：颐莲品牌天猫、抖音GMV及增速（百万元）



图表25：瓊尔博士品牌天猫、抖音GMV及增速（百万元）



资料来源：萝卜投资，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

资料来源：萝卜投资，中邮证券研究所

## 2.3 渠道-线上：线上平台产品具备一定差异化，未来大单品平台外溢效应+抖音等新兴成长平台产品创新有望驱动互补式增长

- 根据天猫/抖音平台成交TOP产品，平台产品矩阵以及价格策略略有差异：1) 瑷尔博士抖音及天猫均以益生菌系列产品（含面膜及洁面）、闪充系列产品为主，但抖音平台在SKU选择上低价格规格销售较高，TOP产品均价略低于天猫；2) 颐莲保持双平台喷雾产品的领先地位，各平台根据消费者差异主推产品差异化，天猫注重“高保湿系列”产品打造，如嘭嘭霜、嘭嘭水乳，抖音通过自播间打造软膜创新新品，逐步降低对喷雾大单品聚合度。展望未来，瑷尔博士成熟产品系列可通过多平台发力，而闪充系列等处于爬坡期的产品系列有望借助达播发力，平台共创或带来增量；颐莲持续打造高保湿线、软膜等产品线，结合各平台差异性打造具备标签效果产品，多平台发力。

图表26：瑷尔博士分渠道产品结构及情况

TOP 产品	天猫	抖音
1	益生菌面膜2.0 产品定价：89元-328元组合不等 成交均价：205元/件	益生菌面膜1.0； 产品定价：168元/30片 成交均价：96元/件
2	氨基酸洁面2.0 产品定价：68元/120ml；123/240ml 成交均价：63元/件	益生菌面膜2.0； 产品定价：89元/11片或178元/30片 成交均价：99元/件
3	益生菌水乳2.0 产品定价：198元/水+乳 成交均价：99元/套	闪充水乳套装1.0； 产品定价：428元/套 成交均价：366元/套
4	闪充水乳套装 产品定价：408元-478元/水乳 成交均价：463元/套	益生菌水乳； 产品定价：168元/套 成交均价：176元/套
5	闪充微精水 产品定价：228元/150ml 成交均价：222元/件	氨基酸洁面； 产品定价：68元/120ml 成交均价：81元/件

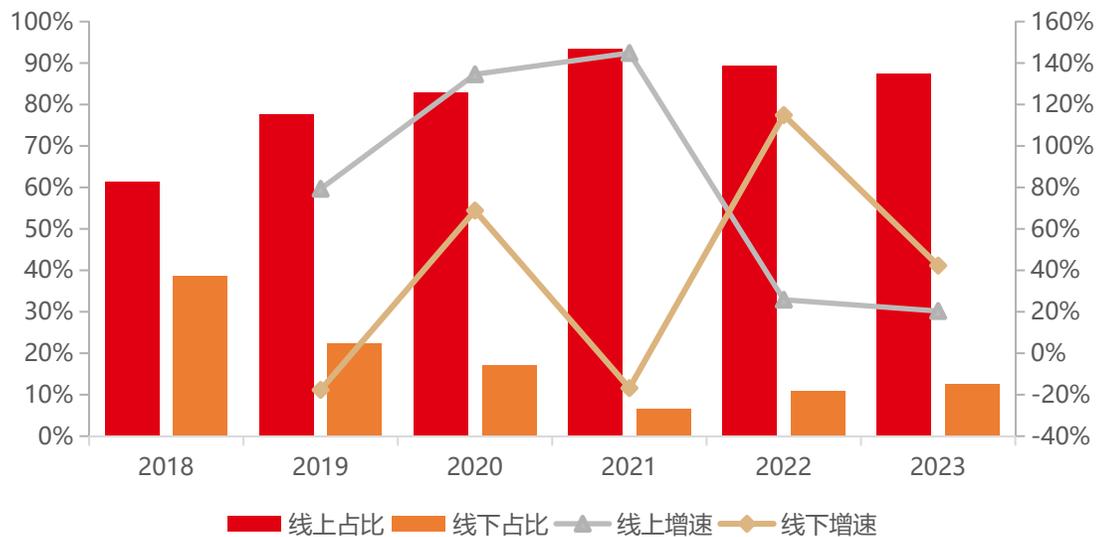
图表27：颐莲分渠道产品结构比较

TOP 产品	天猫	抖音
1	喷雾 产品定价：86元-155元组合装 成交均价：86-94元/件不等	软膜； 产品定价：168元/套 成交均价：158元/件
2	嘭嘭霜2.0 产品定价：68元/120ml；123/240ml 成交均价：152元/件	各种规格喷雾； 产品定价：54元-168元组合 成交均价：56元-156元/件不等
3	分体面膜 产品定价：89元-356元组合不等 成交均价：152元/套	喷雾+面霜+面膜组合； 成交均价：148元/套
4	嘭嘭霜套装 产品定价：128元/50g；251元/100g 成交均价：178元/套	玻尿酸分体面膜 产品定价：59元-169元/套 成交均价：197元/套
5	小黑管玻尿酸原液 产品定价：108元/30g 成交均价：128元/件	膨润水乳套装； 成交均价：78元/套

## 2.3 渠道-线下：线下低基数，通过经销商等形式加快畅销大单品线下 网点+各品牌与渠道积极共创等方式有望助力线下快速增长

- **保持高直营比重，线下低基数。**公司化妆品线下渠道包括单体店（瓊尔博士、善颜等）、CS渠道、OTC渠道等布局，23年线上收入21.1亿元，同增20.4%，占比87.5%，线下收入3.0亿元，同增42.3%，占比12.5%，线下占比较低，23年加速增长；公司化妆品线上直销为主，线下经销为主，23年直销收入18.3亿元，同增27.0%，占比75.6%，经销收入5.9亿元，同增11.1%，占比24.4%，保持较高直销比重。
- **加大线下投入，大单品平台外溢+多网点覆盖有望驱动线下高增长。**公司23年组建新线下团队，加大颐莲等线下网点覆盖，包括CS体系、OTC体系等，公司线上打造的畅销单品有望线下放量，同时各品牌积极与渠道共创，推出特供产品有望拉动增长。

图表28：化妆品业务线上线占比及增速



图表29：化妆品业务经销直营拆分（百万元）

		2020年	2021年	2022年	2023年
直销	收入	535.49	1081.42	1437.18	1825.39
	YOY		101.95%	32.90%	27.01%
	占比	77.74%	72.34%	73.01%	75.56%
	毛利率	63.61%	69.56%	65.73%	67.67%
经销	收入	153.37	413.51	531.40	590.3
	YOY		169.62%	28.51%	11.08%
	占比	22.26%	27.66%	26.99%	24.44%
	毛利率	43.53%	48.30%	48.08%	44.98%

## 2.4 营销：瓊尔博士坚持专业营销，采用中腰部kol为主达人矩阵，微生态大会强化品牌心智，颐莲官宣谭松韵为品牌代言人，强化高保湿心智

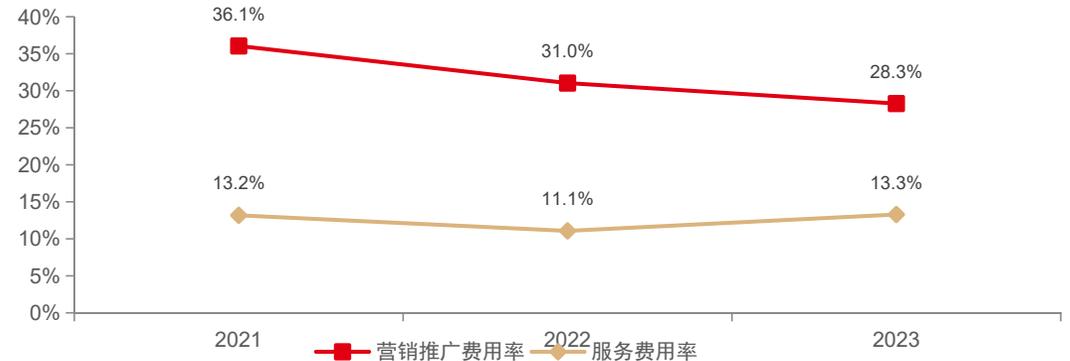
- 颐莲：早期选择成分党类达人，重点宣传“玻尿酸研发历史、福瑞达医药集团、山东省药科学院”等研发沉淀，23H2公司调整颐莲品牌定位，强调“高保湿”品牌心智，官宣谭松韵为品牌代言人，携手嘭嘭霜2.0亮相，通过微博、抖音等早市，开启高保湿挑战赛，弱化早期对玻尿酸成分研发迭代的宣传。
- 瓊尔博士：品牌成立起坚持专业营销，连续开展四届皮肤微生态大会强化品牌标签，在抖音、微博、小红书等多内容平台采用中腰部达人为主、头部达人为辅的达人矩阵，注重专业类达人投放，强化专业品牌形象。
- 公司近年来营销推广费用控制得当，以销售费用中营销推广费用+服务费用除以化妆品收入，22年-23年费用率为42%左右，较为稳定。

图表30：货架电商&内容电商平台粉丝情况

	平台	粉丝数量	笔记数量	获赞数量
瓊尔博士	天猫旗舰店	260.3万		
	抖音官方号	124.1万	1107	35.3万
	小红书	11.1万	977	84.3万
	微博	10.4万	2436	259.5万
	B站	0.3万	16 (视频)	0.14万
颐莲	天猫旗舰店	271.1万		
	抖音官方号	121.8万	719	110.3万
	小红书	6.4万	640	28.7万
	微博	36.8万	12949	109万
	B站	1.2万	88 (视频)	6万

资料来源：官方微博，天猫旗舰店，抖音官方号，小红书，B站，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表32：化妆品业务营销推广费用及服务费用变化情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表31：化妆品营销活动情况

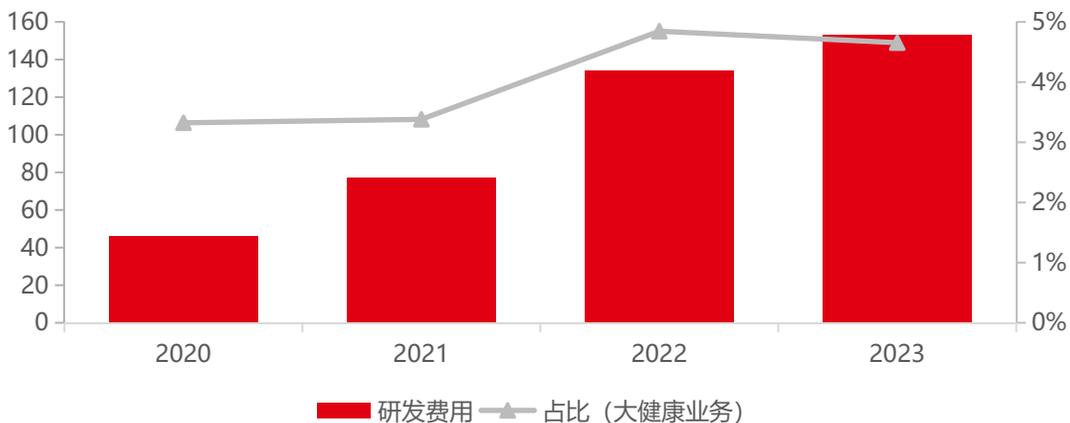
	时间	活动名称
瓊尔博士	2023年10月20日	第四届皮肤微生态大会
	2022年8月17日	第三届皮肤微生态大会
	2021年9月25日	第二届中国皮肤科学百人论坛暨皮肤微生态大会
	2021年4月20日	褐藻专利发布会
	2020年12月28日	“致敬本质”发布会
颐莲	2020年8月23日	皮肤微生态首届美妆&皮肤科医生跨界大会
	2024年1月	开启高保湿挑战第一站（哈尔滨）主题活动
	2023年10月	官宣谭松韵为品牌代言人，携手嘭嘭霜2.0亮相

资料来源：官方微博，百度，中邮证券研究所

## 2.5 研发：保持高研发投入，参与多项行业标准制定，在玻尿酸、重组胶原蛋白、皮肤微生态等多领域领先，研发沉淀深厚，提升产品竞争力

- 拥有强大研发沉淀，22年以来加大研发投入。公司2023年研发投入1.5亿元，占比大健康业务4.7%，近年来持续加大研发投入。截止2023年末，公司拥有411人研发队伍（硕博140人），建立4个国家级、15个省级科研平台，与山东省药学院、中科院、浙江大学、山东大学、江南大学等建立长期稳定合作关系。获得授权专利340余项，公司玻尿酸原料达国际领先水平，积极推进原料创新，拥有益生菌发酵、褐藻等独家专利成分，在皮肤微生态、玻尿酸护肤、线粒体靶向精准抗衰、情绪护肤等领域拥有丰富的理论及实践基础。强大的研发沉淀夯实化妆品产品力，为化妆品业务长期健康稳定发展蓄能。

图表33：公司20年-23年研发费用及占比大健康业务比重（百万元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

图表34：公司化妆品领域研发成果展示

时间	主要研发成果
2023年	1) 发明专利数量：报告期内新申请发明专利 33 项，新授权发明专利 15 项，发表SCI论文3篇。 2) 标准制定：牵头组织起草《化妆品皮肤微生态评测指南微生物组学（扩增子测序）》（标准编号：T/CHCIA 0010-2023）团体标准；与多家知名企业合署发布《透明工厂行业白皮书》。 3) 研究成果：a) 上新化妆品产品152个，将前沿技术与产品结合；b) 立项省级项目7个、市级项目1个，获省企业技术创新优秀成果一等奖2项，申报并通过了省级“一企一技术”研发中心、省工程技术研究中心、山东省化工产业智能化改造标杆企业、山东省智能工厂；c) 完成胶原蛋白器械智能化生产基地基础建设，实现重组胶原蛋白原料试生产，在研3类医疗器械项目2个，取得玻尿酸护理液（2类）医疗器械注册证。
2022年	1) 发明专利数量：化妆品板块新申请专利共计 67 项，授权专利共计 41 项，sci 收录论文8篇。 2) 研究成果：加快产品开发升级，报告期内，化妆品板块上市新品及升级产品 100 余款；完成研发创新中心建设并启用，从事基础研究、技术发明以及产品开发。
2021年	1) 发明专利数量：新申请7项发明专利；新授权发明专利3项。 2) 标准制定：起草1项皮肤微生态的行业标准。 3) 研究成果：推出颐莲“富勒烯”精华、瓊尔博士“褐藻”水乳、善颜“线粒体”水乳、伊帕尔汗薰衣草晚安面膜、最媵中草药植物护肤等化妆品 84 个；与山东大学、江南大学等高校建立3个研究中心，6个校企共建研发机构。
2020年	研究成果：在研化妆品产品及原料项目 22 项，医疗器械及消毒制品 6 项，完成开发化妆品原料产品 9 个，创新化妆品产品及原料3个，各品牌推出 100 余款肌肤护理新品上市，获得1个化妆品生产许可证。
19年之前	研发出Micro-Balanotic独家益生菌复合专利成分；玻尿酸成分在护肤品领域应用升级至第五代（08年第一代主打保湿玻尿酸、11年第二代低分子便于吸收HA、第三代添加寡聚HA和水解HA具备抗氧化功效、第四代硅烷化HA具备修复功效、第五代高分子HA+交联HA具备长效保湿和隔离修复功效）

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 三

## 看点二：医药业务稳健，原料/物业盈利能力有望改善

- 原料：医药级布局改善盈利能力，收入快速增长
- 医药：明仁福瑞达规模稳健，博士伦投资收益稳定增长
- 物业：非业主服务影响短期业绩，项目储备丰富长期稳健

### 3.1 原料及添加剂：拥有420吨透明质酸钠产能，涉及医药/化妆品/食品领域，销售食品防腐剂等添加剂以及聚谷氨酸、依克多因等化妆品原料

- 公司旗下焦点福瑞达是全球领先的透明质酸原料厂商，拥有透明质酸产能420吨，涉及医药级、食品级、化妆品级品类，内销与出口（主要为东亚、北美、欧盟等）均涉及。公司旗下福瑞达生物科技主要开展食品添加剂及化妆品原料研发生产及销售，包括那他霉素（22年市场份额为40%左右）、乳酸链球菌素以及聚谷氨酸、依克多因等化妆品原料。

图表35：公司销售的原料及添加剂产品情况

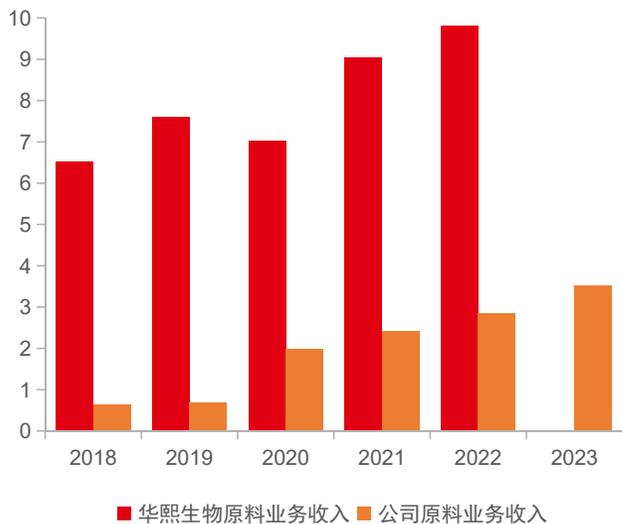
类别	产品	代表产品、功效、应用
透明质酸钠	化妆品级别	1) Hyaskin化妆品级透明质酸钠，保湿修复，主要用于护肤品、洗发沐浴等清洁用品； 2) 5M Hyaskin® 多重玻尿酸精华液，修护滋养抗初老，防晒抗雾霾，可以作为精华直接使用，也可以添加到爽肤水等护肤产品中； 3) Hyaoligo® 超低分子透明质酸钠，抗氧化，分散于丙二醇、甘油等有机溶剂中使用，或直接溶于水； 4) Hyrinse® 透明质酸溶液，滋润头部肌肤，莹亮坚韧发丝，主要用于香波、护发素、焗油膏、润发乳、发膜等护发产品中。
	食品级别	Hyafood 透明质酸钠，滋润皮肤，延缓衰老，防止关节炎、脑萎缩等病症的发生，可作为饮料、果冻、乳制品等普通食品的原料；片剂、胶囊、颗粒等保健食品原料；口服液、饮料等功能性饮料。
	医药级别	1) SH-MDE，具有较好的保湿性，高水合性、润滑、抑制炎症反应等，可用作口腔溃疡、口腔组织创面愈合治疗辅助材料、体腔器械导入润滑剂、辅助改善皮肤病理性疤痕等； 2) SH-MDI，具有较高的粘弹性，良好的生物相容性和生物降解性，可用作隐形眼镜护理液，眼用粘弹剂、注射用修饰HA凝胶原料、水光产品等； 3) 药用辅料级玻璃酸钠，保湿、润滑 可用于眼用制剂类产品所使用的赋形剂和附加剂； 4) 滴眼液级玻璃酸钠，具有良好的润滑、保湿和缓解干眼症的作用，可用于除关节内给药和眼内给药以外的肠外给药。
其他原料	化妆品原料	依克多因，保湿、修护、舒缓，主要用于护肤、防晒、洁面、唇部护理、毛发护理、彩妆、美体 聚谷氨酸钠，补水、保湿，主要用于保湿剂、头发调理剂、皮肤调理剂 玻瑞因，抗衰老，补水，主要用于护肤品、精华液 明颜净痘植粹，祛痘，舒缓，控油，主要用于护肤品、精华液
	健康原料	γ-氨基丁酸，帮助睡眠，缓解疲劳，只要用于功能食品与保健品 酸枣仁粉（提取物），养心安神、收敛止汗、调压降脂，主要用于功能食品与保健品 金银花粉（提取物），清热解毒、疏散风热，功能食品与保健品
食品添加剂	那他霉素	高效抑菌，主要用于食品防腐保鲜
	乳酸链球菌素	抑菌，主要用于食品、化妆品、药品和保健品
	普鲁兰多糖	成膜性强、热量低、改善食品，主要用于被膜剂、增稠剂品质

资料来源：公司公告，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

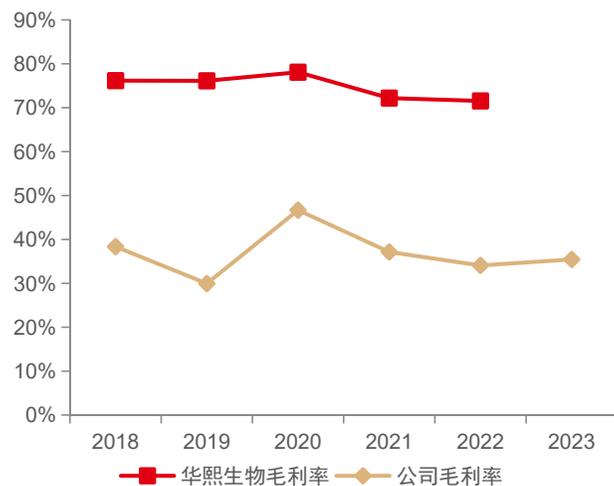
### 3.1 原料及添加剂：收入稳健增长，23Q4需求加速增长，当前毛利率处于低位，医药级透明质酸放量有望提升盈利能力

- **多品类放量+价格优势抢占份额促进收入稳健增长。**2023年公司原料及添加剂收入为3.5亿元，同增23.2%，20-23年复合增速为21.1%，收入的稳健增长主要得益于：1) 化妆品级HA保持较高景气度；2) 食品级玻尿酸的放量+不断扩充其他化妆品原料等；2) 通过一定的价格优势抢占客户，份额提升。2023年公司原料、添加剂销量分别为244吨、3202吨，分别同比增长12.0%、35.5%，公司产品销量持续增长。
- **毛利率处于低位，未来医药级HA等高毛利产品放量有望提升盈利能力。**2023年公司原料及添加剂毛利率为32.3%，近年来伴随价格策略以及产品结构等变化毛利率有所下降，较20年下降14.4pct，拖累该业务盈利能力。展望未来，公司眼科、骨科等领域的医药级HA开始销售有望改善产品结构，同时低价策略边际向下有限，盈利能力有望改善；相较于华熙生物原料业务，公司在收入及毛利率等方面具备较大提升空间。

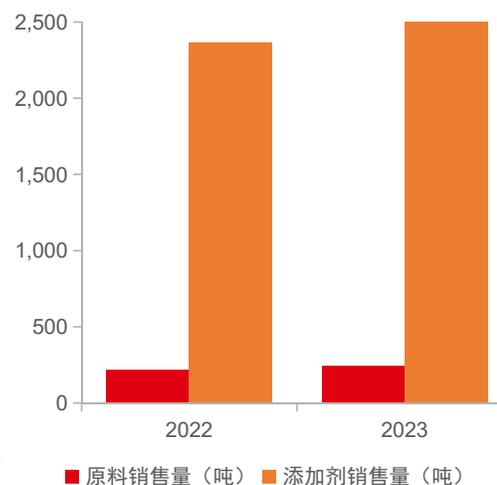
图表36：公司/华熙生物原料业务收入（亿元）



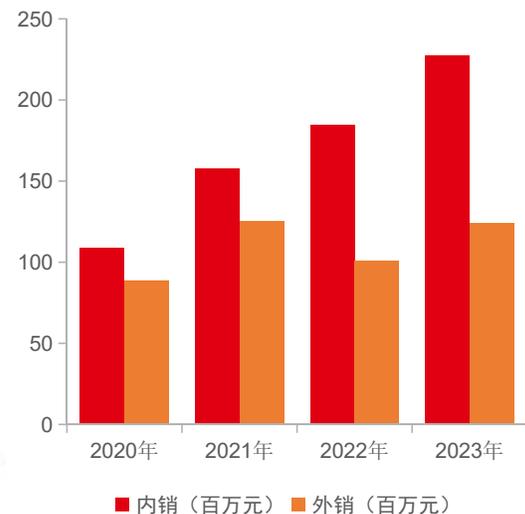
图表37：公司/华熙生物原料业务毛利率



图表38：公司原料及添加剂销量



图表39：公司原料及添加剂内外销收入



## 3.2 医药业务：明仁福瑞达以中成药为主，覆盖骨科/儿科/呼吸科/妇科等类别，打造颈痛系列、小儿解感颗粒等畅销单品

- 明仁福瑞达以中成药为主，打造颈痛系列、小儿解感等畅销单品。公司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。其中明仁颈痛系列产品是国内首个专业治疗神经根型颈椎病的系列中成药，被列为国家重点新产品，小儿解感颗粒用于治疗儿童风热感冒，拥有多项核心发明专利技术，两者均被评为“品质鲁药”。

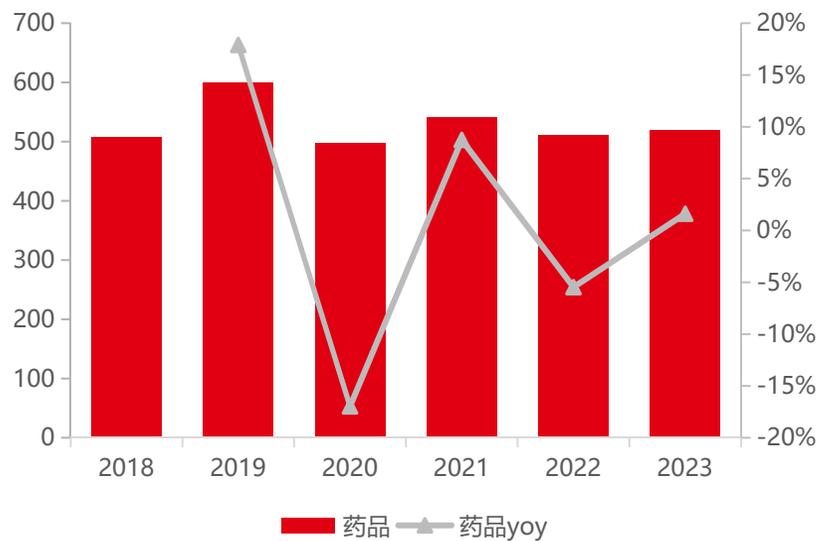
图表40：公司医药业务旗下重点产品情况

类别	代表产品及主治功能
骨科	1) 颈痛颗粒，用于神经根型颈椎病属血瘀气滞、脉络闭阻； 2) 施沛特玻璃酸钠注射液（博士伦福瑞达），用于膝骨关节炎、肩周炎等症； 3) 东方活血膏，用于风寒湿痹所致的肩臂腰腿疼痛、肢体麻木
儿科类	1) 小儿解感颗粒，用于感冒发烧，头痛鼻塞，咳嗽喷嚏，咽喉肿痛； 2) 舒腹贴膏，用于胃脘痛、腹痛腹胀等
呼吸类	1) 通宣理肺胶囊，解表散寒，主治风寒感冒咳嗽； 2) 感冒止咳合剂，解表清热，止咳化痰，用于风热感冒； 3) 四季感冒片/胶囊，用于四季风寒感冒引起的发热头痛等
眼科类（博士伦福瑞达）	1) 润洁滴眼液，治疗眼干、眼涩、眼痒、酸胀、红血丝等症状； 2) 润舒滴眼液，抗菌消炎，帮助治疗缓解沙眼、角膜炎、结膜炎、白内障
妇科类	1) 盆炎净片，清热利湿，和血通络，调经止带。用于湿热下注，白带过多； 2) 双唑泰阴道凝胶，用于细菌性阴道病、念珠菌性外阴阴道病、滴虫性阴道炎以及阴道混合感染
降糖类	1) 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
贴膏类	1) 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； 2) 灵芝双参口服液，滋补气血，养心安神等； 3) 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
男科类	他达拉非片，治疗勃起功能障碍（ED）

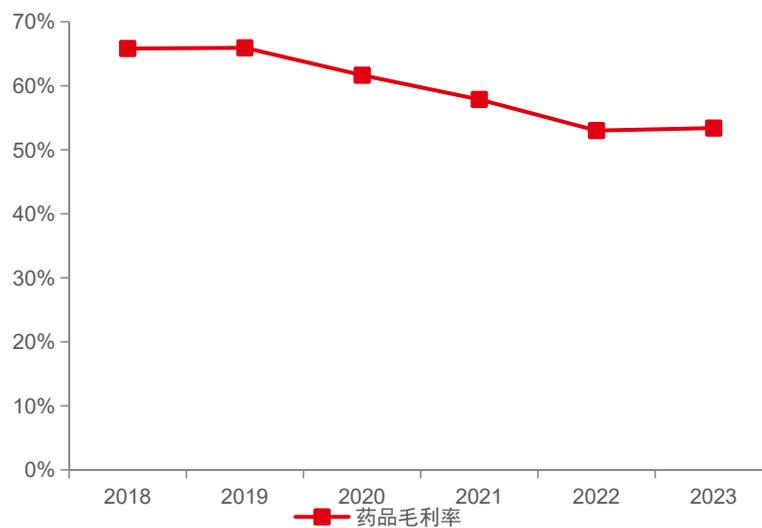
## 3.2 医药业务：23年受集采反腐等影响收入微增，18年以来保持5亿左右体量，明仁福瑞达子公司净利润约2000万，整体较为稳健

- 医药收入业绩体量较为稳健。2023年公司医药业务收入5.2亿元，同比增长1.6%，其中23H1/23H2增速分别为+37.8%/-23.9%，去年下半年受集采、医疗反腐、高基数等因素收入下滑，18年以来公司医药业务整体维持5亿元左右的收入体量；2023年公司医药业务毛利率为53.4%，较上年同期基本持平，19年以来毛利率有所下降主要系终端价格调整以及原材料/能耗等成本上升，23年已触底微反弹；子公司明仁福瑞达19年-23年净利润为2000万左右，利润体量较为稳定。
- 展望未来，公司持续拓展医院、基层医疗机构、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，扩大功能性食品布局（23年完成18款新品上市），医药业务有望保持稳健增长。

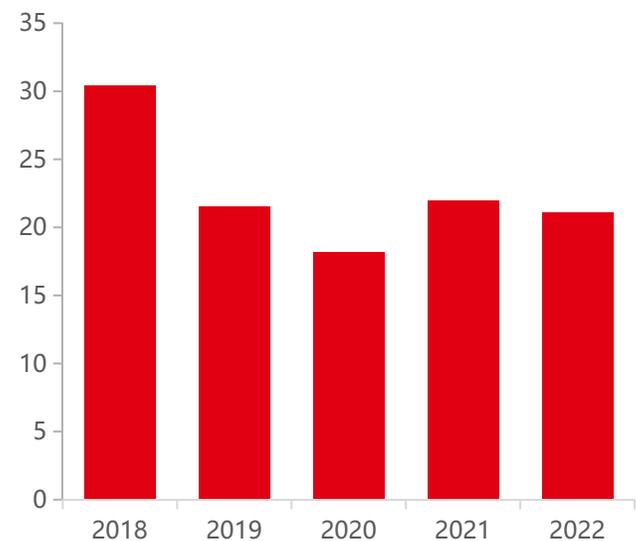
图表41：公司医药业务收入及增速（百万元）



图表42：公司医药业务毛利率



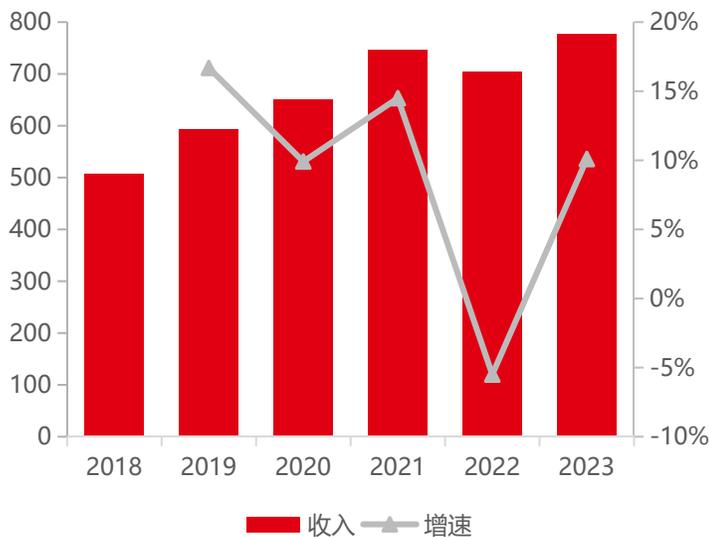
图表43：明仁福瑞达净利润及变化（百万元）



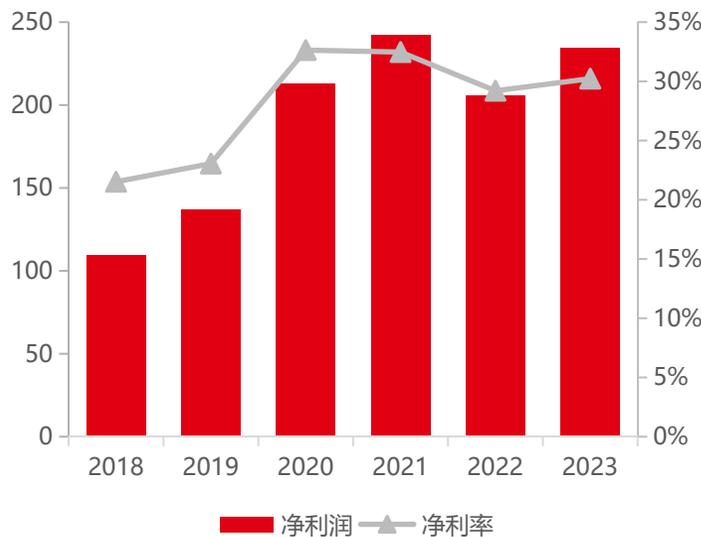
## 3.2 医药业务：博士伦眼科/骨科领域保持领先地位，18年-23年净利润复合增速为9%，持续为上市公司贡献可观投资收益，23年达7009万

- 博士伦福瑞达是公司参股公司，由福瑞达医药集团、泰国正大制药集团、美国福瑞达国际共同投资组建的中外合资企业，致力于生物技术产品以及生化药研发生产，已形成眼科、外科、皮肤科及内科等系列药品，拥有眼科“润舒”、“润洁”以及骨科“施沛特”等知名品牌。
- 2023年博士伦福瑞达实现收入7.8亿元，同比上升10.1%；净利润2.3亿元，同比+13.9%，18年-23年复合增速为8.8%，博士伦福瑞达凭借良好的产品力在细分领域实现稳健增长。2023年公司通过博士伦福瑞达享有投资收益7009万，18年-23年复合增速为16.5%，持续为上市公司贡献稳健的业绩。展望未来，博士伦凭借核心产品优势地位有望保持稳健增长。

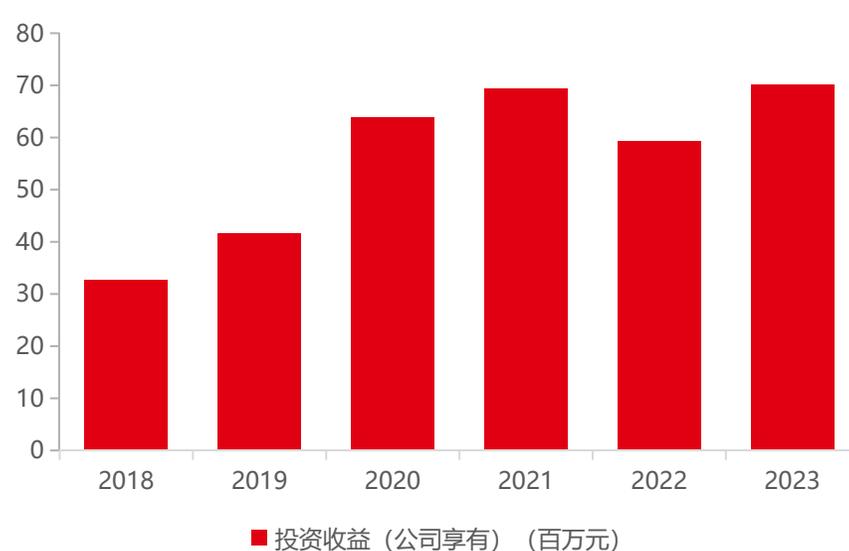
图表44：博士伦收入及增速（百万元）



图表45：博士伦净利润及净利率（百万元）



图表46：博士伦确认的归属于上市公司投资收益

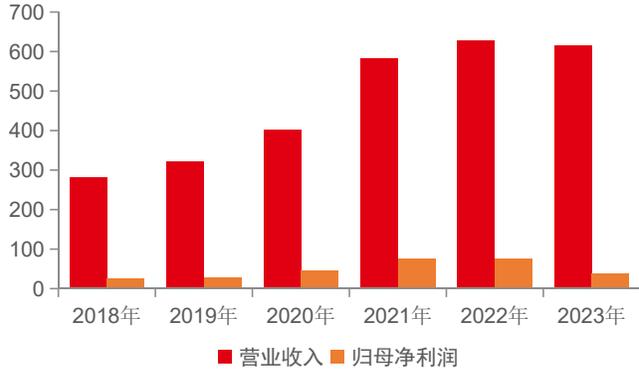


### 3.3 物业服务：23年非业主增值服务影响业绩下滑，物业管理及社区增值业务稳健，长期储备项目丰富物业服务有望保持稳健增长

■ 鲁商生活为公司旗下提供物业服务子公司，成立于2006年，2023年被评为中国物业服务百强企业（第35位）、山东省物业服务市场地位领先企业（第3名），项目分布在山东省内、北京、哈尔滨等地区。截止23年末在管项目95个，在管面积23.1百万方，合约项目95个，合约面积26.5百万方，项目储备较为丰富。2023年鲁商生活在管面积中关联方项目面积：第三方项目面积比例分别为65%/35%，具备良好的项目扩展能力。

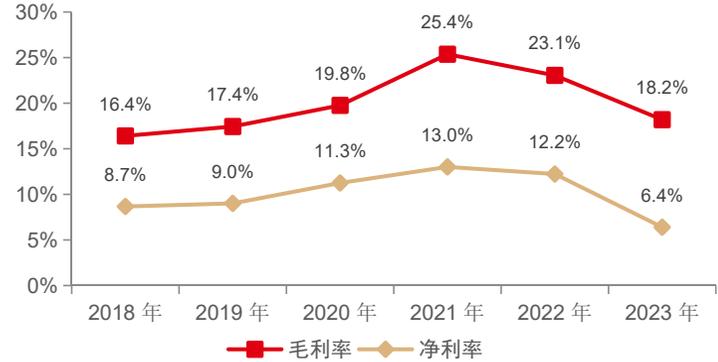
■ 2023年鲁商服务实现收入/归母净利润别为6.2亿元/0.4亿元，同比分别为-1.13%/-48.71%，公司业绩下降主要受毛利率下降拖累；根据公司服务类型，受地产景气度等因素影响，23年前端非业主增值服务收入下降，毛利率下降（高毛利率项目设计服务等占比下降）成为公司综合毛利率下降的主要原因；而物业管理及社区增值服务保持稳健态势，受地产景气度影响较小，持续贡献现金流。

图表47：鲁商服务收入及净利润（百万元）



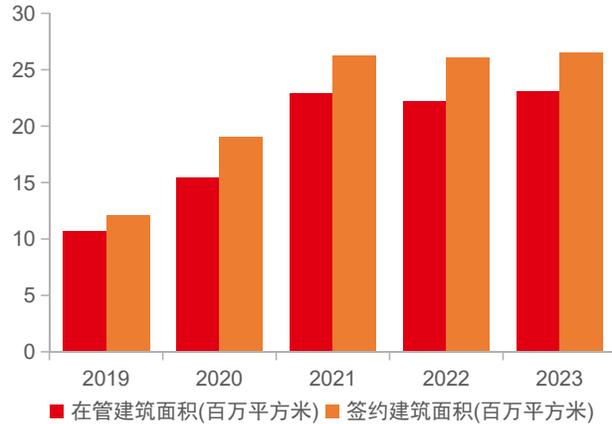
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表48：鲁商服务毛利率及净利率及变化



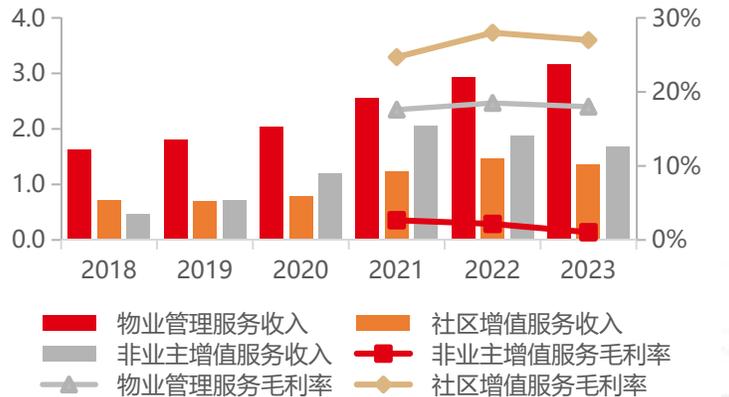
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表49：鲁商服务在管面积及储备面积



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表50：鲁商服务分类目收入及毛利率（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

# 四

## 盈利预测及投资建议

## 盈利预测及投资建议

- **盈利预测：**我们预计公司2024年-2026年收入分别为46.0亿元/55.4亿元/66.4亿元，对应增速分别为0.5%/20.4%/19.9%，其中化妆品收入增速分别为27.5%/24.8%/23.6%，实现加速，其他业务受地产影响24年预计下滑；预计公司归母净利润分别为3.8亿元/4.8亿元/5.8亿元，对应增速分别为24.7%/26.5%/20.6%。
- **投资建议：**根据我们的盈利预测公司24年-25年对应PE分别为21.8倍、17.2倍，我们选取华熙生物、珀莱雅、丸美股份、巨子生物、昊海生科为可比公司，可比公司24年-25年归母净利润平均增速为23.0%、26.5%，平均PE为28.0倍、22.3倍，相比于可比公司均值，公司24年-25年业绩增速较为接近，PE较低，我们认为公司剥离地产轻装上阵，未来化妆品有望加速，医药原料保持增长活力，在手现金丰富，大健康业务有望实现稳步增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**化妆品行业景气度下滑；颐莲瓊尔博士增长不及预期；净利率下降等。

图表52：公司盈利预测输出表

项目\年度	2023N	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,579	4,599	5,535	6,638
增长率(%)	-64.65	0.45	20.36	19.92
EBITDA(百万元)	431	604	688	812
归属母公司净利润(百万元)	303	378	478	577
增长率(%)	567.44	24.70	26.46	20.57
EPS(元/股)	0.30	0.37	0.47	0.57
市盈率 (P/E)	27.17	21.79	17.23	14.29
市净率 (P/B)	2.05	1.86	1.66	1.48
EV/EBITDA	23.74	11.51	9.41	7.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测  
请参阅附注免责声明

图表51：可比公司PE及归母净利润增速情况

公司	PE			归母净利润增速		
	2023N	2024E	2025E	2023N	2024E	2025E
华熙生物	54.9	36.0	27.5	-39.5%	27.7%	30.8%
珀莱雅	34.4	27.2	22.0	36.8%	26.2%	23.6%
丸美股份	38.4	30.0	24.2	72.0%	28.0%	24.0%
巨子生物	22.1	21.7	17.2	44.9%	22.9%	26.5%
昊海生科	30.9	25.0	20.7	130.6%	28.8%	23.4%
平均值	36.1	28.0	22.3	23.1%	23.0%	26.5%
公司	27.2	21.8	17.2	567.4%	24.7%	26.5%

资料来源：wind，中邮证券研究所（华熙生物为中邮预测，其他为wind一致预期，日期为24年4月3日）

图表53：公司分业务盈利预测(百万元)

项目\年度	2023N	2024E	2025E	2026E
化妆品收入	2416	3081	3845	4752
yoy	22.7%	27.5%	24.8%	23.6%
占比收入	52.8%	67.0%	69.5%	71.6%
医药收入	520	561	595	631
yoy	1.6%	8.0%	6.0%	6.0%
原料收入	351	421	506	607
yoy	23.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他(含物业)收入	1292	536	589	648
yoy		-58.5%	10.0%	10.0%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	4,578.75	4,599.17	5,535.45	6,638.15	营业收入	-64.65%	0.45%	20.36%	19.92%
营业成本	2,450.21	2,135.14	2,535.40	3,005.01	营业利润	34.94%	26.27%	26.17%	20.39%
税金及附加	36.42	32.19	38.75	46.47	归属于母公司净利润	567.44%	24.70%	26.46%	20.57%
销售费用	1,446.47	1,609.71	1,992.76	2,429.56	<b>获利能力</b>				
管理费用	222.98	229.96	265.70	305.35	毛利率	46.49%	53.58%	54.20%	54.73%
研发费用	153.36	151.77	182.67	219.06	净利率	6.63%	8.23%	8.64%	8.69%
财务费用	57.07	-6.46	-54.65	-64.08	ROE	7.56%	8.52%	9.64%	10.33%
资产减值损失	-15.92	-16.00	-15.00	-15.00	ROIC	3.53%	6.58%	6.99%	7.64%
营业利润	419.45	529.63	668.21	804.45	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2.24	2.00	2.00	2.00	资产负债率	40.14%	28.43%	29.23%	26.45%
营业外支出	8.73	8.00	8.00	8.00	流动比率	2.49	4.09	3.84	4.38
利润总额	412.96	523.63	662.21	798.45	<b>营运能力</b>				
所得税	46.82	78.54	99.33	119.77	应收账款周转率	11.36	12.00	12.00	12.00
净利润	366.14	445.09	562.88	678.68	存货周转率	0.20	8.62	8.73	8.84
归母净利润	303.39	378.32	478.45	576.88	总资产周转率	0.14	0.61	0.72	0.78
每股收益(元)	0.30	0.37	0.47	0.57	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.30	0.37	0.47	0.57
货币资金	1,733.59	4,143.14	4,614.49	5,321.87	每股净资产	3.95	4.37	4.88	5.49
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	523.15	371.13	674.45	560.98	PE	27.17	21.79	17.23	14.29
预付款项	51.59	42.70	50.71	60.10	PB	2.05	1.86	1.66	1.48
存货	525.44	542.13	725.57	776.94	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	5,984.40	5,393.85	6,338.04	7,012.21	净利润	366.14	445.09	562.88	678.68
固定资产	1,054.71	1,023.07	988.93	960.43	折旧和摊销	157.76	96.64	99.14	102.50
在建工程	131.36	161.36	191.36	221.36	营运资本变动	34.60	2,715.33	-140.67	-14.80
无形资产	148.70	148.70	148.70	148.70	其他	-84.35	-11.77	-20.43	-27.00
非流动资产合计	1,833.43	1,831.78	1,827.64	1,829.15	经营活动现金流净额	474.15	3,245.28	500.92	739.38
资产总计	7,817.83	7,225.63	8,165.68	8,841.35	资本开支	-207.48	-101.00	-101.00	-110.00
短期借款	705.22	705.22	705.22	705.22	其他	2,880.74	91.98	99.64	106.21
应付票据及应付账款	452.98	318.05	597.51	487.63	投资活动现金流净额	2,673.26	-9.02	-1.36	-3.79
其他流动负债	1,243.55	295.20	347.91	409.78	股权融资	3.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,401.75	1,318.47	1,650.65	1,602.63	债务融资	-2,681.64	-798.50	0.00	0.00
其他	735.93	735.93	735.93	735.93	其他	-419.04	-28.21	-28.21	-28.21
非流动负债合计	735.93	735.93	735.93	735.93	筹资活动现金流净额	-3,097.48	-826.71	-28.21	-28.21
负债合计	3,137.69	2,054.40	2,386.58	2,338.57	现金及现金等价物净增加额	48.93	2,409.56	471.35	707.38
股本	1,016.57	1,016.57	1,016.57	1,016.57					
资本公积金	612.51	612.51	612.51	612.51					
未分配利润	2,136.99	2,504.56	2,956.24	3,491.59					
少数股东权益	665.37	732.14	816.57	918.37					
其他	248.71	305.46	377.22	463.75					
所有者权益合计	4,680.14	5,171.23	5,779.10	6,502.79					
负债和所有者权益总计	7,817.83	7,225.63	8,165.68	8,841.35					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，wind，中邮证券研究所预测

请参阅附注免责声明

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES