公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

华熙生物（688363.SH） 透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间

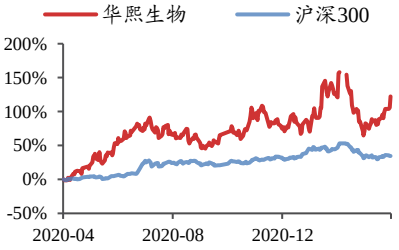
2021 年 04 月 09 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2021/4/8
当前股价(元)	180.10
一年最高最低(元)	229.45/78.06
总市值(亿元)	864.48
流通市值(亿元)	168.11
总股本(亿股)	4.80
流通股本(亿股)	0.93
近 3 个月换手率(%)	196.98

股价走势图



数据来源：贝格数据

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

● **全球透明质酸产业龙头，首次覆盖给予“买入”评级**

华熙生物是全球透明质酸产业龙头，目前已构建“原料+终端”的全产业链布局。我们认为，公司原料业务竞争优势突出，终端医美和功能性护肤品业务受益赛道高景气已步入持续高成长阶段，叠加透明质酸作为食品原料获批，四轮驱动有望推动公司高速成长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7.92/10.83/14.05 亿元，对应 EPS 为 1.65/2.26/2.93 元，当前股价对应 PE 为 109.1/79.8/61.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● **透明质酸行业受益终端旺盛需求持续高景气，华熙生物是行业领军者**

透明质酸（玻尿酸）凭借良好保水性、润滑性，近年来已被广泛添加到医疗器械（医美、骨科、眼科）、化妆品和食品等领域，终端需求持续高景气：“颜值经济”下，化妆品行业持续双位数增长；在医美产品端，“轻医美”消费风起带来合规医疗美容透明质酸产品旺盛需求，2015-2019 年行业 CAGR 达到 22.8%，国货产品市占率持续提升。原料方面，受益于下游应用领域不断延伸拓展，2015-2019 年 CAGR 达到 20%；竞争格局方面，我国企业在全球透明质酸销量占比超过 70%，其中华熙生物凭借技术、资质和客户资源优势，是行业的领军者。

● **原料业务稳健发展，医美、护肤品高速增长可期，终端食品打开新成长空间**

（1）原料业务：公司技术领先、资质齐全、客户粘性强，产能释放将带来进一步成长。（2）医疗器械：润百颜和润致已经树立一定品牌形象，通过华熙学院赋能医美机构增强黏性，2021 年润致 Aqua 娃娃针放量有望推动医美业务高增长。（3）功能性护肤品：抓住“成分党”风口切入高景气赛道，通过润百颜、夸迪等多品牌切入差异化细分赛道，2020 年化妆品业务收入已超 13 亿，进入新发展阶段，未来随着公司营销投入，品牌形象有望进一步树立，分业务高速增长可期；（4）功能性食品：随着近期公司主导申报透明质酸应用于普通食品获批，同时发布国内首个透明质酸品牌“黑零”，四轮驱动形成有望打开新成长空间。

● **风险提示：**终端产品推广不及预期；核心人员流失风险；行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,886	2,633	3,847	5,165	6,676
YOY(%)	49.3	39.6	46.1	34.3	29.3
归母净利润(百万元)	586	646	792	1,083	1,405
YOY(%)	38.2	10.3	22.7	36.7	29.7
毛利率(%)	79.7	81.4	81.1	80.2	79.9
净利率(%)	31.1	24.5	20.6	21.0	21.0
ROE(%)	12.8	12.9	14.1	16.5	18.0
EPS(摊薄/元)	1.22	1.35	1.65	2.26	2.93
P/E(倍)	147.6	133.9	109.1	79.8	61.5
P/B(倍)	19.0	17.2	15.4	13.2	11.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 投资摘要 5
2、 公司概览：深耕行业二十载，铸就透明质酸龙头企业 12
2.1、 终端产品发力，公司营收、业绩双增长 12
2.2、 盈利能力较强，发力功能性护肤品带来销售费用率提升 13
2.3、 股权结构集中，管理层经验丰富 14
3、 原料业务：领先科技成就全球产业链龙头 16
3.1、 玻尿酸行业空间广阔，我国企业在全球销量占比超过 70% 16
3.2、 技术领先&资质齐全&行业话语权大&客户黏性高，构筑竞争壁垒 17
3.3、 产能释放叠加应用领域拓展，促进原料业务稳健增长 20
4、 医疗终端产品：借医美东风，医疗终端有望高增长 21
4.1、 行业：医美赛道高增长，海外医美填充剂仍占据主导 21
4.2、 医疗终端业务：润致 Aqua 有望放量增长 24
4.3、 骨科注射液：中标省份逐渐增加，市占率稳步提升 28
4.4、 眼科黏弹剂：有望受益老龄化催化及应用领域拓展带动 28
5、 功能性护肤品：多品牌切入差异化优质赛道，进入发展新阶段 29
5.1、 抓住“成分党”风口，功能性护肤品表现亮眼 29
5.2、 技术赋能打造优质产品，营销升级助力品牌成长 30
6、 功能性食品：HA 作为新食品原料获批，打开新成长空间 33
7、 盈利预测和估值 36
7.1、 关键假设 36
7.2、 盈利预测与估值 37
8、 风险提示 37
附：财务预测摘要 38

图表目录

图 1： 华熙生物三大业务覆盖“原料+终端”全产业链 5
图 2： 透明质酸产业链包括上游原料和下游终端产品（医美&注射产品、护肤品及食品等） 6
图 3： 华熙生物形成原料+终端（医疗终端+功能性护肤品+功能性食品）的四轮驱动 8
图 4： 公司始终在透明质酸行业发展前沿 9
图 5： 公司通过内部组建&外部合作共同保障研发能力 9
图 6： 透明质酸&多种生物活性物应用空间广阔 9
图 7： 公司终端产品线丰富，可以满足消费者不同需求 11
图 8： 2020 年公司营收同比增速达 39.6% 12
图 9： 2020 年公司归母净利润同比增速为 10.3% 12
图 10： 功能性护肤品为公司增速最快业务 12
图 11： 功能性护肤品收入占比逐年提升 12
图 12： 公司具有较高的盈利能力 13
图 13： 医疗终端产品为毛利率最高的业务 13
图 14： 销售费用率逐年提升、管理费用率逐年下降 13
图 15： 近三年研发费用率保持在 4%以上 13
图 16： 公司实控人为赵燕女士，股权结构集中（截至 2020H1） 14
图 17： 2019 年全球玻尿酸销量达到 580 吨 16

图 18: 我国企业占据全球玻尿酸原料销量前五（2019）.....16
图 19: 化妆品级原料营收占比最大.....17
图 20: 华熙生物通过微生物发酵法制备透明质酸.....18
图 21: 预计我国医美市场将保持快速增长态势.....21
图 22: 我国医美项目渗透率远低于美日韩.....21
图 23: 医美项目可分为手术类和“轻医美”类.....22
图 24: 2024 年我国合规医美级玻尿酸有望达 76 亿元.....23
图 25: 国产玻尿酸产品市场份额持续提高.....23
图 26: 医美产品生产商占据产业链核心环节，利润率较高.....23
图 27: 公司医疗终端产品规模快速增长.....24
图 28: 公司的医疗终端产品以皮肤类产品为主.....24
图 29: 交联是医美终端产品生产过程中的重要技术.....24
图 30: 公司研发交联技术.....24
图 31: 华熙生物塑型产品主打大众价格带（单位：元/ml）.....26
图 32: 润百颜水光主打大众价格带，润致 Aqua 定位高端（单位：元/ml）.....26
图 33: 2018 年 Revitacare 上新丝丽 715 产品.....27
图 34: 丝丽动能素包含四种规格.....27
图 35: 公司皮肤类医疗产品直营渠道占比上升.....27
图 36: 公司开展“润容颜 致逆行”活动.....27
图 37: 公司拥有“海力达”骨科注射液产品.....28
图 38: 公司骨科注射液市占率稳步提升.....28
图 39: 公司拥有“海视健”医用透明质酸钠凝胶产品.....28
图 40: 公司眼科黏弹剂市占率逐渐提升.....28
图 41: 公司功能性护肤品板块已形成多品牌布局.....29
图 42: 次抛原液销售占比在半数左右.....31
图 43: 次抛原液无菌、无防腐剂、无化学添加.....31
图 44: 公司次抛原液不断推出不同功效的新产品.....31
图 45: 与故宫联名打造爆款“润百颜·故宫口红”.....32
图 46: 公司全渠道高效触达消费者.....32
图 47: 公司销售费用增长较快.....32
图 48: 线上推广费用在销售费用中占比提高.....32
图 49: 透明质酸作为普通食品原料获批.....33
图 50: 透明质酸可被添加到普通食品和保健食品当中.....33
图 51: 我国维生素和膳食纤维补充剂市场规模超千亿.....34
图 52: 头部品牌以国货为主.....34
图 53: “黑零”品牌发布，涉及 6 大核心产品.....35

表 1: 公司原料业务发展稳健，终端业务高速增长.....10
表 2: 公司主要研发人员均具备领域内丰富经验.....14
表 3: 公司管理层经验丰富.....15
表 4: 本次限制性股票激励计划的业绩目标为五年收入/利润复合增速分别达到 20%/11%.....15
表 5: 医药级、化妆品级和食品级 HA 原料产品存在较大区别.....16
表 6: 我国透明质酸原料主要参与者有华熙生物、焦点生物、阜丰生物等.....17
表 7: 我国医用级透明质酸主要参与者有华熙生物、昊海生科、艾伟拓等 10 家.....17
表 8: 发酵法生产透明质酸产率更高.....18

表 9: 公司原料产品的分子量覆盖 2kDa~4000kDa，可满足客户定制化需求 19
表 10: 公司国内外资质齐全（截至 2019.10） 19
表 11: 公司原料质量远高于欧洲、日本药典及中国药品质量标准，保障客户高黏性 20
表 12: 华熙生物原料业务产能有望不断释放 20
表 13: 华熙生物创新应用透明质酸的部分原料产品 21
表 14: 公司Ⅲ类医疗器械批文覆盖多功效、多价格带产品 25
表 15: 丝丽（Cytocare）透明质酸无源植入物在海外以经销为主 27
表 16: 华熙生物在功能性护肤品领域应用多种专利技术 30
表 17: 普通食品和保健品在广告功效宣称上有较大差异 33
表 18: 日本食品级透明质酸渗透率约为 1.9% 34
表 19: 我国食品级透明质酸原料需求量有望超 1000 吨 35
表 20: 公司分业务营收及核心比率假设 36
表 21: 华熙生物作为透明质酸全产业链布局的行业龙头，成长性强，理应享有一定估值溢价 37

1、 投资摘要

华熙生物是全球透明质酸行业龙头，已构建“原料+终端”的透明质酸全产业链布局，四轮驱动正扬帆起航。公司前身山东福瑞达生物化工有限公司 2000 年成立，经过二十年发展，形成了覆盖透明质酸原料和终端（医疗终端产品+功能性护肤品+功能性食品）的全产业链布局，公司始终走在透明质酸领域前沿，随着透明质酸和其他生物活性物应用领域延伸，公司天花板也不断提升。公司发展历程大致可分为四个阶段：

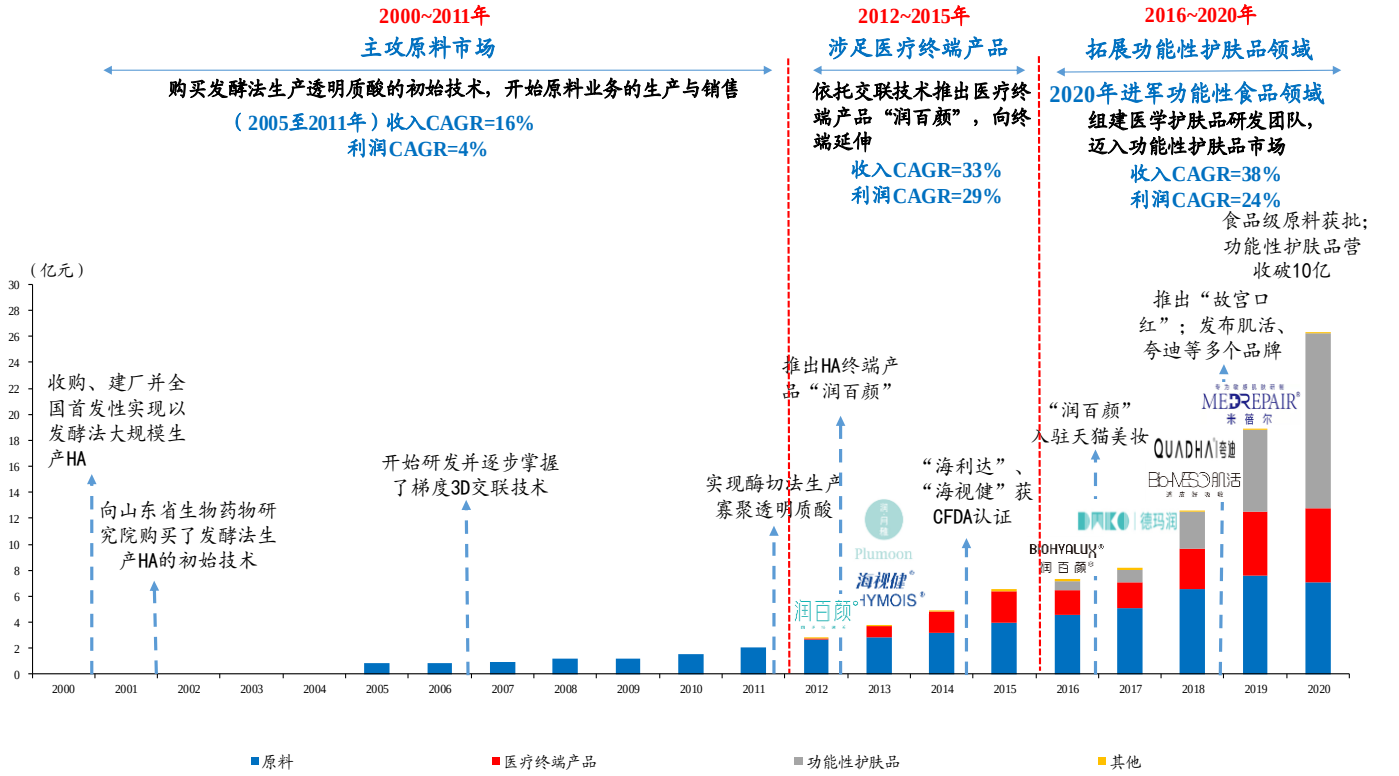
2000—2011 年：主攻原料市场。22001 年公司向山东省生物药物研究院购买发酵法生产透明质酸初始技术，并在 2011 年全球首创酶切法生产寡聚透明质酸。通过对菌株、发酵条件优化，发酵产率持续提升。2019 年公司原料销量在全球占比已达到 39%。

2012—2015 年：涉足医疗终端产品。公司依托交联技术推出医疗终端产品“润百颜”，开启向下游延伸，这一阶段公司营业收入年复合增长率达到 33%。2012 年，公司研发的注射用修饰透明质酸钠凝胶是国内首家获得批文的国产透明质酸软组织填充剂，随后公司旗下药品“海利达”、“海视健”也获 CFDA 认证。

2016-2020 年：功能性护肤品高速增长。2016 年公司买入功能性护肤品市场，同年“润百颜”入驻天猫美妆，随后公司陆续推出切入不同细分赛道的夸迪、肌活、米蓓尔等新品牌，功能性护肤品业务高速增长（2016-2020 年复合增速达 142%），2020 年功能性护肤品业务收入达 13.6 亿元，进入新发展阶段。

2021 年至今：进一步拓展功能性食品，从三驾马车正式变为四轮驱动。2021 年 1 月，公司主导申报透明质酸作为新食品原料获批，同时在“科技与共”线上发布会上推出国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”。至此，四轮驱动正式形成。

图1：华熙生物三大业务覆盖“原料+终端”全产业链



资料来源：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

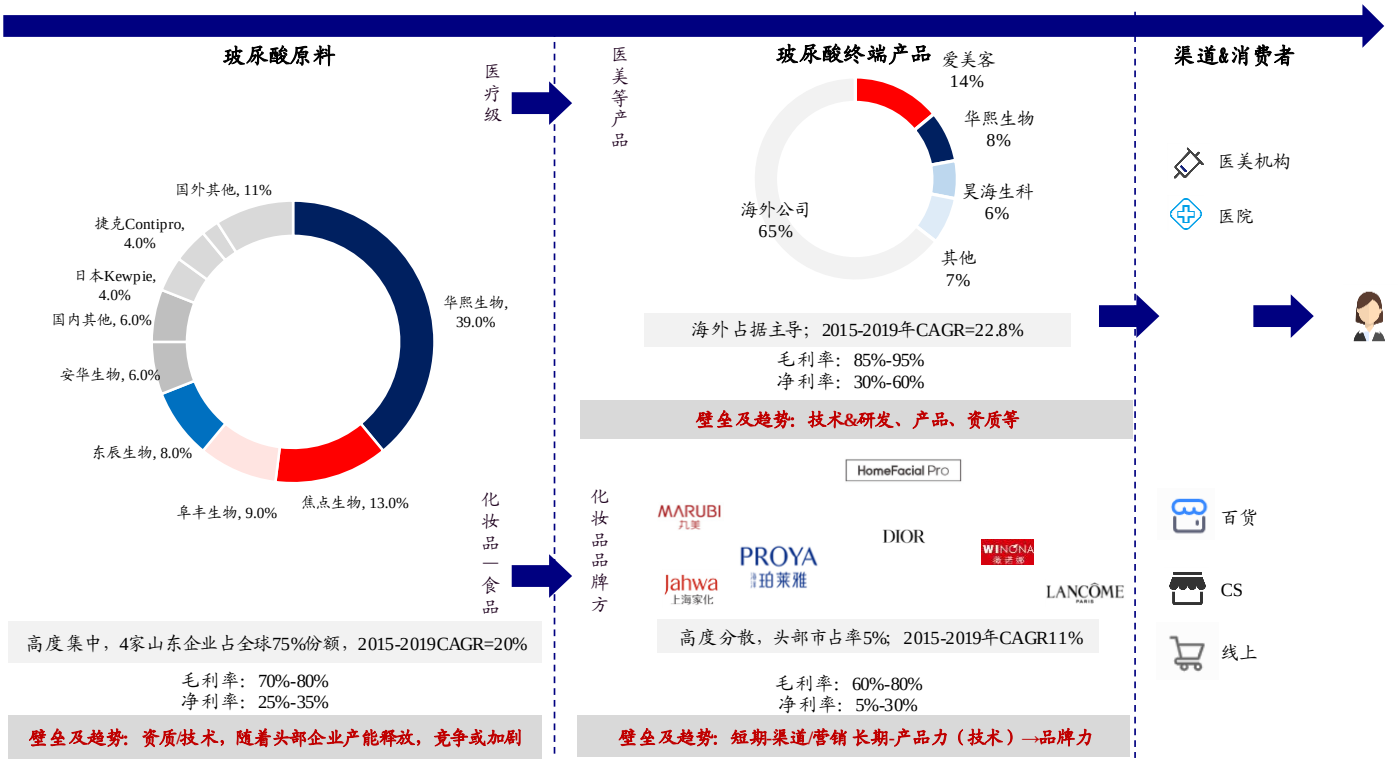
透明质酸产业链包括上游原料和下游终端产品（医美&注射产品、护肤品及食品等）。

透明质酸原料：行业集中度高，技术&资质&客户资源构筑核心竞争壁垒。透明质酸（Hyaluronic Acid，简称 HA，俗称玻尿酸）被广泛应用于医药、化妆品和功能性食品领域。2015-2019 年全球透明质酸销量 CAGR 达到 20%，行业显著受益终端需求的高增长；从竞争格局来看，我国头部 5 家企业占据全球 75%以上份额。原料端华熙生物、焦点生物、阜丰生物具备量产能力，产能在持续释放中。我们认为，未来技术、资质以及客户资源将成为企业竞争中的关键资源禀赋。

医美行业（特指透明质酸填充剂领域）：行业集中度较高，壁垒高，国货品牌凭借差异化竞争优势及终端医美机构引流，市占率逐年提升。透明质酸终端医美产品具有技术、资质壁垒高等特点，因而在产业链中具有强议价权（毛利率达到约 90%）。2015-2019 年合规医疗美容级玻尿酸 CAGR 达 22.8%，行业受益于消费者“变美”需求蓬勃发展；而从竞争格局看，国货透明质酸医美产品的市占率也在逐年提升，目前排名前三的本土企业（爱美客、华熙生物、昊海生科）市占率已从 2016 年的 20.5%提升至 2019 年的 28.1%。透明质酸终端医美产品属于Ⅲ类医疗器械，对技术要求较高，资质审批流程也较长。我们认为随着国产玻尿酸质量与口碑不断提升，叠加差异于海外品牌的低定价，借助于下游医美机构的推广，未来市占率有望继续提升。

化妆品：蓬勃发展四千亿大市场，仍相对分散，未来消费理性化与品质升级是趋势。欧睿数据显示，广义化妆品 2019 年行业规模超 4700 亿元，2015-2019 年 CAGR 达 11%；从竞争格局看，行业仍相对分散（2019 年我国化妆品品牌 CR5 仅为 12.5%）。我们观察到，后疫情时代，行业品质化升级趋势较为明显，产品安全性、功效性越来越受到消费者重视，因此功能性护肤品成为护肤品细分赛道风口，国货品牌有望通过专攻细分领域或主推优势成分，解决消费者痛点，通过差异化竞争实现弯道超车。

图2：透明质酸产业链包括上游原料和下游终端产品（医美&注射产品、护肤品及食品等）



资料来源：招股说明书、公司公告、艾瑞咨询、开源证券研究所（原料端东辰生物已被华熙生物收购）

公司业务覆盖透明质酸全产业链，原料+终端（医疗终端产品+功能性护肤品+功能性食品）四轮驱动扬帆起航。

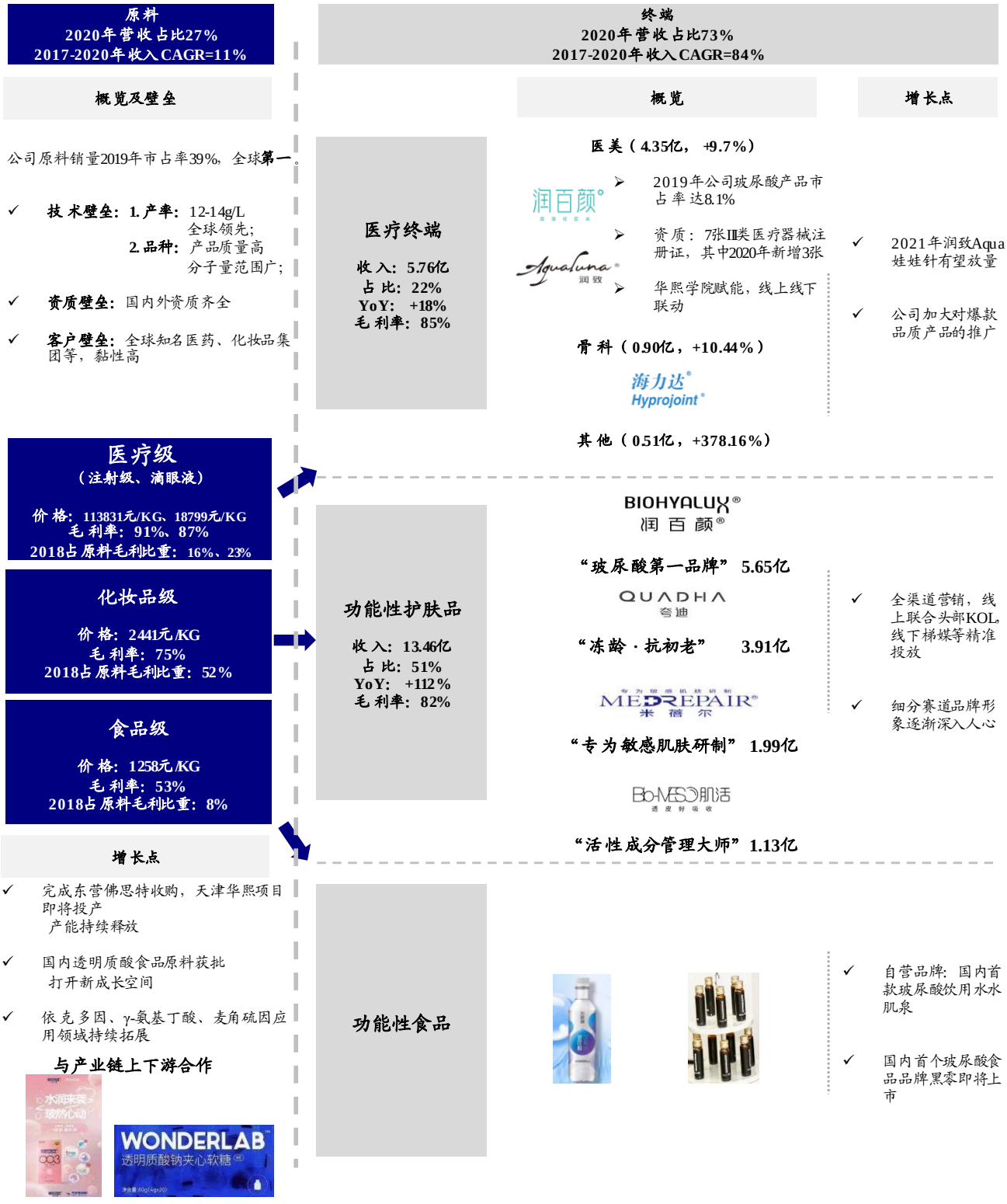
- **透明质酸原料业务（2020 年收入占比为 27%，2017-2020 年收入 CAGR=11%）：稳居龙头地位，技术&资质&客户构筑竞争壁垒，其他活性物推动天花板提升。**二十年来原料业务持续贡献稳定增长，2019 年公司原料销量位居全球第一（市场份额达 39%）。作为透明质酸全产业链布局的基石，公司的原料业务具备技术、资质、客户壁垒：（1）**技术方面，**公司是最早应用发酵法制备透明质酸的企业之一，发酵产率位居国际前列，除此之外，公司在国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸和寡聚透明质酸，透明质酸分子量范围全行业最广；（2）**资质方面，**公司国内外资质齐全，具备竞争优势和先发优势；（3）**客户方面，**公司在全球 60 多个国家和地区拥有医药、化妆品、食品等行业经销渠道，全球客户超过 1000 多家，公司与客户关系稳固。**未来增长点：**一方面，随着公司新产能（华熙生物天津项目有望于 2021 年年中投产，增加透明质酸及其他活性物产能 300 吨）投产，原料端产能持续释放；另一方面，其他生物活性物如依克多因、γ-氨基丁酸的应用领域在持续拓展，有望推动原料业务天花板持续提升。

- **医疗终端业务（2020 年收入占比为 22%，2017-2020 年收入 CAGR=43%）：公司产品市占率逐渐提升，润致 Aqua 娃娃针 2021 年有望贡献增量。**2012 年起公司拓展医疗终端业务，具体包括医美（2020 年占终端业务 75.5%）、骨科注射液和眼科黏弹剂。公司医美透明质酸产品市场份额从 2016 年的 7%提升至 2019 年的 8.1%，旗下包括润百颜和润致两个品牌，覆盖多功能、广价格带。截至 2021 年初，公司共有 7 个Ⅲ类医疗器械证，其中 2020 年获得三个，一张于 2020 年中推出主打高端水光的润致 Aqua 娃娃针。**未来增长点：**2021 年随着润致 Aqua 娃娃针的放量，以及公司加大对爆款品质产品的推广，有望不断贡献增量。

- **功能性护肤品业务（2020 年收入占比为 51%，2017-2020 年收入 CAGR=142%）：形成多品牌矩阵，高速增长可期。**公司润百颜品牌于 2016 年入驻天猫旗舰店，目前已构建润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活等覆盖不同价格带和细分功能赛道的多品牌矩阵。过去三年，公司功能性护肤品保持高速增长，2020 年各品牌合计收入达 13.5 亿元，进入新发展阶段。**未来增长点：**随着公司营销投入与品牌在细分赛道认知度的提升，品牌形象将进一步深入人心，未来有望保持高速增长。

- **功能性食品：随着国内允许透明质酸添加到普通食品，四轮驱动有望打开新空间。**2021 年 1 月，由华熙生物主导申报的透明质酸作为新食品原料获批，公司在 2021 年“科技与共”线上发布会上发布国内首个透明质酸食品品牌“黑零”，标志着公司正式由三驾马车转为四轮驱动，未来增长潜力可期。

图3：华熙生物形成原料+终端（医疗终端+功能性护肤品+功能性食品）的四轮驱动



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所（各品类原料价格为 2018 年华熙生物销售均价，毛利占比也采用 2018 年数据）

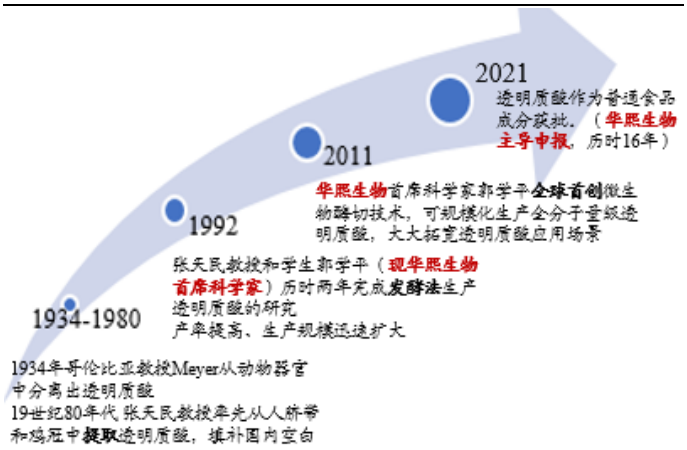
怎样理解公司的战略竞争优势？研发构筑科技护城河，引领透明质酸行业发展。

➢ **历史复盘：华熙生物始终走在透明质酸领域发展前沿，引领行业发展。**国内透明质酸发展初期，现公司首席科学家郭学平博士即参与微生物发酵法制备透明质酸研究，科研团队也凭借对玻尿酸产业发展的重大贡献获得国家科技进步二

等奖。2011 年，郭学平博士又全球首创微生物酶切技术，可规模化生产全分子量级透明质酸，拓宽了透明质酸应用场景。2021 年，由华熙生物历时 16 年主导申报的透明质酸原料获批，透明质酸在国内应用领域进一步拓宽。

- **展望未来：内部深耕&外引活水，强研发实力构筑科技护城河。**内部研发团队方面，郭学平、刘爱华、栾贻宏均拥有超过 20 年的透明质酸相关行业经历，领域经验丰富；公司还聘请被誉为“六神之父”的李慧良担任首席技术官，日本资生堂原透明质酸事业部总负责人德永达郎为公司副总经理。外部合作方面，与哈佛大学、清华大学等多所高校开展技术合作，对新产品和技术进行研究。2020 年公司新增 27 项在研项目，新承担 3 项省级及国家级重大科研项目，年研发费用率 5.4%。我们认为强劲的研发能力将助力公司在透明质酸领域不断突破天花板。

图4：公司始终在透明质酸行业发展前沿



资料来源：公司公告、艾瑞咨询、公司官网、开源证券研究所

图5：公司通过内部组建&外部合作共同保障研发能力



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

怎样理解公司的发展空间？原料业务稳健，终端业务天花板宽广。

- **原三驾马车业务：**原料、功能性护肤品、医疗终端业务前文已简要论述。
- **透明质酸&多种生物活性物：通过自营、合作、合资公司、赋能等方式，空间广阔。自营：**公司发布国内首款透明质酸饮用水水肌泉、国内个透明质酸食品品牌“黑零”；**合作：**与杰士邦（将透明质酸应用在计生健康领域）、wonderlab（将γ-氨基丁酸应用于软糖助睡眠）等。公司除透明质酸、γ-氨基丁酸外，还生产有依克多因（对抗紫外线）、麦角硫因（抗衰明星成分）等多种生物活性物，随着应用领域拓展，公司天花板有望不断抬升。

图6：透明质酸&多种生物活性物应用空间广阔



资料来源：公司公告、各品牌官网、开源证券研究所

公司原料业务发展稳健，终端业务高速增长。公司在透明质酸原料业务优势基础上，发力终端业务，带来了收入、利润的高速增长。分业务看，公司在近 10 年发展过程中，原料业务保持稳健增速（2020 年受疫情影响），而终端业务在近年来迅速放量。从盈利水平上看，公司始终保持 70%以上的毛利率水平，2020 年公司发力终端加大营销投入，销售费用率上升，总体盈利能力优秀。

表1：公司原料业务发展稳健，终端业务高速增长

	2016	2017	2018	2019	2020
营业总收入	**733**	**818**	**1,263**	**1,886**	**2,633**
YoY	11.9%	11.6%	54.4%	49.3%	39.6%
主营业务收入	726	813	1,260	1,885	2,632
原料	**458**	**508**	**651**	**761**	**703**
YoY	15%	11%	28%	17%	-7.5%
占比	62%	62%	52%	40%	27%
毛利率	79%	74%	76%	76%	78%
化妆品级	244	280	343		
YoY		15%	22%		
滴眼液级	118	106	131		
YoY		-11%	23%		
注射级	57	61	87		
YoY		6%	43%		
食品级	33	51	74		
YoY		54%	44%		
其他	4	10	17		
YoY		127%	72%		
医疗终端	**191**	**197**	**313**	**489**	**576**
YoY	-21%	3%	59%	56%	18%
占比	26%	24%	25%	26%	22%
毛利率	83%	84%	85%	87%	85%
功能性护肤品	**64**	**95**	**290**	**634**	**1346**
YoY		49%	205%	119%	112%
占比	9%	12%	23%	34%	51%
毛利率	61%	73%	84%	79%	82%
其他	**20**	**18**	**9**	**1**	**1**
重点指标					
毛利率	70.2%	75.5%	79.9%	79.7%	81.4%
销售费用率	14.6%	15.3%	22.5%	27.7%	41.8%
管理费用率	15.0%	21.4%	13.4%	9.7%	6.1%
财务费用率	-1.0%	1.9%	-1.8%	-0.7%	0.0%
研发费用率	3.3%	3.1%	4.2%	5.0%	5.4%
归母净利润	269	222	424	586	646
YoY	-	-17.5%	90.7%	38.2%	10.4%
净利率	36.8%	27.2%	33.6%	31.0%	24.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司终端产品线丰富，满足消费者不同需求。功能性护肤品方面，公司形成了多品牌矩阵，旗下包括润百颜、德玛润、米蓓尔、夸迪等品牌；近年来公司还对头皮养护、母婴个护、口服美容、男士护肤和宠物等领域进行布局，产品线不断丰富。医疗器械类方面，公司皮肤类医疗产品下包括润百颜和润致两大品牌，润致定位高端，润百颜相对平价；公司眼科类医疗器械品牌为海视健，骨科类注射液品牌为海力达。

图7：公司终端产品线丰富，可以满足消费者不同需求

类别	品牌	产品图	功效	主产品价格带	2020年收入
医疗终端产品 5.8亿元 +18% （B2B2C）	润百颜		适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	润百颜白紫：288~612元/ml 润百颜黑金：650~980元/ml 润百颜星耀：280~980元/ml 润百颜月盈：680~1280元/ml 润百颜水光：380~1380元/2ml	医美 4.35亿元 +9.7%
	润致		填平凹陷，塑形造美	润致Aqua：1500~2000元/3ml 润致：980~2680元/ml	
	海力达		轻中度骨关节炎的一线治疗用药	-	骨科 0.9亿元 +10.44%
	海视健		用于白内障及人工晶体植入术	-	眼科
功能性护肤品 13.5亿元 +112%	润百颜		以玻尿酸为基调，采用HA+生物活肤技术，针对不同肌肤问题进行分级呵护	次抛原液：369~429元/1.5ml*30支 口红：199元/支 保湿喷雾：119~129元/150ml 面膜：99~139元/5片	5.7亿元 +65%
	夸迪		冻龄·抗初老	次抛原液: 368~699元/30*1ml 喷雾: 315元/150ml 面霜：720元/50g 面膜：139~339元/5片 眼霜：375元/15ml	3.9亿元 +513%
	米蓓尔		针对敏感肌分级修护，量肤定制	舒缓次抛精华：398元/1.5ml*30支 轻龄紧致焕亮丝绒面霜：368元/55g 敏感皮肤舒缓泥膜：198元/110g 多重紧致精华眼霜：228元/20g	2.0亿元 136%
	肌活		改善暗沉，提亮肌肤，聚焦肌底液，专瓶专效	面部精华：188~218元/30ml 爽肤水：168~188元/215ml 焕亮眼霜：188元/15g	1.1亿元 46%
	德玛润		针对年轻人群，修复肌肤屏障	皮肤屏障修护乳：68元/瓶 卸妆清洁乳：98元/支 智配玻尿酸活肤水：109元/瓶	
功能性食品及其他	仙黎奥芙		改善皮肤水分，抗氧化；助眠；	海明健优活胶囊：507元/60粒*3瓶 氨基丁酸+酸枣仁复合植物饮：299元/30ml*7袋	-
	普蘭萌		补水美白，控重养胃	水光粒+玻尿酸口服液：300元/套 水光丸口服玻尿酸：109元/90粒 黄金养胃调理液：149元/10瓶	
	黑零		待推出	透明质酸白芸豆纤体咀嚼片 透明质酸GABA舒眠抗衰软糖 透明质酸GABA叶黄素酯脑活力明目软糖 透明质酸西洋参饮 透明质酸胶原水光饮 透明质酸GABA胶原燕窝饮	

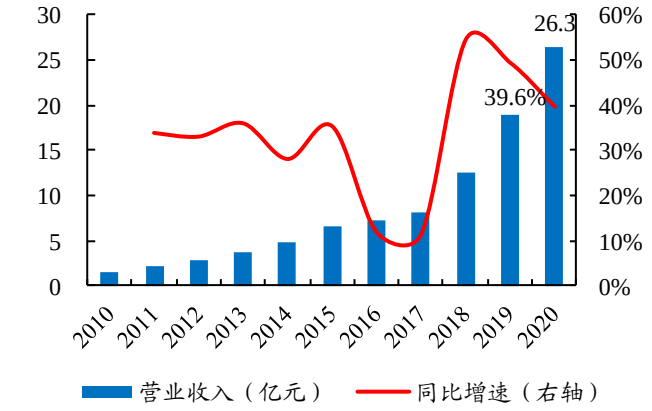
资料来源：公司官网、公司微信官方商城、新氧、招股说明书、公司公告、开源证券研究所（价格统计以2021年2月23日为准）

2、 公司概览：深耕行业二十载，铸就透明质酸龙头企业

2.1、 终端产品发力，公司营收、业绩双增长

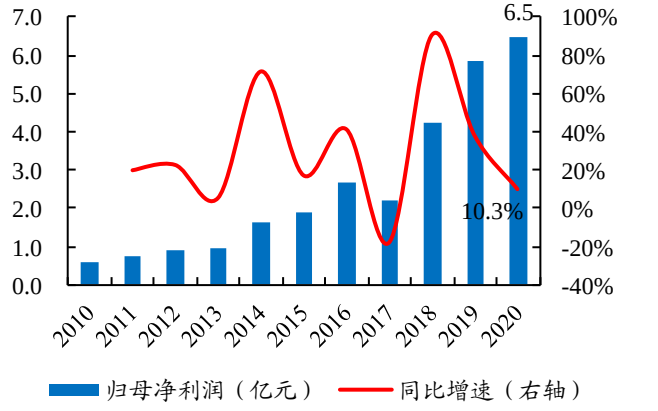
公司营收、归母净利润持续高增长。公司 2020 年公司实现收入 26.3 亿元，同比+39.6%；归母净利润 6.5 亿元，同比+10.3%，增速较 2019 年放缓，主要由于疫情对公司原料业务和医疗终端产品造成一定影响。2017-2020 三年公司营业收入、归母净利润 CAGR 分别达到 47.6%/42.7%，受益于终端放量，营收和归母净利润均实现高速增长。分季度看，公司收入端 2020Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别+3.5%/+27.7%/+35.7%/+73.4%，归母净利润 2020Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为+0.8%/+0.7%/+12.8%/+23.0%，环比持续明显改善。

图8：2020 年公司营收同比增速达 39.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

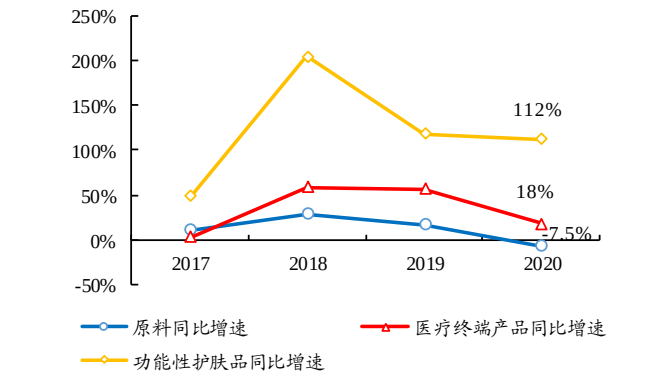
图9：2020 年公司归母净利润同比增速为 10.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

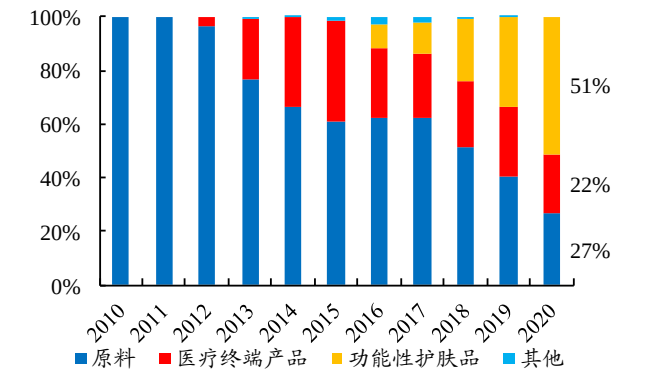
原料业务稳健，医疗终端产品、功能性护肤品高速增长。2020 年公司原料、医疗终端产品、功能性护肤品分别实现营收 7.0 亿元/5.8 亿元/13.5 亿元。原料业务 2020 年受海外疫情影响较大，同比-7.5%；医疗终端产品和功能性护肤品呈现高增长态势，收入端三年复合增速分别达到 43.0%/141.8%。从营收占比来看，2020 年公司原料/医疗终端产品/功能性护肤品收入占比分别为 26.7%/21.9%/51.2%，功能性护肤品已经成为第一大收入来源。

图10：功能性护肤品为公司增速最快业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：功能性护肤品收入占比逐年提升

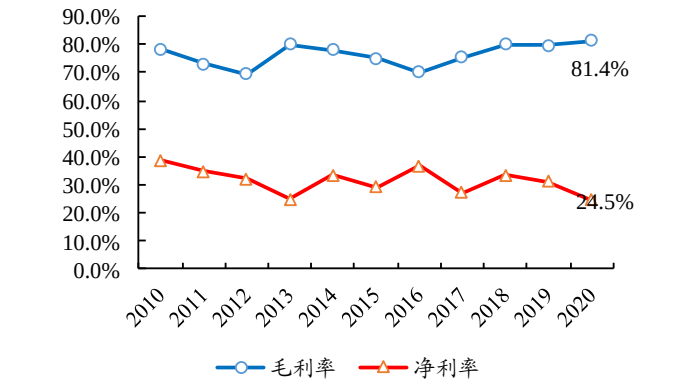


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 盈利能力较强，发力功能性护肤品带来销售费用率提升

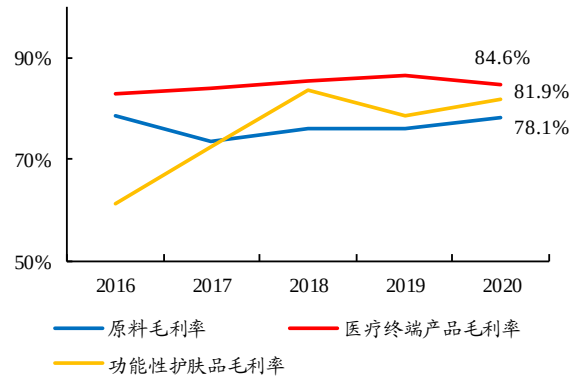
公司具有较高的毛利率、净利率水平。2020 年公司综合毛利率高达 81.4%，净利率为 24.5%，具有较高的盈利能力。分品类看，医疗终端产品毛利率最高，2020 年毛利率为 84.6%；此外，功能性护肤品毛利率为 81.9%，领先于国内其他化妆品公司（毛利率 50%~70%），我们认为主要是由于公司切入高景气的功能性护肤品赛道，加之优质产品带来了溢价；原料业务 2020 年毛利率为 78.1%，近年来保持稳定。

图12：公司具有较高的盈利能力



数据来源：公司公告、开源证券研究所

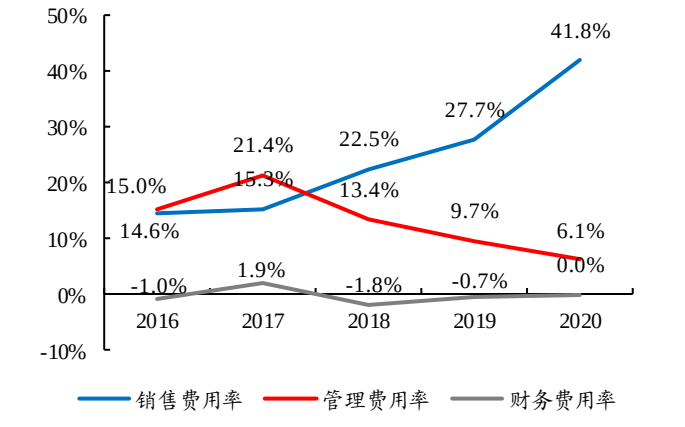
图13：医疗终端产品为毛利率最高的业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

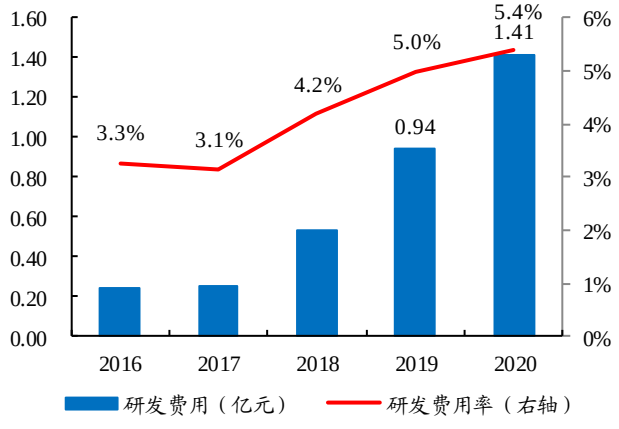
发力功能性护肤品，带来销售费用率提升。（1）销售费用率：2020 年公司销售费用率为 41.8%，同比提升幅度较大，主要是因为公司加大了线上推广投入（2020 年公司线上推广服务费为 4.93 亿元），总体来讲公司与化妆品行业公司销售费用率比较接近（2020H1 珀莱雅/丸美股份/上海家化/御家汇销售费用率分别为 33.0%/30.3%/45.8%/42.0%）。（2）管理费用率：2017 年公司私有化及收购法国 Revitacare 致管理费用率提高至 21.4%，随后公司管理费用率逐年下降，2020 年公司管理费用率降至 6.1%。（3）研发费用率：公司保持高研发投入，拥有上海、济南两大研发中心，并与哈佛大学、清华大学、江南大学、山东大学等多所高校开展技术合作，对新产品和技术进行研究，2020 年公司研发费用率为 5.4%；公司研发人员经验丰富，首席科学家郭学平博士在玻尿酸领域深耕 20 余年，因在玻尿酸领域的贡献曾被授予国家科学进步二等奖，公司还聘请了李慧良先生担任公司的首席技术官。

图14：销售费用率逐年提升、管理费用率逐年下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：近三年研发费用率保持在 4%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司主要研发人员均具备领域内丰富经验

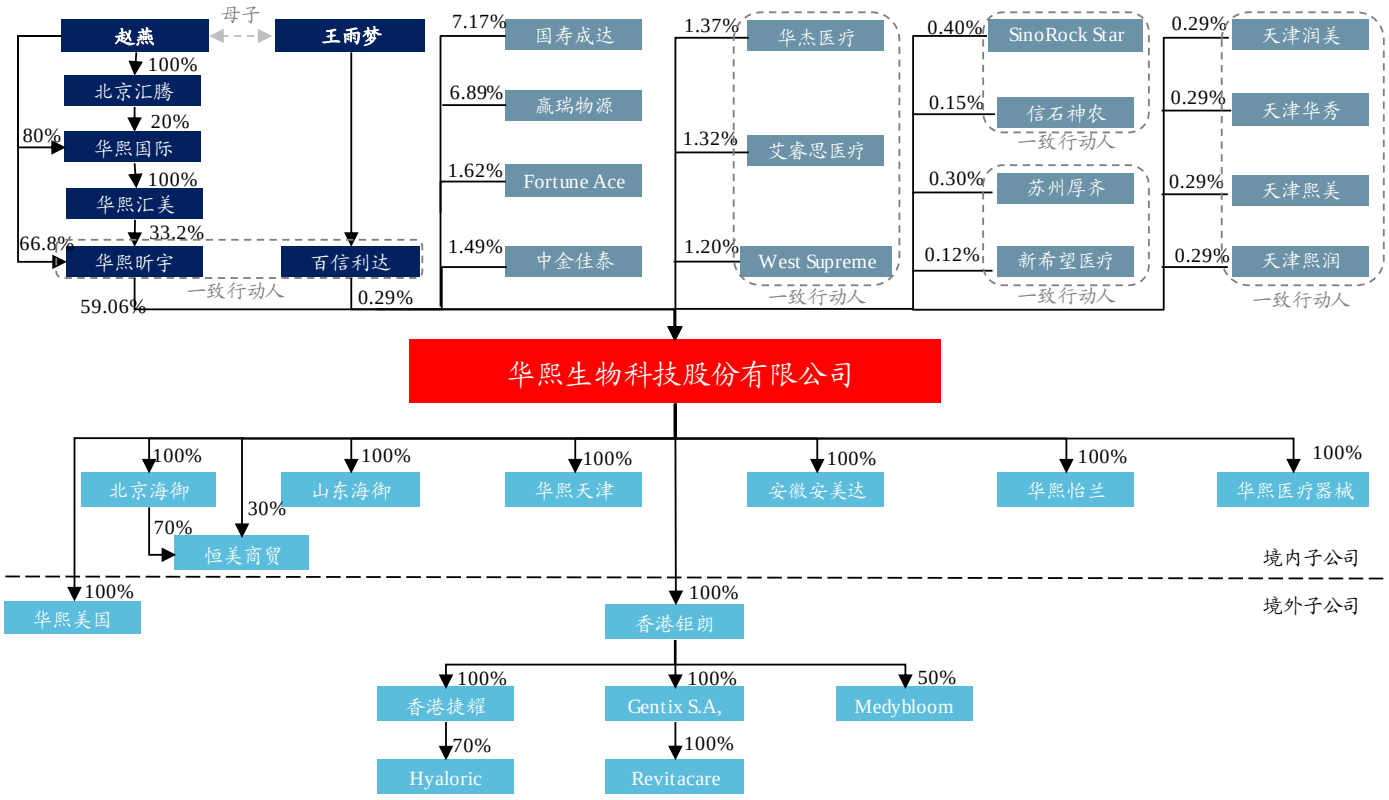
姓名	职位	简历
郭学平	副总经理、首席科学家	毕业于山东大学微生物与生化药学专业，博士学历；工程技术研究员、执业药师；曾任职山东省生物药物研究院；2000 年至今，担任发行人首席科学家、副总经理。
刘爱华	副总经理	毕业于沈阳药学院药物制剂专业，本科学历；主任药师、执业药师。曾任职山东省生物药物研究院、华熙福瑞达等。2019 年起在华熙生物任职。
栾贻宏	副总经理	硕士研究生；执业药师、工程技术研究员、中国药学会会员。曾任职济南维尔康生化制药有限公司；2004 年至今，任华熙生物研发部长、副总经理等。
李慧良	副总经理、首席技术官	本科学历；高级工程师、中国香化协会专家委员会副主任。曾任职海军军医大学上海公利医院、上海家化公司;2018 年至今，任华熙生物首席技术官。
石艳丽	原料研发总监	硕士研究生；主任药师、执业药师。曾任职山东金泰生物工程；2003 年至今任公司原料研发总监等。
刘建建	药械研发总监	硕士研究生；高级工程师。2006 年至今历任华熙生物研发主管、副部长、药械研发总监 。
黄思玲	研发中心总监	硕士研究生；高级工程师。2006 年至今，历任华熙生物研发中心部长、研发管理、平台管理总监。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权结构集中，管理层经验丰富。公司实控人为赵燕女士，通过华熙昕宇及一致行动人百信利达合计持有华熙生物 59.35%股权；此外，公司 27 名员工通过员工持股平台天津文徽合计持有公司 0.28%股权。子公司方面，Revitacare 为公司 2017 年收购的法国子公司，旗下拥有知名护肤品及医美品牌丝丽。公司管理层经验丰富，赵燕女士为生物专业领域出身，郭学平、刘爱华、郭珈均等亦在领域内具有丰富经验。我们认为，管理层丰富的经验将有利于公司在透明质酸领域深耕。

图16：公司实控人为赵燕女士，股权结构集中（截至 2020H1）



资料来源：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

表3：公司管理层经验丰富

姓名	职位	简历
赵燕	董事长、总经理	生物专业本科毕业，理学学士，美国福坦莫大学工商管理硕士。2000 年至 2002 年任华熙昕宇投资有限公司的总经理。2003 年至 2009 年 3 月任华熙福瑞达董事。2009 年 3 月至今担任公司董事长兼总经理。
刘爱华	董事、副总经理、核心技术人员	毕业于沈阳药学院药物制剂专业，本科学历。曾任职山东省生物药物研究院、华熙国际投资集团、华熙福瑞达。2019 年起在华熙生物任职。
郭学平	董事、副总经理、核心技术人员	毕业于山东大学微生物与生化药学专业，博士学历。曾任职山东省生物药物研究院、华熙福瑞达等。2019 年起在华熙生物任职。
郭珈均	董事、副总经理	毕业于美国福坦莫大学，MBA。曾任职华熙国际投资集团、华熙生物科技有限公司、华熙福瑞达等。2019 年起在华熙生物任职。
林伶俐	董事、副总经理	毕业于新加坡国立大学经济学专业，荣誉学士学位。曾任职华熙国际投资集团、华熙生物科技、华熙福瑞达等。2019 年起在华熙生物任职。
张蕾娣	董事	毕业于北京大学光华管理学院金融学专业，研究生学历。曾任职罗兰贝格管理咨询公司、国寿投资控股有限公司等。现任华熙生物董事。
顾哲毅	董事	毕业于伦敦帝国理工学院管理学专业，研究生学历。曾任职 NMRothschild&Sons 投资银行(香港)、瑞银香港投资银行等。现任公司董事。
王爱华	董事	毕业于燕山大学管理科学与工程专业，研究生学历。曾任职金诚国际信用评估、华熙国际投资集团、华熙福瑞达等。现任公司董事、商务中心总经理兼任市场监察中心总经理。
马秋慧	董事	毕业于天津大学生物化工专业，研究生学历。曾任职华熙福瑞达、华熙国际投资集团有限公司。现任公司董事。
李亦争	副总经理，代董事会秘书	毕业于中央财经大学投资学专业，硕士研究生学历。2008 年 6 月至 2015 年 4 月任职中信建投证券股份有限公司投资银行部高级副总裁；2015 年 5 月起任广东威创视讯科技股份有限公司战略投资部总经理，自 2016 年 4 月起兼任该公司董事会秘书；2021 年 1 月加入华熙生物科技股份有限公司。

资料来源：Wind、开源证券研究所

限制性股票激励计划落地，有利于充分调动公司员工积极性。2021 年 1 月，公司落地限制性股票激励计划：（1）授予数量及价格：78 元/股，数量为 480 万股（占总股数 1.0%），其中首次授予股数占 80%；（2）激励对象：董事、高级管理人员、核心技术人员及其他核心骨干合计 206 人（占公司员工总数 9.6%），其中董事长赵燕获授 38.6 万股，占本次授予股份数 8.05%，刘爱华、郭学平、李慧良等核心高管、技术人员均在激励范围之内；（3）业绩考核目标：本次限制性股票激励计划全部解锁条件为：以 2019 年为基数，2021-2024 年公司收入分别+60%/+90%/120%/+150%，利润分别+20%/+35%/50%/+65%，收入/利润对应 5 年复合增速分别为 20%/11%。我们认为，公司完成业绩考核具有较强确定性，本次激励计划有助于充分调动员工积极性。

表4：本次限制性股票激励计划的业绩目标为五年收入/利润复合增速分别达到 20%/11%

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2019-2024CAGR
收入	1886	2632	3017	3583	4148	4714	20%
收入基于 2019 年增长率			60%	90%	120%	150%	
净利润	585	-	702	789	877	965	11%
利润基于 2019 年增长率			20%	35%	50%	65%	
净利率	31%	-	23%	22%	21%	20%	
摊销费用			153	86	38	16	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 原料业务：领先科技成就全球产业链龙头

3.1、 玻尿酸行业空间广阔，我国企业在全球销量占比超过 70%

透明质酸性能良好、用途广泛。透明质酸（Hyaluronic Acid，简称 HA，俗称玻尿酸），因具有良好的保水性、润滑性、黏弹性和生物降解性而被广泛应用于医药、化妆品及功能性食品领域。具体到不同应用领域，对 HA 的质量要求不同，因此 HA 原料可进一步分为医药级、化妆品级和食品级三类。医药级原料主要用于制备眼科黏弹剂、骨关节润滑剂、软组织填充剂等；化妆品级原料在水乳膏霜等品类中起到保湿作用；食品级原料则主要用于功能性食品中以改善皮肤水份、增加骨密度。

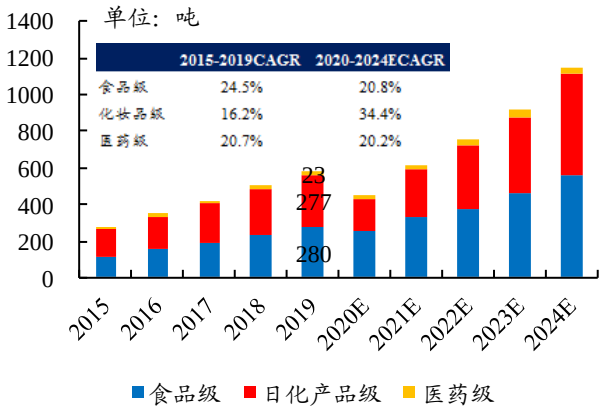
表5：医药级、化妆品级和食品级 HA 原料产品存在较大区别

原料产品类别	售价	盈利能力	性能	用途	特殊要求
医药级	华熙生物：18799-113831 元/KG 企业出口：2700-25000 美元/KG 海外：7000-50000 美元/KG	强	黏弹性 润滑性	制备关节腔注射、真皮层注射以及滴眼液、外用制剂等医疗终端产品	需要控制原料“内毒素”等杂质水平以确保终端制剂产品的安全性
化妆品级	华熙生物：2441 元/KG 企业出口：150-500 美元/KG 海外：400-1200 美元/KG	中等	保湿性 成膜性 生物活性	用于制备高保湿性化妆品	对蛋白质含量有严格控制
食品级	华熙生物：1258 元/KG 企业出口：150-500 美元/KG 海外：400-1200 美元/KG	低	溶解性 堆积密度	制备用于口服产品，如胶囊、片剂、口服液等	（1）对重金属、特殊微生物等有严格控制； （2）对原料的溶解性、堆积密度有特别高的要求

资料来源：招股说明书（售价数据来源于华熙生物招股说明书，统一采用 2018 年数据）、开源证券研究所

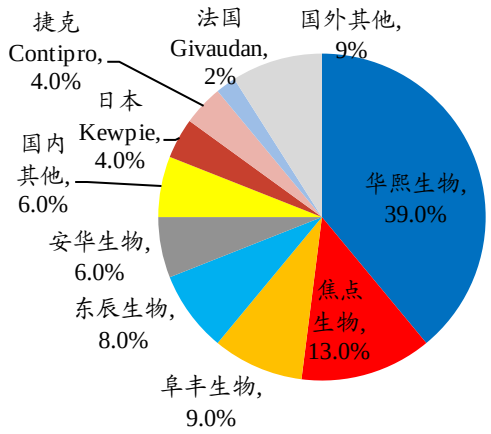
我国企业占据全球玻尿酸原料销量前五名。根据艾瑞咨询数据，2019 年全球透明质酸原料销量达到 580 吨，其中食品级、日化产品级、医药级销量占比分别为 48.3%/47.8%/4.0%，2015-2019 年 CAGR 分别为 24.5%/16.2%/20.7%，行业高速增长。从市占率角度看，2019 年玻尿酸原料销量前五均为中国企业，合计市占率超 70%，其中华熙生物全球市占率接近 39%（2020 年华熙生物收购东营佛思特后，我们测算市占率将达 47%）。除此之外，2019 年资生堂宣布将在未来 3 年逐步退出医药级透明质酸市场，我们认为未来我国龙头公司有望在行业中继续占据主导地位。

图17：2019 年全球玻尿酸销量达到 580 吨



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图18：我国企业占据全球玻尿酸原料销量前五（2019）



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

华熙生物、焦点生物、阜丰生物产能相对领先。从产能角度看，华熙生物、焦点生物、阜丰生物产能较为领先，且新产能还在逐渐释放中；从生产资质上看，华熙生物资质齐全，医药级原料以 7 项备案资质位居全国第一。

表6：我国透明质酸原料主要参与者有华熙生物、焦点生物、阜丰生物等

	华熙生物	焦点生物	阜丰生物	东辰生物	安华生物	昊海生科
化妆品级	✓	✓	✓	✓	✓	✓
医药级	✓				✓	✓
食品级	✓	✓	✓		✓	
备注	产能 350 吨 产能释放后>600 吨	医药级厂房建设中				

资料来源：华熙生物等公司公告、公司官网、开源证券研究所

表7：我国医用级透明质酸主要参与者有华熙生物、昊海生科、艾伟拓等 10 家

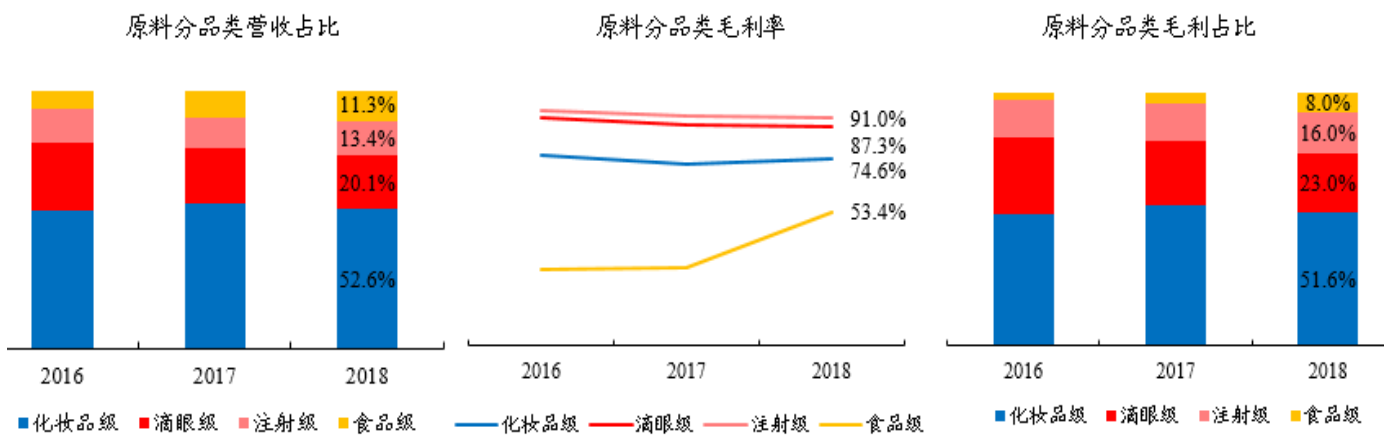
企业名称	备注	企业名称	备注	企业名称	备注
华熙生物	原料药：2A、3I 药用辅料:1A、1I	昊海生科	原料药：1A 药用辅料：无	艾伟拓	原料药：1A 药用辅料：1I
上海景峰制药	原料药：2A 药用辅料：无	西安力邦制药	原料药：1A 药用辅料：无	江苏海华生物	原料药：无 药用辅料：1A
安华生物	原料药：1I 药用辅料：1I	山东众山生物	原料药：1A、2I 药用辅料：1I	福瑞达	原料药：无 药用辅料：1A

资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心、开源证券研究所（其中 A 代表已经通过制剂关联，I 代表进行了形式审查、未进行制剂关联审查，数字代表公司获得的备案项数）

3.2、 技术领先&资质齐全&行业话语权大&客户黏性高，构筑竞争壁垒

化妆品级原料在华熙生物原料业务中营收占比最大。从营收占比角度看，2018 年公司化妆品级原料在各类原料销售额中占比最大，合计占比超 50%；医药级占比为 33.5%（其中滴眼级占比 20.1%，注射级占比 13.4%）；食品级原料占比逐年上升，2018 年占比达到 11.3%。从盈利能力角度看，医药级原料毛利率最高，在 90%左右，主要是由于医药级原料生产壁垒较高，资质认证严格，为产品带来溢价；化妆品级毛利率亦在 70%以上，食品级原料毛利率相对其他两个品类而言略低。

图19：化妆品级原料营收占比最大



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

公司原料业务拥有微生物发酵法、酶切法两项先进技术，技术领先是高市占率前提。根据艾瑞咨询，2019 年华熙生物原料销量在全球占比接近 39%，居于榜首。我们认为公司能取得这样的地位得益于其领先的技术水平。其中微生物发酵法能够实现 HA 的规模化生产；酶切法则能产出寡聚 HA，从而丰富产品规格，满足客户定制化需求，进一步提升竞争力。

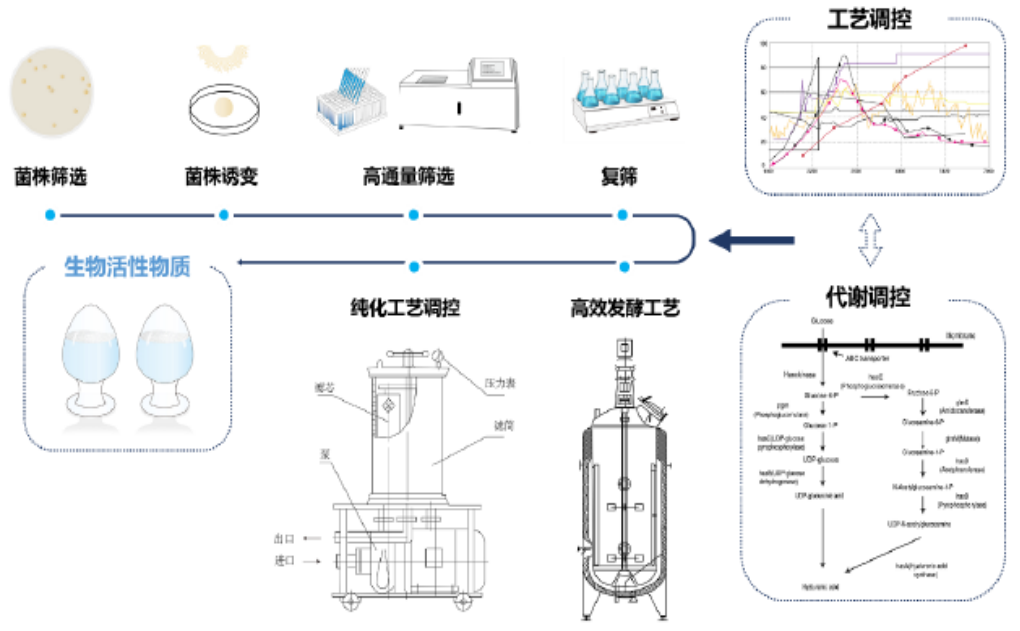
微生物发酵法：不断革新技术提升产率，实现规模化、低成本发展。目前业内对透明质酸的制备主要有提取法、微生物发酵法两种，其中微生物发酵法在原材料获取、纯度、收率等方面具有优势，从而实现透明质酸的规模化生产。公司自成立以来，持续开展微生物发酵法技术研发，通过野生菌种诱变和筛选推动发酵产率持续提升，发酵产率由最初 5.5g/L 提高到 12-14g/L，远高于文献记载的 6-7g/L 左右。随着发酵产率提高和新厂投产，公司透明质酸原料产能由 2000 年 0.8 吨提升到 2019 年 320 吨，同时降低原料的单位成本，提高成本壁垒，进一步增强公司的竞争力。

表8：发酵法生产透明质酸产率更高

项目	提取法	发酵法
原材料	动物原材料（人脐带、动物的玻璃体、鸡冠等）	菌种，生物培养基
原材料来源	受限	易得
工艺	提纯复杂	提纯容易
收率	低	高
纯度	低	高
成本	成本高，应用受限	成本低，应用广泛

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图20：华熙生物通过微生物发酵法制备透明质酸



资料来源：招股说明书

酶切法：实现寡聚 HA 规模化生产，丰富产品规格，满足客户定制化需求。不同分子量的 HA 具有不同功能，适用于不同领域，比如寡聚 HA（分子量低于 10kDa）吸收率高、易渗透到真皮层，具有损伤修复、提供细胞保护的作用，因此多用于医疗、护肤领域；高分子 HA（分子量高于 2000kDa）具有更好的黏弹性、内聚性和成膜性，

适用于眼科等医疗产品，但低分子量 HA 和高分子量 HA 的生产都存在技术难度。公司在全球率先采用酶切法实现寡聚 HA 的规模化生产，采用分段控温发酵和纯化技术实现高分子量 HA 的规模化生产，其中酶切寡聚透明质酸的年产量可达到 10 吨以上。

表9：公司原料产品的分子量覆盖 2kDa~4000kDa，可满足客户定制化需求

分子量范围	10kDa-500kDa	500kDa-2000kDa（大多数商用 HA）	高于 2000kDa
特性	高吸收率、易渗透到真皮层，具有促进损伤修复、提供细胞保护等作用	容易产出，不同菌种发酵产出的产品分子量通常位于 1500kDa	更好的黏弹性、内聚性和成膜性
技术	酶切法→低分子量/寡聚 HA	微生物发酵法→一般分子量 HA	诱变高质菌株→分段控温发酵&纯化→高分子量 HA
技术难点	降解过程不易控制且产品分子量分布不均，对 HA 结构破坏大		提纯过程高分子易降解
适用范围	医学、化妆品等领域		眼科黏弹剂等医疗产品

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

公司国内外资质全面，拥有先发优势。医药级原料在安全性、纯度、稳定性等方面具有较高要求，在进入市场前需获得监管部门授予的准入资质（获取资质至少需要 2 年时间），因此行业壁垒较高，也是附加值最高的原料产品。公司是国内唯一同时拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号的企业，截至 2020 年一季度，公司医药级原料在国内取得了 7 项注册备案资质；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的 23 项注册备案资质，具有全球范围内注册资质全面的竞争优势和先发优势。

表10：公司国内外资质齐全（截至 2019.10）

地区及公司	中国		美国 DMF	欧盟	日本 MF	韩国	俄罗斯注册证
	批准文号	CDE 登记号		CEP		DMF	
华熙生物	3	4	5	7	2	4	1
Kewpie（日本）	1	2	3		5	3	
资生堂（日本）			1	1	1	1	
Kikkoman Biochemifa（日本）			2	1	2	1	
Seikagaku（日本）					1		
Maruha（日本）			1	1	1	2	
Contipro（捷克）			2	2		1	
Fidia Frarmaceutici（意大利）			1	5		1	
HTC（法国）				4	2	3	1
LG Life（韩国）				1		2	
Genzyme（美国）					3	1	
Lifecore（美国）			1	1	1	1	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

产品质量高、供应稳定，客户粘性较高。公司在全球 60 多个国家和地区拥有医药、化妆品、食品等行业经销渠道，全球客户超过 1000 多家，部分客户合作超过 15 年。客户的高粘性主要因为：（1）2017 年 11 月，国务院药品监督管理部门发布公告称不再单独受理原料药、药用辅料和药包材注册申请，原料药、药用辅料和药包材在获取登记号后与关联药品制剂一并审评，这在一定程度上提高了下游客户的转换成本，增强了其对优质原料商的依赖性；此外，公司是国内唯一同时拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号的企业，在竞争中具有优势。（2）食品/化妆品制造商更看重产品质量、供应稳定性以及产品能否满足定制化需求，而对价格敏感度较低（因为 HA 提价时，制造商可将价格传导至终端消费者）；另外，根据国外相关行业规则，更换原料供应商需要观察期，因此下游客户一般不愿意随意更换供应商。

表11：公司原料质量远高于欧洲、日本药典及中国药品质量标准，保障客户高黏性

项目	欧洲药典	日本药典	国家药品标准（2011 年）	公司产品实际值
蛋白质	≤0.3%	≤0.05%	/	未检出
核酸	≤0.5	≤0.02	≤0.3	0.01
内毒素	＜0.05IU/mg（眼内、关节内制剂）	/	＜0.05EU/mg（骨科注射用）	0.0025EU/mg

资料来源：招股说明书、开源证券研究所（注：1 IU/mg=1 EU/mg）

3.3、 产能释放叠加应用领域拓展，促进原料业务稳健增长

新厂投产&并购整合将解决公司产能瓶颈。现有产能方面，2019 年公司产能达 320 吨（2018 年产能 200 吨，2019 年 6 月济南新厂区投产，达产后产能将达到 150 吨），2020 年公司完成原料商佛思特（产能 100 吨）收购，则我们测算目前公司合计产能超 400 吨；未来产能方面，“华熙天津透明质酸钠及相关项目”中计划增加用于外销的原料产能 178 吨（2021 年达到预定可使用状态，原计划投产期 3 年，投产率分别为 30%/50%/70%，第四年全部投产），我们测算全部投产后，公司外销的原料产能每年将超过 600 吨，有助于更好满足市场需求。

表12：华熙生物原料业务产能有望不断释放

原料生产线	产品名称	设计产能（吨/年）	说明
一厂区	——	50	原有生产线
山东海御	——	150	原有生产线
二厂区	——	150	2019 年 6 月投产
佛思特	食品级、化妆品级原料	100	2020 年 6 月收购
华熙天津透明质酸钠及相关项目	原料	300	2019 年开工。募资项目生产线，其中 300 吨原料中有 122 吨计划用于 HA 衍生物、HA 溶液类生产，178 吨用于对外销售。
	透明质酸衍生物	152	
	透明质酸溶液类	500	
用于外销的原料产能合计	**透明质酸及其他生物活性物**	**628**	**一厂区（50 吨）/山东海御（150 吨）/二厂区（150 吨）/天津项目（178 吨）/佛思特（100 吨）**

资料来源：招股说明书、公司公告、开源证券研究所

受益于终端旺盛需求及新应用领域拓展，透明质酸原料行业规模有望稳健增长。（1）医学级原料方面：一方面，注射级医药级原料被广泛应用于医美透明质酸填充剂中，终端需求旺盛；另一方面，随着我国及发达国家老龄化进程加快，退行性关节炎、青光眼、白内障等疾病患者人数会快速增加，滴眼液级医药级原料规模也将不断增长。（2）化妆品级原料方面：一方面，伴随人均可支配收入增加及消费升级，护肤品领域出现一批关注核心成分及功效的“成分党”消费群体，透明质酸因其良好保湿性而广受关注，未来有望带动透明质酸原料规模增长。（3）食品级原料方面，目前功能性食品在海外受到消费者青睐，2021 年 1 月我国允许透明质酸添加到普通食品中，政策也在不断放开，未来随着消费者认知提升，食品级原料有望持续保持高景气。（4）其他原料方面，公司通过微生物发酵法还可以得到如γ-氨基丁酸、麦角硫因等多种物质，麦角硫因被广泛添加到护肤品中，具有改善皮肤肤质等功效，未来更多成分有望被应用到各类应用场景中去，带来其他原料业务销量增长。

表13：华熙生物创新应用透明质酸的部分原料产品

产品名称	特点&功效	应用
Biomoist®透明质酸(口腔专用)	改善口腔干燥环境，减少炎性因子释放，修复牙龈细胞损伤	口腔清洁护理产品
Hyadom™透明质酸润滑液	易清洗，润滑，保湿，滋养	计生用品
HYAPET™饲料添加剂 透明质酸钠	顺亮皮毛，关节健康	宠物食品

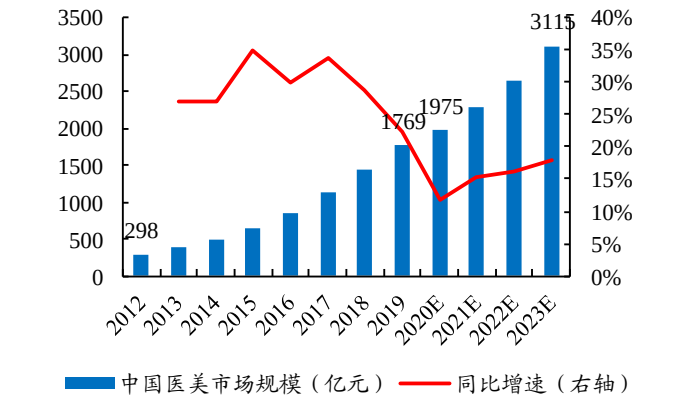
资料来源：招股说明书、公司官网、开源证券研究所

4、 医疗终端产品：借医美东风，医疗终端有望高增长

4.1、 行业：医美赛道高增长，海外医美填充剂仍占据主导

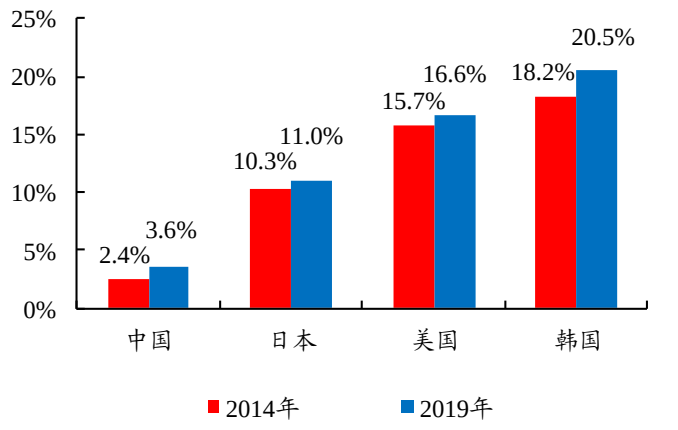
我国医美行业快速发展，但渗透率仍然较低。随着我国经济高速增长、居民收入增加，消费者医美意识快速提升，推动医美市场高速增长。2012-2019 年，我国医美市场规模从 298 亿元增长至 1769 亿元，CAGR 达 28.97%。从医美项目渗透率（每千人中接受医疗美容疗程的比率）来看，2019 年我国医美项目渗透率仅为 3.6%，相比日本 11.0%、美国 16.6%、韩国 20.5%等医美行业成熟国家水平，国内医美市场仍存在较大发展空间。根据艾瑞咨询数据预测，2023 年中国医美市场总体规模有望达到 3115 亿元，2020-2023 年 CAGR 将保持在 16%以上。

图21：预计我国医美市场将保持快速增长态势



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图22：我国医美项目渗透率远低于美日韩



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

医美项目可分为手术类和“轻医美”类。根据是否需要手术，医美项目可分为手术类和非手术类，非手术类又分为注射类（玻尿酸、肉毒素等）、线技术、光电美容等；根据功效及作用，医美项目可分为抗初老、去皱提拉、轮廓塑性等。我国上市公司主要布局领域为透明质酸注射填充领域，主打相似功效的项目还包括光子嫩肤、射频美容等，但其功效侧重方面有所差异。

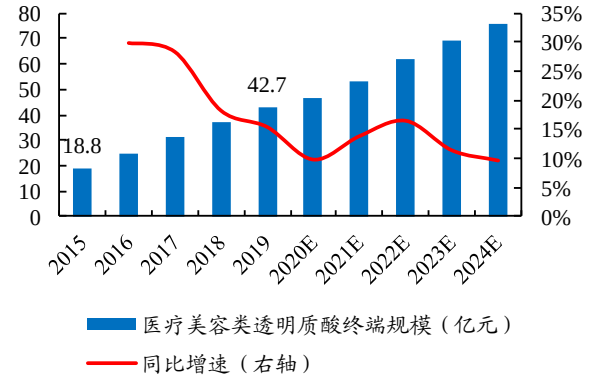
图23：医美项目可分为手术类和“轻医美”类

	注射填充		线技术	光电美容（无创）		其他	手术类
	透明质酸	肉毒素	线雕	光子嫩肤	射频美容		
抗初老	华熙 润百颜水光 380~1380元/2ml 润致Aqua 1500~2000/元/3ml 爱美客 嗨体2.5 1280元/2.5ml 丝丽 980/5ml 菲洛嘉 999/3ml			**✓光子嫩肤** 效果：改善皮肤整体质量。改善痤疮、皱纹、毛孔粗大；抚平细小皱纹，提升紧致；去斑美白、去红血丝 维持时间：12个月 价格：299-3160元			
去皱提拉	爱美客 嗨体1.5 1280-1600元/1.5ml 童颜针（长效除皱）尚未上市	艾尔建 保妥适799-3800元/100U 兰州生物科技 衡力 499~971元/50U Galderma 吉适1380~1580元/50U 四环医药 乐提葆 499元	爱美客:紧恋 效果：改善皮肤皱纹及皮肤状态 维持时间：6-10个月 价格：2980元		**✓热玛吉** 效果：紧肤、祛皱、塑形 维持时间：1-2年 价格：5800-28000元 **✓热拉提** 效果：去皱、紧致、提升皮肤 维持时间：1-2年 价格：2580-8000元	**✓超声提拉** 效果：有效的对皮肤起到提拉紧致的效果；通过无创的方式在真皮层及SMAS筋膜层，实现非手术拉皮的效果 维持时间：2年左右 价格：2999-8600元	**✓拉皮** 效果：除皱更全面，除皱范围大，改善明显；提升后能有效刺激皮肤内新的胶原蛋白重组； 维持时间：5-10年 价格：8800-59800元
轮廓塑形 下巴、隆鼻、眉弓等 填充 苹果肌、法令纹等	华熙 润百颜白紫 288~612元/ml 润百颜黑金 650~980元/ml 润百颜星耀 280~980元/ml 润百颜月盈 680~1280元/ml 润致玻尿酸 980~2680元/ml 爱美客 宝尼达 9800元/0.5ml 爱芙莱 980元/ml 逸美小金 2980~8800元/ml 逸美大红 3800~7800元/ml 爱美飞 599-1000元/0.75ml 昊海生科 海薇 300~1500元/ml 姣兰 3000~4000/元/ml 艾尔建 乔雅登 3800~14000元/0.8ml Q-Med AB 瑞蓝 1000~4800元/ml LG集团 伊婉 650~5000元/ml					**✓自身脂肪填充** （主要是额头、法令纹等）效果：改善面部凹陷、衰老、憔悴感，调整凹凸不平的轮廓曲线，打造圆润的童颜效果 维持时间：持久 价格：1980-13800元	**✓假体** 效果：摩擦力大，不易移动，塑形自然；重力感小，效果自然；基本无明显人工痕迹； 维持时间：10年以上 价格：2580-13800元

资料来源：艾瑞咨询、新氧、开源证券研究所（价格统计时间为 2021 年 2 月 21 日）

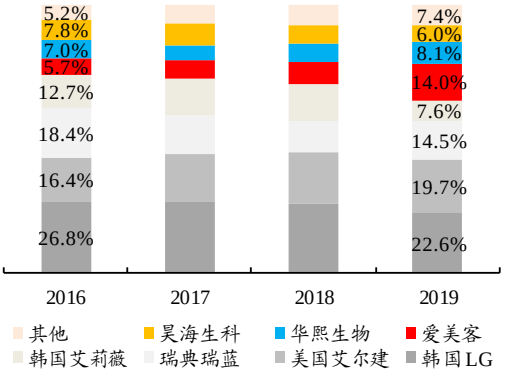
医疗美容级玻尿酸终端市场快速发展，国产品牌市场份额持续提高。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国合规医疗美容级玻尿酸市场规模达 42.7 亿元，2015-2019 年 CAGR 达 22.8%，行业持续高增长。目前，进口玻尿酸产品占据近 65%市场份额，其中韩国 LG、美国艾尔建两家公司在 2019 年合计占比达到 42.3%。国产品牌中，前三名本土企业市场份额已从 2016 年 20.5%扩大至 2019 年 28.10%，其中爱美客 2016-2019 年占比分别为 5.7%/7.00%/8.60%/14.00%，在国产品牌中排名第一。根据 Frost & Sullivan 预测，2024 年中国医美玻尿酸终端产品市场规模将达到 76 亿元。随着国货品质不断改善、性价比优势凸显，消费者对国产品牌认可度也在不断提高。

图24：2024 年我国合规医美级玻尿酸有望达 76 亿元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

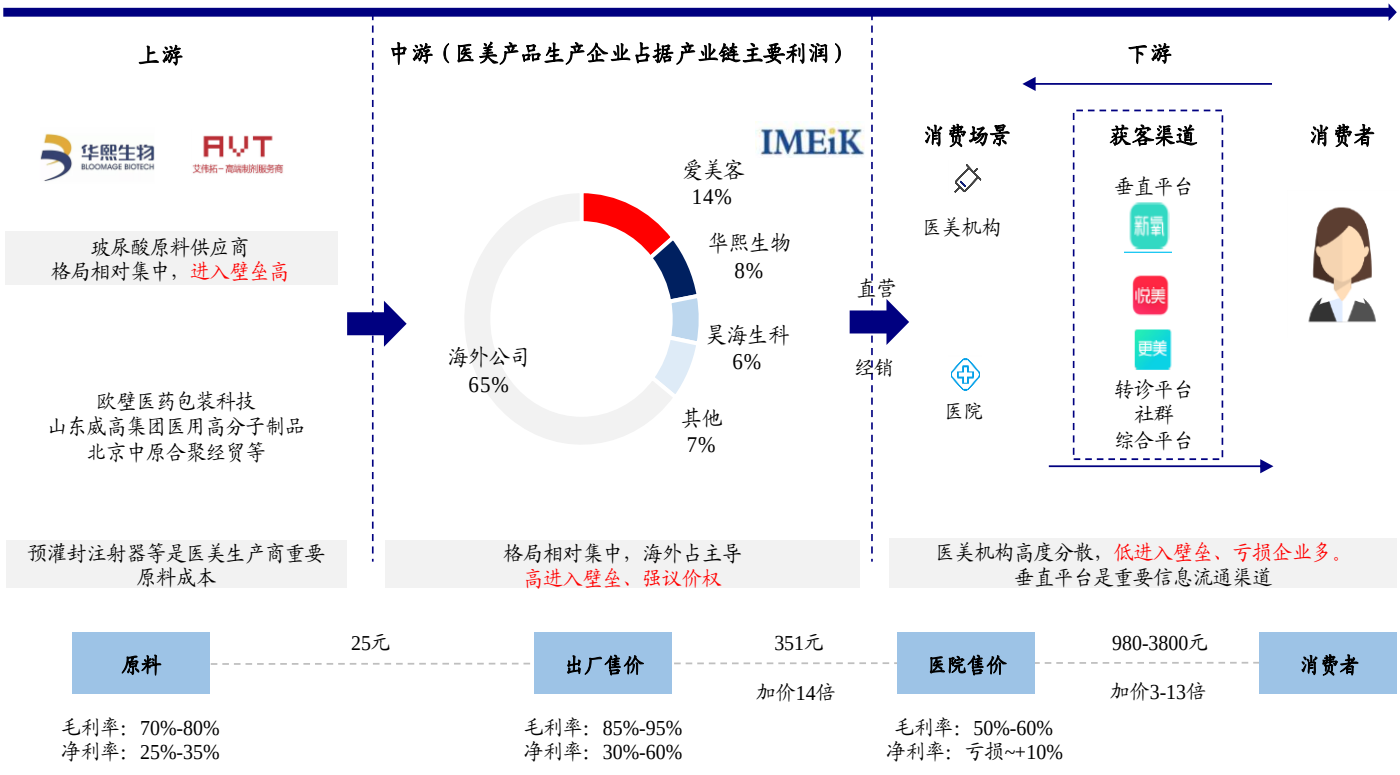
图25：国产玻尿酸产品市场份额持续提高



数据来源：招股说明书、Frost & Sullivan、开源证券研究所

医美行业产业链主要由上游原料商、中游产品生产商、下游医美机构和终端消费者构成，中游占据产业链核心关节、议价权较高。通常来看，以嗨体为例的透明质酸医美终端产品采购成本仅为 25 元，产品卖给经销商价格约为 351 元，经销商再加价约 50-100 元/支卖给下游医美机构。新氧 APP 数据显示，医疗机构为消费者注射产品加价倍率达 3-13 倍，同时医疗机构需要向新氧等第三方获客平台支付 1000-1500 元/人的引流费用。在整个产业链中，医美产品生产厂商拥有核心技术，且能够实现大规模标准化生产，通过规模效应降低单位成本，从而实现更高毛利率。同时，下游医院/医美机构由于高度分散，无法联合起来与产品/器械生产商议价，因此生产商拥有较为强势的议价权。以注射用玻尿酸针剂为例，以华熙生物、爱美客为代表的终端产品生产商加价倍率最高，毛利率较其他环节也更高。

图26：医美产品生产商占据产业链核心环节，利润率较高

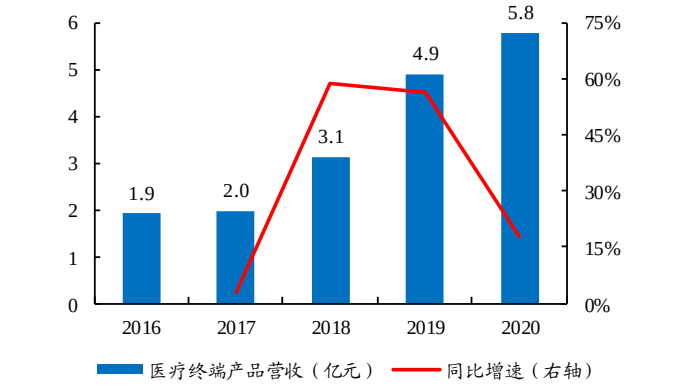


资料来源：公司公告、新氧 APP、开源证券研究所

4.2、 医疗终端业务：润致 Aqua 有望放量增长

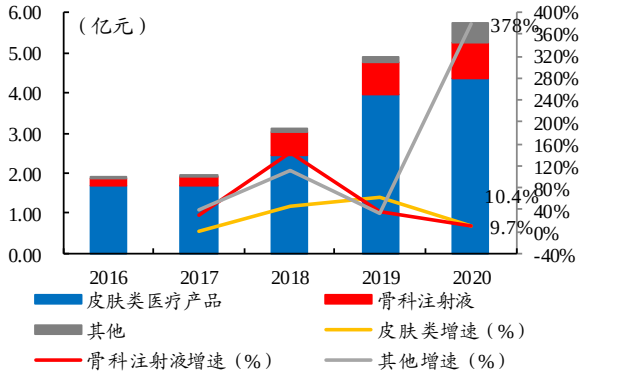
公司医疗终端规模快速增长。华熙生物 2012 年开始布局医疗终端业务，2020 年医疗终端产品实现营收 5.76 亿元，同比增长 17.79%，在公司总营收中占比为 21.9%。公司医疗终端业务以医美类为主，2020 年公司皮肤类医疗产品/骨科注射液实现营收 4.35/0.9 亿元，在医疗终端业务收入中占比分别为 75.5%/15.6%；增速方面，皮肤类医疗产品 2020 年同比增速达到 9.7%，骨科注射液 2020 年同比增速达到 10.4%。

图27：公司医疗终端产品规模快速增长



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

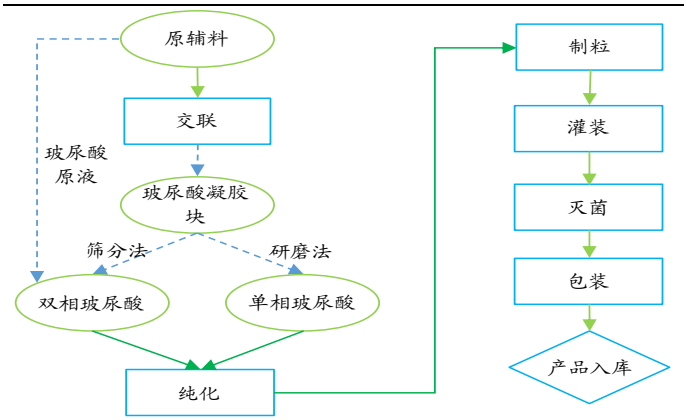
图28：公司的医疗终端产品以皮肤类产品为主



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

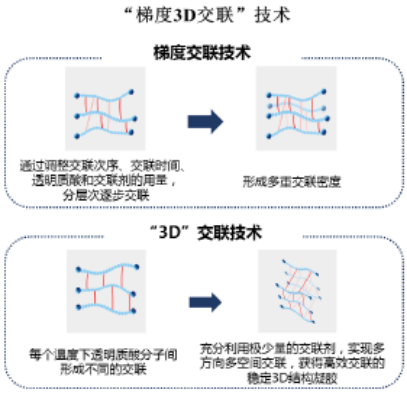
依托交联技术，不断推新丰富填充剂产品线。交联技术是玻尿酸填充塑型效果和持久度差异的关键。自然状态下，透明质酸分子链是分散游离液态，容易被吸收降解，而交联剂可有效实现玻尿酸在人体内维持长时间固态形状，从而达到支撑塑型效果。目前，玻尿酸交联主要分为两种：单相型通过研磨法，利用高密度网状结构技术将大块玻尿酸凝胶磨成质地平滑细腻的凝胶状，从而提高交联度，主要适用于塑型，如隆鼻、下巴、面部提升等；双相型是通过筛分法，将交联与非交联的玻尿酸混合在一起，主要适用于皮肤表面填充除皱，如泪沟、嘴唇等。公司自 2006 年开始研究 HA 交联技术，逐步攻克三大技术难题（定向交联、有效交联、交联度精确控制），2012 年推出依托交联技术生产的“润百颜”注射用透明质酸钠凝胶并获 CFDA 批准上市（首款国产产品）；2016 年公司含利多卡因的注射用透明质酸钠凝胶通过 CFDA 认证；2019 年推出国内首款单相含麻透明质酸填充剂；2020 年 3 月纠正额部皱纹的注射用修饰透明质酸凝胶获批。

图29：交联是医美终端产品生产过程中的重要技术



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图30：公司研发交联技术



资料来源：招股说明书

公司现有Ⅲ类医疗器械批文覆盖多功效、多价格带产品，新批文持续获批贡献增量。截至 2021 年 2 月，公司拥有 7 张Ⅲ类医疗器械注册证，分别对应润百颜（一张）、润致三款产品（各一张）、海视健（一张），其中 2020 年新获批三张，一张对应 2020 年推出的润致 Aqua 娃娃针，剩余两张将用于鼻唇部、额部等不同注射部位。从产品功效上看，公司医美产品功效涵盖轮廓塑形、软组织填充除皱、水光等各类功效。我们认为，随着新产品推出及放量，未来将不断为公司贡献新增量。

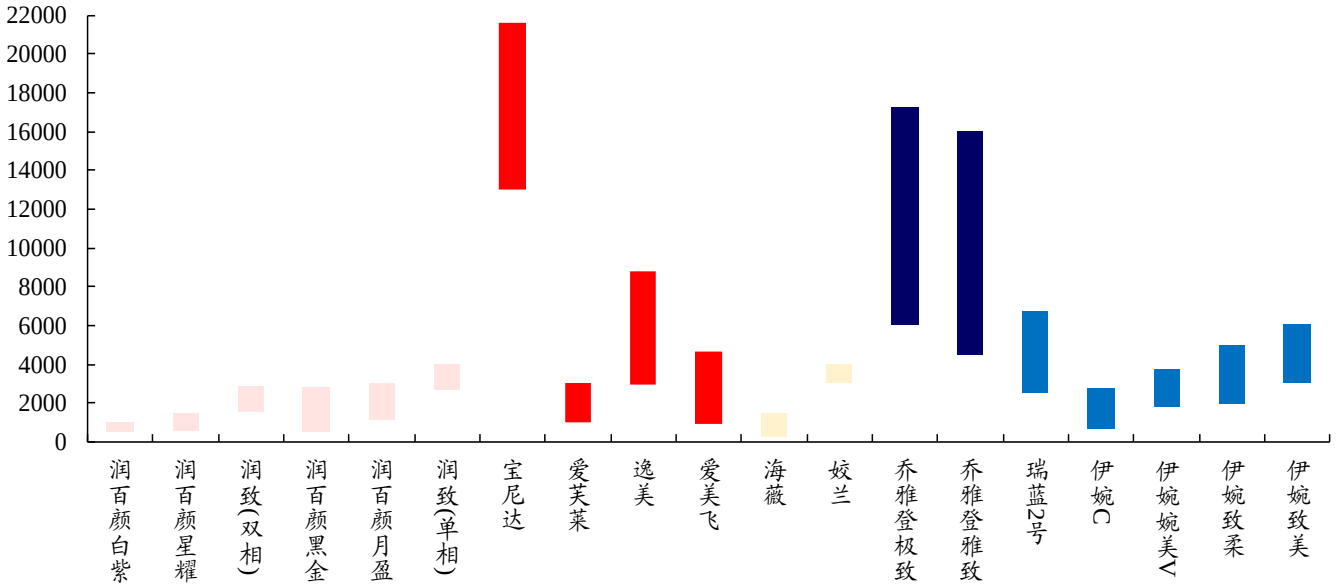
表14：公司Ⅲ类医疗器械批文覆盖多功效、多价格带产品

注册证编号	批准日期及有效期	对应品牌及产品	作用	技术及成分	维持时间	价格
国械注准20143132037	2019-09-02 2024-09-01	润百颜白紫	软组织填充除皱、轮廓塑型	双相	6 个月左右	500-1000 元/ml
		润百颜黑金	软组织填充除皱、轮廓塑型	双相	6-12 个月	480-2800 元/ml
		润百颜星耀	软组织填充除皱、轮廓塑型	双相	6-12 个月	600-1500 元/ml
		润百颜月盈	软组织填充除皱、轮廓塑型	双相	6-12 个月	1200-3000 元/ml
国械注准20163460861	2016-05-06 2021-05-05	润致双相玻尿酸	软组织填充除皱、轮廓塑型	双相、含盐酸利多卡因	8-12 个月	1500-3000 元/m
国械注准20193130257	2019-4-28 2024-4-27	润致单相玻尿酸	软组织填充除皱、轮廓塑型	单相、含盐酸利多卡因	8-12 个月	2500~4000 元/m
国械注准20203130295	2020-03-20 2025-03-19	润致 Aqua 娃娃针	水光	HEC 高效交联技术，含盐酸利多卡因	8-12 个月	1200~2500 元/ml
国械注准20163222351	2016-11-30 2021-11-29	海视健医用透明质酸钠凝胶	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术			
国械注准20203130568	2020-06-19 2025-06-18	待推出产品				
国械注准20203130569	2020-06-19 2025-06-18	待推出产品				

资料来源：国家食品药品监督管理局、Frost&Sullivan、新氧、小红书、公司官网、开源证券研究所

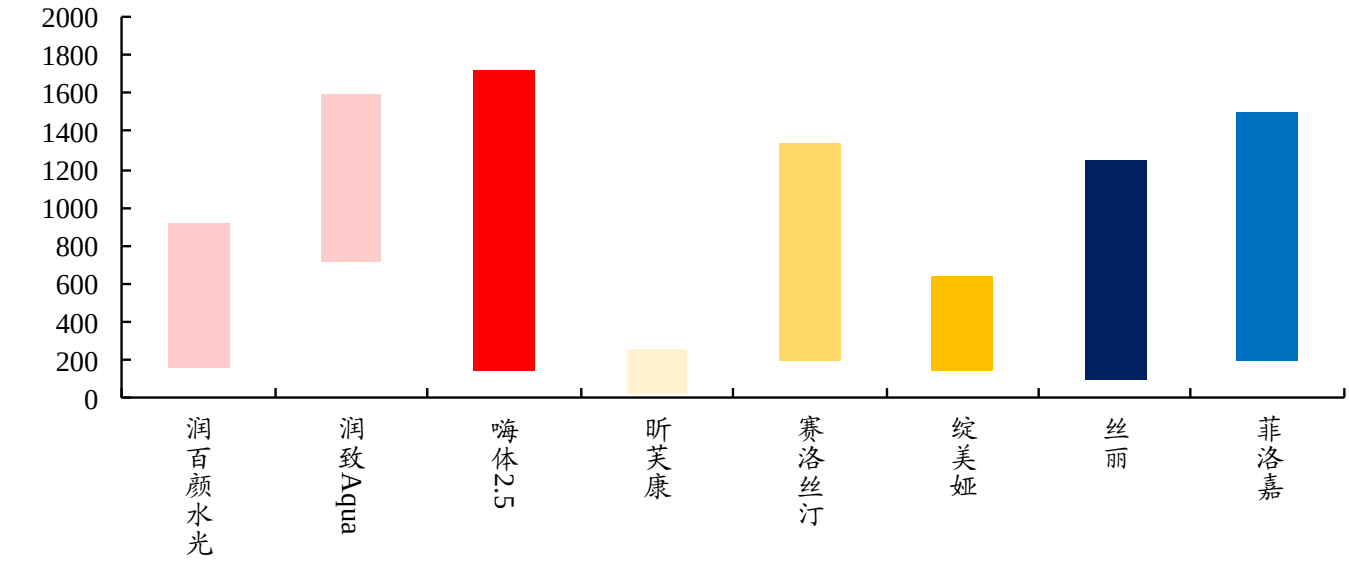
公司产品主打大众价格带，2020 年中推出润致 Aqua 高端水光产品。（1）塑形类：我们对市场主流透明质酸类医美产品进行梳理，海外品牌主要布局高端价格带，如乔雅登极致等，价格处于 7475 元/ml-15278 元/ml 之间；国内产品主要切入大众赛道。从原因上看，海外产品之所以具有较高定价，主要由于其技术和成分方面本身存在差异，且进入国内较早，品牌认知度和安全性受到消费者认可，带来一定品牌溢价。公司产品主要切入大众医美赛道，其中润百颜产品价格在 288 元-1280 元/ml 之间，润致定位高于润百颜，价格在 2500 元-4600 元/ml 之间。**（2）水光类：**润百颜水光价格较低，2020 年中公司推出润致 Aqua 娃娃针，定位高端，采用 HEC 高效交联技术，可以有效帮助肌肤实现紧致。我们认为，华熙生物医美产品较为丰富，可以有效满足消费者不同轻医美需求，公司与海外产品实行差异化定位错位竞争，有望实现弯道超车。除此之外，润致 Aqua 也有望在 2021 年放量，为公司贡献增量。

图31：华熙生物塑型产品主打大众价格带（单位：元/ml）



数据来源：新氧、国家食品药品监督管理局、公司官网、开源证券研究所（图中同一公司采用同一颜色标注，华熙生物为浅粉色）

图32：润百颜水光主打大众价格带，润致 Aqua 定位高端（单位：元/ml）



数据来源：新氧、国家食品药品监督管理局、公司官网、开源证券研究所（图中同一公司采用同一颜色标注，华熙生物为浅粉色）

法国子公司 Revitacare 旗下拥有知名医美产品丝丽（Cytocare）动能素，丰富了公司医疗终端产品线。丝丽品牌下涵盖透明质酸植入物和丝丽精华液等产品，其中丝丽动能素在境外销售，丝丽精华液主要在国内销售。丝丽动能素是知名水光类产品，产品应用非交联透明质酸基础上添加了 21 种氨基酸、14 种矿物质和微量元素、11 种维他命等营养成分，可以有效满足衰老细胞对营养素需求，实现抗氧化抗衰功效。目前丝丽动能素已经在水光领域树立了优良的口碑，随着新品不断推出，公司医美业务终端产品线还将持续丰富。

表15：丝丽（Cytocare）透明质酸无源植入物在海外以经销为主

销售额：万元	2017	2018	2019Q1-Q3
直销	162.13	559.26	506.75
经销	3678.78	4862.67	954.74
合计	3840.91	5421.93	1461.49

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图33：2018 年 Revitacare 上新丝丽 715 产品



资料来源：新浪新闻

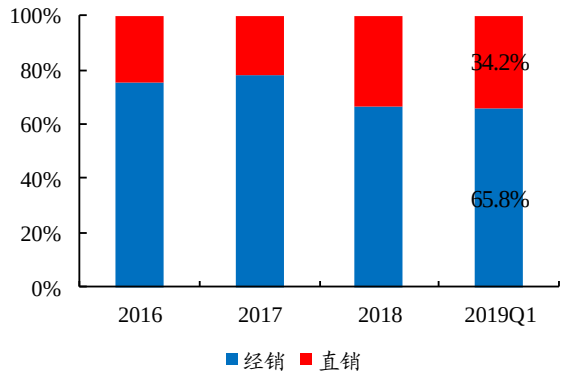
图34：丝丽动能素包含四种规格



资料来源：采美官网

公司直营销售模式占比提升，通过多种方式赋能医美机构，增强医美机构黏性。华熙生物皮肤类医疗产品过去以经销为主，近年来直营销售模式逐渐上升（公司将规模较大连锁店归为直营模式）。我们认为，直营方式有助于增强公司与医美机构的黏性，并且树立在医美机构中的品牌形象。目前，公司通过多种方式赋能医美机构：（1）成立华熙学院，在线上设置医美相关课程学习，线下定期开展学术探讨和培训，赋能医美机构，提升品牌在机构间的认可度；（2）围绕医美产品布局相关伴侣护肤品，如润致皮肤保护剂、润百颜美塑系列、润百颜液体辅料等，满足消费者术后修护需求。除赋能医美机构外，2020 年 5 月公司还开展了“润容颜 致逆行”大型公益活动，为全国医护工作者提供免费注射润致含利多卡因安适玻尿酸以及皮肤修护项目无偿治疗，我们认为将有助于公司提升社会认知度和美誉度。

图35：公司皮肤类医疗产品直营渠道占比上升



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图36：公司开展“润容颜 致逆行”活动

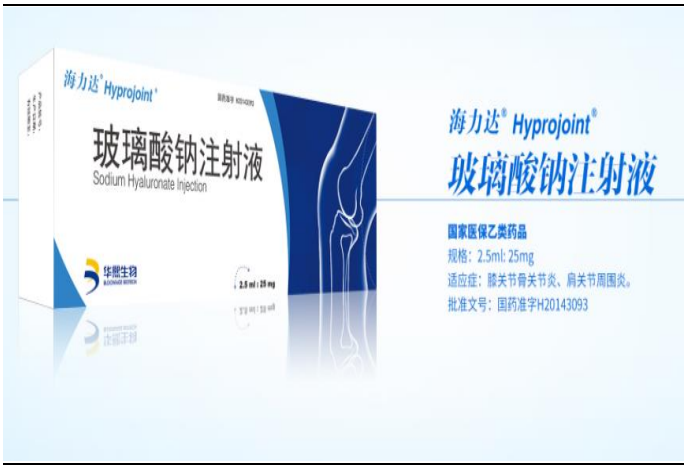


资料来源：润致官网

4.3、 骨科注射液：中标省份逐渐增加，市占率稳步提升

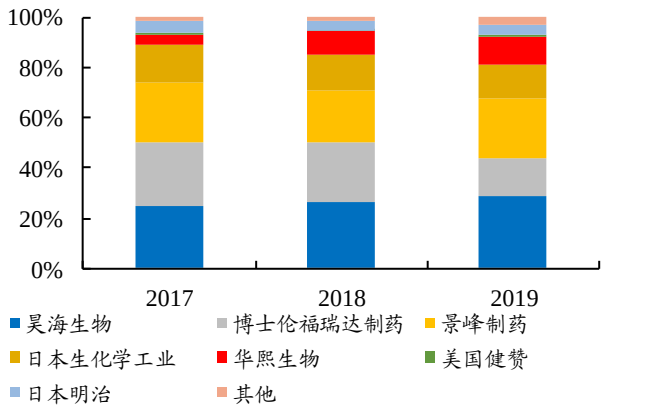
骨科注射液：进入市场晚，市占率在稳步提升。公司的玻璃酸钠注射液（属于骨科注射液）在国内率先采用终端湿热灭菌技术，使产品的无菌保证水平由千分之一提升至百万分之一，显著提高了产品安全性，该技术也成为此类产品标准灭菌方式。公司骨科注射液“海力达”2014 年才获得 CFDA 批文，进入市场晚且中标的省份相对较少，故早期市占率较低。但目前“海力达”已纳入国家医保，2019 年底中标省份提升至 23 个（2016 年仅 8 个省份），营收及市占率未来有望进一步提升。

图37：公司拥有“海力达”骨科注射液产品



资料来源：公司官网

图38：公司骨科注射液市占率稳步提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

4.4、 眼科黏弹剂：有望受益老龄化催化及应用领域拓展带动

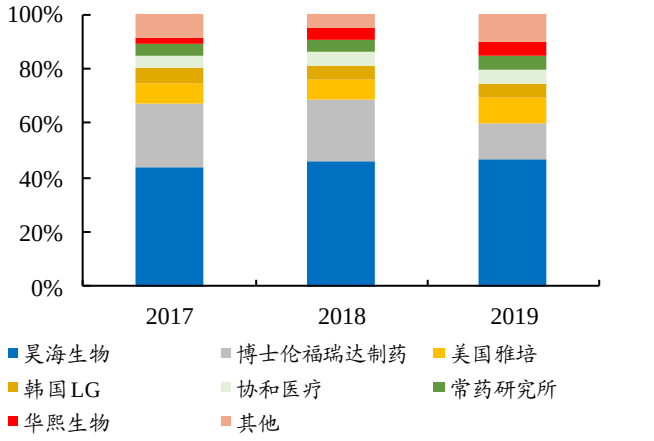
眼科黏弹剂：目前规模较小(2018 年收入占比 0.64%)，未来有望不断打开市场空间。透明质酸是人工泪液的常用成分，可用于干眼症治疗。从国内竞争格局来看，眼科治疗类透明质酸以国产为主，华熙生物市占率略微提升。华熙生物眼科黏弹剂产品为海视健，用于白内障及人工晶体植入术。随着我国人口老龄化发展，白内障等眼科疾病患者增加，公司眼科业务市场空间广阔。

图39：公司拥有“海视健”医用透明质酸钠凝胶产品



资料来源：公司官网

图40：公司眼科黏弹剂市占率逐渐提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

5、 功能性护肤品：多品牌切入差异化优质赛道，进入发展新阶段

5.1、 抓住“成分党”风口，功能性护肤品表现亮眼

抓住“成分党”风口，品牌矩阵覆盖差异细分优质赛道。公司 2014 年组建医学护肤品研发团队，2016 年首推“润百颜”护肤品，2018 年前后国内美妆市场出现更加注重护肤品成分与功效的“成分党”（根据 CBNData 数据，2018 年 1~10 月关于护肤成分的发博量同比增长 133%）。在此风口上，公司开发出一系列针对敏感性皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等皮肤问题的功能性护肤品，2018 年开始发力功能性护肤品终端业务。目前，公司已形成多品牌布局，润百颜致力于打造成为“玻尿酸第一品牌”，夸迪主打“冻龄·抗初老”，米蓓尔卡位敏感肌修护，BM 肌活活性成分管理大师，公司通过多品牌模式精准布局差异细分赛道，未来有较大发展空间。

功能性护肤品营收高增长，线上是目前主要销售渠道。2020 年公司功能性护肤品业务实现营收 13.46 亿元，同比增长 112.19%，营收占比提升至 51%，成为公司第一大主营业务。分品牌看，润百颜、夸迪、米蓓尔、BM 肌活分别实现收入 5.65 亿元、3.91 亿元、1.99 亿元、1.13 亿元，保持高速增长。从渠道角度讲，这些品牌的主要销售渠道均为天猫，占比在 50%以上。我们认为，采取切入不同细分赛道的多品牌战略可以有效满足不同细分群体消费者的消费需求，也有助于树立在消费者心目中的品牌形象。2020 年公司功能性护肤品迈入 10 亿体量，标志着公司护肤品业务进入新发展阶段，随着公司加大营销端投入，功能性护肤品有望保持高速增长。

图41：公司功能性护肤品板块已形成多品牌布局

		定位	品牌销售情况（2020年）	品牌销售渠道（2020年）
功能性护肤品 收入：13.46亿元 营收占比：51.15% YOY：+112% 毛利率：81.89%	BIOHYALUX® 润百颜®	 “玻尿酸第一品牌”	收入：5.65亿 YOY：+65.29% 毛利率YOY：+2.8%	天猫渠道：58% 经销渠道：29% 其他渠道：13%
	QUADHA 夸迪	 “冻龄·抗初老”	收入：3.91亿 YOY：+513.29% 毛利率YOY：+5.95%	天猫渠道：57% 经销渠道：11% 其他渠道：32%
	专为敏感肌肤研制 MEDREPAIR® 米蓓尔	 “专为敏感肌肤研制”	收入：1.99亿 YOY：+136.32% 毛利率YOY：-0.53%	天猫渠道：49% 经销渠道：36% 其他渠道：15%
	BioMESO肌活 透皮好吸收	 “活性成分管理大师”	收入：1.13亿 YOY：+45.71%% 毛利率YOY：+9.82%	天猫渠道：77% 经销渠道：12% 其他渠道：11%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、 技术赋能打造优质产品，营销升级助力品牌成长

公司依托技术与原料优势，打造功能性护肤品的产品力。我们认为产品力主要体现在产品品质以及对消费者吸引力两个方面。公司从原料端与工艺端两侧保证高品质产品：（1）原料端：公司拥有微生物发酵法与酶切法（专利技术）两项国际领先技术，且公司已掌握对 HA 分子量的精准控制，能实现高品质透明质酸及其衍生物等化妆品上游原料的稳定供应与定制化需求。同时，公司已将蜂巢结构玻尿酸、油分散透明质酸钠等多项专利技术应用于功能性护肤品中，从科学角度保证了产品功效。（2）工艺端：对于经典产品次抛原液，公司采用“吹灌封一体化”灌装技术，结合高温终端灭菌保证了单支产品的品质。

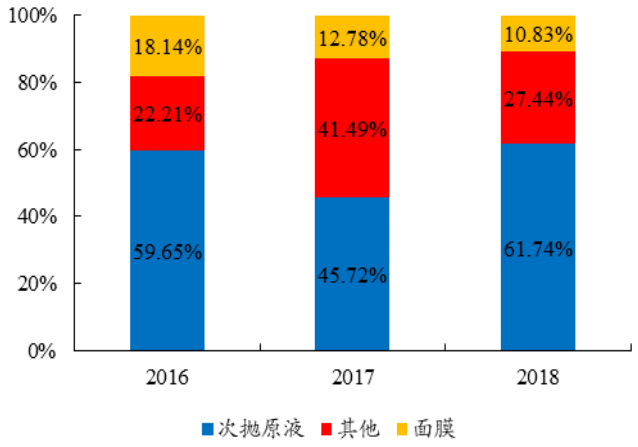
表16：华熙生物在功能性护肤品领域应用多种专利技术

专利名称	昵称	专利号/国家	产品应用
酶切法制备寡聚透明质酸盐的方法及所得寡聚透明质酸盐和其应用	酶切技术/miniHA	ZL201210317032.5（中国） US9493755 B2（美国） EP2818543（欧盟） 第 5957096 号（日本） 第 10-1736790 号（韩国）	润百颜水润次抛原液
一种透明质酸弹性体及其应用	透明质酸钠交联聚合物	ZL201510109114.4	润月雅青春御龄精粹液
一种含γ-氨基丁酸和透明质酸的组合物及其在化妆品中的应用	GABA 与玻尿酸专利复配技术	ZL201510943689.6	润月雅 GABA 凝时祛皱抗衰液
一种油分散透明质酸钠及其制备方法和用途	油分散透明质酸钠	ZL201310448428.8（中国）	润百颜·故宫系列口红
蜂巢状透明质酸及其制备方法	蜂巢结构玻尿酸	ZL201510037950.6（中国）	润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛原液

资料来源：华熙生物公众号、招股说明书、开源证券研究所

次抛原液是公司功能性护肤品主要产品，产品力较强。公司经典产品次抛原液具有较强产品力，在功能性护肤品销售占比中在半数左右。具体来看，公司采用 B.F.S（Bill：吹瓶成型；Fill：料液灌装；Seal：容器风口）一体化技术生产了一系列无菌、无防腐剂的小包装（0.5~10ml/支）次抛原液产品，与市场上的大容量（常见的大容量产品规格有 30ml/50ml/75ml 等）原液护肤品相比，次抛原液“一次一抛”的使用方法更加卫生、便携；与包材为玻璃的次抛原液相比，公司的塑料材质更易打开，不伤手。公司较早开始在市场上进行次抛原液的推广教育，在一定程度上占据了消费者的心智，塑造了“次抛”形象。另外，“次抛”的产品形态具有较高产品辨识度，竞品相对较少，因此拥有了一批忠诚度较高的消费者，公司产品复购率持续提升。

图42：次抛原液销售占比在半数左右



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图43：次抛原液无菌、无防腐剂、无化学添加



资料来源：润百颜旗舰店

公司注重产品迭代升级，满足消费者不同需求。公司在经典款水润次抛原液基础之上不断开发新产品，满足消费者不同需求，如在蜂巢玻尿酸紧致次抛原液添加了二裂酵母成分，主打抗初衰；在净肤次抛原液中，公司添加了水杨酸和烟酰胺成分，在减少痘痘粉刺同时，可以提亮肤色。除了产品迭代升级之外，公司还在产品规格上不断创新，如推出小样次抛原液（2 支 52 元，天猫旗舰店口径）以及 5 支装等多个规格，这样消费者就可以通过“试用——有效——复购”路径形成有效转化。

图44：公司次抛原液不断推出不同功效的新产品



夜间晶透次抛原液



水光盈透次抛原液



蜂巢玻尿酸紧致次抛原液



赋活新生次抛原液



净肤次抛原液



水润次抛原液

资料来源：公司微信官方旗舰店、开源证券研究所

营销方面，公司采用 IP 联名模式，“润百颜·故宫口红”成为国货之光。联名方面，与超级 IP 联名打造爆款，塑造“国货之光”品牌形象。2018 年故宫正处于“网红”的 C 位，《我在故宫修文物》、《上新了，故宫》等一系列节目以及“网红院长”单霁翔助推故宫成为超级 IP。2018 年 12 月，公司以专利产品油分散透明质酸钠（具有高效保湿、丰润滋养等功效）为核心材料，与故宫联名推出爆款“润百颜·故宫口红”，塑造了“国货之光”的品牌形象，根据公司公告，2019 年上半年故宫口红销售收入在功能性护肤品中占比达到约 15%。

全渠道布局投放，近年来营销力度不断加强。投放方面，央视投广、高铁冠名、直播、KOL 带货等新老营销手段齐上阵，全方位提升品牌知名度。具体来看：（1）央视投广：2018 年 10 月起，华熙生物 10 秒、15 秒品牌形象广告片分别亮相 CCTV-1《新闻联播》、CCTV-新闻《新闻直播间》中插广告，借助央视的权威性、公信力，提升了消费者对品牌的信任度。（2）高铁冠名 ：华熙生物所冠名的高铁覆盖京广、京沪两大线路，直接触及北上广等沿线城市圈，直击高收入、高消费群体。同时采用桌贴、品牌天幕、语音播报等多种方式进行品牌传播，提升品牌曝光度。（3）直播、KOL 带货：公司功能性护肤品产品多次进入李佳琦、薇娅等头部 KOL 的直播间，通过直播这种破地域壁垒、触及更广大消费者的方式进行品牌宣传。

图45：与故宫联名打造爆款“润百颜·故宫口红”



资料来源：润百颜天猫旗舰店

图46：公司全渠道高效触达消费者



华熙生物央视投放15s广告



品牌天目、桌贴传播



薇娅直播华熙生物产品

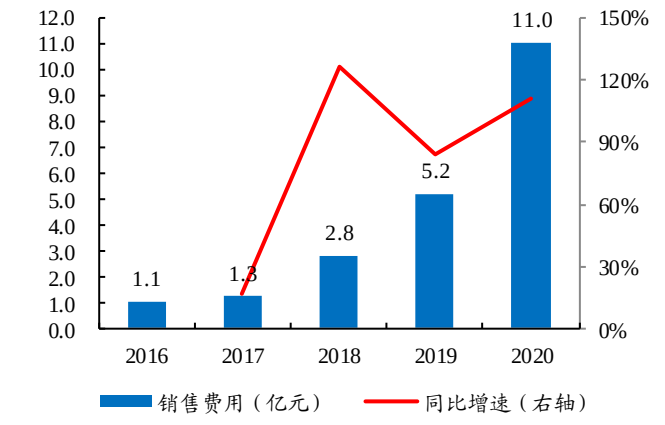


李佳琦直播华熙生物产品

资料来源：华铁传媒集团有限公司公众号、护肤养颜秘籍公众号、淘宝直播、开源证券研究所

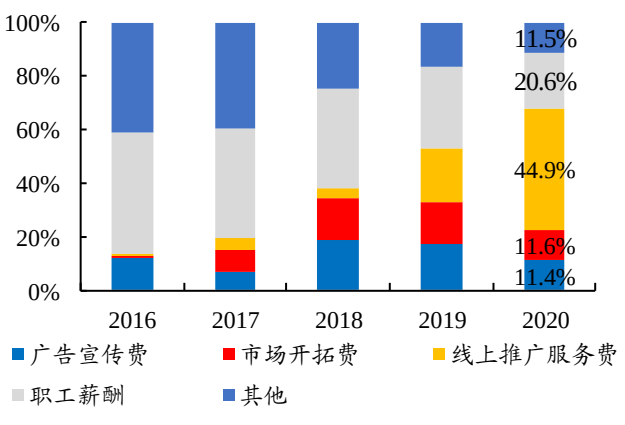
营销发力，也带来销售费用提升。随着公司发力功能性护肤品并加大营销力度，公司销售费用提升明显，2020 年公司销售费用达到 10.99 亿元，同比增加 110.8%，销售费用率达 41.8%。具体来看，线上推广服务费大幅增加（全年合计 4.93 亿元），广告宣传费、线上推广服务费、市场开拓费三者合计在销售费用中占比达到 67.9%（2016 年三者合计占比仅为 13.8%）。我们认为，公司紧跟营销风口，加大线上推广，有助于公司树立品牌形象。

图47：公司销售费用增长较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图48：线上推广费用在销售费用中占比提高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

6、 功能性食品：HA 作为新食品原料获批，打开新成长空间

透明质酸添加到普通食品中新近获批，应用领域持续拓展。除了前文提到的医疗器械、化妆品等透明质酸应用领域外，目前透明质酸的应用场景还在持续拓展中，如食品领域。2008 年我国批准透明质酸可作为保健食品原料；2018 年我国批准透明质酸可用于宠物食品原料；2021 年 1 月，由华熙生物主导申报的透明质酸作为新食品原料获批，使用范围为乳及乳制品，饮料类，酒类，可可制品等。从海外国家情况看，口服透明质酸在日本、美国、英国等国家已普遍应用，根据艾瑞咨询，日本有 161 种食品中包含透明质酸成分。可将透明质酸添加到普通食品中标志着透明质酸在国内应用领域延伸，也打开了透明质酸食品终端发展的新阶段，我们认为将给国内企业带来新的发展机会。

图49：透明质酸作为普通食品原料获批



资料来源：国家卫生健康委

图50：透明质酸可被添加到普通食品和保健食品当中



资料来源：艾瑞咨询

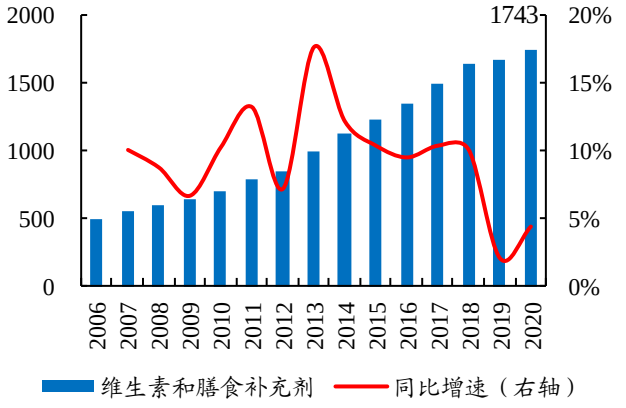
表17：普通食品和保健品在广告功效宣称上有较大差异

	保健食品	普通食品
定义	亦称为保健品，适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	各种供人食用或者饮用的成品和原料以及按照传统既是食品又是中药材的物品，但是不包括以治疗为目的的物品
产品分类	调节免疫功能食品、延缓衰老食品、改善记忆食品、促进生长发育食品、抗疲劳食品、减肥食品、耐缺氧食品、抗辐射食品、抗突变食品、抑制肿瘤食品、调节血脂食品等	蛋白质、脂肪、糖类(亦称碳水化合物)、无机质（亦称矿物质）、维生素、水、膳食纤维素（统称纤维素）和甲壳素等
功效成分	多糖类（如透明质酸等）；功能性油脂（脂肪酸）类（多不饱和脂肪酸等）；维生素类（维生素 A 等）；肽与蛋白质类（如免疫球蛋白等）；活性菌类（乳酸菌等）；微量元素（硒等）等	-
广告宣传	在产品标签显著位置需标注“保健食品不具有疾病预防、治疗功能”等警示语	禁止保健食品之外的其他食品宣传具有保健功能

资料来源：中华人民共和国食品安全法、食品安全法实施条例、保健食品管理办法、开源证券研究所

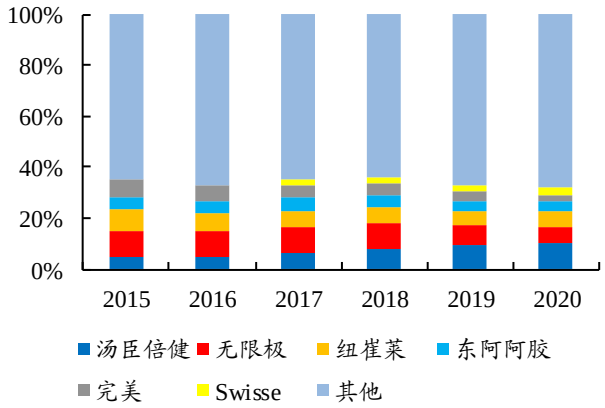
我国维生素和膳食纤维补充剂市场规模在千亿级别。根据 Euromonitor 数据，2020 年我国维生素和膳食补充剂市场规模达到 1743 亿元，同比增长 4.4%，市场空间较大。从市占率角度看，头部品牌以国货为主，2020 年汤臣倍健以 10.2%市占率位居首位。口服透明质酸有补充机体水分、改善骨骼关节、改善内脏及增强免疫力等诸多功能，随着透明质酸在国内食品中应用放开及消费者教育深入，行业有望保持稳健增长。根据 Euromonitor 数据，行业排名前五公司市占率多在 3%及以上，品牌对应终端规模超过 50 亿元。

图51：我国维生素和膳食纤维补充剂市场规模超千亿



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图52：头部品牌以国货为主



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

我们测算我国食品级透明质酸原料在百亿规模。我们采用**[食品级透明质酸需求量=人口数*每人每天透明质酸的摄入量*口服透明质酸渗透率]**进行测算。

（1）人口数假设：以 2019 年我国 14 亿人口为基础，2020 年末我国常住人口城镇化率超 60%，则城镇人口超过 8 亿；

（2）每人每天透明质酸摄入量：以国家卫生健康委推荐的 200mg/天进行敏感性分析；

（3）口服透明质酸渗透率：参照食品级透明质酸发展较为成熟的日本，长期渗透率达约 2%（具体测算方法见下表）；

测算后，我们得到我国食品级透明质酸需求量可达 1000 吨，前文数据显示华熙生物 2018 年食品级原料价格为 1258 元/KG，近年来头部企业产能投产，原料价格或下降。若食品级原料价格分别为 1200 元/KG、1000 元/KG 和 800 元/KG，则对应食品级透明质酸原料市场规模在 9.3 亿元-14.0 亿元之间。

表18：日本食品级透明质酸渗透率约为 1.9%

	全球	日本	备注
终端规模（亿美元）	3	2.8	2017 年全球透明质酸食品终端产品 3 亿美元，日本达到 2.8 亿美元，日本约占 93%
原料规模（吨）	191.7	178.92	2017 年全球食品级透明质酸原料 191.7 吨，日本占比 93%，对应 179 吨
人均食用量（g）		0.2	按照每天 200mg 粗略计算
食用人数（亿）		0.02	=179÷0.2÷365÷100
总人口数		1.275	2017 年日本总人口数
食品级渗透率		1.9%	0.02/1.275

资料来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

表19：我国食品级透明质酸原料需求量有望超 1000 吨

食品级透明质酸原料需求：吨		口服透明质酸渗透率：%				
		0.50%	1.00%	2.00%	3.00%	3.50%
每日摄入量：g	0.1	146	292	584	876	1022
	0.15	219	438	876	1314	1533
	0.2	292	584	1168	1752	2044
	0.25	365	730	1460	2190	2555
	0.3	438	876	1752	2628	3066

数据来源：Frost&Sullivan、国家统计局、开源证券研究所

华熙生物发布国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”，有望打开新成长空间。在黑零品牌发布前，公司已经在口服美容方面进行布局，推出了抗焦虑、助睡眠、改善皮肤功能的商品，包括仙黎奥芙和 Plumoon 品牌。2021 年 1 月 24 日，公司在“科技与共”线上发布会上正式推出透明质酸食品品牌“黑零”，标志着公司进军功能性食品领域。“黑零”品牌主打“黑科技、零添加”，下设 6 大核心产品，可满足纤体、健脑明目、舒缓抗衰、改善皮肤肤质等消费者需求。进军功能性食品领域，也标志着公司正式形成了“原料+终端”四轮驱动，随着终端食品放量，未来有望为公司贡献新的增量。

图53：“黑零”品牌发布，涉及 6 大核心产品



资料来源：公司官方公众号

7、 盈利预测和估值

7.1、 关键假设

收入：（1）原料：2020 年受海外疫情影响较大；公司原料端客户稳定，产能逐渐释放，2021、2022 年保持稳健增长。

（2）医疗终端产品：2020 年公司医美业务受疫情影响较大；公司 2020 年获得三张Ⅲ类医疗器械批文，其中一张批文推出主打高端定位的润致 Aqua 水光，2021 年有望放量，公司作为国内医美龙头，未来有望保持略高于行业的增速。

（3）功能性护肤品：公司 2020 年加大对护肤品营销投入，业务高速增长；公司功能性护肤品多品牌覆盖广价格带多细分赛道，未来也具备较大增长空间，我们预计 2021、2022 年继续保持高增长。

毛利率及核心费用率假设：

（1）毛利率：功能性护肤品、医美业务毛利率稳定；原料端随着行业产能投产，竞争加剧可能造成毛利率下降。结构方面，高毛利化妆品业务占比提升，综合来看，总体毛利率小幅下降。

（2）费用率：公司发力功能性护肤品和功能性食品，加大营销投入，销售费用率保持较高水平；2021 年起股权激励费用开始摊销，带来管理费用率上行；研发方面公司保持较高研发投入。

表20：公司分业务营收及核心比率假设

（百万元）	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	**733**	**818**	**1263**	**1886**	**2633**	**3847**	**5165**	**6676**
YoY		12%	54%	49%	39.6%	46.1%	34.3%	29.3%
原料	**458**	**508**	**651**	**761**	**703**	**788**	**851**	**902**
YOY		11%	28%	17%	-7.5%	12.0%	8.0%	6.0%
占比	62%	62%	52%	40%	27%	20%	16%	14%
医疗终端产品	**191**	**197**	**313**	**489**	**576**	**770**	**995**	**1,293**
YOY		3%	59%	56%	18%	34%	29%	30%
占比	26%	24%	25%	26%	22%	20%	19%	19%
功能性护肤品	**64**	**95**	**290**	**634**	**1,346**	**2,288**	**3,318**	**4,480**
YOY		49%	205%	119%	112%	70.0%	45.0%	35.0%
占比	9%	12%	23%	34%	51%	59%	64%	67%
其他主营业务	13	14	6	0	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	6.93	4.62	3.18	1.00	7	1	1	1
核心比率假设								
毛利率	77.4%	75.5%	79.9%	79.7%	81.4%	81.1%	80.2%	79.9%
销售费用率	14.6%	15.3%	22.5%	27.7%	41.8%	41.2%	41.4%	41.6%
管理费用率	15.0%	21.4%	13.4%	9.7%	6.1%	10.0%	8.0%	7.0%
研发费用率	3.3%	3.1%	4.2%	5.0%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%
财务费用率	1.0%	-1.9%	1.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润率	36.8%	27.1%	33.6%	31.0%	24.5%	20.6%	20.9%	21.0%

资料来源：公司公告、开源证券研究所（蓝色为假设项）

7.2、 盈利预测与估值

公司是全球透明质酸龙头企业，已经形成“原料+终端”四轮驱动全产业链布局，原料业务掌握全球先进技术且资质齐全，具有成本壁垒及先发优势；终端医美及护肤品、食品领域高景气，有望实现高增长；未来产业链各环节间有望发挥较好协同效应。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 7.92/10.83/14.05 亿元（同比增速为 22.7%/36.7%/29.7%），对应 EPS 为 1.65/2.26/2.93 元，对比行业可比公司，公司目前估值水平高于行业平均水平（行业平均估值 2022 年 68.3 倍），但考虑到公司透明质酸全产业链布局的行业龙头地位，估值应享有一定溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表21：华熙生物作为透明质酸全产业链布局的行业龙头，成长性强，理应享有一定估值溢价

证券代码	股票简称	评级	总市值	收盘价	EPS		PE		同比增速	
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
300896.SZ	爱美客	买入	1136	525	3.24	4.85	161.8	108.2	59.6%	49.5%
300957.SZ	贝泰妮	买入	897	212	1.88	2.63	112.3	80.6	46.9%	39.4%
603605.SH	珀莱雅	未评级	332	165	3.04	3.77	54.3	43.8	27.6%	24.2%
600315.SH	上海家化	未评级	311	46	0.74	1.13	61.8	40.7	16.9%	51.8%
			A 股平均				**97.5**	**68.3**		
688363.SH	华熙生物	买入	864	180	1.65	2.26	109.1	79.8	22.6%	36.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/04/08，爱美客、贝泰妮 EPS 使用开源证券预测数据，珀莱雅、上海家化 EPS 使用 Wind 一致预期数据）

8、 风险提示

终端产品推广不及预期；

核心技术人员流失风险；

行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3771	3664	3990	4696	5612
现金	2201	1390	1130	1509	1739
应收票据及应收账款	373	377	719	753	1149
其他应收款	7	35	27	56	51
预付账款	37	45	75	86	122
存货	315	477	699	953	1211
其他流动资产	837	1340	1340	1340	1340
非流动资产	1201	2053	2439	2836	3294
长期投资	15	18	18	18	18
固定资产	460	627	988	1333	1690
无形资产	385	427	494	561	638
其他非流动资产	341	982	939	924	948
资产总计	4972	5717	6429	7532	8906
流动负债	366	553	670	816	954
短期借款	0	24	24	24	24
应付票据及应付账款	95	197	237	373	426
其他流动负债	271	332	409	419	504
非流动负债	56	146	146	146	146
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	56	146	146	146	146
负债合计	422	699	816	962	1099
少数股东权益	-1	-2	-3	-4	-6
股本	480	480	480	480	480
资本公积	3452	3452	3452	3452	3452
留存收益	620	1088	1759	2636	3706
归属母公司股东权益	4550	5020	5615	6574	7813
负债和股东权益	4972	5717	6429	7532	8906

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	365	705	401	1021	1019
净利润	585	645	791	1082	1403
折旧摊销	63	75	94	136	181
财务费用	-12	-1	-1	-1	-1
投资损失	-0	-34	-15	-15	-15
营运资金变动	-270	25	-469	-181	-549
其他经营现金流	-0	-5	0	0	0
投资活动现金流	-1247	-1331	-465	-518	-624
资本支出	450	763	480	533	639
长期投资	0	-11	0	0	0
其他投资现金流	-797	-579	15	15	15
筹资活动现金流	2224	-160	-195	-124	-165
短期借款	-40	24	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	2644	0	0	0	0
其他筹资现金流	-430	-184	-195	-124	-165
现金净增加额	1348	-798	-260	379	230

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1886	2633	3847	5165	6676
营业成本	384	489	727	1022	1339
营业税金及附加	26	34	50	67	87
营业费用	521	1099	1587	2139	2780
管理费用	182	162	385	413	467
研发费用	94	141	215	300	401
财务费用	-12	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-4	-16	0	0	0
其他收益	23	53	30	30	30
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	0	34	15	15	15
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	700	757	929	1271	1649
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	5	3	3	3	3
利润总额	701	759	931	1273	1651
所得税	116	114	140	191	248
净利润	585	645	791	1082	1403
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
归母净利润	586	646	792	1083	1405
EBITDA	698	794	989	1371	1785
EPS(元)	1.22	1.35	1.65	2.26	2.93

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	49.3	39.6	46.1	34.3	29.3
营业利润(%)	33.4	8.2	22.8	36.8	29.8
归属于母公司净利润(%)	38.2	10.3	22.7	36.7	29.7
获利能力					
毛利率(%)	79.7	81.4	81.1	80.2	79.9
净利率(%)	31.1	24.5	20.6	21.0	21.0
ROE(%)	12.8	12.9	14.1	16.5	18.0
ROIC(%)	11.5	11.8	13.2	15.6	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	8.5	12.2	12.7	12.8	12.3
净负债比率(%)	-47.3	-24.4	-17.2	-20.5	-20.2
流动比率	10.3	6.6	6.0	5.8	5.9
速动比率	7.1	4.6	3.9	3.7	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	6.3	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	4.9	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.35	1.65	2.26	2.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.47	0.83	2.13	2.12
每股净资产(最新摊薄)	9.48	10.46	11.70	13.70	16.28
估值比率					
P/E	147.6	133.9	109.1	79.8	61.5
P/B	19.0	17.2	15.4	13.2	11.1
EV/EBITDA	120.8	106.5	85.7	61.6	47.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn