

鲁商发展（600223.SH）

聚焦发展大健康美业，产研赋能打造多品牌矩阵

买入

核心观点

鲁商发展：剥离地产聚焦大健康美业，化妆品业务高速发展。公司早期系山东省区域型房企，后在 18、19 年陆续通过收购福瑞达医药集团（以医药和化妆品为主业）、焦点生物（全球销量第二大透明质酸原料生产厂商）实现业务转型。当前公司已公告计划剥离房地产业务，进一步聚焦以美妆为主的大健康产业布局。2022 年公司大健康核心业务化妆品/药品/原料添加剂业务营收分别实现 19.69/5.11/2.85 亿元，同比+31.68%/-5.44%/+0.69%，逆势环境下继续表现优异，其中化妆品业务收入 19-22 年复合增速达到 84.52%。未来公司将背靠优质生物医药产业资源，不断赋能三大业务板块持续发展。

化妆品业务：“4+N”品牌矩阵布局美妆产业：公司通过“4+N”品牌策略模式，以瑗尔博士和颐莲为主要增长驱动力，不断赋能新品牌发展。具体来看：1) 瑗尔博士：主打微生态护肤理念，定位差异化快速成长，22 年收入增长 40%至 10.6 亿元。2) 颐莲：主打玻尿酸护肤，依托福瑞达深厚的玻尿酸研究基础创立，22 年收入增长 10%至 7.1 亿元。3) 此外公司正积极推进美妆中小新品牌，不断涉足精准护肤、精油、弱敏肌等赛道，品牌矩阵持续拓展。

原料业务：以透明质酸原料为核心，大力发展高附加值赛道：公司原料业务主要依托旗下焦点福瑞达以及福瑞达生物科技开展。焦点福瑞达主要以透明质酸为核心发展方向，目前 520 吨/年医药级透明质酸项目顺利建设当中；而福瑞达生物科技则以生物发酵原料作为产业化方向，并积极布局生物合成等技术，不断致力于食品添加剂和化妆品原料的研发。

生物制药业务：中药+玻璃酸钠药品双驱动：依托公司形成的贯穿生物医药的全产业链集群优势，在中药和玻璃酸钠药品两大板块齐发力，一方面背靠明仁福瑞达推进“中药全链条+多元化”高质量发展；另一方面依托博士伦福瑞达在玻璃酸钠的研究和开发，在眼科和骨科形成较强市场竞争力。

投资建议：化妆品业务高成长，积极迈向大健康生态。公司未来将聚焦以化妆品业务为主的大健康产业布局，以全球领先的技术，聚焦包括玻尿酸等相关原料产品的应用创新与研发。在下游产业化布局中重点发力化妆品、生物制药等领域。以差异化的产品力、精细化的渠道运营、全产业链赋能实现快速成长。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 4.07/5.15/6.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.40/0.51/0.63 元/股，对应 PE 分别 26/20/16 倍。综合绝对及相对估值，给予公司合理价值区间为 13.6-14.3 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：地产业务重组剥离进度不及预期，化妆品行业竞争加剧的风险，流量成本上升的压力，原料产线进度不及预期等风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,435	5,290	6,217
(+/-%)	-9.2%	4.8%	-65.8%	19.3%	17.5%
净利润(百万元)	362	45	407	515	640
(+/-%)	-43.3%	-87.4%	794.7%	26.6%	24.3%
每股收益(元)	0.36	0.04	0.40	0.51	0.63
EBIT Margin	6.8%	6.6%	12.8%	13.1%	13.4%
净资产收益率(ROE)	7.7%	1.2%	10.1%	11.6%	12.9%
市盈率(PE)	28.5	228.8	25.6	20.2	16.3
EV/EBITDA	70.3	65.1	18.6	16.2	13.8
市净率(PB)	2.18	2.80	2.57	2.34	2.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	13.60 - 14.30 元
收盘价	10.23 元
总市值/流通市值	10399/10399 百万元
52 周最高价/最低价	12.70/6.26 元
近 3 个月日均成交额	126.15 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	6
公司介绍：原国资房企，转型大健康产业发展	6
股权结构：地方国资委控股，股权激励激发企业动力	7
经营及财务现状：聚焦化妆品业务为主的大健康产业	8
核心优势：产研赋能，协同发展	11
化妆品业务：“4+N”品牌矩阵布局美妆产业	14
行业趋势：功效护肤热度不减，核心竞争力回归产品本身	14
瑗尔博士：国内少有直接定位于“微生态科学护肤”品牌	16
颐莲：玻尿酸“原液”类护肤产品开创者	21
其他品牌：品牌矩阵持续拓展	24
原料业务：以透明质酸原料为核心，大力发展高附加值业务	28
透明质酸原料行业：多元化需求拉动市场规模提升	28
焦点福瑞达：依托科研成果进步实现产品多点开花	30
福瑞达生物科技：专研高科技生物发酵产品开发	32
生物制药业务：中药+玻璃酸钠药品双驱动	36
明仁福瑞达：布局中医药全产业链，部分成为防疫推荐药品	36
博士伦福瑞达：背靠玻璃酸钠药品业务占据行业领先地位	39
盈利预测	41
假设前提	41
估值与投资建议	43
绝对估值：13.71-15.10 元/股	43
相对估值：13.6-14.0 元/股	44
投资建议：化妆品业务高速增长，打造大健康生态，维持“买入”评级	45
风险提示	46
附表：财务预测与估值	48
免责声明	49

图表目录

图 1: 鲁商发展旗下业务结构示意图	6
图 2: 股权结构图（截至 2022 年报）	7
图 3: 公司历年营收及其增速	8
图 4: 公司历年归母净利润及其增速	8
图 5: 公司生物医药板块营收及增速情况（亿元，%）	9
图 6: 公司生物医药板块细分毛利率情况（%）	9
图 7: 公司化妆品业务营收及增速情况（亿元，%）	9
图 8: 瑗尔博士和颐莲品牌收入及增速情况（亿元，%）	9
图 9: 化妆品上市公司营收规模及增速比较（亿元、%）	10
图 10: 公司化妆品业务毛利率与同业比较（%）	10
图 11: 公司化妆品业务分渠道营收及增速情况（亿元）	10
图 12: 公司药品业务营收及增速情况（亿元，%）	11
图 13: 公司原料及添加剂业务营收及增速情况（亿元，%）	11
图 14: 鲁商发展业务驱动模式	12
图 15: 福瑞达公司所获技术荣誉	12
图 16: 福瑞达股份 22 年取得的部分发明专利	12
图 17: 公司医药健康板块研发费用率（%）	13
图 18: 公司化妆品也位于研发费用率与同业比较（%）	13
图 19: 公司化妆品品牌“4+N”矩阵	14
图 20: 中国皮肤学级护肤品市场规模及增速（亿元、%）	15
图 21: 21 年主流功效性护肤品天猫增速远高于行业平均水平	15
图 22: 消费者关注的微生态成分排名	15
图 23: 功效成分热度 TOP10	15
图 24: 以“功效”为核心的产品力建设思路	16
图 25: 化妆品新规出台对行业整体规范化带来帮助	16
图 26: 2021 年微生物护肤三类原料运用情况（单位：款）	17
图 27: 微生态护肤品市场规模及增长情况	17
图 28: 微生态成分在国际大牌中已有应用	17
图 29: 微生态护肤市场销售额 TOP10 品牌（2021. 8-2022. 7）	17
图 30: 瑗尔博士发展历史	18
图 31: 瑗尔博士爆款塑造路径	19
图 32: 瑗尔博士渠道布局	20
图 33: 瑗尔博士冠名的第三届皮肤微生态大会	21
图 34: 瑗尔博士与小黄人联名前导精华	21
图 35: 颐莲发展历史进程	21
图 36: 颐莲品牌打造路径	22
图 37: 颐莲 2022 年双十一战报	23

图 38: 颐莲新零售智能门店模式	23
图 39: 颐莲品牌营销赋能路径	24
图 40: 善颜三大线粒体靶向精准抗衰技术	25
图 41: 善颜双 11 线下门店活动	25
图 42: 福瑞达-伊帕尔汗明星产品矩阵	25
图 43: 伊帕尔汗品牌发展路径	25
图 44: 诠润品牌产品矩阵	26
图 45: 海大福瑞达主要产品	27
图 46: 全球透明质酸原料市场规模及增长情况 (吨)	29
图 47: 2018 全球各级别透明质酸原料销量&销售额占比	29
图 48: 2021 年全球透明质酸市占率	30
图 49: 福瑞达透明质酸 HA 产品发展历程	31
图 50: 焦点福瑞达业务品牌矩阵	32
图 51: 全球合成生物行业市场规模 (亿美元)	35
图 52: 我国药品终端销售额 (亿元)	38
图 53: 2020、2021 年我国不同类别药品销售额占比	38
图 54: 我国中医药市场规模及增速 (亿元)	39
图 55: 中药相关板块利润增速较高	39
图 56: 鲁商发展与华熙生物营收情况对比 (亿元)	45
图 57: 鲁商发展与华熙生物毛利率情况对比	45
表 1: 战略投资者具体情况介绍	8
表 2: 瑗尔博士核心科研成分及作用	18
表 3: 颐莲主要产品及成分情况	22
表 4: 透明质酸原料主要生产方法	28
表 5: 透明质酸主要用途分类	29
表 6: 透明质酸相关专利	30
表 7: 焦点福瑞达新产能建设情况	31
表 8: 2021 年焦点福瑞达和华熙生物透明质酸原料业务比较	32
表 9: 福瑞达生物科技主要原料介绍	33
表 10: 目前主要化妆品原料开发路径	34
表 11: 合成生物学相关政策	35
表 12: 明仁福瑞达主要药品及用途	37
表 13: 中医药相关政策	38
表 14: 《新型冠状病毒感染诊疗方案 (试行第十版)》推荐用中药	39
表 15: 博士伦福瑞达主要药品及用途	40
表 16: 公司核心假设与盈利预测拆分表	42
表 17: 公司盈利预测简要结果	42
表 18: 公司盈利预测假设条件 (%)	43
表 19: 资本成本假设	43

表 20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析	44
表 21: 生物医药化妆品业务可比公司 2021/22H1 年主要财务数据	44
表 22: 化妆品业务可比公司盈利预测及估值情况	45

公司概况

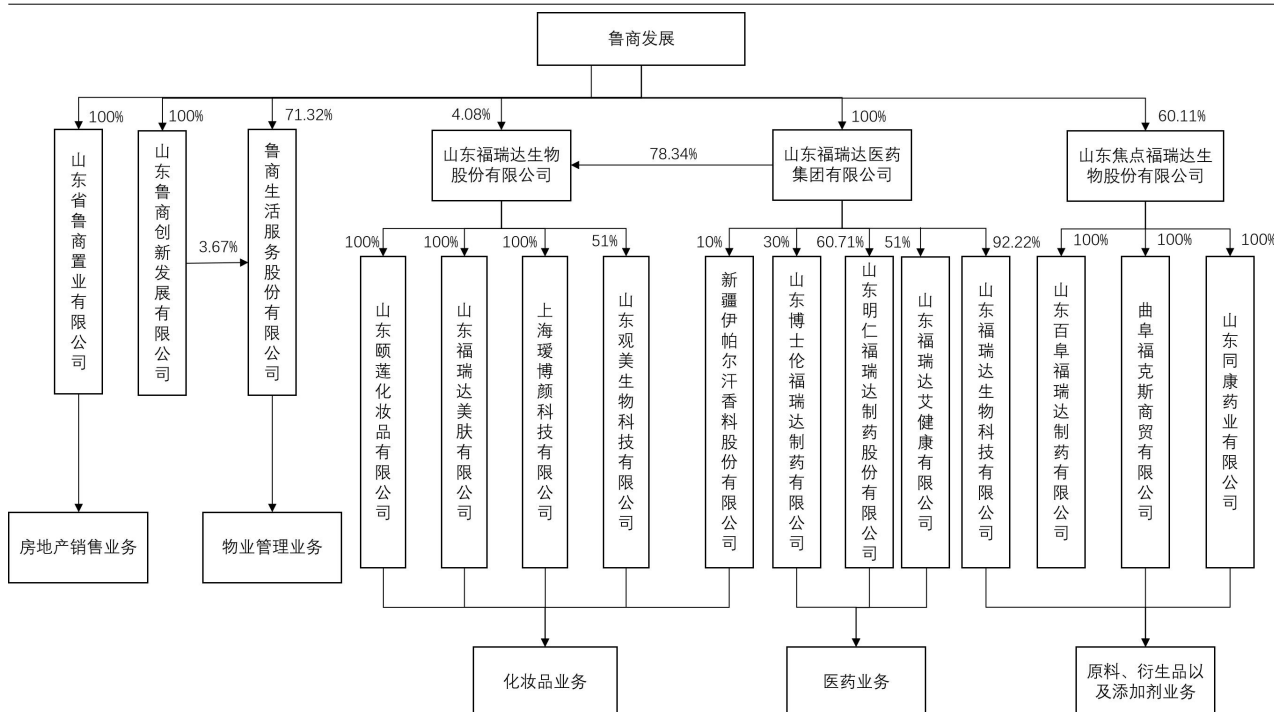
鲁商发展早前系山东省国资委下属以房地产为主营业务企业，公司在 2018、2019 年陆续通过收购福瑞达医药集团 100% 股权（以医药和化妆品为主要业务）、焦点生物 60.11% 股权（全球销量第二大透明质酸原料生产厂商）实现大健康业务转型。

2022 年 12 月 31 日公司公告计划将持有的地产相关企业股权以及全部债权，以现金形式转让给控股股东下属山东城发集团，交易对价合计 59 亿元，目前出售工作已完成首批资产交割。公司所获得的收益将用以补充流动性，并支持公司未来以化妆品为主的大健康产业业务发展，公司盈利能力也将得到大幅度改善。

公司介绍：原国资房企，转型大健康产业发展

公司成立于 1993 年，是山东省商业集团下属上市公司，主营房地产开发与经营等相关业务。2008 年公司借壳 ST 万杰上市，2018 年收购山东福瑞达医药 100% 股权，同年年底创建瑗尔博士品牌，产业布局由传统房地产向生物医药、化妆品等健康产业转型。2019 年，公司更名为“鲁商健康产业发展股份有限公司”，并收购山东焦点生物（主营玻尿酸原料）60.11% 股权，丰富旗下生物医药产业的原料采购渠道。近年来持续向综合型健康生活服务集团转型。而随着当前公司剥离房地产业务聚焦医药大健康业务，公司 23 年 4 月再次公告计划改名为“鲁商福瑞达医药股份有限公司”。经营范围随之调整，主要新增化妆品生产、批发、零售，生物基材料研发、制造、销售，药品生产、批发、进出口、零售等，显示公司聚焦美丽健康的发展战略和推进决心。

图 1：鲁商发展旗下业务结构示意图



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

公司置出从事房地产开发业务的全部资产及负债后，将不再从事房地产开发相关业务，聚焦包含化妆品、医药、原料及添加剂业务的生物医药健康板块：

1) **化妆品**：旗下包括“瑗尔博士”、“颐莲”、“善颜”、“伊帕尔汗”等品牌，2022 年化妆品业务实现收入 19.69 亿元，同比增长 31.68%。其中，瑗尔博士实现收入 10.58 亿元，同比+42.25%；颐莲实现收入 7.10 亿元，同比+10.32%。目前化妆品业务成为推动公司业务转型的主力。

2) **生物医药**：旗下包括“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“明仁”等多个品牌，2022 年实现收入 5.11 亿元，受疫情，集采等多因素影响同比下滑 5.44%。

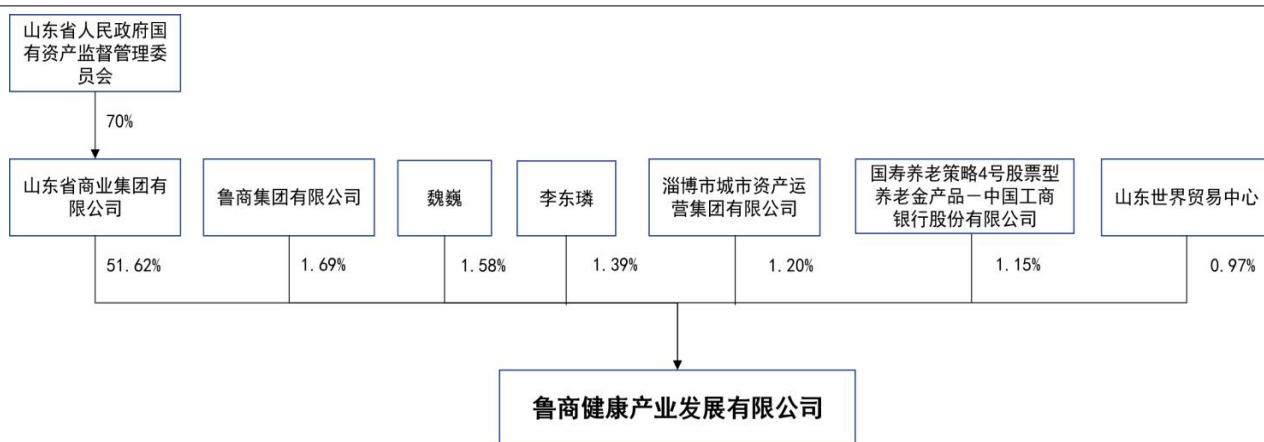
3) **原料添加剂**：通过收购焦点生物完成玻尿酸原料业务布局，焦点生物系全球第二大玻尿酸原料生产商。2022 年实现收入 2.85 亿元，同比略增 0.69%。

股权结构：地方国资委控股，股权激励激发企业动力

公司实控人为山东省国资委，第一大股东为山东省商业集团有限公司，截止 2022 年末持股比例为 51.62%，股权结构相对稳定。基于山东国资背景，近年来公司在大健康业务的转型上，得到了大股东的有效支持。

1) **管理层经验丰富**：目前核心管理层具备深耕以生物医药为主的大健康产业布局发展上的专业背景。公司现任董事长**贾庆文**制药背景出身，曾担任山东省医药商会会长以及山东省中医药学会副会长，参与过药明康德/昭衍新药/康龙化成等知名公司的药物非临床研究质量管理规范认证，具备丰富的医药研究背景和经营管理经验。福瑞达医药集团创始人&现任山东商业集团首席科学家**凌沛学**，在国际上率先发明了利用生物技术发酵法生产玻尿酸钠，被称为中国“玻尿酸之父”。

图 2：股权结构图（截至 2022 年报）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2) **股权激励激发活力**：同时上市公司近年来在国企股权激励上积极进取，在 2018 年推出了股权激励计划，向包括公司董事、高管以及核心骨干人员共计 264 人授予 3,002.90 万股，约占当时股本的 3%。激励考核目标以 2017 年度为基数，19-21 年度归母净利润增长率分别不低于 40%/50%/70%，即 19-21 年目标净利润分别为 1.48/1.58/1.79 亿元，从实际情况来看，公司均已超额达成目标。随着未来公司业务架构的重整，不排除将推动新一轮的股权激励，以绑定公司未来核心业务大健康产业相关的团队人才，从而实现良性健康发展。

3) **引入战投加大赋能化妆品业务**：公司化妆品子公司福瑞达生物股份 2021 年已引入战投，引入战投后，股权比例由鲁商发展全资控股变为鲁商发展 82.42%控股，战投 16.90%，员工 0.68%。根据公告，本次引入战略投资意向方涉及腾讯、壹网

壹创、众源资本等，阵容强大。同时业务高管也按引进战投价格协议认购不高于0.68%的公司股份，进一步绑定核心管理团队，有助于在激烈的竞争环境下，更好的促进化妆品业务的长期健康发展。未来公司有望借助战略投资者的行业 and 资金优势进一步拓展渠道和营销能力，赋能化妆品业务。

表1：战略投资者具体情况介绍

投资方	简要说明	持股占比
广西腾讯创业投资有限公司	为深圳市腾讯睿投企业管理有限公司全资子公司	8.04%
南通招华贰号新兴产业投资基金合伙企业	股东背景为招商局集团	2.29%
杭州众达源企业管理合伙企业	股东背景包括杭州壹网壹创科技股份有限公司	2.29%
济南动能嘉福投资合伙企业	山东省财政厅持股比例 35.13%	3.21%
上海众源二号私募投资基金合伙企业	众源资本，主要聚焦布局新媒体、新消费产业	1.07%
济南明瑞投资合伙企业	员工持股平台，由 44 名福瑞达生物符合条件的重要技术人员和经营管理人员共同出资 1.656 万元设立	0.38%
济南伟达投资合伙企业	员工持股平台，由 47 名福瑞达生物符合条件的重要技术人员和经营管理人员共同出资 1.320 万元设立	0.30%

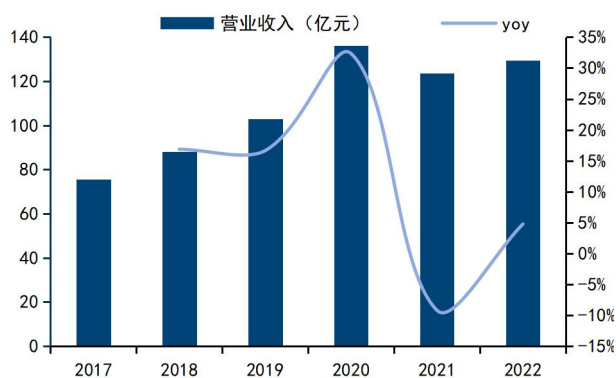
资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

经营及财务现状：聚焦化妆品业务为主的大健康产业发展

营收水平有所恢复，利润端依旧承压。公司 2022 年实现营收 129.51 亿元，同比+4.76%；归母净利润 0.45 亿元，同比-87.44%。净利润下滑幅度较大主要由于公司地产计提资产减值 2.62 亿元，以及部分地产项目带来的低毛利和高财务费用。

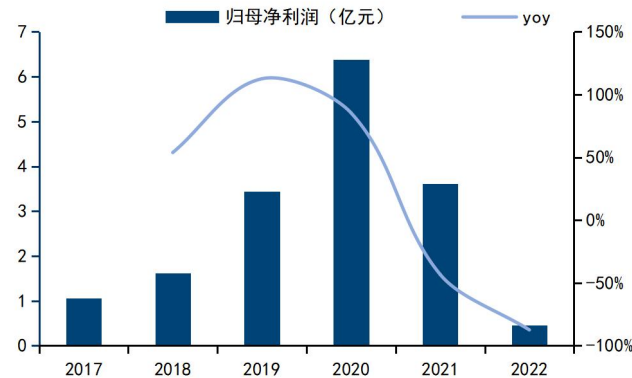
而以化妆品为主的大健康业务整体表现仍积极向好。假设公司置出地产业务后，大健康为主的其他业务 2021 年收入合计约 31 亿元，归母净利润合计约 2.5 亿元；2022 年前十月营业收入 27.5 亿元，归母净利润由-0.9 亿升至 2.1 亿，盈利能力得到大幅度改善。

图3：公司历年营收及其增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司历年归母净利润及其增速



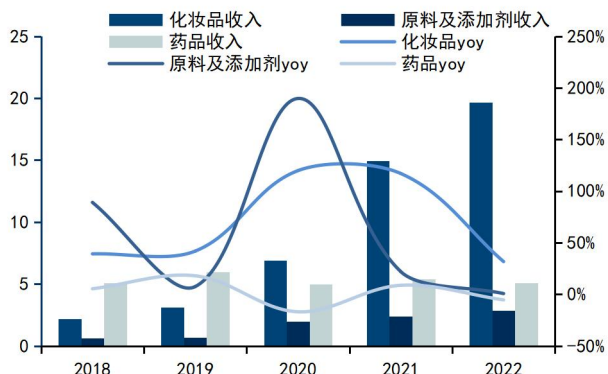
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

分业务来看：切实推动业务转型，化妆品业务增长亮眼

整体来看，公司包括化妆品、医药、原料及添加剂业务在内的核心生物医药板块收入（化妆品+医药+原料及添加剂）2022 年实现 27.65 亿元，而这其中以化妆品业务发展最为迅猛，具体来看：化妆品/药品/原料及添加剂业务营收分别为 19.69/5.11/2.85 亿元，同比+31.68%/-5.44%/+0.69%；化妆品/药品/原料及添加

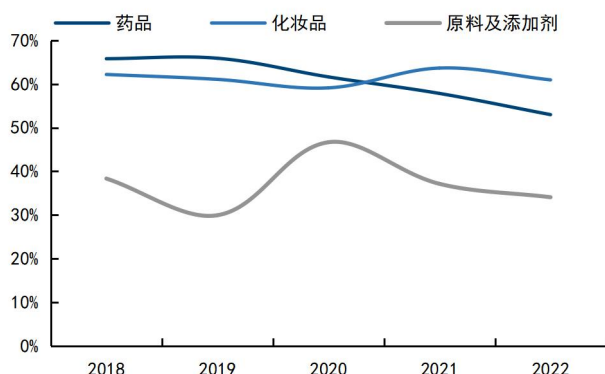
剂业务毛利率分别为 61.0%/53.0%/34.1%，同比-2.71pct/-4.86pct/-1.11pct。

图5：公司生物医药板块营收及增速情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司生物医药板块细分毛利率情况（%）



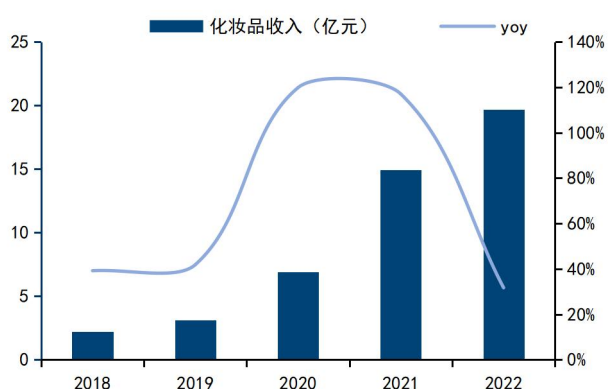
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1) 化妆品业务：公司化妆品业务近年呈现高速增长态势

具体来看，公司构建了“4+N”多品牌化妆品矩阵，妆药同源，科技美肤。“4”指**瑗尔博士**、**颐莲**、**善颜**和**伊帕尔汗**，“N”指众多细分定位的中小品牌等。公司化妆品业务 2022 年实现营收 19.69 亿元，同比+31.68%。公司持续打造化妆品品牌矩阵，拓宽销售渠道，通过品牌差异化战略，触达不同圈层用户，拓展受众范围，同时加大品宣推广力度，促进销售增长。目前化妆品业务收入主要由**主打微生态护肤的“瑗尔博士”**和**玻尿酸护肤的“颐莲”**两个品牌贡献，2022 年两个品牌分别实现收入 10.58/7.10 亿元，分别同比+42.25%/+10.32%。

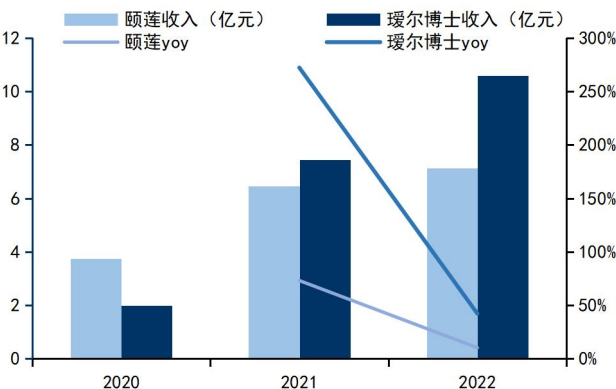
化妆品板块 2022 年毛利率为 60.97%，同比-2.71pcts。下行主要由于 1) 公司今年加大分销比例；2) 促销活动力度加大；3) 毛利率较低的爆款产品占比增加。

图7：公司化妆品业务营收及增速情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

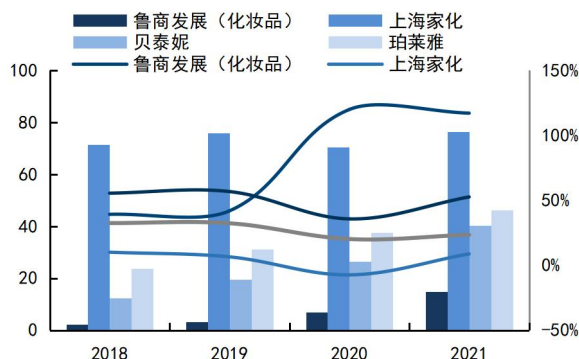
图8：瑗尔博士和颐莲品牌收入及增速情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

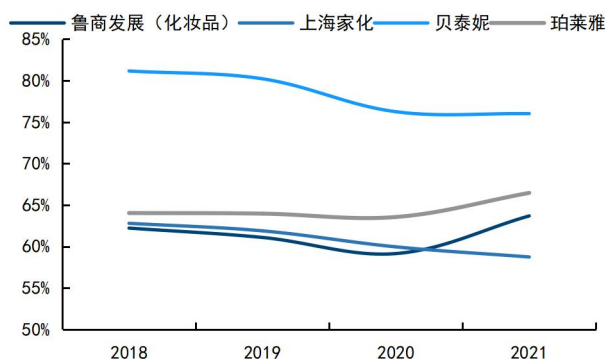
与同业比较来看：与 A 股上市化妆品企业相比，公司化妆品业务营收体量整体仍处于相对较低水平，但成长性极为突出。公司依托福瑞达深厚的研发基础，布局高景气度的功效性护肤赛道，并积极适应渠道变化趋势，近几年保持高增长态势，自 2020 年开始收入端实现加速增长，19-22 年复合增速达到 84.52%。且公司毛利率一直维持在 60%以上。

图9：化妆品上市公司营收规模及增速比较（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

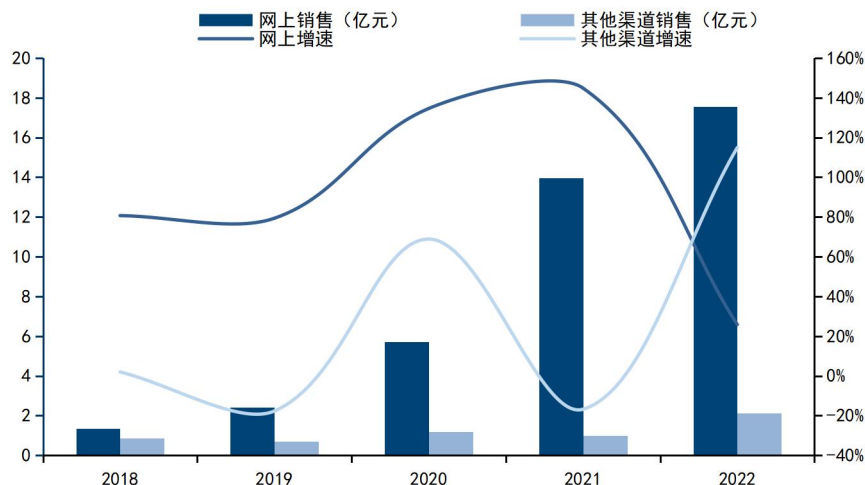
图10：公司化妆品业务毛利率与同业比较（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分渠道来看：公司化妆品业务以线上为主，线下渠道积极开拓。公司化妆品业务2022 网上零售和其他渠道营收分别为 17.57 亿元、2.12 亿元，分别同比+25.81%、+114.87%。线上除了天猫传统电商平台布局外，也在与抖音、快手、微信、微博、小红书等新型短视频及社交平台进行深度合作，助力线上收入增长。同时公司积极开拓线下渠道，目前已入驻屈臣氏、银泰百货等传统商超，KKV、调色师等新零售渠道，以及化妆品连锁专营店等渠道。

图11：公司化妆品业务分渠道营收及增速情况（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

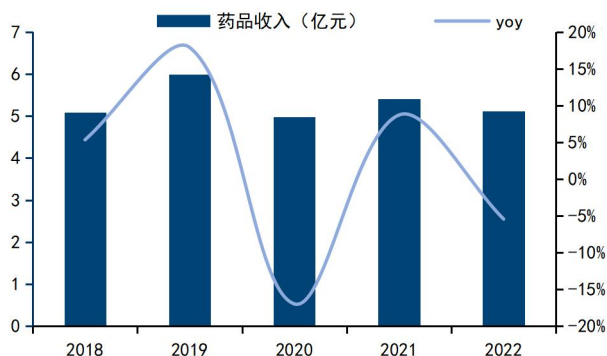
2) 药品业务：中药和玻璃酸钠业务双驱动

公司药品业务 2022 年实现收入 5.11 亿元，同比-5.44%，毛利率为 53.00%，同比-4.86pcts。集采政策以及物流影响导致收入出现小幅下滑，同时终端产品价格调整以及成本端上涨带动毛利率下滑明显。公司药品业务主要来自明仁福瑞达（控股 60.71%）和博士伦福瑞达（参股 30%）。

山东明仁福瑞达：产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域，报告期内，明仁福瑞达加快中医药全产业链布局，且功能性食品销售增长明显，成为医药板块的有利补充。2022 年实现收入 4.01 亿元，净利润 0.21 亿元，同比-3.75%。

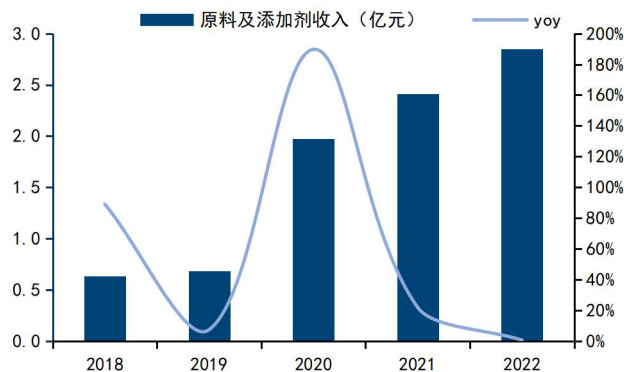
山东博士伦福瑞达：致力于玻璃酸钠的研究和开发，目前是全国最大的眼科产品生产基地，2022 年实现收入 7.05 亿元，同比-5.51%，实现净利润 2.06 亿元，净利率为 29.20%，同比下降 3.27pct。

图 12：公司药品业务营收及增速情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13：公司原料及添加剂业务营收及增速情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3）原料及添加剂业务：以透明质酸为核心竞争力

公司原料及添加剂业务 2022 年实现营收 2.85 亿元，同比+0.69%，主要来自于山东焦点福瑞达生物（控股 60.11%）和福瑞达生物科技（控股 92.22%）。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，目前透明质酸原材料的产能达到 420 吨/年。而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。

核心优势：产研赋能，协同发展

我们认为公司当前布局大健康产业并能够持续突围的核心在于福瑞达多年所积累的强大后端资源赋能实力，并通过日益市场化的机制运作实现三大业务的产业化布局。具体来看，公司依靠福瑞达医药集团长达 40 年在生物发酵、合成生物、植物提取等领域积累下来的深厚沉淀，不断赋能化妆品、药品、原料及添加剂三大业务板块，孵化出瑗尔博士、颐莲、博士伦福瑞达等各具特色且成长性突出的多品牌矩阵，实现了以化妆品业务为主的生物医药业务的快速爆发式增长。

图 14：鲁商发展业务驱动模式



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

研发积淀深厚，团队人才济济

如前文所述，公司最早脱胎于 1983 年成立的“山东省商业科学技术研究所”，多年发展之下，已经积累了雄厚的研发实力和团队人才基础。目前，公司成立了 550 人的研发团队，建有国家企业技术中心、院士工作站等 3 个国家级和 14 个省级平台。并在济南、临沂、济宁、新疆伊宁等地建有生物发酵原料、植物提取原料、化学合成原料药、药物制剂、肌肤及香氛护理化妆品 7 个生产基地。

同时，公司与美国明尼苏达大学、纽约州立大学、浙江大学和中国科学院上海药物所等国内外知名高校科研院所建立起长期稳定的合作关系，先后承担国家、省部级重大科技专项 30 余项，获授权专利 254 项，获国家科技进步二等奖 3 项，国家科技进步三等奖 1 项。

图 15：福瑞达公司所获技术荣誉



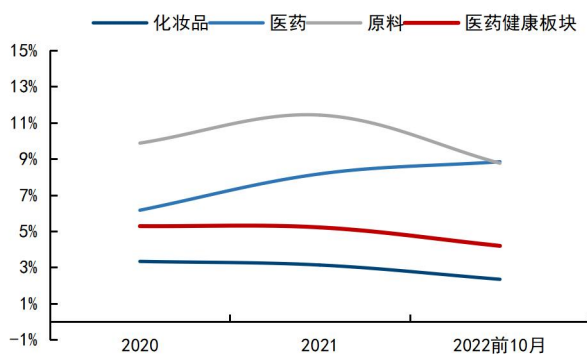
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 16：福瑞达股份 22 年取得的部分发明专利

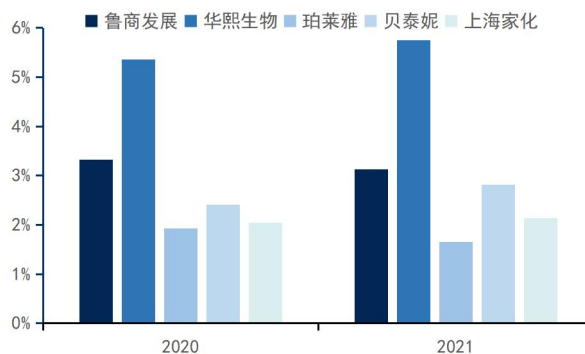
序号	发明专利
1	一种舒缓修护保湿面霜及其制备方法
2	一种皮肤修护乳液及其在皮肤修复和抗皱中的应用
3	一种眼部护理液的制备及其应用
4	一种同时分离、提纯荷叶黄酮和多糖的方法
5	一种组合物及其在化妆品中的应用
6	一种天然乳液、制备方法及其应用
7	一种含中药组分的多用天然化妆品及其制备方法
8	一种硅烷化玻璃酸酯复合物的制备方法
9	一种美白抗衰老的护肤组合物

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

根据公司披露数据来看，2020/2021/2022 年公司医药健康业务研发费用率分别为 5.28%、5.21%和 5.17%，略低于华熙生物的 5.36%/5.75%/6.10%。其中医药和原料业务端一直保持高投入水平，2022 年前十月分别为 8.84%、8.76%。而化妆品业务的研发费用率虽少于医药和原料业务，但相对于 A 股上市美妆企业来看，仍是高于行业平均水平。

图 17：公司医药健康板块研发费用率（%）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18：公司化妆品也位于研发费用率与同业比较（%）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理、注：鲁商发展选取化妆品业务研发费用率

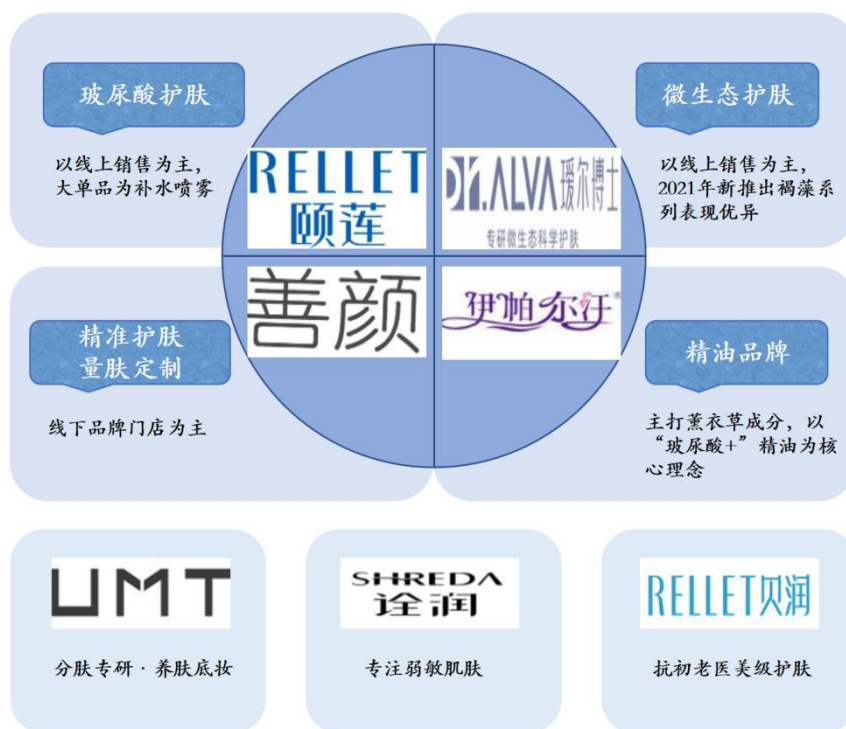
我们认为正是公司深厚的研发积累和资源储备，为公司在多元化业务的开展中提供了强有力的坚实基础，再配合近年来不断优化的运营机制，公司得以在大健康产业布局中突出重围。下文我们也将对公司在化妆品、生物医药及原料三大业务的具体布局进行详细分析。

化妆品业务：“4+N”品牌矩阵布局美妆产业

公司主要以子公司**福瑞达生物股份**为主体运营化妆品业务，福瑞达股份成立于1998年，是山东省化妆品行业龙头企业、专精特新企业、瞪羚企业、高新技术企业。是国内最早进行玻尿酸、聚谷氨酸成分护肤品的研发、生产、品牌营销及ODM/OEM的化妆品科技企业。

公司的美妆业务通过近年来的运营布局，已经形成了“4+N”的品牌矩阵规划。旗下**瑷尔博士**、**颐莲**品牌已经成为化妆品业务收入贡献的主力，也在行业内具备了一定市场影响力。其中**瑷尔博士**主打微生态护肤技术，通过调节肌表紊乱菌群改善皮肤健康。**颐莲**主打玻尿酸护肤，产品功效覆盖全面，通过低价位形成差异化竞争。此外，**伊帕尔汗**专注薰衣草香氛及精油产品，依托世界最大薰衣草种植基地形成完整产品线。**善颜**独创“量肤定制”的精准护肤理念，根据消费者的不同肌肤问题为其精准定制产品。

图19：公司化妆品品牌“4+N”矩阵



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

行业趋势：功效护肤热度不减，核心竞争力回归产品本身

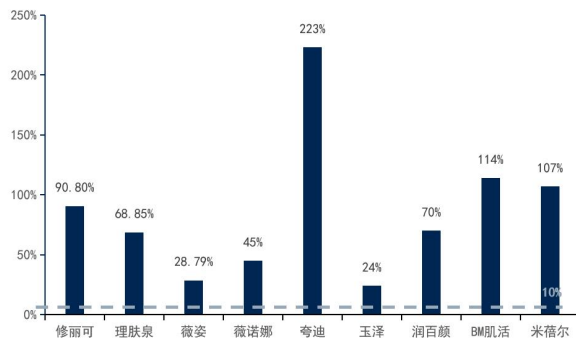
在消费环境承压以及流量红利消退背景下，整体行业在22年下半年开始增速承压较为明显，但长期来看，化妆品市场依旧有着巨大的发展空间，尤其是皮肤学级护肤品这一细分赛道来看，近年来一直保持着远好于大盘的表现。根据Euromonitor数据显示，2016年至2021年皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率约32.50%，远高于化妆品行业整体水平。据魔镜数据，21年天猫护肤行业增速为12%，而头部的功效性护肤品品牌增速远高于大盘平均水平。

图 20：中国皮肤学级护肤品市场规模及增速（亿元、%）



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 21：21 年主流功效性护肤品天猫增速远高于行业平均水平



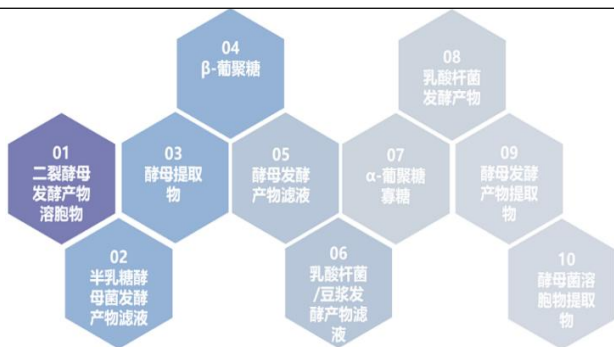
资料来源：魔镜数据、国信证券经济研究所整理

行业趋势一：消费者愈发注重功效成分本身

当前国内消费者正在不断地趋于成熟与专业，越来越关注护肤品的具体成分与功效。据艾瑞咨询，目前产品成分与功效是消费者在购买美妆护肤品时考虑的第一因素。产品的推广都是围绕消费者需求变化的，当前的新一代消费者的美妆消费理念在新媒体时代的消费教育下已经极为成熟。

从目前热度较高的功效护肤来看，微生态护肤和有效成分玻尿酸均已在消费者人群中形成一定的认知。微生态护肤随着前期在海外品牌中的应用所为大家熟知，SK-II 神仙水、雅诗兰黛第一代“小棕瓶”都是微生态护肤的代表产品，国内品牌瑗尔博士也是直接定位于“微生态科学护肤”；而玻尿酸通过前期医美专业机构的长时间消费者教育，已经在中高端消费人群中建立了较高品类认知度，因此从B端（医美）向C端化（化妆品）切入也相对顺利，润百颜、颐莲、夸迪等以玻尿酸为主打护理成分的国产品牌也应运而生。

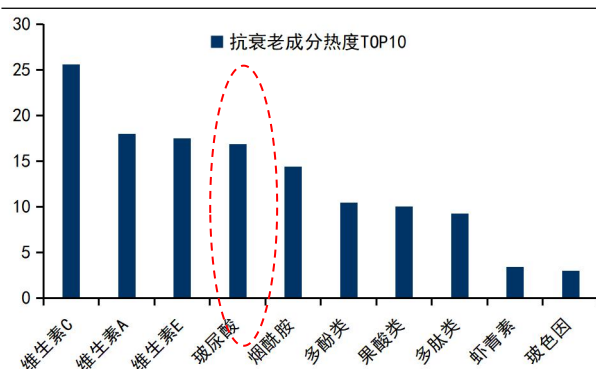
图 22：消费者关注的微生态成分排名



注：序号代表消费者关注度排名

资料来源：美丽修行大数据平台报告《从美修大数据看微生态护肤》、国信证券经济研究所整理

图 23：功效成分热度 TOP10



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

行业趋势二：流量成本快速上升倒逼品牌商发展多元化渠道运营能力

对品牌商跨平台运营能力提出了更高的要求。当前流量投放效率呈现行业下降趋势，竞争不断加剧，相应的投放成本也水涨船高，蓝海的社媒营销正在逐步进入

红海市场。同时去年以来美妆行业的早期投融资也有所遇冷，少数的融资项目主要也以中后期项目为主，新锐品牌融资热潮降温。企业首先需要成熟的团队支撑：搭建和完善专业的成熟新媒体平台运营团队，完成碎片化的全链路投放和内容支持；其次需要丰富的武器库积累：根据品牌特质以及推广的产品特点，寻找出推广的爆点，并选取与目标客群画像匹配的平台及 KOL 进行精准投放。

行业趋势三：监管进一步严格化，促进良性竞争

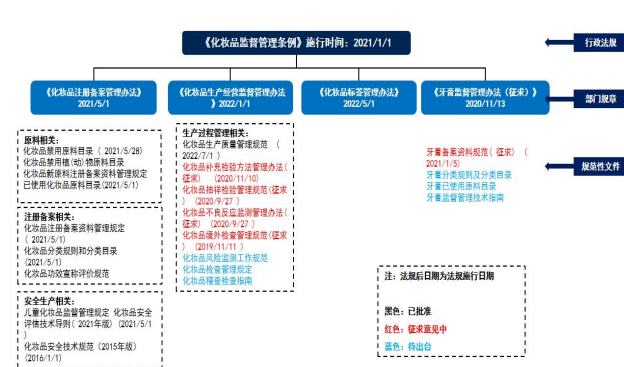
现阶段新的政策监管对于品牌“功效”给出了明确的标准，门槛的建立出清了一批以“功效”为旗号打擦边球的中小品牌，为头部品牌提供良性发展的环境。2021 年是中国化妆品法规变革元年，伴随新条例及配套法规逐步落地，行业进入全面严监管时代。自 2021 年 1 月 1 日起，《化妆品监督管理条例》正式实施，这是自 1989 年之后首次对化妆品相关行业监管规章制度进行的改革；2022 年，伴随多部法规的过渡期将结束，行业将进入科学、严谨、高效的监管新时代。

图 24：以“功效”为核心的产品力建设思路



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 25：化妆品新规出台对行业整体规范化带来帮助



资料来源：聚美丽、青眼、国信证券经济研究所整理

从公司的情况来看，顺应上述的行业发展趋势，并依托福瑞达医药集团强大的研发能力的赋能，鲁商发展目前实现了在玻尿酸护肤、微生态护肤、精准护肤、精油护肤等多个细分护肤领域的突破，分别就此打造了“颐莲”、“瑗尔博士”、“善颜”、“伊帕尔汗”等多个区隔度明显品牌资产。依托于公司积累多年的研发资源储备，近年来适应行业变迁，积极布局功效护肤赛道，并取得了积极的成果。下文我们也将对公司旗下品牌布局做详细展开分析。

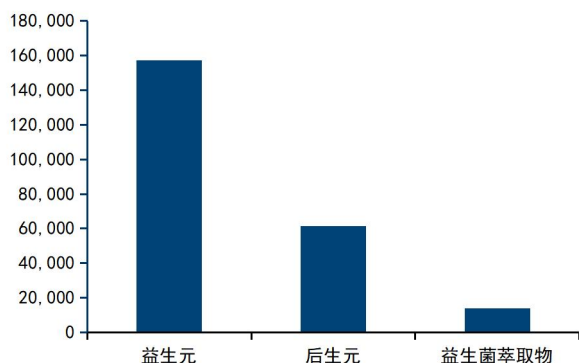
瑗尔博士：国内少有直接定位于“微生态科学护肤”品牌

➤ 微生态护肤行业：复杂度仅次于肠道微生态，皮肤微生态孕育广阔市场前景

皮肤是承载多种菌群的复杂生态系统，皮肤问题多由菌群失衡导致，通过菌群调节可以使皮肤状态恢复健康和美丽。目前，皮肤微生态原料主要包含益生菌、益生元、后生元这三类与微生物相关的原料，能够作用于皮肤从而影响皮肤微生态。

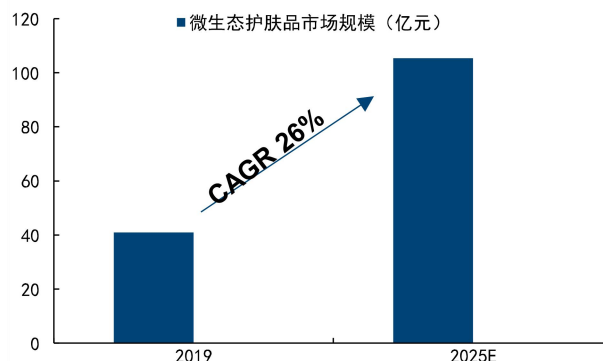
伴随市场教育愈发成熟，皮肤微生态认知度持续提升，市场规模望突破百亿。据美业研究院数据，护肤市场热门概念近一年的销售额中，微生态护肤概念销售额位列第三，达到 87.9 亿元，仅次于敏感肌和光防护概念。据美业研究院预测，2025 年微生态护肤品市场规模将达到 105.4 亿元，2019-2025 年复合增速达 26%。据美丽修行《2021 功效性护肤白皮书》，76%消费者愿意购买微生态护肤产品，16%消费者已经购买并使用微生态护肤产品。

图26：2021年微生物护肤三类原料运用情况（单位：款）



资料来源：美业颜究院、国信证券经济研究所整理

图27：微生态护肤品市场规模及增长情况



资料来源：美业颜究院、国信证券经济研究所整理

竞争格局：国际品牌较早布局，瑗尔博士彰显品牌价值

微生态护肤成分在海外品牌中早有应用，且在近年得到进一步重视。从护肤品的应用层面看，SK-II 神仙水、雅诗兰黛第一代“小棕瓶”都是微生态护肤的代表产品；到2015年后，跨国公司陆续展开对皮肤微生态的研究，2015年资生堂在IFSCC上发布相关研究成果，2016年宝洁注册了含有益生元的护肤品专利，欧莱雅集团2017年发布报告《An Eye on Research》中将皮肤微生态列为四大研发焦点之一，并在2019年应用在皮肤微生态领域，之后兰蔻推出的第二代小黑瓶在对外宣称上就强势主打微生态护肤理念。

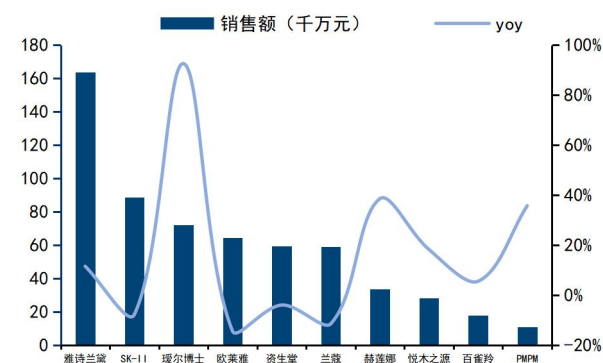
但国内品牌在微生态护肤领域产品目前仍相对较少，瑗尔博士是为数不多的将产品直接定位于“微生态科学护肤”的品牌。据美业颜究院数据，微生态护肤市场销售额TOP5品牌中，仅瑗尔博士为国产品牌，位列第三，其余均为国际大牌。而微生态护肤品在研发层面存在一定壁垒，特别是配方层面尤为关键，单一益生菌或单一益生元往往不能满足所有的需求，需要不同的益生菌或益生元之间配合才能针对不同肌肤问题达到更好针对性效果。而瑗尔博士则凭借着研发的天然优势，以及后续在品牌营销领域积累的先发优势，有望进一步巩固微生态护肤品牌的强消费者认知，未来从而伴随行业需求扩容实现快速发展。

图28：微生态成分在国际大牌中已有应用



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

图29：微生态护肤市场销售额 TOP10 品牌 (2021.8-2022.7)



资料来源：美业颜究院、国信证券经济研究所整理

➤ 瑗尔博士发展历程：国内首个明确定位“微生态护肤”品牌

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，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。品牌依托山东省药科学学院的深厚科研实力，将基础理论研究与创新原料研究相结合，依托核心 MICRO-Balanotic™ 益生菌复合成分，并配合硅烷化透明质酸和神经酰胺共同打造专研微生态科学护肤品牌。同时瑗尔博士还不断加大成分创新，研发出益生菌发酵褐藻、荷叶黄酮等新的核心成分不断强化产品本身功效，增强产品吸引力。

图 30：瑗尔博士发展历史



资料来源：瑗尔博士品牌手册、公司年报、国信证券经济研究所整理

➤ 产品研发：依托福瑞达集团优质研发实力，产品持续升级

如前文所示，依托福瑞达在发酵技术产业研发优势，瑗尔博士基于肠道菌群的研究积累顺势开展皮肤微生态。品牌依托山东药科学院，与上海东方美谷研究院进行皮肤微生态基础研究；并拓展全球科研力量，在以色列成立皮肤微生态实验室；同时联合百名皮肤科医生，发布《皮肤微生态与皮肤健康中国专家共识》，与山东大学、复旦大学等国内高校建立了战略合作。坚持妆药同源理念开发化妆品，构建了“产学研医”全链路。

表 2：瑗尔博士核心科研成分及作用

独家成分	介绍	功能
MICRO-Balanotic™ 益生菌复合成分	涵盖了酵母菌属、木醋杆菌、红茶发酵产通过功能实验发现可以明显降低炎症因子，调节肌肤微生态从而恢复肌肤物 EXDRBIOTIC、透明质酸钠、水解透明质屏障，帮助肌肤恢复抵御力，具备较为显著的细胞修护功能以及较高的抗氧化钠等多种护肤有效成份	氧化能力。
荷叶黄酮	现代药理研究表明荷叶具有抗氧化、提亮肤色等多种生物活性；显著的 DPPH 发明专利号：ZL201510150815.2 自由基清除作用（具有非常好的抗氧化能力）荷叶黄酮微脂脂质包裹技术，模拟人体皮肤细胞磷脂双分子层 有利于活性成分吸收	
益生菌发酵褐藻	利用暹罗芽孢杆菌和植物乳杆菌发酵，产生更多有效成分，能够清除自由发明专利号：ZL201810638230.9 基修护细纹；促进角质细胞合成、纤维细胞的增长；抗初老，促进胶原蛋白的合成	
硅烷化玻尿酸	兼具传统透明质酸超强保湿的优点，同时又改良了传统透明质酸不易渗透发明专利号：ZL201310317104.0 的缺点，应用到护肤品中具有抗降解、强保湿、消除粘湿感以及预防和修复皮肤损伤的作用。	
神经酰胺	皮肤角质层主要成分，强效保湿因子能够抑制角质层细胞间水分蒸发，形成皮肤保护膜；有效控制因紫外线影响升高皮肤温度；减少粉刺、痘痘、过敏菌滋生	

资料来源：瑗尔博士官方天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

瑗尔博士依托多项独家核心成分，不断打造爆款产品，丰富品类矩阵。将前述 MICRO-Balanotic 益生菌复合成分、荷叶黄酮、硅烷化玻尿酸、褐藻等核心成分应用于产品当中，通过对于产品矩阵的不断升级和拓宽，实现量价齐升带动营收快速增长。目前品牌重点储备大单品，**四大爆品益生菌面膜、益生菌水乳、洁颜蜜、反重力水乳销售金额大幅提升**，占比结构持续优化，并推出新品“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。

图 31：瑗尔博士爆款塑造路径



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

注：以上价格为天猫官方旗舰店价格，下同

➤ 渠道：线上线下全面布局、多渠道共同发展

在销售模式上，瑗尔博士品牌采取线上线下全面布局、多渠道共同发展的思路。瑗尔博士将线上客群和线下渠道拆分，在线上产品主打微生态护肤，产品主要面向屏障修复需求。在线下，品牌主要面向 30 岁以上客户，侧重提供抗衰功能护肤品，以增加线下店和社群盈利水平，适配社群营销的需要，**具体来看：**

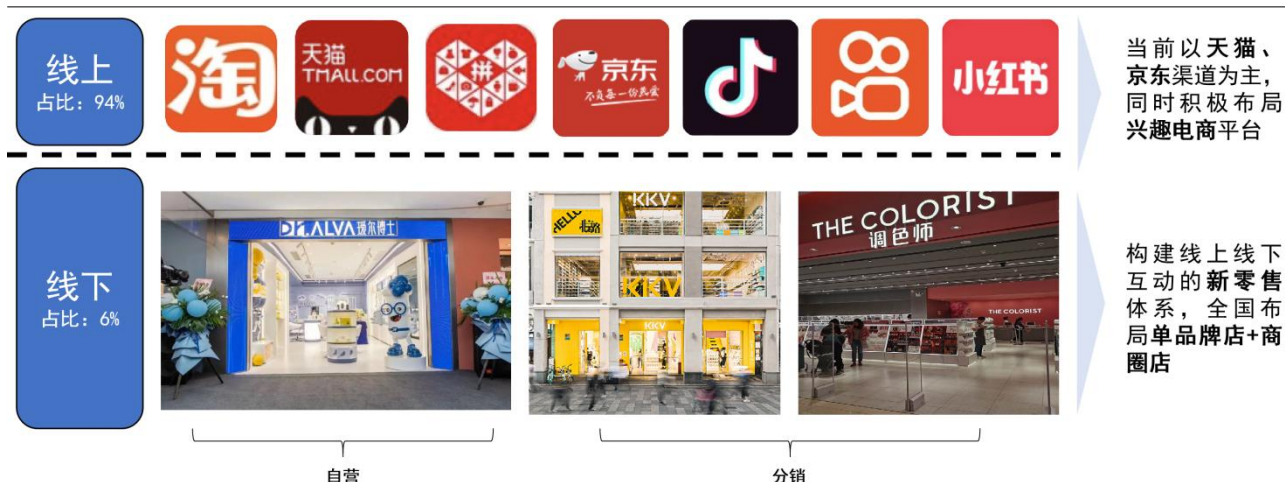
1) **线上渠道（22 年线上占比 93.82%）**：瑗尔博士从 2019 年 7 月从天猫开始布局线上，目前已基本做到全平台覆盖。当前，品牌仍主要以天猫为主，在天猫上采取多爆品策略，不断优化产品结构；同时加大布局直播渠道力度，在抖音上坚持生产深度优质内容，打造品牌知名度。而引入的具备多元化平台能力的腾讯、网创等战投方，未来也有望助力公司在新平台上的加速布局，为品牌长期发展带来

新的增量空间。2022 年双 11 瑗尔博士全渠道销售额同比增长 76.68%，全域总曝光量 12 亿+。其中，天猫旗舰店店铺直播间霸榜新锐美妆 Top1，褐藻专利全线同比增长 100%；抖音渠道同比增长 125.27%；快手渠道同比增长 136.21%。

2) 线下渠道（22 年线下占比 6.18%）：线下构建新零售体系，拟以单品牌店+商圈店布局全国，公司积极入驻屈臣氏、银泰百货等传统商超，以及 KKV、调色师等新零售渠道，目前已经布局超过百余个城市，覆盖全国超过上千个核心商圈。

而单品牌店“瑗尔博士皮肤颜究院”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，目前全国共有门店已突破 300 家，加盟商覆盖全国 53 个城市。公司主要采用加盟扩张方式，加盟费在 6 万元左右，瑗尔博士提供产品、仪器，加盟商负责承担店铺门店、产品补货、日常经营的费用。

图 32：瑗尔博士渠道布局



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

➤ 营销：全网种草、IP 裂变，基于渠道特点做内容打造

精细化营销投放，打造专业形象同时注重流量裂变。1) 通过分层平台打造差异化内容，并利用明星代言人扩大营销范围：品牌紧抓小红书、B 站等社媒平台，在不同平台签约不同类型博主进行差异化内容产出，达到全域种草目的；同时全新升级许凯成为品牌代言人，利用其背后流量拉动品牌销量提升。2022 年双 11 全域总曝光量达 12 亿+。2) 医研品牌共创，与医生合作进行专业化背书。22 年 8 月，由瑗尔博士等联合主办的第三届皮肤微生态大会持续邀请多名业内专家学者及皮肤科医生进行微生态护肤理念推广，共同探讨微生态的最新研究成果、从皮肤医学角度开发相关的产品、法规视角和市场趋势下的微生态护肤相关的理念等内容。3) 与知名 IP 联名，拉进品牌与用户距离：2022 年，瑗尔博士全新升级小黄瓶前导精华和益生菌水乳配方，并推出小黄人联名系列产品，在线上打造微博系列话题，在线下打造小黄人主题微生态护肤科学“实验舱”，配合小黄人“实验舱”快闪活动，进行场景+IP 营销。

图 33: 瑗尔博士冠名的第三届皮肤微生态大会



资料来源: 聚美丽、国信证券经济研究所整理

图 34: 瑗尔博士与小黄人联名前导精华



资料来源: 天猫旗舰店官网、国信证券经济研究所整理

颐莲: 玻尿酸“原液”类护肤产品开创者

颐莲依托福瑞达深厚的玻尿酸研究基础树立产品优势而创立。自 1983 年, 凌沛学带领团队在国内率先发明用生物发酵技术提取玻尿酸后, 福瑞达集团基于对玻尿酸的深入研究进行更广泛应用, 并在 2003 年创立了颐莲品牌, 也是玻尿酸“原液”类护肤产品的开创者。2003-2010 年品牌在线下布局, 2010 年开始入驻电商平台, 同时不断升级玻尿酸相关成分, 研发出硅烷化玻尿酸等专利。2017 年品牌升级核心大单品喷雾, 次年销售额突破 2000 万元。2021 年开始深耕“玻尿酸+”概念, 推出富勒烯精华产品。2022 年已实现 7.10 亿元, 同比增长 10.32%。

图 35: 颐莲发展历史进程

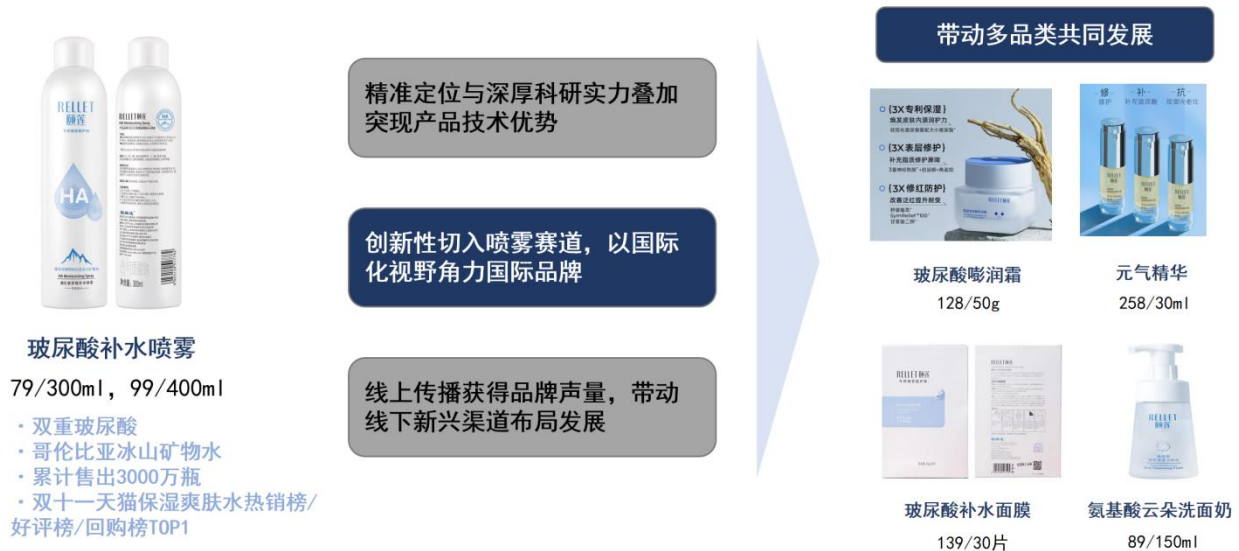


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

➤ 产品端: 把握消费者需求, 打造“玻尿酸+”研发与时俱进

颐莲背靠福瑞达集团在玻尿酸中的深厚研发实力, 不断打造“玻尿酸+”产品。颐莲通过切入喷雾赛道, 将哥伦比亚冰川矿物水与玻尿酸结合, 创造出核心大单品颐莲补水喷雾, 2022 年双 11 全网累计共售出 4000 万+ 瓶, 在天猫连续登上喷雾爽肤水热销榜、加购榜榜首。通过喷雾的消费者认知拉动精华液、水乳等品类同步发展, 双 11 全网累计成交额突破 1 亿元。

图 36：颐莲品牌打造路径



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

玻尿酸经过不断衍化，在最初的保湿补水功能上衍生出抗氧化、抗炎、修复等功能，颐莲顺应形势研究“玻尿酸+”的概念，并不断进行产品线重塑。目前品牌在巩固喷雾大单品的同时，不断拓宽其他品类的空间，比如应用专利成分硅烷化玻尿酸生产出玻尿酸嘭嘭霜，主打保湿修护功能，瞄准 100 元左右价格带的空白期，未来有望成为第二大单品支撑业绩增长；同时探索“玻尿酸+富勒烯”成分创新，目前主要产品为黄金玻尿酸修护面部精华液，通过三大核心成分硅烷化玻尿酸、富勒烯、荷叶黄酮达到抗衰、修护的效果。

表 3：颐莲主要产品及成分情况

产品名	成分	价格/容量
玻尿酸补水喷雾	透明质酸钠、哥伦比亚冰山矿物水	79/300ml, 99/400ml
玻尿酸水光肌原液面膜	5 重玻尿酸、神经酰胺、苦参提取物、益生元、黄岑提取物	99/10 片*28g
玻尿酸补水保湿精华面膜	大分子玻尿酸、小分子玻尿酸、苦参提取物、扭刺仙人掌提取物、玉兰花提取物	98/20 片*25g
颐莲玻尿酸原液	大分子玻尿酸、小分子玻尿酸、甘油、甜菜碱	69/30ml
蜗牛修护霜	玻尿酸、蜗牛粘液、甘草提取物、苦参提取物、积雪草、黄岑提取物	69/50g
颐莲玻尿酸深层补水喷雾	大分子玻尿酸、硅烷化玻尿酸、冰山矿物水	99/300ml
玻尿酸洁面泡	氨基酸、透明质酸钠、硬脂酰谷氨酸二钠、库拉索芦荟	59/150ml
颐莲黄金玻尿酸修护面部精华液	硅烷化玻尿酸、富勒烯、荷叶黄酮	258/30ml
颐莲透明质酸多重修护原液	活性 VC、2%黄金浓度烟酰胺、柠檬酸	128/20g, 188/30g
颐莲氨基酸舒护净透洁颜泡	椰油酰谷氨酸钠、月桂酰肌氨酸钠、辣木籽提取物	89/150ml
玻尿酸深层补水 2.0 喷雾	透明质酸钠、依克多因、海藻糖、甘油、泛醇、甘草酸二钾	99/300ml
分体面膜	5 重玻尿酸、植物精粹、3 重神经酰胺、益生元	99/10 片, 198/20 片
氨基酸净爽平衡洁颜乳洗面奶	玻尿酸、氨基酸	99.9/100g
氨基酸云朵洁面泡沫洗面奶	玻尿酸、氨基酸、辣木籽提取物	89/150ml, 178/300ml

资料来源：天猫、国信证券经济研究所整理

➤ 渠道和营销：线上线下全渠道布局，超头合作快速建立品牌心智

品牌打通全渠道链路，线上联合超头多点种草。具体来看：1) 线上，颐莲目前销售仍以线上为主，2022 年线上收入占比达 92.50%。除深耕天猫、京东等传统电商平台外，颐莲也开拓抖音、快手、小红书、有赞等新媒体渠道，并加大了直播电商布局，直播渠道销售同比提升；2) 线下重视新兴业态渠道：22 年颐莲线下收入占比 7.50%，通过对于线上渠道的补充，增强与消费者之前的粘性。据欧赛斯专访，目前颐莲已进驻调色师、KKV、盒马鲜生、三福、永辉在内的百强连锁超市、CS 门店、便利店等多种零售业态，现已铺货 23 省 3200 多家网点。同时，颐莲还采用创新合作形式，线上采用大客户包销模式，线下加强与优质经销商合作，进行重点区域覆盖。

图 37：颐莲 2022 年双十一战报



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 38：颐莲新零售智能门店模式



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

营销投放方面，颐莲持续更新营销组合并塑造年轻化品牌形象，品牌在抖音、小红书、B 站等社媒平台，不断深化“专研玻尿酸护肤”的品牌形象，并借助知乎平台科普种草夯实品牌地位。2023 年双 11，颐莲×非遗、颐莲×涂鸦、颐莲×100 种喷雾玩法，全域集中式传播引发 UGC 共创内容 3 万+，达成全域曝光 4 亿+，相关搜索量提升 806%。此外，还邀请谭松韵作为品牌代言人，并寻求跨界合作，与非遗扎染一起传承东方美学；与中国航天十二天宫 IP 联名推出“天宫作美”限量定制礼盒等，从多维度全方位等动作赋能品牌势能提升。

图 39：颐莲品牌营销赋能路径



资料来源：公司公告、公司官网、知乎、国信证券经济研究所整理

其他品牌：品牌矩阵持续拓展

1) 善颜：高端量肤定制品牌

定位精准护肤，靶向抗衰。2004 年，基于福瑞达生物护肤方面 20 万东方女性皮肤案例大数据积累和皮肤肌理的研究，推出了善颜品牌进入护肤品私人定制领域，布局高端量肤定制市场。善颜对皮肤进行分型管理，针对女性肌肤的 16 类问题，通过分肌龄、分肌层、分肤质、分早晚、分区域，将皮肤精细化研究，针对六种肌肤类型，研发生产 6 大对应系列产品。目前拥有近百个 SKU，明星产品为善颜舒颜多效修护精华蜜以及善颜透明质酸钠口服液。

➤ 产品力：核心技术加持

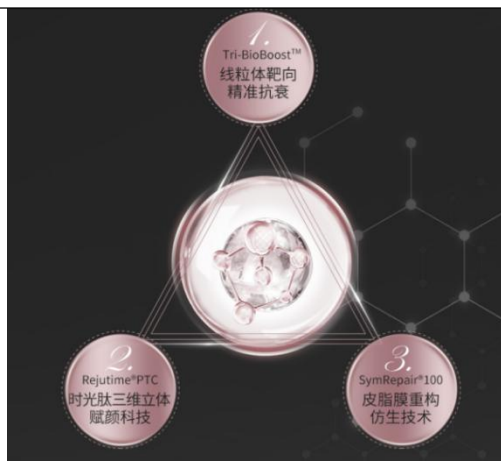
精准护肤引入基因组学、分子生物学、生理学等高精尖科研成果，利用善颜 Tri-BioBoost™ 核心技术，精准靶向激活线粒体，增强人体内源性抗氧化能力，并依托独家的东方女性皮肤数据研究平台及福瑞达功效测评实验室数据，为消费者提供更加科学、精准的定制化皮肤健康管理服务。

➤ 渠道：线下品牌门店为主，线上协同发力

截至目前，善颜已在线下开设超过 100 家肌肤管理中心，目前门店主要集中于济南；消费者需要到线下门店完成皮肤检测，品牌会用调查问卷和仪器检测相结合的方式了解消费者皮肤状态。打造“即时量肤-数据解读-定制护肤方案”精准护肤方式。2023 年双 11 善颜线下济南 13 家门店同步推出 1111 元抢宠爱卡，护肤项目+礼品等 5 大豪礼实力宠粉，定制化服务项目极大提升消费者购物体验。

同时，善颜也在不断探索布局抖音直播渠道，助力品牌建设新渠道；并采取达人种草模式，提高公司善颜品牌的曝光量及人群覆盖率。

图40：善颜三大线粒体靶向精准抗衰老技术



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图41：善颜双11线下门店活动



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

2) 伊帕尔汗：“玻尿酸+”精油品牌

伊帕尔汗品牌 2006 年成立，主要经营精油及精油添加型护肤品及保健理疗产品，产品达 126 种。2020 年，福瑞达收购新疆伊帕尔汗香料股份有限公司，开启了强强联合的新模式。公司依靠“中国薰衣草之乡”新疆伊犁河谷的优越地理位置，其位于伊犁的香料种植基地，种植面积达 8 万多亩，具备原材料优势；其明星产品为太空蓝薰衣草修护精华液和太空蓝薰衣草精油，基于精油消炎、杀菌促进细胞再生，修护肌肤，平衡油脂分泌，改善肌肤状态。

➤ 产品：拓展延伸“玻尿酸+”产业链的重要一环

福瑞达收购伊帕尔汗旨在拓展“玻尿酸+”产业链。福瑞达依靠透明质酸的核心技术，与主打天然精油的伊帕尔汗合作，拓展玻尿酸+精油的产品应用。

➤ 渠道及营销：与壹网壹创战略合作

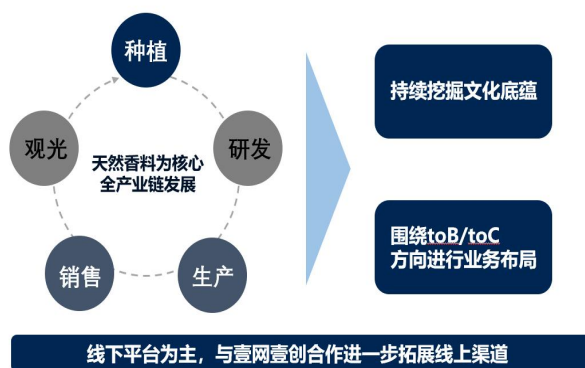
线下端，全国有 300 多家实体店；线上端，目前已与壹网壹创推进战略合作，未来借助壹网壹创在品牌线上运营的丰富经验，伊帕尔汗有望在产品创新以及渠道营销层面积极进展，逐步成长为集团化妆品业务新的增长曲线。

图42：福瑞达-伊帕尔汗明星产品矩阵



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图43：伊帕尔汗品牌发展路径



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

3) 诠润：专注弱敏肌肤健康护理的专业修敏品牌

品牌成立于 2018 年成立，秉承“修复”“安心”“舒适”三大理念，从敏感肌的弱敏阶段介入专业科学的修护方式，以玻尿酸科技为研发核心，调配敏感肌安全修护配方，帮助构建肌肤的表层内衬与屏障，有效修复受损屏障、改善肌肤敏感引起的综合问题、增强肌肤自我调节力。

➤ 产品：涵盖类目齐全，明星产品受广泛好评

诠润目前拥有 5 大系列产品，分别为精华系列、涂抹面膜系列、屏障修护系列、亮肤系列、日用系列，包含水乳、精华、面膜等常见类型，目前价格主要集中在 100-200 元之间，其中 B5 保湿修护精华、透明质酸钠修护面膜、皮脂膜平衡调理水乳深受消费者所喜爱。

图 44：诠润品牌产品矩阵



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

➤ 渠道及业绩：线上销售为主，双 11 爆发式增长

诠润品牌销售渠道以线上销售为主，已入驻天猫/京东/抖音平台，天猫平台方面主要通过头部达人的短视频合作和直播带货拉动销售，经销方面品牌与经销商加强合作，利用经销商能力拓展销售规模。销售业绩方面，2022 年双 11 业绩呈爆发式增长。天猫+抖音官方旗舰店双十一 GMV 超 1100 万，天猫销售额同比增长 94%，抖音销售额同比增长 460%。

4) 海大福瑞达：聚焦医美消费人群的护肤品牌

23 年公司正式推出了海大福瑞达品牌。海大福瑞达以“专注成分、极简护肤”为品牌理念，聚焦医美产业的填充美容、皮肤改善以及术后修复等发展方向，以玻尿酸、重组 100% 人源 III 型胶原蛋白为核心成分，根据不同医美场景与领域推出不同的护肤产品，专注科学护肤。目前公司大力投入研发生产，相关团队已包含 15 名博士，未来仍将不断扩充；同时在产线方面目前已改造升级到制药级和无菌生产级，给产品质量不断提供保证。

➤ 产品：械字号+妆字号双线并行

目前海大福瑞达械字号+妆字号双线并行，以械字号产品（III 类水光针、II 类敷料贴）为切入点，再以赋能妆字号产品，为品牌树立医学 IP。目前，海大福瑞达旗下主推的皮肤科功效水光-微晶水光注活精华，改变了市场其他产品活性成分只能能够渗透入表皮角质层这一问题，因此显效快，而且效果持久。而另一款主打产品-复合重组人源化胶原蛋白贴敷料贴，该产品为械 II 辅料，利用 100% 人源化重组胶原蛋白的优秀特征，吸收效果更好，同时能够刺激生成内源性胶原蛋白，加速创面愈合，实现强修复功效。

图 45：海大福瑞达主要产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

➤ 渠道及营销：线下专业渠道为主阵地

线下方面，以皮肤科修护定制爆款切入，预计 2023 年底建成第一家海大福瑞达医学美容旗舰店，再逐步进入 OTC、医院渠道，以专业赋能线下渠道开拓；线上方面，通过和医生、科普大 V 合作进行专业背书，不断提升消费者对产品的认可度，实现营销破圈，加码品牌影响力。

5) 贝润：坚持功效抗衰美肤，专注高端成分轻医美护肤。贝润通过肽+玻尿酸+高端功效成分组合打造出一系列轻医美抗衰修复护肤品，主打抗初老医美级替代产品。

6) UMT：以“分肤专研·养肤底妆”为品牌核心定位，品牌于 2020 年初创，细分切入底妆市场，基于福瑞达生物发酵技术为依托，创新技术赋能底妆，从原料端，做到妆养合一，让用户成为品牌“素人研发师”，与品牌共创养肤底妆。

7) 心生爱目：眼部护理产品。依托福瑞达三十多年眼部科技，将化妆品理论与药用滴眼液相结合，开发安全、有效的眼护产品。

原料业务：以透明质酸原料为核心，大力发展高附加值业务

公司原料业务主要依托旗下**焦点福瑞达**以及**福瑞达生物科技**开展。其中焦点福瑞达主要以透明质酸原料的生产和应用为核心发展方向，目前主要开展化妆品级以及食品级玻尿酸原料的生产，但医药级产能也在积极建设中；而福瑞达生物科技则以生物发酵原料作为产业化方向，并结合生物合成等技术，主要致力于食品添加剂和化妆品原料的研发、生产和销售。

透明质酸原料行业：多元化需求拉动市场规模提升

透明质酸简称 HA，本质是一种高分子酸性粘多糖，为目前所公认的优秀保湿成分，2%的纯透明质酸水溶液能牢固地保持 98% 水分。透明质酸广泛分布于人体各部位，在机体内显示出多种重要的生理功能，如润滑关节，调节血管壁的通透性，调节蛋白质，水电解质扩散及运转，促进创伤愈合等。目前来说能够通过动物组织提取、生物发酵以及化学合成三种方法生产出透明质酸，但由于原料、工艺等方面限制，目前主流技术仍为微生物发酵法。

表 4：透明质酸原料主要生产方法

类型	优点	缺点	成本	分子量大小	常用领域
动物组织提取法	在动物组织中的分布较为广泛	受原料限制，以复合体形式存在，分离纯化复杂，以及存在动物来源的致病病毒污染的危险	高	200000-2000000 Dalton	医药（眼科）
微生物发酵法	生产规模不受动物原料限制，发酵液中透明质酸以游离状态存在，易于分离纯化，成本低，易于形成规模化工业生产，无动物来源的致病病毒污染的危险等	发酵时间较长，传统化学法技术下结构可能被破坏	较低	先获得大于 2000000Dalton 的透明质酸，再通过化学讲解技术或微生物酶切技术，获得分子量小于 200000Dalton 的透明质酸	医药、化妆品、食品
化学合成	可大大降低透明质酸的制造成本	结构不纯，目前仅在实验室研发阶段	低	小分子	医药、化妆品、食品

资料来源：凌沛学著《透明质酸》、华熙生物公司公告、国信证券研究所整理

◆ 市场规模：应用领域拓宽带动规模持续扩容

由于透明质酸良好的特性以及生产工艺的不断进步，整体市场规模不断增长，预计 2026 年全球市场规模达到 1285 吨。据弗若斯特沙利文统计数据，近年来透明质酸原料的销量持续稳定增长，2017-2021 年总体复合增长率为 14.4%，未来五年在下游需求打开的情况下，预计仍将保持 12%以上的高复合增长率。

分类来看，透明质酸根据用途可以大致分成三类，医药级、化妆品级和食品级。医药级透明质酸一般用于药品治疗或是医疗美容中，由于用途的特殊性，产品性能整体要求较高，需要通过 NMPA 认证才能被使用，因此售价也较高；化妆品级透明质酸主要用于各种化妆品中作为良好的保湿补水成分；而食品级透明质酸主要用于营养补充食品，附加值最低。

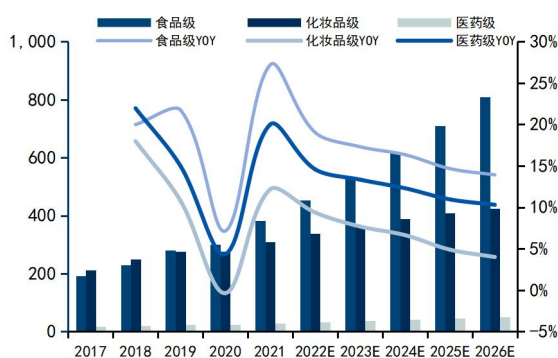
表5：透明质酸主要用途分类

分类（按用途）	用途	主要功能	监管要求	售价
医药级	医疗美容	作为塑形填充剂，用于除皱抗衰	需持有 NMPA 认证	高
	骨科治疗	作为润滑或粘弹剂治疗骨关节疼痛，还可作为减轻刺激、延长药效的载体		
	眼科治疗	作为粘弹剂用于眼科手术		
化妆品级	外敷	透明质酸钠作为一种保湿补水成分，已在化妆品中应用。以涂擦、喷洒或者其他类似方法，施用于皮肤、毛发、指甲、口唇等人体表面，以清洁、保护、修饰、美化为目的的含透明质酸钠产品，不作为药品或者医疗器械管理。该类产品的管理应当参照《化妆品监督管理条例》。		中等
食品级	食品用	2021 年初，卫健委批准透明质酸钠被获批为新食品原料，可应用于普通食品添加。使用范围为乳及乳制品，饮料类，酒类，可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果，冷冻饮品。		低

资料来源：弗若斯特沙利文、国家卫生健康委员会、国信证券研究所整理

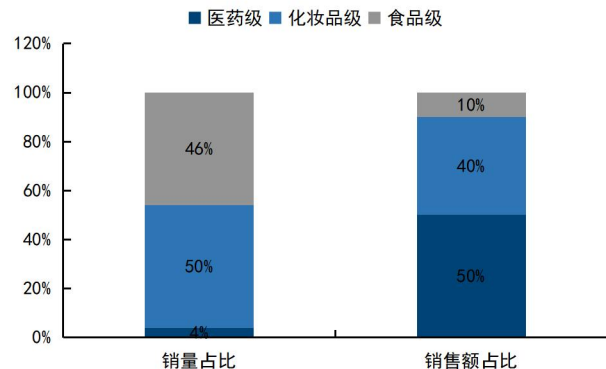
规模方面，2018 年以前化妆品级透明质酸占据整体原料市场半壁江山，而随着消费者对食品认知的强化以及 2021 年透明质酸钠也被获批为新食品原料，食品级透明质酸规模在 2020 年开始超过 50%。根据弗若斯特沙利文，未来五年食品级原料预计仍能保持 16.2% 的高增速；同时医药级原料虽然目前市场规模占比较小，但附加值远远高于其他两个品类，2018 年医药级原料凭借 4% 的销量规模贡献了 50% 的销售额占比，具有显著的利润空间优势。

图46：全球透明质酸原料市场规模及增长情况（吨）



资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

图47：2018 全球各级别透明质酸原料销量&销售额占比



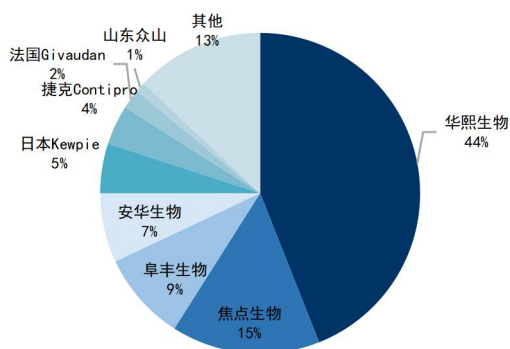
资料来源：Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

◆ 竞争格局：我国是全球透明质酸原料主要生产国，市场规模高速扩张

2021 年全球透明质酸原料市场销量前 5 集中度提升至 80%，前 9 集中度达 87%。据沙利文咨询数据，全球透明质酸原料市场前四均来自中国山东，分别为华熙生物、焦点生物、阜丰生物和安华生物，四家企业占比之和达 75%，成为全球高集中度市场中的龙头企业。

目前来说，华熙生物、安华生物和焦点生物在三个子类原料上皆有布局，华熙生物凭借酶切法等技术革新和产能扩张占据行业龙头地位，阜丰生物以化妆品级和食品级原料为主，昊海生科以化妆品级和医药级原料为主，并在医美透明质酸原料和终端产品上都已有良好布局；东辰生物主攻化妆品级原料。

图 48：2021 年全球透明质酸市占率



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

焦点福瑞达：依托科研成果进步实现产品多点开花

焦点福瑞达依托多年在透明质酸行业积累的研发实力，不断改进玻尿酸生产方式，提升生产效率和产品纯度。从 1987 年使用生化提取法制备；到 1992 年改用生物发酵法提高大规模生产效率；再到现在运用合成生物学手段构建玻尿酸高产菌株，进一步提高发酵产率。福瑞达一直从科技创新的角度不断提高自身竞争力。

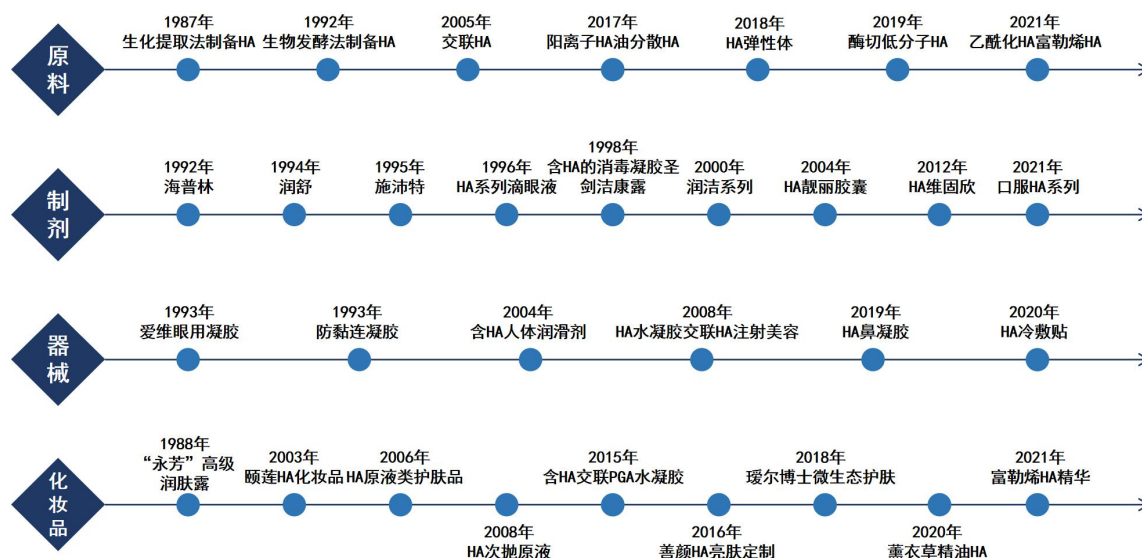
表 6：透明质酸相关专利

专利号	专利申请日	专利名称
ZL202110767111.5	2021.07.07	一种连续制备酶切超低分子量透明质酸或其他盐的方法
ZL202110685337.0	2021.06.21	一种多糖类皮肤微生态化妆品的制备方法
ZL202110427110.6	2021.04.21	一种乙酰化透明质酸钠的制备方法
ZL201810432965.6	2018.05.08	一种低分子透明质酸钠制备工艺
ZL201810433635.9	2018.05.08	一种耐高渗菌的驯化及提高透明质酸产量的生产方法
ZL201810428378.X	2018.05.07	一种利用植物蛋白胨生产医药级透明质酸钠的方法
ZL201810428379.4	2018.05.07	一种透明质酸钠清洁生产的水循环系统
ZL200310105550.1	2003.11.28	一种检测玻璃酸钠原料的细菌内毒素含量的方法

资料来源：焦点福瑞达公司官网、国信证券研究所整理

同时多条线发展透明质酸产品系列，相关产品应运而出。原料方面，从一开始的生化提取法到现在的酶切技术制备出低分子 HA，并不断扩充品类，制造出乙酰化 HA 和富勒烯 HA 等独家产品；制剂方面，公司接连推出润舒、施沛特、润洁等知名品牌，并于 2021 年推出口服系列产品；器械方面，从爱维眼用凝胶与防黏连凝胶开始，到 2004 年的含 HA 人体润滑剂，再到 2008 年的注射美容产品，福瑞达不断拓宽自身涉足领域，提高市场竞争力；化妆品方面，从 1998 年首次推出“永芳”润肤露，不断扩充品牌矩阵，目前已形成“4+N”多品牌布局。

图 49: 福瑞达透明质酸 HA 产品发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

◆ 发挥透明质酸龙头优势，布局高附加值医药原料

焦点福瑞达系国内透明质酸原料生产龙头，当前拥有食品级和化妆品级透明质酸共计 420 吨/年的产能，以及 520 吨/年医药级透明质酸项目正在建设当中，未来产能有望陆续释放。2021 公司旗下的焦点福瑞达在全球透明质酸原料市场市占率位列第二，超过 15%。目前公司已取得《医疗器械生产许可证》《食品生产许可证》及玻璃酸钠原料药《药品生产许可证》。

焦点福瑞达生产的玻尿酸原料以食品和化妆品应用为主，19 年开发建设年产 520 吨医药级玻尿酸项目，目前已经获取批证。一方面，医药级透明质酸价格远高于化妆品级和食品级玻尿酸价格，高附加值的医药级玻尿酸产能释放能够增强公司盈利水平；另一方面，据沙利文咨询，2021 年医药级透明质酸原料中国企业出口均价在 2700-27000 美元/KG，而海外企业医药级透明质酸原料价格为 7000-50000 美元/KG，因此若产能释放，公司可凭借价格竞争力快速抢占市场份额。

表 7: 焦点福瑞达新产能建设情况

建设项目名称	总投资（万元）	主要产品及预计产品规模	建设日期
年产 520 吨医药级透明质酸钠项目一期	51000	医药级透明质酸钠——260 吨/年	2019-7 至 2020-6
年产 520 吨医药级透明质酸钠项目二期		医药级透明质酸钠——260 吨/年	2021-9 至 2022-12
透明质酸钠医用级冷敷贴、医用级液体敷料项目	3000	医用冷敷贴——1 亿贴/年 次抛液体敷料——1 亿支/年 医用液体敷料——2000 万支/年	2019-12 起始
年产 200 吨透明质酸钠技改及年产 20 吨滴眼液级透明质酸钠项目	8500	化妆品级透明质酸钠——200 吨/年（新增 140 吨/年） 滴眼液级透明质酸——20 吨/年	2020-2 至 2020-8

资料来源：曲阜市人民政府、国信证券经济研究所整理

与透明质酸全球龙头公司华熙生物相比来看，焦点福瑞达作为仅次于华熙的透明质酸原料公司，2021 年市占率达 15%，离龙头华熙的 44% 还有一定差距。这和公司目前产能布局有一定关系，目前华熙生物年产 770 吨，而焦点目前 420 吨产能均为食品级和化妆品级，520 吨医药级还在产线建设中，随着未来相关产能逐步

释放，公司将凭借高附加值医药级原料实现营收快速增长。

表8：2021年焦点福瑞达和华熙生物透明质酸原料业务比较

公司	全球市占率	化妆品级透明质酸	食品级透明质酸	医药级透明质酸	产能	未来扩产产能
焦点福瑞达	15%	围绕“玻尿酸+”	以口服玻尿酸为主	取得《药品生产许可证》，注册手续办理中	420 吨	520 吨（医药级）
华熙生物	44%	研发透明质酸衍生物或与其他生物活性物组合	涉及水、食品、果饮	已投产，存在稳定客户	470 吨	300 吨

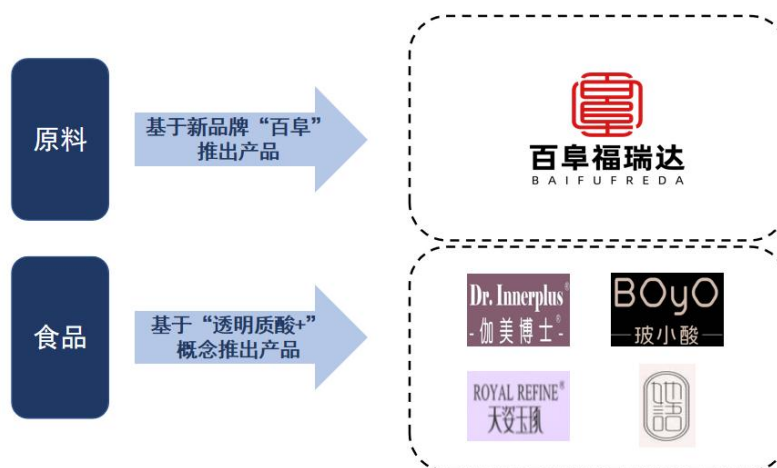
资料来源：公司官网、国信证券研究所整理

◆ 围绕“透明质酸+”，发力终端食品赛道

原料业务方面，焦点福瑞达推出新品牌“百阜”，并推出百阜化妆品级透明质酸、百阜焕活小分子、百阜麦角硫因 3 款原料新品，持续丰富玻尿酸产品内涵功能化创新，以推进透明质酸绿色生产、高品质制备和产品链的衍生开发。

食品方面，基于 2021 年食品级玻尿酸应用的放开，焦点福瑞达加大食品级品牌建设，以口服玻尿酸为市场导向，布局终端食品赛道。2021 年 1 月焦点福瑞达推出第一款透明质酸钠饮品“天姿玉琢”，此后围绕“透明质酸+”概念，不断拓展产品矩阵，开发出“玻小酸”、“酒和 ta”、“她语果酒”、“迦美博士”、“21Beauty”、“HENTIME 时空纪”、“凌丹”等透明质酸钠食品产品。

图 50：焦点福瑞达业务品牌矩阵



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

福瑞达生物科技：专研高科技生物发酵产品开发

基于合成生物技术、代谢工程、发酵工程等核心技术，公司大力发展原料业务，其中福瑞达生物科技以生物发酵原料作为产业化方向。主要致力于食品添加剂和化妆品原料的研发、生产和销售，目前产品已通过了 ISO9001、ISO22000、FDA、BRC、犹太和清真认证。

◆ 福瑞达生物科技以生物发酵为底层基础，并同时大力发展生物合成技术

通过基因工程等技术定向改造微生物，使其在发酵过程中能够生产出我们所需特定物质，并实现生产的速度和纯度上的大大提高。生物发酵正是福瑞达生物科技的主攻方向。福瑞达生物科技以山东省药学院为技术依托，进行高科技生物发酵产品的开发。先后获评山东省企业认定技术中心、山东省生物保湿剂工程技

术研究中心、山东省生物防腐剂工程研究中心。近年来，福瑞达生物科技研发中心先后承担国家“十一五”科技支撑计划、山东省科技发展计划等省部级课题 20 余项，累计发表文章 30 余篇，申请发明专利 10 余项。

福瑞达生物科技主要致力于食品添加剂和化妆品原料的研发、生产和销售。化妆品功效原料方面，目前已推出玻瑞因（羟丙基四氢吡喃三醇）、依克多因、聚谷氨酸钠、积雪草提取物、乳酸杆菌发酵溶胞产物、小球藻发酵产物、酵母菌发酵产物滤液和大豆提取物发酵产物滤液等原料。食品添加剂方面，主要产品有纳他霉素、乳酸链球菌素、普鲁兰多糖和可溶纳他霉素等，其中纳他霉素市场占有率在 40% 以上。目前公司现代化生产基地占地面积 218 亩，目前已建成年产 100 吨纳他霉素、100 吨乳酸链球菌素、100 吨聚谷氨酸和 100 吨普鲁兰糖等生产线。

表9：福瑞达生物科技主要原料介绍

	名称	简介
食品添加剂	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。
	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，因此它不影响酸奶、奶酪、生火腿、干香肠的自然成熟过程。
	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。
	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。
	γ-聚谷氨酸	聚谷氨酸（γ-PGA），又称纳豆胶，在纳豆中发现的一种大分子聚合物。水溶性好，具有良好的保水能力，肤感滑而不腻。高分子聚谷氨酸可以长效保湿、改良肤感，长时保湿性能是透明质酸的“升级版”，抑制透明质酸酶活性，产生保湿因子 NMf，可以长时间保持皮肤弹性，具有爽滑的肤感，可单独使用，也可以与透明质酸复配，改善透明质酸的黏腻肤感。低分子聚谷氨酸可以美肤亮白，全效保湿、温和抑制酪氨酸酶活性，减少黑色素产生，抗氧化和色素沉着，深层保湿，使皮肤具有光感，可以应用于面膜、膏霜、乳液、精华、洗面奶、洗护发等产品中。
化妆品原料	普鲁兰多糖	普鲁兰多糖是由微生物发酵产生的高分子生物多糖，具有良好的成膜性，其水溶液具有良好的黏着性和泡沫稳定性，使普鲁兰多糖可广泛应用于护肤，护发，彩妆和面部清洁等化妆品中。
	四氢甲基嘧啶羧酸	依克多因（四氢甲基嘧啶羧酸）是经福瑞达专研发酵技术获得的一种环状的氨基酸衍生物。它被发现于极端环境下的高嗜盐菌中，是极端环境中微生物赖以生存的物质。它可以高效束缚周围的水分子，在细胞膜表面形成保护层，充分保护胞内物质。依克多因具有保湿修护舒缓作用，广泛应用于各类化妆品配方中。
	羟丙基四氢吡喃三醇	玻色因是一种具有抗衰老功效的糖衍生物。它能有效促进细胞外基质中糖胺聚糖（GAG，如透明质酸）的产生，增加皮肤细胞间水含量。玻色因还能促进胶原蛋白的合成，使皮肤重现饱满，紧致有弹性。功效特点：1、促进糖胺聚糖的合成，增加皮肤细胞间水含量。2、促进胶原蛋白 I、III、IV 和 VII 的合成，帮助表皮与真皮紧密联结，维持真皮弹性。
	玫瑰纯露	玫瑰纯露是指玫瑰花通过水蒸馏法，水油分离得到的产物，成份天然，香味清淡。玫瑰纯露被称作“水精油”，具有补充水分、清除自由基，增强细胞活性、对酪氨酸酶也有一定的抑制作用，可以辅助美白。
	积雪草提取物	积雪草（别名：雷公根）又称铜钱草、马蹄草，是伞形科积雪草属的一种多年生植物，蕴含四种活性成分—积雪草酸、羟基积雪草酸、积雪草苷、羟基积雪草苷，具有良好的抗菌作用，同时也可以修护，舒缓受损肌肤。
	留兰香叶油	留兰香，又称绿薄荷、野薄荷，是一种经济价值极高的香料及药用草本植物，提炼的留兰香精油是日化、日化品中常见的添加剂。精油中的主要成分是 L-香芹酮，具有抑菌、抗炎和抗氧化等功效。
	留兰香纯露	留兰香纯露是从留兰香中提取精油时分离出的油水混合物，其中留兰香精油的含量约为 0.6%，具有抑菌和保湿等功效。
	二裂酵母发酵产物滤液	二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、修护皮肤屏障。
	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。
	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	类蛇毒肽	类蛇毒肽（二肽二氨基丁酰苯基酰胺二乙酸盐）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。
	普鲁兰多糖	普鲁兰多糖在健康原料方面起到的主要用途是胶囊，包衣。
	γ-氨基丁酸	γ-氨基丁酸（γ-aminobutyric acid, GABA）是一种氨基酸，作为动物中枢神经系统内重要的抑制性神经递质，它可与 GABAA 受体结合，降低细胞兴奋度。GABA 可以影响心率和血压，用于镇静和抗焦虑治疗，它还具有松弛肌肉，抗衰老等生理活性。目前 GABA 已被广泛应用于保健品和化妆品中。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

同时公司也在积极探索合成生物技术。2022 年总部合成生物学研发中心建立，相应专家论证会确定核心定位。2022 年上半年福瑞达医药集团投资建立总部合成生物学研发中心，预计 2022 年下半年投入使用；并于 2022 年 7 月 29 日召开合成生物学与生物制造技术创新中心专家论证会，国际欧亚科学院院士凌沛学教授、国家糖工程技术研究中心副主任王凤山教授等专家就定位与研究方向、团队顶层设计、管理体制与运行机制等进行专题论证，确保未来对公司相关产业产品创新、技术进步、人才培养等提供强有力技术支撑，实现高质量、跨越式发展。

◆ 合成生物技术：“第三次生物技术革命”，市场前景广阔

整体来看，化妆品原料开发技术一共有四大类型，分别为化学合成、生物提取、生物发酵，以及生物合成。其中合成生物技术是近年来行业重点发展的方向。

表 10：目前主要化妆品原料开发路径

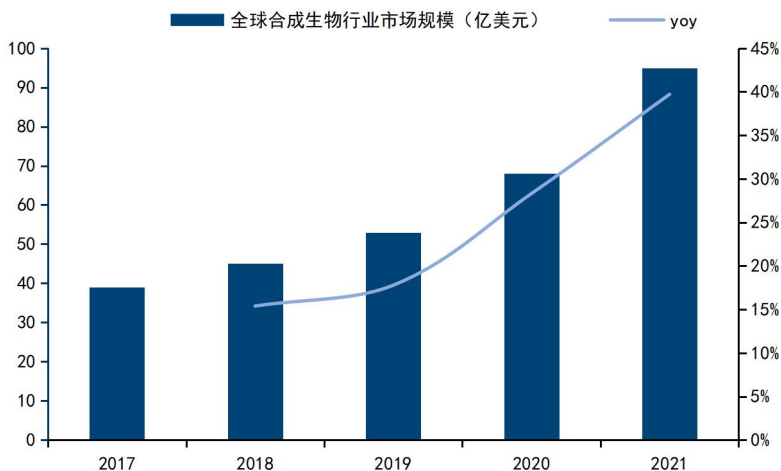
	生物提取	化学合成	生物发酵	合成生物
定义	利用强酸、超临界流体、生物酶、超声波等方式，提取天然动植物中的有效成分	将大宗原材料通过一系列化学反应合成具备特殊功能的化合物	利用微生物，在适宜的条件下，将原料经过特定的代谢途径转化为，得到目标产物	通过基因工程等技术定向改造微生物，合成具有成本规模优势的产品
产量	低	高	较高	高
成本	高	高	较高	低
技术手段	较成熟	成熟	较成熟	早期
原料来源	再生材料	石化基	再生材料	再生材料

资料来源：聚美丽，国信证券经济研究所整理

合成生物技术是对天然或人工生物元器件进行设计组合，获得重构或非天然的新生命系统的技术。目前来说，合成生物主要通过改造微生物，来实现产业化规模化，一方面提高物质转化和能量利用效率，能够实现大幅度降本增效；另一方面能够保证生产过程中的绿色优势，符合当下 ESG 投资理念。

近几年，合成生物技术高速发展，市场规模实现爆发式增长。据 Super Lab 的统计显示，2021 年全球合成生物行业市场规模达到 95 亿美元，同比增长 39.7%，2017-2021 年复合增长率为 24.9%。据 Markets and Markets 数据预计，2021-2026 年全球合成生物年复合增长率将提升至 26.4%，呈现高速增长态势。另一方面，大量资本也不断入驻合成生物领域，据 SynbioBeta 数据，2021 年全球合成生物学行业融资总额约 180 亿美元，是 2020 年的 2.3 倍，约为 2018 年的 4 倍。

图 51: 全球合成生物行业市场规模（亿美元）



资料来源：健康界、CB Insights、Super Lab、Markets and Markets、国信证券经济研究所整理

而把目光聚焦到国内市场，据 DeepTech 数据显示，2021 年中国合成生物学市场规模约为 64.16 亿美元，同比增长 158.9%。而同时政策方面，国家也在大力支持合成生物的发展。《“十四五”生物经济发展规划》指出瞄准合成生物学等前沿领域，实施国家重大科技项目和重点研发计划，推动合成生物学技术创新，突破生物制造菌种计算设计、高通量筛选、高效表达、精准调控等关键技术。同时多个省市也推出“十四五”科技创新规划，推进合成生物学技术发展突破。

表 11: 合成生物学相关政策

文件名	发布时间	发布机构	相关内容
《“十三五”国家科技创新规划》	2016.07	国务院	加快推进合成生物技术等生命科学前沿关键技术突破，加强生物产业发展及生命科学研究核心关键装备研发，提升我国生物技术前沿领域原创水平，抢占国际生物技术竞争制高点
《海南省“十四五”科技创新规划》	2021.06	海南省人民政府办公厅	把握新一轮生物科技革命机遇，以保障人民生命健康需求为导向，聚焦合成生物、再生医学、微生物组、新型治疗等前沿技术研发
《天津市科技创新“十四五”规划》	2021.08	天津市人民政府办公厅	重点发展新一代 DNA 合成、基因编辑、蛋白质元件人工设计、基因线路设计、数字细胞建模与模拟、底盘细胞设计优化、人工基因组合成与组装等技术研究。设计构建高值化合物、天然产物等的生物合成途径，重点支持基于合成生物技术的生物传感与环境修复、二氧化碳生物利用、重大疾病诊断治疗、DNA 信息存储等技术开发
《广东省科技创新“十四五”规划》	2021.10	广东省人民政府	在生命科学领域，加快建设合成生物研究重大科技基础设施；基础研究突出原创，持续大力支持合成生物学等重点领域；构建重大人工生物体系，推动合成生物技术在工业生物智造、疾病诊疗、环境安全、能源安全与国家安全等领域的颠覆性前沿技术创新与工程化应用
《甘肃省“十四五”科技创新规划》	2021.10	甘肃省人民政府办公厅	围绕数学、合成生物学等新兴、综合交叉学科，布局建设一批省级重点实验室
《“十四五”生物经济发展规划》	2021.12	国家发展改革委	加强原创性、引领性基础研究，瞄准合成生物学等前沿领域，实施国家重大科技项目和重点研发计划。推动合成生物学技术创新，突破生物制造菌种计算设计、高通量筛选、高效表达、精准调控等关键技术，有序推动在新药开发、疾病治疗、农业生产等领域应用

资料来源：中国人民政府网、国家发展改革委官网、国信证券研究所整理

生物制药业务：中药+玻璃酸钠药品双驱动

公司的生物制药业务主要依托于子公司明仁福瑞达以及参股公司博士伦福瑞达进行开展。其中明仁福瑞达主要专注于中药药品等研发、生产与销售。而博士伦福瑞达则主要专注于玻璃酸钠在眼科、外科、皮肤科及内科等系列药品的开发应用和销售。

整体来看，公司在生物制药领域已有多年的布局。1994年，凌沛学和他的团队首创将透明质酸作为给药系统的媒介并推出国内首款含有透明质酸的滴眼液“润舒”，逐渐开始应用玻尿酸到眼科类、眼科手术、医美类等。

明仁福瑞达：布局中医药全产业链，部分成为防疫推荐药品

公司前身山东大正药业集团成立于1998年，2004年山东福瑞达医药集团公司作为控股股东进入明仁福瑞达。明仁福瑞达以中药药品为主，推进“中药全链条+多元化”高质量发展。现有20个独家产品，101个产品文号，产品涵盖骨科、妇科、内科、眼科、儿科五大领域，包括“明仁颈痛系列”、“小儿解感颗粒”等多个知名药品。目前明仁福瑞达依托药品为核心，不断加快中医药全产业链布局，且功能性食品销售增长明显，成为医药板块的有利补充，并对外合作成立艾草健康产品平台，围绕产业链打造“艾健康”系列终端产品。

研发方面，目前公司拥有2000多平方米的研究实验室，配备了先进的试验设备，先后主持和承担了国家及省部级科研课题20项，获国家授权发明专利18项，实用新型专利9项，外观设计专利11项，所有授权的专利已成功转化为实际产品，转化率100%，目前公司年研发投入超过6%。

产能方面，目前公司拥有近10个中药材种植基地、9000平米智能化提取车间、多条现代化生产线，且通过了国家新版药品GMP认证、保健食品GMP认证。目前公司每年可生产颗粒剂1亿袋、胶囊剂20亿粒、片剂20亿片、软膏剂和凝胶剂5000万支、膏药500万贴。

重点产品方面，公司的颈痛系列是国家唯一治疗神经根型颈椎病的系列中成药，入选了山东省火炬计划，被列为国家重点新产品。公司的小儿解感颗粒、通宣理肺胶囊、四季感冒片/胶囊3款产品入选《新冠病毒感染者用药目录》。

表 12: 明仁福瑞达主要药品及用途

项目	产品	功效及用途
感冒	小明仁®小儿解感颗粒	儿童感冒专用中成药，清热解表，消炎止咳。先后于 2020 年 2 月和 2022 年 12 月两次被山东省卫健委推荐为儿童感冒常用药，先后创新柴胡挥发油环糊精包结技术、醇沉精制及一步制粒技术等多项关键技术
	明仁®通宣理肺胶囊	解表散寒、宣肺止咳。2022 年 12 月 10 日被列为国家中医药管理局《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》中的推荐用药，用于咳嗽明显的新冠病毒感染者
	明仁®四季感冒片/胶囊	清热解表。于 2022 年 12 月 10 日被列为国家中医药管理局《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》中的推荐用药，用于成人治疗方案中的发热、恶风寒、肌肉酸痛、咽干咽痛、乏力、或鼻塞流涕、或咳嗽的新冠病毒感染者
	明仁®感冒咳嗽片/颗粒	用于感冒发热，头痛、咳嗽
骨科	明仁®感冒止咳合剂	用于风热感冒，见有发热恶风，头痛鼻塞，咽喉肿痛，咳嗽，周身不适
	明仁®喘嗽宁胶囊	用于支气管哮喘，喘息型支气管炎，肺气肿，肺心病早期
	明仁®颈痛颗粒/片/胶囊	用于神经根型颈椎病属血瘀气滞、脉络闭阻证。症见：颈肩及上肢疼痛，发僵或窜麻、窜痛
	维固康牌维固欣片/胶囊	保健功能：增加骨密度
	力虎®麝香壮骨膏	用于风湿痛，关节痛，腰痛，神经痛，肌肉酸痛，扭伤，挫伤
	明仁®东方活血膏	用于风寒湿痹所致的肩臂腰腿疼痛、肢体麻木
外用膏药	力虎®舒腹贴膏	用于胃脘痛，腹痛腹胀，恶心，呕吐，食欲不振，肠鸣腹泻，小儿泄泻
	力虎®伤湿祛痛膏	用于头痛、风湿痛、神经痛、扭伤及肌肉酸痛
	力虎®消炎镇痛膏	用于神经痛，风湿痛，肩痛，扭伤，关节痛，肌肉疼痛等
	力虎®复方牵正膏	用于风邪中络，口眼歪斜，肌肉麻木，筋骨疼痛
降糖脑血栓	力虎®关节止痛膏	用于寒湿瘀阻经络所致风湿关节痛及关节扭伤
	明仁®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 2 型糖尿病患者，本品可单独用药，也可与磺酰脲类或胰岛素合用
	明仁®盐酸二甲双胍片	用于单纯饮食控制不满意的 II 型糖尿病病人，尤其是肥胖和伴高胰岛素血症者，用本药不但有降血糖作用，还可减轻体重和高胰岛素血症的效果。对某些磺酰脲类疗效差的患者可奏效，如与磺酰脲类、小肠糖苷酶抑制剂或噻唑烷二酮类降糖药合用，较分别单用的效果更好。亦可用于胰岛素治疗的患者，以减少胰岛素用量
	明仁®尼莫地平片	适用于各种原因的蛛网膜下隙出血后的脑血管痉挛和急性脑血管病恢复期的血液循环改善
妇科	明仁®平渴颗粒	用于气阴两虚证糖尿病的辅助治疗，可改善口渴多饮，多食易饥，尿频量多，倦怠乏力等症状
	明仁®盆炎净片	用于湿热下注，白带过多
	明仁®更年灵片/胶囊	用于妇女更年期综合症属阴阳两虚者
	明仁®产妇产安颗粒	用于产后血瘀腹痛，恶露不尽
补益	明仁®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，头晕目眩，腰膝酸软，心悸气短，健忘失眠
	明仁®灵芝双参口服液	适用于气血两亏，心神不宁证，症见心悸，怔忡、腰膝酸软、失眠健忘；对神经衰弱有辅助治疗作用
	明仁®杞菊地黄口服液	用于肝肾阴亏的眩晕、耳鸣、目涩畏光、视物昏花
	明仁®扶元口服液	适用于气血两亏，心神不宁证，症见心悸，怔忡、腰膝酸软、失眠健忘；对神经衰弱有辅助治疗作用

资料来源：公司官网、国信证券研究所整理

中药行业销售逐步复苏，同时受政策大力支持，迎来发展机遇期

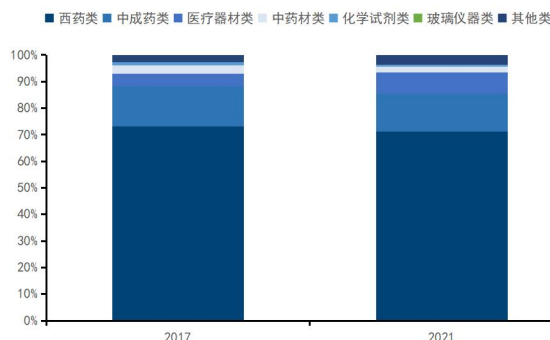
药品流通市场规模正稳步增长，2021 年增速已恢复到疫情前水平。根据商务部发布的《2021 年药品流通行业运行统计分析报告》，目前药品流通市场的规模正快速增长。2021 年全国七大类医药商品销售总额为 26064 亿元，同比增长 8.5%。增速与 2019 年基本保持一致，已恢复至疫情前增速水平。而从细分品类来看，目前仍以西药类为主导，占比超 70%。但 2021 年我国中药相关药类（中成药类+中药材类）销售额占比达 16.6%，较 2020 年提升 0.2%。

图52：我国药品终端销售额（亿元）



资料来源：商务部《2021年药品流通行业运行统计分析报告》、国信证券经济研究所整理

图53：2020、2021年我国不同类别药品销售额占比



资料来源：商务部《2021年药品流通行业运行统计分析报告》、国信证券经济研究所整理

同时，中药相关政策频出，中医药振兴成为近期主要发展方向。2016年国务院《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》文件提出“2020年中药工业总产值占医药工业总产值30%以上”的目标，表明中医药产业将成为国民经济重要支柱之一；2019年中共中央、国务院《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》文件提出加强中医药服务机构建设，以提供覆盖全民和全生命周期的中医药服务；2022年3月国务院办公厅《“十四五”中医药发展规划》文件指出“十四五”期间中医药产业和健康服务业高质量发展，鼓励中药及中药材产业化、商品化和适度规模化发展。

表13：中医药相关政策

文件名	发布时间	发布机构	相关内容
《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》	2016.02	国务院	到2030年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，在治未病中的主导作用、在重大疾病治疗中的协同作用、在疾病康复中的核心作用得到充分发挥；中医药科技水平显著提高，基本形成一支由百名国医大师、万名中医名师、百万中医师、千万职业技能人员组成的中医药人才队伍；公民中医健康文化素养大幅度提升；中医药工业智能化水平迈上新台阶，对经济社会发展的贡献率进一步增强，我国在世界传统医药发展中的引领地位更加巩固，实现中医药继承创新发展、统筹协调发展、生态绿色发展、包容开放发展和人民共享发展，为健康中国建设奠定坚实基础。
《中共中央 国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	2019.10	中共中央、国务院	加强中医药服务机构建设。发挥中医药整体医学和健康医学优势，建成以国家中医医学中心、区域中医医疗中心为龙头，各级各类中医医疗机构和其他医疗机构中医科室为骨干，基层医疗卫生机构为基础，融预防保健、疾病治疗和康复于一体的中医药服务体系，提供覆盖全民和全生命周期的中医药服务。
《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	2020.12	国家药监局	全面落实“四个最严”的要求，促进中药传承创新发展。深化改革，健全符合中药特点国家药监局的审评审批体系。传承精华，注重整体观和中医药原创思维，促进中药守正创新。坚守底线，强化中药质量安全监管。创新发展，推进中药监管体系和监管能力现代化。
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	2021.01	国务院	加强融资渠道支持。积极支持符合条件的中医药企业上市融资和发行公司信用类债券。鼓励社会资本发起设立中医药产业投资基金，加大对中医药产业的长期投资力度。鼓励国务院各级政府依法合规支持融资担保机构加大对中医药领域中小企业银行贷款的担保力度。支持信用服务机构提升中医药行业信用信息归集和加工能力，鼓励金融机构创新金融产品，支持中医药特色发展。
《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	2021.06	卫生健康委	将中医纳入多学科会诊体系。综合医院要在院内会诊管理、多学科诊疗管理等相关制度和流程中明确鼓励中医类别医师参加的要求。各临床科室收治的急危重症和疑难复杂疾病开展多学科会诊时，应当根据病情需要邀请中医类别医师参加。医院组建多学科诊疗团队（MDT）时鼓励中医类别医师加入，共同研究中西医结合治疗方案。
《“十四五”中医药发展规划》	2022.03	国务院办公厅	中医药产业和健康服务业高质量发展取得积极成效。中药材质量水平持续提升，供应保障能力逐步提高，中药注册管理不断优化，中药新药创制活力增强。中医药养生保健服务有序发展，中医药与相关业态持续融合发展。

资料来源：中国政府网、卫生健康委官网、国信证券研究所整理

中医药市场受顶层政策支持发展迅速。在国家政策的支持、居民收入水平的增长以及人民健康意识增强等因素的推动下，我国中医药行业市场规模呈不断增长的趋势。根据弗若斯特沙利文数据显示，2021年我国中医药市场规模达4302亿元，

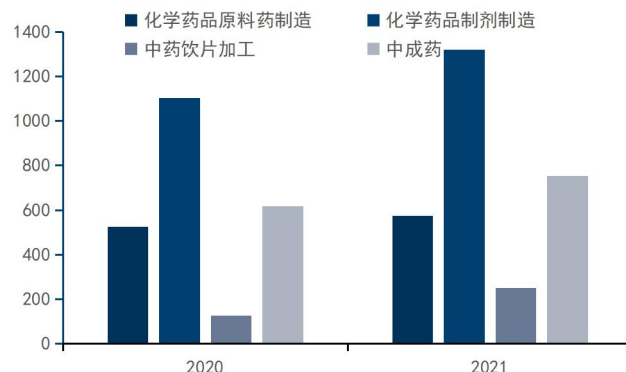
预计 2023 年其市场规模将进一步增加至 4818 亿元。而米内网整理的《2022 年度中国医药市场发展蓝皮书》表明，中药相关板块的利润增速远远好于化学药品板块，尤其中药饮片加工，利润已实现翻倍增长。

图 54：我国中医药市场规模及增速（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图 55：中药相关板块利润增速较高



资料来源：米内网《2022 年度中国医药市场发展蓝皮书》、国信证券经济研究所整理

中医治疗明确纳入新冠病毒感染治疗方案，疫情放开加速中药需求高涨。2023 年 1 月 6 日医疗应急司发布《新型冠状病毒感染诊疗方案（试行第十版）》文件继续涵盖中医治疗方案，认为新冠病毒感染属于中医“疫”病范畴，新冠病毒感染者当在医师指导下使用推荐的中成药，进行居家治疗。治疗方案针对成人或儿童的不同病程阶段提出对应的用药推荐。

表 14：《新型冠状病毒感染诊疗方案（试行第十版）》推荐用中药

项目	病程阶段	成人用药推荐	儿童用药推荐
中医治疗	轻型	藿香正气胶囊（软胶囊、丸、水、口服液）、疏风解毒胶囊（颗粒）、持续高热不退、神昏谵妄，有重症倾向的，可酌加清肺排毒颗粒、化湿败毒颗粒、宣肺败毒颗粒、散寒化湿颗粒、金花情加用安宫牛黄丸。伴腹泻、呕吐者，加用藿香清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）等正气口服液或藿香正气胶囊（软胶囊、丸）。其	参照成人轻型、中型方案，酌情选用安宫牛黄丸、独参汤等进行加减治疗
	中型	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、清肺排毒颗粒、化湿败毒颗粒具有疏风、解表、清热、化湿、解毒功效类的粒、宣肺败毒颗粒、散寒化湿颗粒等	中成药，可酌情选用
	重型、危重型	清肺排毒颗粒、化湿败毒颗粒、喜炎平注射液、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、参附注射液、生脉注射液、参麦注射液	参照成人重型、危重型方案，酌情选用安宫牛黄丸、独参汤等进行加减治疗

资料来源：医疗应急司《新型冠状病毒感染诊疗方案（试行第十版）》、国信证券研究所整理

博士伦福瑞达：背靠玻璃酸钠药品业务占据行业领先地位

山东博士伦福瑞达为 2005 年美国博士伦公司投资山东正大福瑞达制药有限公司而成立。公司前身山东正大福瑞达制药有限公司成立于 1991 年，致力于生物技术和生化药品的研究开发、生产和销售，在玻璃酸钠系列产品的研究及应用方面达到国际先进水平，荣获国家科技进步二等奖。目前山东博士伦福瑞达主要负责玻璃酸钠药品相关业务，是全国最大的眼科产品生产基地。

目前公司已形成眼科、外科、皮肤科及内科等系列药品。依托于首席科学家凌沛学教授在玻尿酸领域深耕多年的研究成果，1993 年公司首个获批产品“爱维”玻璃酸钠注射液上市，大大缩短了治疗时间和治疗费用，帮助众多白内障患者重见天日；1994 年，在国际上首创将透明质酸作为给药系统的媒介，推出全球首款含有透明质酸的滴眼液“润舒”，用于治疗结膜炎等眼疾；1995 年公司在国内率先开发出透明质酸注射液用于治疗骨关节炎的“施沛特”，该产品年销售额数亿元；1999 年，防止视疲劳的滴眼液“润洁”上市，开创了视疲劳防治的新纪元。同时

目前公司已取得玻璃酸钠原料药《药品生产许可证》，玻璃酸钠原料药销售相关国内外注册手续正在办理中。

表 15：博士伦福瑞达主要药品及用途

项目	产品	功效及用途
非处方药	润洁®蓝装	用于眼疲劳、眼干燥症
	润洁®红装	用于缓解眼睛疲劳、结膜充血以及眼睛发痒等症状
	润洁®萘敏维单支装	用于缓解眼睛疲劳、结膜充血以及眼睛发痒等症状
	润洁®氯化钠单支装	用于暂时性缓解眼部干涩症状
	润洁®黄装	用于缓解因尘埃、感冒、过敏、揉眼、佩戴隐形眼镜、游泳以及眼睛疲劳等引起的眼睛充血、瘙痒、灼热感以及其他刺激症状
	小润洁®儿童装	用于缓解儿童及青少年视疲劳症，如眼痛、眼胀、眼痒、视物模糊、异物感、眼干涩等
	润洁®紫装	用于慢性结膜炎、眦部睑缘炎、眦部结膜炎、春季结膜炎、沙眼
	黄润舒（牛磺酸滴眼液）	用于牛磺酸代谢失调引起的白内障。急性结膜炎、疱疹性结膜炎、病毒性结膜炎的辅助治疗
	学瑞（米诺地尔凝胶）	用于治疗脱发
	立宝舒——人工泪液	作为泪液替代物治疗干眼症
	唯地息——人工泪液	干眼症、泪液分泌减少的替代治疗
	露达舒——抗炎药品	适用于治疗眼睑和球结膜炎、葡萄膜炎、角膜和眼前节的炎症等
	爱维——粘弹剂	眼科手术辅助用品
	海伦——抗细菌	适用于治疗敏感菌引起的细菌性结膜炎、细菌性角膜炎
	科恒——抗细菌抗炎	用于急、慢性结膜炎、角膜炎、巩膜炎、虹膜炎等
处方药	正大捷普——抗病毒	用于单纯疱疹性角膜炎
	真瑞（0.5% 毛果芸香碱滴眼液）——抗青光眼	用于急性闭角型青光眼、慢性闭角型青光眼的治疗，开角型青光眼、继发性青光眼等
	真瑞（2% 毛果芸香碱滴眼液）——抗青光眼	用于青光眼的治疗
	诚瑞——抗青光眼	对原发性开角型青光眼具有良好的降低眼内压疗效
	正瑞——抗干眼	用于治疗舍格林综合症（口、眼、鼻干燥综合症）
	润正——散瞳剂	用于滴眼散瞳和调节麻痹
	卡米可林——缩瞳剂	用于人工晶体植入，白内障摘除，角膜移植等需要缩瞳的眼科手术
	润尔乐——角膜修复	用于角膜炎、角膜溃疡、角膜损伤等
	施沛特	为膝关节关节炎、肩周炎等症的改善药物。用于膝关节关节炎时，膝关节腔内注射；用于肩周炎时，肩关节腔或肩峰下滑囊内注射

资料来源：公司官网、国信证券研究所整理

盈利预测

由于公司目前房地产开发相关业务剥离正顺利进行，且已完成首笔款项交割，因此我们考虑到公司未来将不再从事相关业务，而是聚焦以医药、化妆品等核心业务为主的生物医药相关产品生产销售。因此我们只对剥离地产开发业务后的生物医药化妆品板块营收进行拆分和预测。

假设前提

未来公司药品、化妆品和原料及添加剂业务成为公司业绩主要推动力。公司旗下全资子公司福瑞达医药集团，其控股和参股公司拥有“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“明仁”、“颐莲”、“善颜”、“伊帕尔汗”等多个知名品牌，产品远销北美、欧盟、日韩、东南亚等 80 多个国家和地区。

1) 化妆品：化妆品业务是公司重点发力方向，收入占比逐年提升，公司通过精准把握用户需求和品牌定位，以产品差异化战略，形成公司品牌矩阵，线上线下同步助力品牌推广，不断推进产品研发及科技创新，助力销售实现增长，化妆品各渠道销售涨幅较大，预计 23-25 年化妆品业务营收同比增速为 29.44%/25.85%/22.50%。

2) 药品：生物医药方面，公司建有生物发酵原料、化学合成原料药、药物制剂等生产基地，形成了贯穿生物医药的全产业链集群优势。产品涵盖了骨科、呼吸科、儿科、妇科、内科、皮肤科、眼科、心血管科等多个领域。拥有施沛特、明仁等骨科领域知名品牌。施沛特注射剂是中国骨科关节腔注射治疗 OA、RA 的领导品牌。明仁颈痛系列产品是国家唯一治疗神经根型颈椎病的中成药。同时公司拥有润舒、润洁眼科领域著名品牌。22 年公司，毛利率水平也下滑至 53.00%，主要由于疫情以及原料价格上涨。但随着公司不断加码在中药方面的布局，以及发力于功能性食品、保健食品方面，预计 23-25 年营收同比 16.00%/12.00%/9.00%。

3) 原料及添加剂：公司旗下焦点福瑞达生物股份有限公司目前拥有食品级和化妆品级透明质酸 420 吨/年的产能，520 吨/年医药级透明质酸项目建设当中，预计 23 年下半年能够实现投产。山东焦点福瑞达生物股份有限公司已取得《医疗器械生产许可证》、《食品生产许可证》及玻璃酸钠原料药《药品生产许可证》，正在进行玻璃酸钠原料药的国内外注册手续办理工作。在食品级透明质酸方面，随着 2021 年国家卫健委正式批准透明质酸钠食品级为新食品原料，福瑞达先后推出天姿玉琢、玻小酸、善颜多个系列口服透明质酸钠产品，在天猫、京东等平台销售。22 年原料及添加剂业务实现营收 2.85 亿元，同比增长 0.69%。伴随公司医药级玻尿酸产能进一步释放，预计 23-25 年营收同比为 43.50%/25.07%/22.09%。

据此推算，公司 23-25 年营收分别为 44.35/52.90/62.17 亿元，同比 -65.76%/19.28%/17.53%。具体分拆数据如下表所示：

表 16: 公司核心假设与盈利预测拆分表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	136.15	123.63	129.51	44.35	52.90	62.17
YoY	32.33%	-9.20%	4.76%	-65.76%	19.28%	17.53%
毛利率	20.33%	25.69%	24.65%	52.95%	54.10%	54.82%
归母净利润	6.39	3.62	0.45	4.07	5.15	6.40
YoY	85.39%	-43.3%	-87.4%	794.7%	26.6%	24.3%
—药品	4.98	5.41	5.11	5.93	6.64	7.24
YoY	-16.98%	8.71%	-5.44%	16.00%	12.00%	9.00%
毛利率	61.65%	57.86%	53.00%	54.10%	54.50%	54.70%
收入占比	3.65%	4.37%	3.95%	13.38%	12.56%	11.65%
—化妆品	6.89	14.95	19.69	25.48	32.07	39.28
YoY	119.83%	117.01%	31.68%	29.44%	25.85%	22.50%
毛利率	59.14%	63.68%	60.97%	61.50%	61.80%	62.00%
收入占比	5.06%	12.09%	15.20%	57.46%	60.62%	63.19%
瑗尔博士（估算）	2.00	7.44	10.58	13.88	17.74	22.12
YoY		272.14%	42.27%	31.15%	27.81%	24.65%
颐莲（估算）	3.73	6.46	7.12	8.24	9.38	10.49
YoY (%)		73.08%	10.26%	15.63%	13.91%	11.86%
其他（估算）	1.16	1.05	1.98	3.36	4.94	6.67
YoY (%)		-9.31%	88.50%	70.00%	47.00%	35.00%
—原料及添加剂	1.98	2.41	2.85	4.09	5.12	6.25
YoY	189.70%	21.96%	18.33%	43.50%	25.07%	22.09%
毛利率	46.68%	37.14%	34.07%	42.00%	43.60%	44.00%
收入占比	1.45%	1.95%	2.20%	9.23%	9.68%	10.05%
其他业务收入	122.30	100.86	101.86	3.63	3.41	3.34
YoY	40.55%	-17.53%	-0.99%	-96.44%	-6.06%	-2.05%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

基于上述假设和预测，我们得出以下盈利预测结果：

表 17: 公司盈利预测简要结果

利润表（百万元、%）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,363	12,951	4,435	5,290	6,217
毛利率	25.69%	24.65%	52.95%	54.10%	54.82%
管理费用率	2.93%	2.51%	4.10%	4.08%	4.05%
研发费用率	0.96%	1.03%	2.95%	3.57%	3.72%
销售费用率	10.14%	10.14%	31.40%	31.70%	32.00%
归属于母公司净利润	362	45	407	515	640

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

综上，预计公司 23-25 年营业收入分别为 44.35/52.90/62.17 亿元，归母净利润为 4.07/5.15/6.40 亿元，EPS 为 0.40/0.51/0.63 元/股。

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：13.71-15.10 元/股

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

1、盈利预测的假设

未来 10 年估值假设条件见下表：如前文所述，未来随着公司不断加大对于化妆品渠道的布局，预计收入端仍会不断提高，同时高毛利的“中药+”产品以及医药级玻尿酸产能逐渐释放，也将会进一步带动毛利率的上行。而在费用率方面，随着公司业务扩张带来的规模效益逐渐体现，公司管理费用率有望控制良好且趋于稳定；但由于目前渠道成本处于高企未来预计持续，因此销售费用率预计小幅提升；同时公司加大研发投入赋能下游产品，研发费用率也将进一步提高。

表 18：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	32.33%	-9.20%	4.76%	-65.76%	19.28%	17.53%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
营业成本/营业收入	79.67%	74.31%	75.35%	47.05%	45.90%	45.18%	43.10%	43.10%	43.10%	43.10%	43.10%	43.10%
管理费用/营业收入	2.31%	2.93%	2.51%	4.10%	4.08%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%
研发费用/营业收入	0.57%	0.96%	1.03%	2.95%	3.57%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%
销售费用/销售收入	6.23%	10.14%	10.14%	31.40%	31.70%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
营业税金及附加/营业收入	5.49%	4.76%	4.16%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税税率	25.15%	38.83%	75.06%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
股利分配比率	360.18%	565.52%	2653.28%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、资本要素的假设

资本成本要素假设方面：无杠杆 beta 系数采用公司所处的 SW 美容护理板块过去 100 周的 beta 算术平均数 0.98；无风险利率取 10 年期国债收益率 2.83%；股票风险溢价取沪深 300 指数过去 5 年年化收益率与无风险利率之间的差值；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.35%，由此计算得出公司的 WACC 为 9.13%。

表 19：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	T	18.00%
无风险利率	2.83%	Ka	9.20%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价	10.42	Ke	10.32%
发行在外股数	1017	E/(D+E)	82.39%
股票市值 (E)	10597	D/(D+E)	17.61%
债务总额 (D)	2265	WACC	9.13%
Kd	4.35%	永续增长率 (10 年后)	1.50%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设，注：股价采用 4 月 21 日收盘价

表 20: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

		WACC 变化				
		8.1%	8.6%	9.13%	9.6%	10.1%
永续 增长 率变 化	1.9%	16.02	15.25	14.59	14.01	13.51
	1.7%	15.83	15.10	14.46	13.91	13.42
	1.5%	15.66	14.95	14.34	13.81	13.33
	1.3%	15.49	14.82	14.23	13.71	13.25
	1.1%	15.34	14.69	14.12	13.62	13.17

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析, 并采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析, 我们最终得出公司合理估值区间为 13.71 元/股-15.10 元/股, 中值为 14.34 元/股。

相对估值: 13.6-14.0 元/股

整体来看, 公司从房地产业务切入化妆品、玻尿酸领域进行大健康转型, 目前化妆品业务品牌矩阵搭建完善, 销售方面取得良好进展, 品牌认知度不断提升, 旗下主打微生态护肤的瑗尔博士和主打玻尿酸护肤的颐莲品牌发展迅速。同时公司在玻尿酸领域产业链完备, 具备良好口碑美誉度, 技术积淀深厚, 公司药妆同源发展, 大健康产业链具备成长性。

由于鲁商发展主要从事化妆品业务的生产和销售, 营业收入占比较高, 同时公司原料等业务也不断赋能化妆品的发展。因此我们选取的可比公司为华熙生物、贝泰妮、珀莱雅、上海家化, 均以护肤品类目的产品销售为主, 渠道上均采用线上线下结合, 与鲁商发展的相关业务特点相似。

鲁商发展化妆品业务及六家可比公司相关财务数据如下表所示: 鲁商发展以玻尿酸研发作为切入点, 近年来重点推进化妆品业务布局, 采用“4+N”战略, 目前以瑗尔博士和颐莲品牌为主, 2021/22H1 公司生物医药板块营业收入分别为 22.77、13.82 亿元, 分别同比增长 64.51%、36.56%, 由于处于前期发展阶段, 与其他龙头化妆品公司相比收入规模较小, 但是成长性优越。盈利能力方面, 2021/22H1 毛利率分别为 59.49%、56.52%, 净利率分别为 12.26%、9.99%, 净利率水平在可比公司中处于中游水平。

表 21: 生物医药化妆品业务可比公司 2021/22H1 年主要财务数据

日期	指标	600223.SH	688363.SH	300957.SZ	603605.SH	600315.SH
		鲁商发展	华熙生物	贝泰妮	珀莱雅	上海家化
2021/12/31	2021 年					
	营业收入 (亿元)	22.77	49.48	40.22	46.33	76.46
	yoy	64.51%	87.93%	52.57%	23.47%	8.73%
	归母净利润 (亿元)	2.79	7.82	8.63	5.76	6.49
	yoy	93.83%	21.13%	58.77%	21.03%	50.92%
	毛利率 (%)	59.49%	78.07%	76.01%	66.46%	58.73%
	净利率 (%)	12.26%	15.68%	21.48%	12.02%	8.49%
2022/6/30	22H1					
	营业收入 (亿元)	13.82	29.35	20.50	26.26	37.15
	yoy	36.56%	51.58%	45.19%	36.93%	-11.76%
	归母净利润 (亿元)	1.38	4.73	3.95	2.97	1.58
	yoy	18.58%	31.25%	49.06%	31.33%	-44.84%
	毛利率 (%)	56.52%	77.43%	76.90%	68.12%	59.91%
	净利率 (%)	9.99%	15.91%	19.23%	11.75%	4.24%

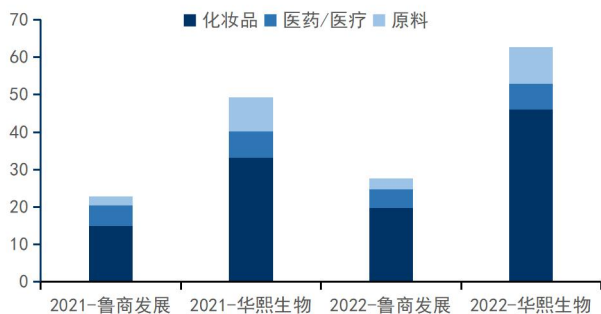
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 鲁商发展生物医药化妆品业务毛利率、净利率为估算

尤其是华熙生物作为玻尿酸原料龙头, 通过原料业务、医疗终端业务、功能性护肤业务、功能性食品业务四大业务齐发力, 这与目前鲁商发展化妆品+原料+药品的业务构成模式有较大的相似性。营收方面, 2022 年鲁商发展化妆品/医药/原料

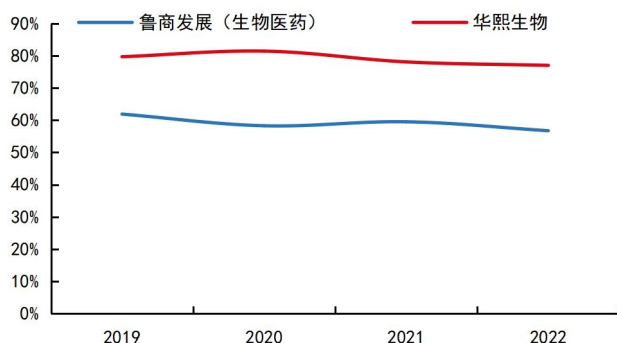
业务分别为 19.69/5.11/2.85 亿元，同时华熙生物化妆品/医疗/原料业务分别为 46.07/6.86/9.80 亿元；毛利率方面，2022 年鲁商发展生物医药业务/化妆品/医药/原料分别为 56.72%/61.0%/53.0%/34.1%，同期华熙生物整体业务/化妆品/医药/原料分别为 76.99%/78.37%/80.86%/71.54%。

图 56: 鲁商发展与华熙生物营收情况对比（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 57: 鲁商发展与华熙生物毛利率情况对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从可比公司估值情况来看，可比公司 22-24 年平均 PE 水平分别为 48/36/29 倍。与可比公司相比，公司一方面涉足玻尿酸、微生态护肤等功能性护肤品高景气赛道，且化妆品业务处于成长初期，未来仍有较大成长潜力；另一方面公司具备深厚的研发实力和成熟的生产供应链，能够更高效的为下游化妆品等业务赋能。综合考虑，我们给予公司 2023 年 34-35 倍 PE，对应股价 13.6-14.0 元/股。

表 22: 化妆品业务可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS	PE							
		2023/04/21			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300957.SZ	贝泰妮	114.90	487	2.04	2.48	3.03	3.85	56.71	46.33	37.92	29.84	
603605.SH	珀莱雅	164.00	465	2.87	2.88	3.66	4.55	57.89	56.88	44.79	36.04	
600315.SH	上海家化	28.10	191	0.96	0.69	1.18	1.39	29.72	40.45	23.74	20.21	
688363.SH	华熙生物	100.55	484	1.63	2.02	2.70	3.50	62.82	49.78	37.24	28.73	
平均值								51.79	48.36	35.92	28.71	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

最终我们综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司 13.6 元-14.3 元/股，对应市值 138.3 亿元-145.4 亿元。

投资建议：化妆品业务高速增长，打造大健康生态，维持“买入”评级

化妆品业务高成长，积极迈向大健康生态。公司未来将聚焦以化妆品业务为主的大健康产业布局，以全球领先的技术，聚焦包括玻尿酸等相关原料产品的应用创新与研发。在下游产业化布局中重点发力化妆品、生物制药等领域。其中化妆品业务通过“4+N”多品牌布局，以差异化的产品力、精细化的渠道运营、全产业链赋能实现快速成长。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 4.07/5.15/6.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.40/0.51/0.63 元/股，对应 PE 分别 26/20/16 倍。综合绝对及相对估值，给予公司合理价值区间为 13.6-14.3 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 13.6 元-14.3 元/股元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.83%、风险溢价 6.50%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面,我们选取了同属于化妆品领域的龙头企业华熙生物、贝泰妮、珀莱雅、上海家化、水羊股份;并将它们的 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司的成长性,给予了一定的估值溢价,可能存在整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 剥离地产业务不及预期。目前公司只是公告计划将持有的地产相关企业股权以及全部债权,以现金形式转让给控股股东下属山东城发集团,目前首笔款项已完成交割,第二批完成剩余 24 亿元资产交割,并于 2023 年 10 月 31 日完成首笔款项支付。目前交易并未完全完成,因此如果剥离进度不及预期,将会导致公司业绩受直接影响;
- ◆ 化妆品业务品牌成长不及预期。我们对化妆品业务的假设前提是公司主力品牌“颐莲”和“瑗尔博士”能够通过新品推出、产品升级和渠道拓展进一步成长,其他成长期品牌能够通过灵活的跨平台运用以及适当的营销投放建立消费者心智,实现整体业务的增长;如果品牌成长不及预期,将使收入、利润被高估;
- ◆ 产能扩张不利影响。如果公司玻尿酸原料及其他原料及添加剂产能扩张不顺,将对公司生物医药及化妆品业务造成负面影响。

政策风险

生物医药相关政策变化风险。生物医药产业是一个受监管程度较高的行业,近年来国家及各部委陆续出台了一系列政策,重塑医药市场的价值链,如果公司在政策变动时不能及时进行转型升级,对药品研发、生产、流通和终端的全产业链进行配套调整,将会对相关业务产生不利影响。

化妆品监管变动风险。近年来化妆品监管进一步趋严,如果未来政策出现调整,公司不能及时按规定及时灵活调整,可能会影响产品上新速度及产品升级规划。

进出口政策风险。公司原料业务主要是往境外销售，如果未来我国相关产品出口政策、产品进口国或地区进口政策、国际宏观经济环境等因素发生不利变化，将对公司的产品出口带来一定影响。

经营风险

化妆品行业景气度下行的风险。化妆品消费者需求下降带来整个环境景气度下行，对公司化妆品业务造成不利影响；

销售费用超预期扩大的风险。公司在建立品牌形象、推出新品以及渠道扩张过程中可能导致销售费用高企，如果不能进行良好费用管控，可能对业绩产生负面影响。

市场风险

生物医药行业整体改革方向是：保质量，促创新，降药价，面临市场竞争加剧的风险，对在研产品研发进度以及渠道扩展提出了更高的要求。

化妆品行业竞争日趋激烈，产品推新速度快，营销模式持续创新，对公司产品力、渠道运用以及营销投放方面提出了更高要求。

其它风险

疫情反复可能带来地产项目延期交割、药品受到终端需求影响、化妆品线下业务拓展不利；

公司目前处于战略转型的关键时期，地产业务和生物医药化妆品业务协同性较弱，且公司为区域性国企，在转型过程中可能存在转型动力不足的风险。如果公司在人力组织架构、激励机制、管理体制方面不能适应多业务发展需要，可能会影响公司战略转型节奏。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5139	4318	3866	4118	4012	营业收入	12363	12951	4435	5290	6217
应收款项	1504	1950	243	290	341	营业成本	9187	9759	2087	2428	2809
存货净额	48204	46047	653	763	886	营业税金及附加	588	539	67	79	93
其他流动资产	3824	3314	1372	1636	1923	销售费用	1253	1313	1393	1677	1990
流动资产合计	58670	55629	6134	6807	7161	管理费用	380	350	190	224	260
固定资产	1328	1352	1538	1671	1804	研发费用	119	134	131	189	231
无形资产及其他	210	197	209	221	233	财务费用	91	353	133	112	86
投资性房地产	477	576	576	576	576	投资收益	201	116	110	110	110
长期股权投资	730	720	890	1060	1230	资产减值及公允价值变动	196	268	0	0	0
资产总计	61415	58474	9347	10336	11004	其他收入	(583)	(711)	(131)	(189)	(231)
短期借款及交易性金融负债	5529	5498	50	400	300	营业利润	678	311	546	691	859
应付款项	8694	9266	544	636	738	营业外净收支	(34)	(50)	0	0	0
其他流动负债	36870	35842	534	632	740	利润总额	644	261	546	691	859
流动负债合计	51093	50606	1129	1668	1778	所得税费用	250	196	98	124	155
长期借款及应付债券	3751	2215	2215	2215	2215	少数股东损益	32	20	41	52	65
其他长期负债	72	86	82	83	84	归属于母公司净利润	362	45	407	515	640
长期负债合计	3823	2301	2297	2299	2299	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	54916	52907	3426	3966	4078	净利润	362	45	407	515	640
少数股东权益	1773	1850	1879	1915	1961	资产减值准备	191	73	(42)	14	17
股东权益	4727	3717	4042	4454	4966	折旧摊销	93	116	174	195	216
负债和股东权益总计	61415	58474	9347	10336	11004	公允价值变动损失	(196)	(268)	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	91	353	133	112	86
每股收益	0.36	0.04	0.40	0.51	0.63	营运资本变动	2829	1752	4968	(216)	(232)
每股红利	2.03	1.19	0.08	0.10	0.13	其它	(340)	(574)	70	23	28
每股净资产	4.68	3.66	3.97	4.38	4.88	经营活动现金流	2939	1144	5577	530	669
ROIC	3%	2%	6%	13%	13%	资本开支	0	(457)	(330)	(354)	(378)
ROE	8%	1%	10%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	25%	53%	54%	55%	投资活动现金流	(245)	(447)	(500)	(524)	(548)
EBIT Margin	7%	7%	13%	13%	13%	权益性融资	(0)	148	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	17%	17%	17%	负债净变化	(677)	(1536)	0	0	0
收入增长	-9%	5%	-66%	19%	18%	支付股利、利息	(2047)	(1206)	(81)	(103)	(128)
净利润增长率	-43%	-87%	795%	27%	24%	其它融资现金流	2817	3818	(5448)	350	(100)
资产负债率	92%	94%	57%	57%	55%	融资活动现金流	(2630)	(1518)	(5529)	247	(228)
息率	19.7%	11.6%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	65	(821)	(452)	252	(107)
P/E	28.5	228.8	25.6	20.2	16.3	货币资金的期初余额	5074	5139	4318	3866	4118
P/B	2.2	2.8	2.6	2.3	2.1	货币资金的期末余额	5139	4318	3866	4118	4012
EV/EBITDA	70.3	65.1	18.6	16.2	13.8	企业自由现金流	0	1625	5278	192	291
						权益自由现金流	0	3907	(278)	451	121

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032