华熙生物（688363）

三位一体，产业链贯通的医美大玩家

买入（首次）

2020 年 10 月 25 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,886	2,391	3,286	4,380
同比（%）	49.3%	26.8%	37.4%	33.3%
归母净利润（百万元）	586	678	915	1,199
同比（%）	37.9%	15.9%	35.0%	30.9%
每股收益（元/股）	1.22	1.41	1.91	2.50
P/E（倍）	105.93	91.53	67.77	51.75

投资要点

- **深耕透明质酸 20 余年，基于技术优势建立全产业链业务体系。**华熙生物凭借微生物发酵和交联两大技术平台，以透明质酸生产为起点，坚持技术创新和业务拓展，最终成为产业链贯通的头部企业。公司主要业务分为原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品三大块，2019 年收入占比分别为 40.4%/ 25.9%/ 33.6%。其中原料业务为公司基本盘，医疗终端和功能性护肤品强势增长，带动公司业绩持续大幅增长。2020H1 公司实现收入 9.47 亿元/+17.0%YoY；归母净利润 2.67 亿元/+0.8%YoY。

- **透明质酸原料业务技术领先，缔造全球龙头地位。**透明质酸广泛应用于医药、化妆品、食品等领域。据弗若斯特沙利文，2018 年全球透明质酸原料销量超 500 万吨，未来有望保持双位数增速。公司原料端竞争壁垒主要存在于：①较高的技术及生产壁垒，产率、纯度、分子量范围等核心指标均处于领先水平；②注册证准入壁垒，公司在全球主要国家和地区取得 26 项原料产品注册及备案证书，远高于其他竞争对手。

- **医疗终端产品应用场景多元化，其中医美终端增速最快。**医疗终端产品主要应用于医美、骨科、眼科治疗。2014-2018 年医美/骨科/眼科终端产品规模增速 CAGR 分别为 32.2%/0.6%/16%，“颜值经济”下医美终端需求提升，医美透明质酸终端产品增速最快。尽管近年来我国医美接受水平持续改善，但相比发达国家医美渗透率仍有较大增长空间，前景可期。

- **通过专业优势铸就差异，功能性护肤品品牌力持续提升。**2014 年润百颜推出“蜂巢玻尿酸水润次抛”，正式进入功能性护肤品领域。之后公司又相继推出夸迪、米蓓尔等品牌，覆盖不同年龄段和需求的消费者。公司凭借先进“玻尿酸”原料研发及生产背书凸显差异，2020 年初以来润百颜、夸迪天猫旗舰店 GMV 规模保持爆发式增长，1-9 月润百颜、夸迪 GMV 分别为 0.36/0.67 亿元，已可比肩部分知名化妆品品牌。

- **四大引擎共促持续增长。**①于产能，2018 年接近饱和，公司通过自建工厂和外延收购扩大产能，预计透明质酸原料/医疗针剂产品/次抛类产品 5 年内产能扩 2.6/25/18 倍；②于研发，内外部研发并重，内部依托微生物发酵和交联两大核心技术平台，外部加强与国内外高校合作和企业投资收购；③于营销，通过 IP 联名、主播带货、达人种草、邀请代言人、电视广告全方位发力品牌建设；④于团队，持续引入核心人才建设一流的研发及运营团队，并通过员工持股计划绑定中高层骨干员工。

- **盈利预测与投资评级：**公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械及终端化妆品等领域延伸，一体化优势稳固，看好长期发展。我们预测公司 2020-22 年 EPS 分别为 1.41/1.91/2.50 元，对应 92/68/52x PE，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 166.2 元。

- **风险提示：**市场竞争，研发不及预期，疫情反复，产品安全等

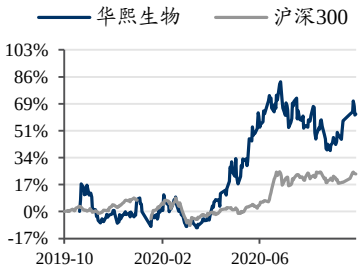
证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
执业证号：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
021-60199793
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	129.24
一年最低/最高价	72.00/162.15
市净率(倍)	13.36
流通 A 股市值(百万元)	6213.30

基础数据

每股净资产(元)	9.67
资产负债率(%)	13.06
总股本(百万股)	480.00
流通 A 股(百万股)	48.08

相关研究

内容目录

1. 华熙生物：深耕 20 余年，具全产业链业务体系的透明质酸龙头 6
1.1. 从透明质酸原料出发，打造全产业链业务体系 6
1.2. 核心研发团队资历丰富实力强劲，通过持股平台充分激励骨干员工 7
1.3. 财务概述：业绩增长进入快车道，规模效应逐步显现 9
2. 业务概览：原料业务占据主导，功能性护肤品强势崛起 11
3. 原料业务：技术领先，缔造全球龙头地位 14
4. 医疗终端：应用场景多元化，医美终端增速最快 20
4.1. 享颜值经济红利，医美终端产品矩阵不断完善 21
4.2. 老龄化推动骨科及眼科终端市场扩大，公司份额提升空间大 25
5. 功能性护肤品：专业优势铸就差异度，品牌力持续提升 29
6. 前景可期，四大引擎共促持续增长 37
6.1. 产能：募投项目释放产能 37
6.2. 研发：内外合作持续推新 39
6.3. 营销：多维营销发力品牌 42
6.4. 组织：明星团队精准激励 43
7. 盈利预测与估值水平 46
7.1. 盈利预测 46
7.2. 估值比较 47
7.3. 投资建议 48
8. 风险提示 48

图表目录

图 1：华熙生物股权结构（截至 2020H1）..... 7
图 2：公司 2020H1 实现营收 9.47 亿元，同比+17.0%..... 9
图 3：公司 2020H1 归母净利润为 2.67 亿元，同比+0.8%..... 9
图 4：近年来公司毛利率大体稳定，净利率小幅下降..... 10
图 5：2016-2019 年销售费用率持续增长，研发费用率小幅提升..... 10
图 6：功能性护肤品收入占比持续增长..... 11
图 7：以原料生产为基石，逐步向至医疗终端、功能性化妆品等产业链中下游渗透..... 12
图 8：受益于下游需求扩大，原材料业务收入持续增长..... 12
图 9：2019 年医疗终端产品收入 4.89 亿元，+56.3%YOY..... 13
图 10：2018-19 年功能性护肤品迎来爆发..... 13
图 11：医疗终端产品毛利率最高且稳定提升，功能性护肤品毛利率快速攀升..... 13
图 12：透明质酸原料三大应用领域..... 14
图 13：全球透明质酸原料销量及预测..... 15
图 14：全球透明质酸原料销量结构..... 15
图 15：2018 年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量）..... 16
图 16：2018 年中国透明质酸原料销量规模约为 430 吨..... 16
图 17：全球医药级透明质酸产量占比远高于中国..... 16
图 18：2016-2018 年公司注射级、化妆品级和食品级原料销量及收入增速相对较快..... 17
图 19：公司透明质酸原料各类别收入构成..... 17
图 20：公司透明质酸原料各类别收入占比..... 17
图 21：注射级、滴眼液级原料平均价格相对较高..... 18
图 22：公司注射级、滴眼液级原料毛利率相对较高..... 18
图 23：2018 年我国透明质酸终端规模为 68.8 亿元..... 20
图 24：医美透明质酸终端市场增速相对较快..... 20
图 25：公司 2016-2019 年医疗终端产品收入 CAGR 为 36.7%..... 20
图 26：2018 公司皮肤类产品占医疗终端收入的 78.4%..... 20
图 27：预计 2019-2022 年全球医疗美容服务市场增速 CAGR 为 6.9%..... 21
图 28：预计 2019-2023 年中国医疗美容市场增速 CAGR 为 15.2%..... 21
图 29：2019 年我国医美渗透率仅 3.6%..... 21
图 30：2018 我国对医美不理解的人群占比仅为 15.9%..... 21
图 31：医疗美容项目分类..... 22
图 32：玻尿酸注射位列各年龄层消费金额前三名..... 22
图 33：2019 非手术之注射类疗程分布比例最高..... 23
图 34：2019 玻尿酸在注射类项目中分布超六成..... 23
图 35：近四年中国医美透明质酸产品市场销售额占比..... 23
图 36：2019 年中国医美透明质酸产品市场销量占比..... 23
图 37：2018 年皮肤类医疗终端收入同增 45.4%..... 24
图 38：2017 年以来注射类透明质酸市场份额不断提升..... 24
图 39：公司研发的“梯度 3D 交联技术”..... 24
图 40：预计 2018-2023 年我国骨科关节腔粘弹补充剂规模增速 CAGR 为 10.17%..... 26
图 41：预计 2018-2023 年我国眼科粘弹剂规模增速 CAGR 为 11.94%..... 26
图 42：我国白内障手术数量与老龄化比例趋势相同..... 26

图 43：2016-2018 年我国骨关节炎注射玻璃酸钠销售额占比 27
图 44：2018 年我国眼科粘弹剂市场销售额占比 27
图 45：2016-2019 年公司骨科注射液销售收入增速 CAGR 为 63.45% 28
图 46：2016-2018 年公司眼科及其他医疗终端产品销售收入增速 CAGR 为 71.15% 28
图 47：海力达中标省份数量不断扩充 28
图 48：2017 年以来骨科注射液直销比例不断提升 29
图 49：公司骨科注射液实现量价齐升 29
图 50：功能性护肤品分类 29
图 51：2017 年中国功能性化妆品市场占比不到 20% 30
图 52：2018 中国、欧美功能性化妆品市场份额——我国功能性化妆品市场成长空间巨大 30
图 53：中国消费者最关注护肤品功效、成分、品牌等因素 31
图 54：消费者收入越高对功效关注度越高 31
图 55：国产功能性护肤品牌份额增长更快 31
图 56：欧莱雅活性健康产品增速较快 31
图 57：2016-2019 年公司功能性护肤品增速 CAGR 为 115% 32
图 58：公司功能性化妆品发展历程 32
图 59：精华品类是中国消费者最关注的护肤品品类 33
图 60：润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛原液 34
图 61：2020 年以来次抛原液在润百颜官方旗舰店月均销售占比超 50% 34
图 62：2018 年公司次抛原液销售收入为 1.79 亿元 35
图 63：2019 年公司次抛原液销量达 4741.1 万只 35
图 64：华熙生物与故宫联名的“故宫美人面膜” 35
图 65：华熙生物与故宫联名的“故宫口红” 35
图 66：公司加大销售费用投入打造功能性护肤品品牌力 36
图 67：9 月份润百颜、夸迪、BioMESO 天猫旗舰店 GMV 规模均在 1000 万元以上 36
图 68：年初以来润百颜 GMV 规模及同比增速 36
图 69：2020 年初以来夸迪 GMV 规模及 YOY 37
图 70：2020 年初以来 BioMESO 肌活 GMV 规模及 YOY 37
图 71：2018 年公司各主要业务均面临产能瓶颈 38
图 72：各主要业务产销率保持在较高水平 38
图 73：公司内部研发体系 40
图 74：华熙生物的多样化营销方式 42
图 75：华熙生物世界透明质酸博物馆 43
图 76：近 30 天华熙生物、雅诗兰黛集团头部主播直播次数较多 43
图 77：近 30 天华熙生物、上海家化头部主播直播平均单品销售额较高 43

表 1：华熙生物三大业务介绍——原料、医疗终端产品、功能性护肤品 6
表 2：华熙生物发展历史 6
表 3：华熙生物高管团队（截至 2020H1） 8
表 4：公司原料产品较同行具有价格优势 18
表 5：公司透明质酸主要质量参数与国内外药典标准对比 19
表 6：医药级透明质酸企业获证情况（截至 2019 年） 19
表 7：公司已上市Ⅲ级医疗器械透明质酸注射产品 25

表 8：海力达与国家标准关键质量指标对比 27
表 9：公司骨科及眼科主要医疗终端产品 27
表 10：公司旗下各功能性护肤品品牌特点比较 33
表 11：次抛原液与普通精华液对比 33
表 12：公司原有产能及产能扩张规划 38
表 13：公司各主要产品逐年产能扩张计划 39
表 14：公司四大核心技术介绍 40
表 15：公司与国内外高校合作情况 41
表 16：对生物活性成分的研发直接贡献于新品推出 41
表 17：公司核心研发及运营管理团队人员介绍 44
表 18：28 名公司核心中高层骨干参与员工持股计划 45
表 19：核心品类营收及毛利率预测（万元） 47
表 20：华熙生物与可比公司估值比较 48

1. 华熙生物：深耕 20 余年，具全产业链业务体系的透明质酸龙头

1.1. 从透明质酸原料出发，打造全产业链业务体系

基于透明质酸技术优势建立全产业链业务体系，行业地位突出。华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，开发有助于人类生命健康的生物活性材料，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。

表 1：华熙生物三大业务介绍——原料、医疗终端产品、功能性护肤品

业务	代表产品	产品图
原料产品	透明质酸、γ-氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、麦角硫因、纳豆提取液、糙米发酵滤液等	
医疗终端产品	软组织填充剂（润百颜、润致）、眼科黏弹剂（海视健）、医用润滑剂、骨科注射液（海力达）等	
功能性护肤品	透明质酸次抛原液（润百颜、肌活、米蓓尔、夸迪等）、膏霜水乳、面膜、手膜、喷雾及部分彩妆产品（故宫口红）等	

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

以透明质酸生产为起点，坚持技术创新和业务拓展，不断丰富产品线，拓展下游应用。1998 年，公司核心创始团队开始创业，开展透明质酸产品的研发、生产和销售业务。2000 年，公司成为国内首个以发酵法大规模生产透明质酸的生产商。2012 年，公司推出医疗终端产品润百颜，成功将业务向产业链下游拓展。2018 年开始，公司进行战略调整，更加重视终端产品的市场开拓、研发及资源投入，推出一系列功能性护肤品，并联合故宫推出故宫口红，打造国货爆款。

表 2：华熙生物发展历史

时间	事件
1998 年	核心创始团队开始创业，并开始透明质酸产品的研发、生产和销售业务
2000 年	收购、建厂，全国首发性实现以发酵法大规模生产 HA
2008 年	成功在香港联交所主板上市
2011 年	实现酶切法生产寡聚透明质酸（纳诺 HA®）
2012 年	成功推出 HA 终端产品润百颜，业务向产业链下游扩展
2014 年	200 吨级新厂正式投产
2015 年	与 Medytox 达成战略合作（肉毒素），国际化转型
2017 年	全资收购法国高端皮肤管理公司 Revitacare 战略退出香港资本市场
2018 年	3 月 30 日，推出 5 款新品：润致、华熙颐宝、Bio-MESO 肌活、德玛润、夸迪 10 月 11 日，推出 6 款原料新品：糙米发酵滤液、纳豆提取液、4D 透明质酸、熙敏修超活透

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	明质酸、依克多因、口腔专用透明质酸
	12 月 10 日，与故宫博物院强强联手打造故宫口红等爆款
2019 年	11 月 6 日，上交所科创板上市

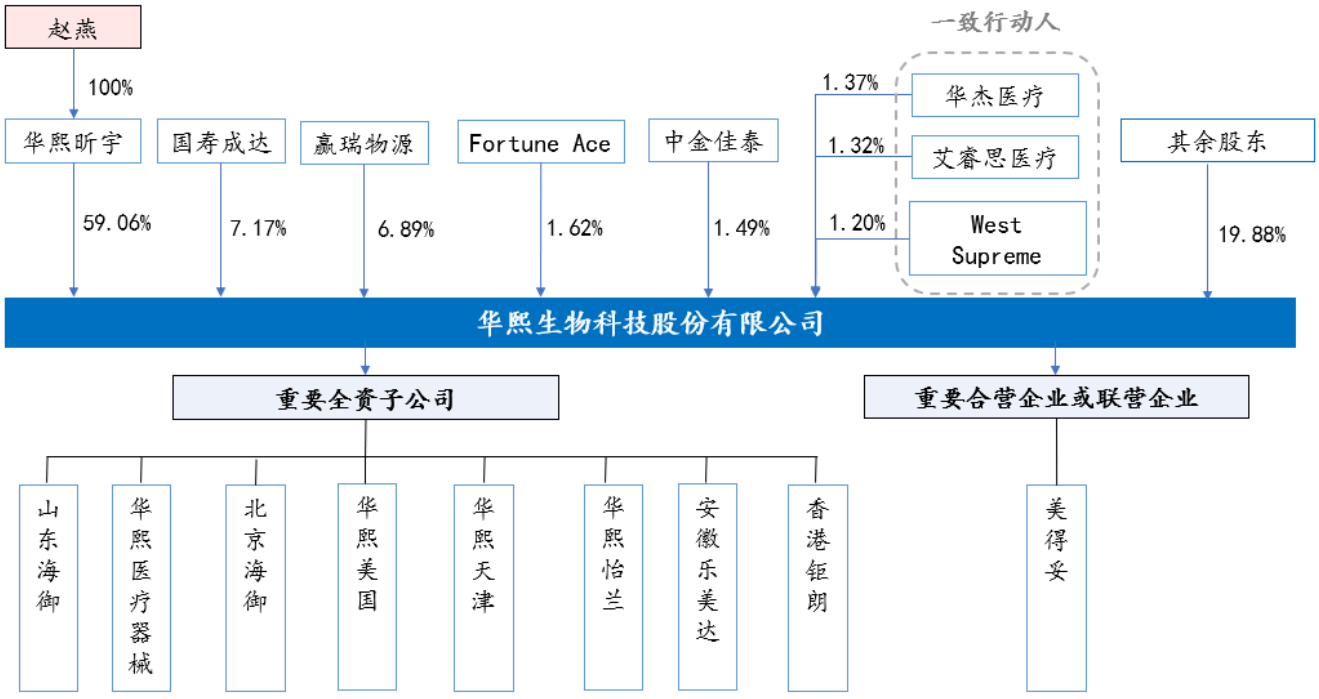
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 核心研发团队资历丰富实力强劲，通过持股平台充分激励骨干员工

股权结构集中，实际控制人赵燕女士通过华熙昕宇间接持有公司 59.06%的股份。公司第一大股东为华熙昕宇投资有限公司，持股 59.06%。其他持有公司 5%以上股份的股东为国寿成达、赢瑞物源，分别持股 7.17%、6.89%。

建立员工持股平台，保障骨干员工稳定。2018 年 12 月，公司共计 27 名骨干员工作为自然合伙人通过员工持股平台天津文徽以 2,400 万元受让公司注册资本的 0.31%。参照 2019 年 2 月及 3 月外部投资人的投资估值，公司在 2018 年度因此确认股份支付金额 0.22 亿元。公司上市后，员工持股平台天津文徽持股比例为 0.28%。

图 1：华熙生物股权结构（截至 2020H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理绘制

董事及高管团队阵容强大，经验丰富且具备较强的执行力。董事长赵燕是华熙国际投资集团的创立者和董事长，在文化体育和健康美丽产业具有丰富的投资和管理经验，自 2017 年底公司私有化以后，其亲自出任总经理，主导战略调整，积极布局终端产品市场。公司多位核心骨干拥有丰富的咨询、投行从业经验。

研发团队实力强劲，资历深厚，在透明质酸领域曾实现多次重大技术突破。首席科学家郭学平博士领导的研发团队共 302 人，核心技术人员郭学平、刘爱华、栾贻宏均拥有超过 20 年的透明质酸相关行业从业和研发经验。郭学平是中国透明质酸发酵技术的

创始人，曾带领团队实现多次重大技术突破，包括 1990 年首先在国内开始透明质酸的发酵生产技术研究，结束了我国只能使用鸡冠提取法生产 HA 的落后局面；以及 2011 年全球范围内首次实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化发酵法生产等。

表 3：华熙生物高管团队（截至 2020H1）

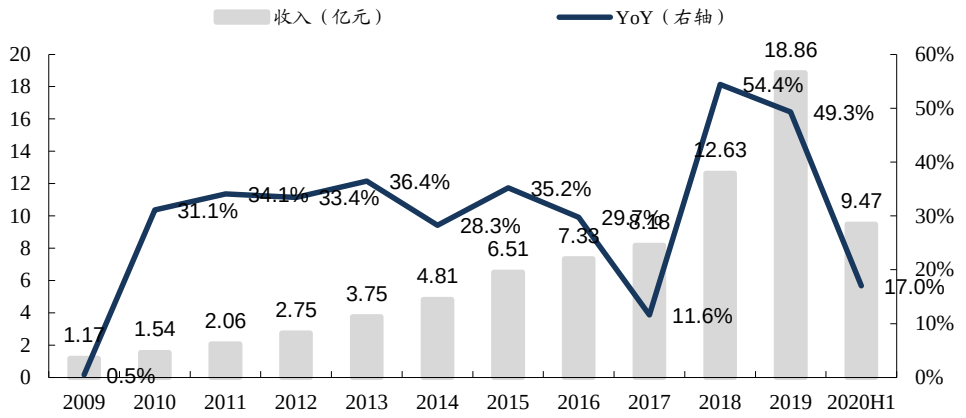
姓名	职务	履历背景
赵燕	董事长、总经理	“2020 福布斯亚洲商界影响力女性榜”第二名。2000 年至 2002 年，任华熙昕宇投资有限公司总经理；2003 年至 2019 年 3 月，任华熙福瑞达董事。现任公司董事长兼总经理。
刘爱华	董事、副总经理、核心技术人员	拥有 30 余年医药行业技术及管理经验，曾就职于济南第三制药厂、济南永宁制药有限公司、山东省生物药物研究院；2002 年后，任华熙福瑞达总经理、华熙国际投资集团副总经理、华熙福瑞达副总经理。2019 年 3 月至今任公司董事、副总经理。
郭学平	董事、副总经理、核心技术人员	曾获国家科技进步二等奖，享受国务院特殊政府津贴专家，山东省有突出贡献中青年专家。1987 年 1998 年，任山东省生物药物研究院主任及副院长；2000 年至 2019 年 3 月任华熙福瑞达首席科学家。现任公司董事、副总经理、首席科学家。
德永达郎（日本）	副总经理、日本子公司负责人	自 1993 年 4 月起在株式会社资生堂任职，历任透明质酸制药部副主事、研发战略室主事、透明质酸事业部参事、透明质酸事业部门总负责人。目前担任公司副总经理及日本子公司负责人。
郭珈均	董事、副总经理、COO	曾就职于华熙国际投资集团、华熙生物科技有限公司、华熙福瑞达。现任公司董事、副总经理、COO。
LimLingLi（林伶俐）	董事、副总经理	曾就职于联合利华、英美烟草集团、美国通用汽车、卡夫食品国际公司、百事国际、诺基亚、艾尔建、K2W 集团。现任公司董事、副总经理、首席战略官。
张蕾娣	董事	曾就职于罗兰贝格管理咨询公司、任国寿投资控股有限公司。现任公司董事。
顾哲毅	董事	N.M. Rothschild & Sons 分析师、瑞银香港投资银行副董事、英联投资咨询中心投资经理、董事、执行董事、华兴医疗产业基金合伙人。现任公司董事。
蒋瑞	董事、副总经理、董事会秘书	曾就职于宏源证券、中信证券、苏宁金石基金、天风证券；2019 年 1 月至 2019 年 3 月，任华熙福瑞达董事会秘书。现任公司董事、副总经理、董事会秘书。
王爱华	董事	历任金诚国际信用评估有限公司评估分析师、华熙国际董事长助理及海外事业部经理、开曼华熙董事会办公室主任。
马秋慧	董事	历任华熙福瑞达产品经理、华熙国际投资集团董事长助理、董事长办公室主任、Enjoy 事业部总经理；2018 年 1 月至 2019 年 3 月，任华熙福瑞达董事。
栾贻宏	副总经理、核心技术人员	执业药师，工程技术研究员。2004 年 9 月至 2019 年 3 月，历任华熙福瑞达研发部长、质量部长、生产部长、副总经理。现任公司副总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 财务概述：业绩增长进入快车道，规模效应逐步显现

公司开始向产业链拓展后收入增长进入快车道，持续兑现研发实力。2020 年上半年公司实现收入 9.47 亿元，同比增长 17.0%，收入增长主要是因为功能性护肤品销售业务强势增长的带动作用。近年来公司收入持续增长，由 2009 年的 1.17 亿元增长到 2019 年的 18.86 亿元，CAGR 为 32.0%，主要是因为公司坚持技术创新和业务拓展，前期不断提高 HA 原料生产技术与质量，后期战略布局终端产品领域，并积极探索计生、宠物等新领域，厚积薄发持续兑现研发实力。

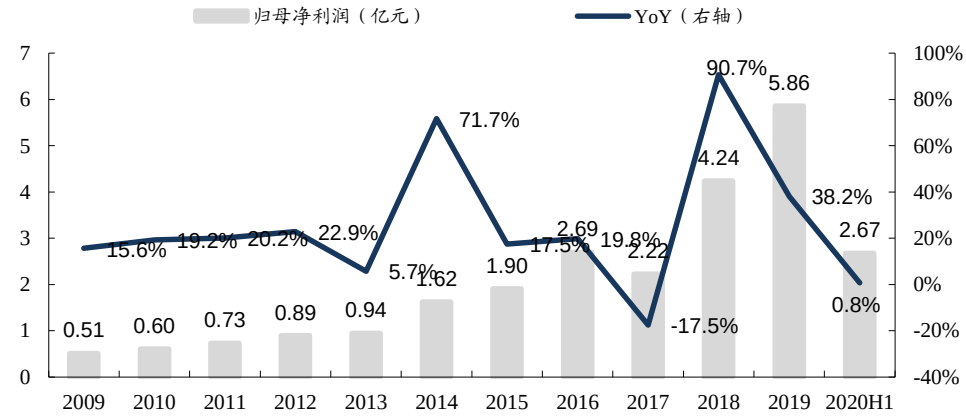
图 2：公司 2020H1 实现营收 9.47 亿元，同比+17.0%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司归母净利润持续增长，由 2009 年的 0.51 亿元增长到 2019 年的 5.86 亿元，CAGR 为 27.65%。2020 年上半年公司归母净利润为 2.67 亿元，同比增长 0.8%；2019 年归母净利润为 5.86 亿元，同比增长 38.2%。相比 2009-2017 年，2019 年公司增速大幅增长，主要是因为公司自 2017 年加大终端产品改革创新力度后，公司营业收入快速增长，同时公司毛利率水平和整体费用率水平基本保持稳定。

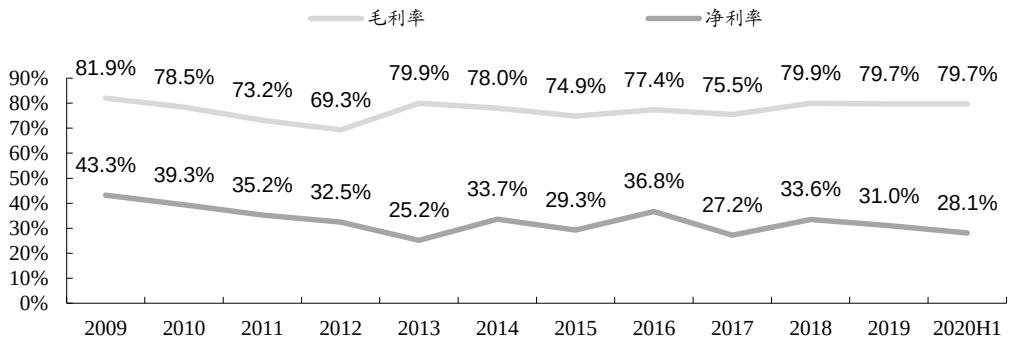
图 3：公司 2020H1 归母净利润为 2.67 亿元，同比+0.8%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

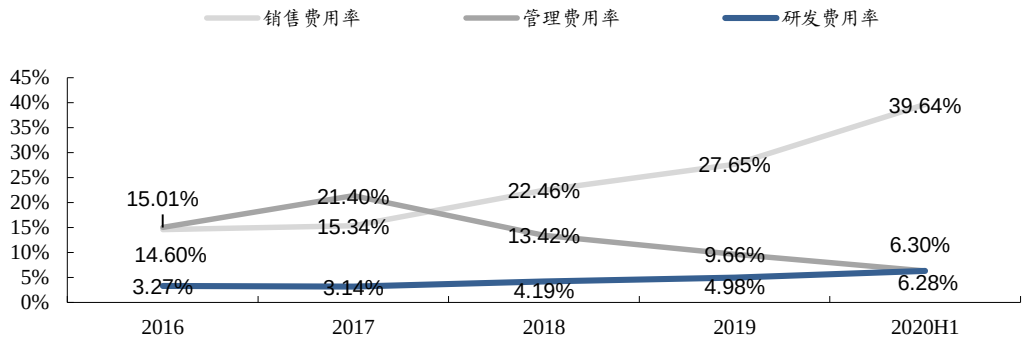
公司整体毛利率大体稳定，销售及研发费率提升致净利率小幅下降。2020 年上半年公司毛利率为 79.74%，同比增长 0.16pct，基本保持稳定，主要原因为上半年营业成本增幅（16.13%）与营业收入增幅（17.0%）相匹配；净利率为 28.1%，同比下降 4.6pct，主要是因为研发和销售费用率上升。

图 4：近年来公司毛利率大体稳定，净利率小幅下降



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2016-2019 年销售费用率持续增长，研发费用率小幅提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

积极开拓终端业务导致销售费用率持续增长。公司销售费用率由 2016 年的 14.60%快速增长至 2019 年的 27.65%，增长 13.05pct，这主要是因为公司终端业务收入占比及增速较高，相应的广告宣传费、市场开拓费、线上推广费增加所致。2020H1 公司重点推广旗下“润百颜”品牌，绑定“智慧玻尿酸”项目，打造透明质酸护肤品核心品牌。

管理费用率呈下降趋势，规模效应逐渐凸显。管理费用率从 2017 年峰值的 21.4%下降至 2020H1 的 6.3%。公司管理费用率在 2017 年到达顶峰，主要是因为①公司于 2017 年收购的 Revitacare 完成业绩条件向管理层发放激励导致股份支付增加及②从港交所私有化退市产生一次性费用。总体上看，公司管理费用率呈下降趋势，主要得益于公司规

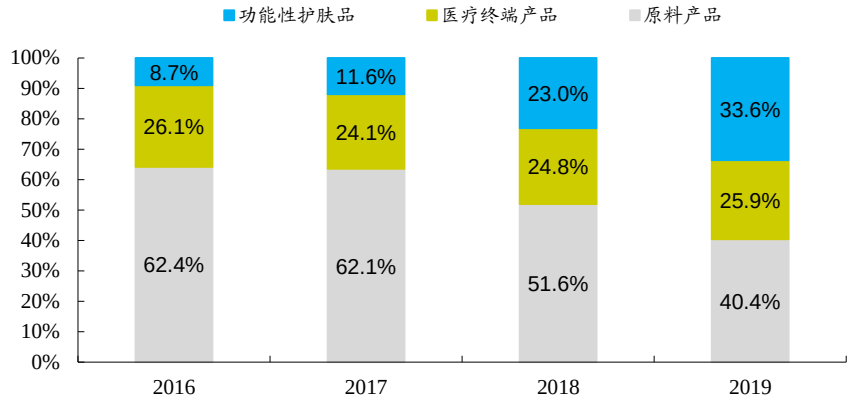
模持续快速增长产生的规模效应。

保持研发投入，维持研发实力，深挖护城河。2020H1 公司研发费用率为 6.3%，同比增长 1.7pct，主要是研发人员数量增加和人工成本提高，持续加大研发力度和对核心骨干的激励力度，这体现公司对研发工作的重视程度较高。公司研发费用率持续小幅增长，从 2016 年的 3.27%上升至 2019 年的 4.98%。近年来公司还不断拓宽科研领域，积极与国内外高校开展研发合作；同时积极保护研发成果，申请知识产权专利鉴定。截至 2020H1，公司已申请专利 230 项（含发明专利 192 项），其中已获授权专利 74 项。

2. 业务概览：原料业务占据主导，功能性护肤品强势崛起

从收入结构看，公司原料产品占主导地位，功能性护肤品占比快速提升，医疗终端产品占比总体呈上升趋势。2019 年公司原料产品收入占比为 40.4%，同比下降 11.2pct，主要是因为 2019 年原料业务收入增速低于公司总收入增速（2019 年原料业务收入/总收入增速分别为 16.8%/ 49.3%）。2019 年医疗终端产品收入占比为 25.9%，同比增长 1.1pct；功能性护肤品收入占比为 33.6%，同比增长 10.6pct，超越医疗终端产品成为公司第二大收入来源，主要是因为公司 2019 年加大品牌推广，推出 4D 玻尿酸品牌米蓓尔和生活美容品牌润月雅。

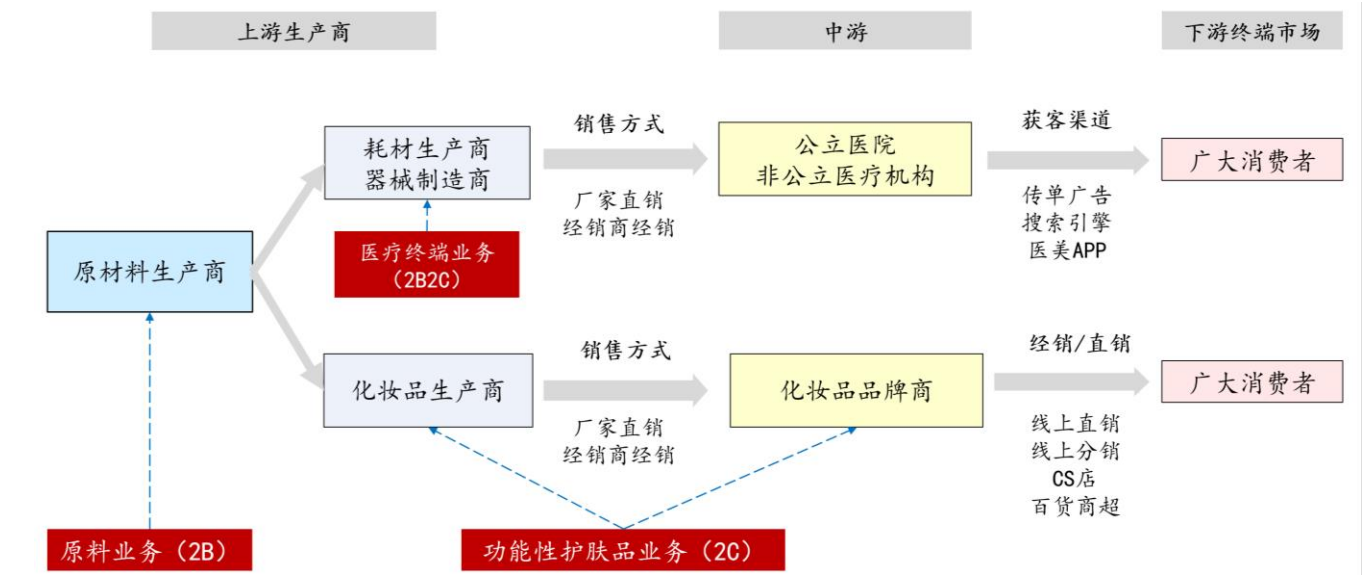
图 6：功能性护肤品收入占比持续增长



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司三大业务覆盖产业链上、中游市场。公司原料业务主营 HA、γ-氨基丁酸等生物活性物质的研发生产，产品广泛应用于医药、化妆品、食品领域，供应给其他生产商。医疗终端产品主要包括软组织填充剂、眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，此类产品受到严格管制，主要提供给各类医疗、美容机构，处于产业上游。公司自行生产、销售功能性护肤品，同时作为化妆品生产商和品牌商，打通产业链，直触消费者，并凭借“玻尿酸”原料的专业研发及生产为品牌背书，通过“差异化”强势提升品牌知名度。

图 7：以原料生产为基石，逐步向至医疗终端、功能性化妆品等产业链中下游渗透

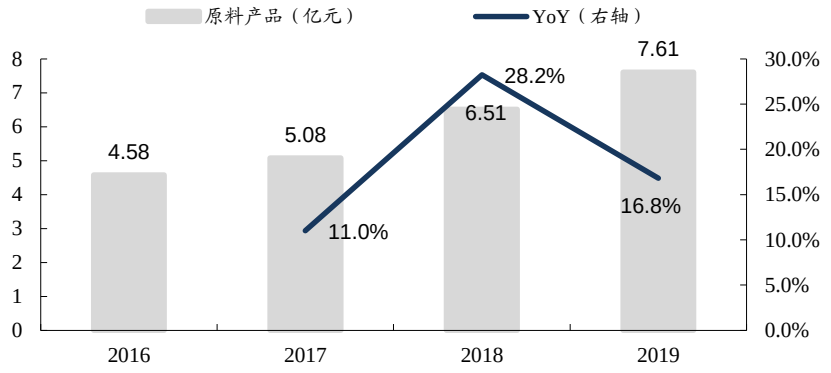


数据来源：东吴证券研究所整理绘制

各业务线收入均保持较快增速，具体来看：

原料业务营收稳健增长。2019 年公司原料业务营收为 7.61 亿元，同比增长 16.8%，2016-2019 年收入 CAGR 为 18.5%。公司依托微生物发酵技术平台，开发出以 HA 为核心的一系列生物活性物质，持续加强在生物活性物原料市场上的优势地位，在产品创新、营销推广、管理体系等方面持续发力。2019 年公司新上市原料产品 6 个，包括宠物用透明质酸、计生用透明质酸等，新增产品规格 11 个。

图 8：受益于下游需求扩大，原材料业务收入持续增长



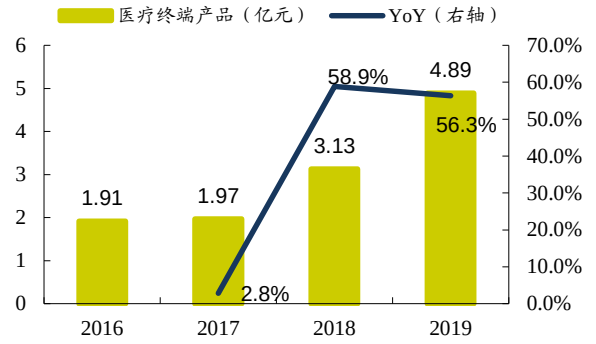
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

医疗终端业务快速增长。2019 年公司医疗终端业务营收为 4.89 亿元，同比增长 56.3%，2016-2019 年收入 CAGR 为 36.7%。公司医疗终端产品主要包括软组织填充剂、眼科黏弹剂、骨科注射液等。截止 2019 年底，公司骨科产品已中标全国 23 个省份的集中招标采购。眼科产品亦不断增加覆盖区域与医院，已与知名眼科集团建立初步合作。医美整形方面，2019 年公司推出国内首款自主研发的单相含麻透明质酸填充剂，对产品

进行品牌年轻化升级，提高了年轻消费者的主动选择率。

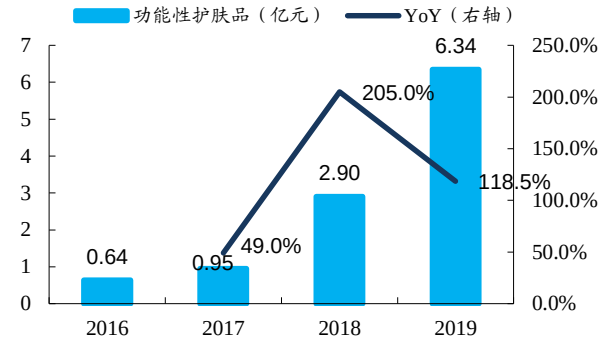
功能性护肤品业务高速增长。2019 年公司功能性护肤品业务营收为 6.34 亿元，同比增长 118.5%，2016-2019 年收入 CAGR 高达 115%。公司依托发酵技术平台与交联技术平台，以 HA 保湿技术为基础开发出一系列具有保湿、修护、舒敏等功效的功能性护肤品。2019 年公司针对敏感肌修复的品牌米蓓尔 4D-HA 上市，润百颜故宫口红、润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛原液获得天猫金装奖，品牌知名度和品牌声量不断提升。

图 9: 2019 年医疗终端产品收入 4.89 亿元，+56.3%YOY



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

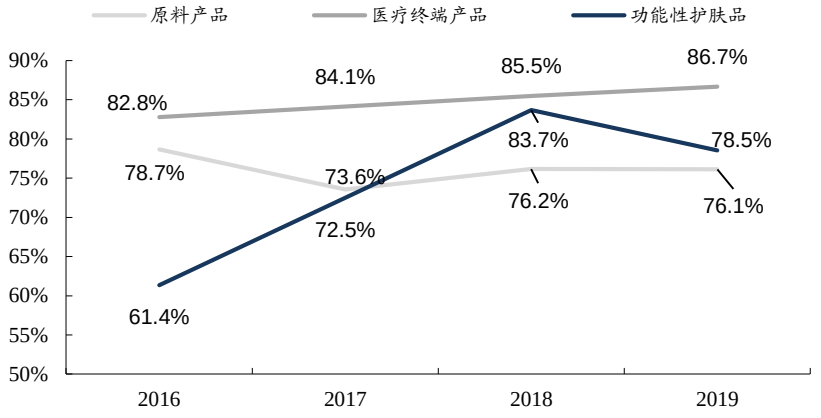
图 10：2018-19 年功能性护肤品迎来爆发



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从毛利率来看，公司医疗终端产品毛利率最高且近年来稳定提升，功能性护肤品毛利率快速攀升，原料产品毛利率基本保持稳定。2019 年公司医疗终端产品/功能性护肤品/原料产品毛利率分别为 86.7%/78.5%/76.1%，同比增长 1.2pct/-5.2pct/-0.1pct。2019 年医疗终端和原料产品毛利率基本稳定，功能性护肤品毛利率下降的主要原因是面膜、面霜、乳液、精华水等毛利率略低于次抛类产品的品类收入占比增长，导致功能性护肤品业务的整体毛利率有所下降。

图 11：医疗终端产品毛利率最高且稳定提升，功能性护肤品毛利率快速攀升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2016-2019 年，公司原料产品毛利率基本保持稳定，略有下降。凭借技术优势带来的成本优势、定制化优势以及资质壁垒，公司透明质酸原料业务的毛利率维持在较高水平。近年来随着产品细分种类增加，部分新增规格如 MD-II、HA-EP1、HA-EK 等滴眼

液级及注射级规格的价格和毛利率相对较低，导致原料产品整体毛利率有所下降。

公司医疗终端产品毛利率维持在最高水平，且呈稳定上升趋势。由于医疗器械业务存在证照壁垒，需进行监管注册并履行注册检验、临床、审批等程序，审批耗时较长，所以已批准上市的正规产品毛利率较高。近年来，医疗终端产品毛利率稳中有升，主要是因为公司骨科业务毛利率呈上升趋势。主要原因是①毛利较高的直销渠道收入占比提高，以及②规模效应带来的成本优势，如骨科业务毛利率由 2016 年的 39.8%大幅提升到 2018 年的 78.8%。

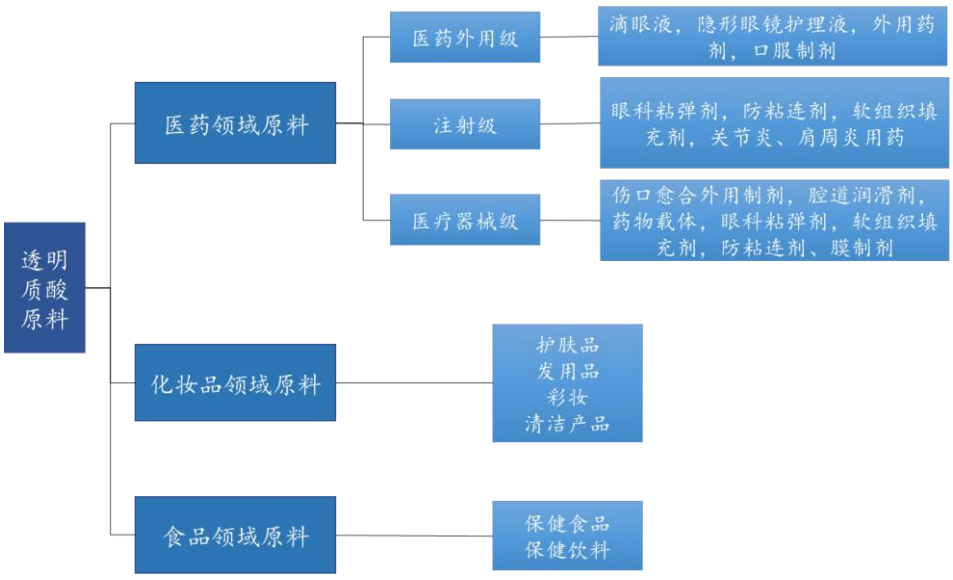
公司功能性护肤品毛利率快速攀升，由 2016 年的 61.4%提升至 2019 年的 78.5%。这主要是因为公司的次抛原液系列护肤品受到市场广泛认可，公司在此基础上进一步推出主打透明质酸、氨基丁酸等核心成分的多个护肤品子品牌，销量大幅提升，规模效应带来单位成本降低；同时线上销售占比提升，带动平均销售价格有所提高。

3. 原料业务：技术领先，缔造全球龙头地位

透明质酸是一种存在于人体的天然高分子粘多糖。透明质酸又称玻尿酸或玻璃酸，是一种由 N-乙酰氨基葡萄糖及 D-葡萄糖醛酸的重复结构组成的天然高分子粘多糖，广泛存在于脊椎动物结缔组织和体液中，人体中常以透明质酸钠的形式存在，习惯上仍称为透明质酸。

透明质酸广泛应用于医药、化妆品、食品领域。透明质酸由于具备良好的保湿性、润滑性、生物相容性、生物活性与生物降解性，其规模化生产极大普及了在医药、生物医用材料、化妆品、功能性食品等领域的应用，并拓展至如肿瘤治疗、组织工程、药物载体、口腔、胃肠、耳鼻喉等新应用领域。

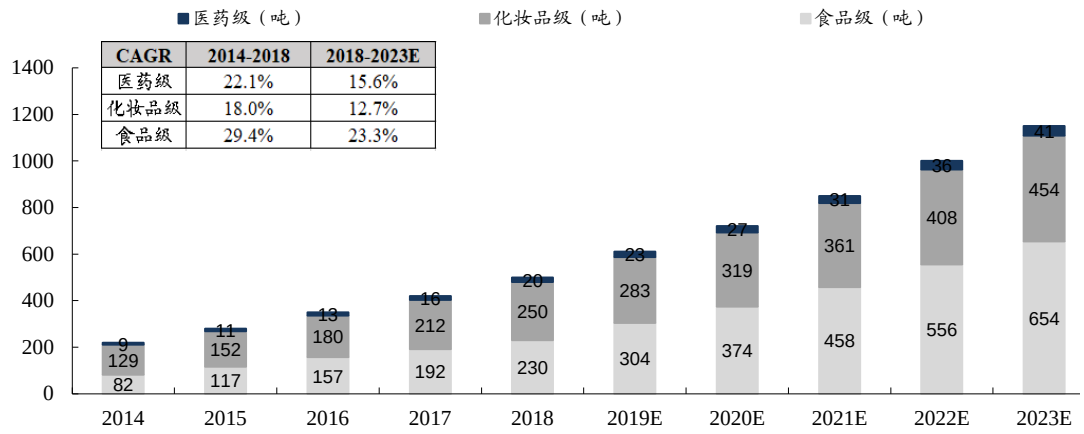
图 12：透明质酸原料三大应用领域



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

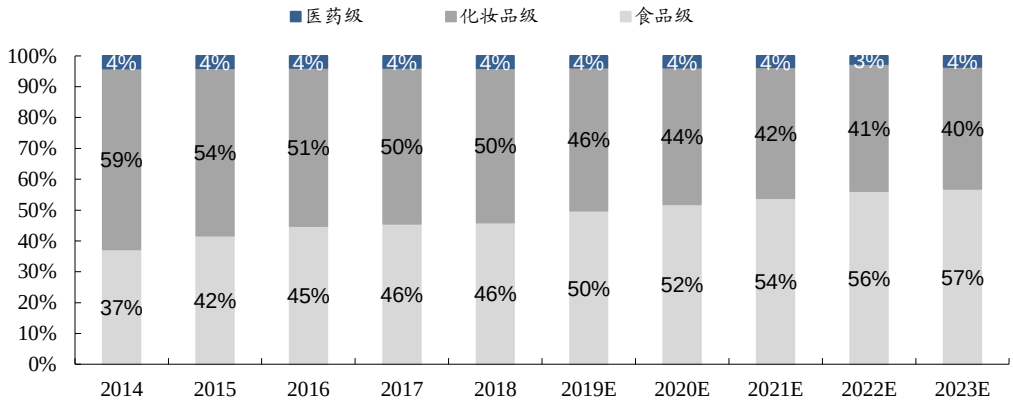
全球透明质酸原料销量超 500 万吨，保持双位数较快增速，其中食品级销量占比不断提升。根据 Frost & Sullivan，2018 年全球透明质酸原料销量达到 500 吨，预计 2020 年超 700 吨。行业保持双位数较快增速，2014-2018 年复合增长率为 22.8%，预计未来五年复合增长率约 18%。分品类看，2018 年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料销量分别为 20/250/230 吨，销量占比分别为 4%/50%/46%。其中，食品类占比提升最为迅速，2014-2018 年由 37%提升至 46%，主要受益于全球范围内透明质酸食品监管政策的持续开放。

图 13：全球透明质酸原料销量及预测



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 14：全球透明质酸原料销量结构

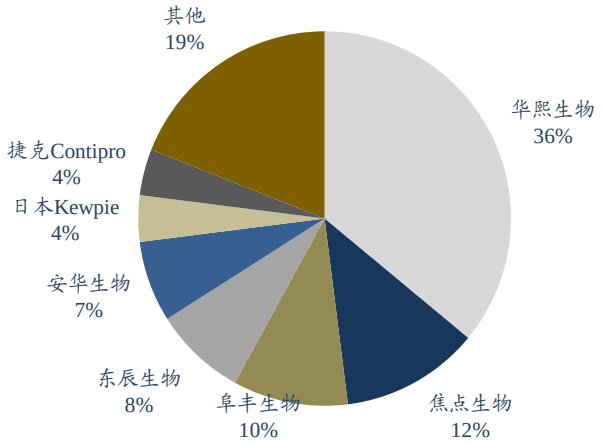


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

中国为第一大透明质酸原料产销国，但研发门槛较高的医药级原料生产占比仍有提升空间。我国是世界第一大透明质酸原料产销国，一方面，2018 年中国透明质酸原料销量约为 430 吨，约为全球总销量的 86%；另一方面，全球透明质酸原料销量排名前五的企业均为中国企业，其中华熙生物是世界最大的透明质酸生产及销售企业，2018 年销量占比约为 36%，其他国外主要原料企业还包括捷克 Contipro 和日本 Kewpie。然而，国内对于研发门槛较高的医药级原料生产占比仅为 2.3%，远低于全球范围内 14.3%的生产

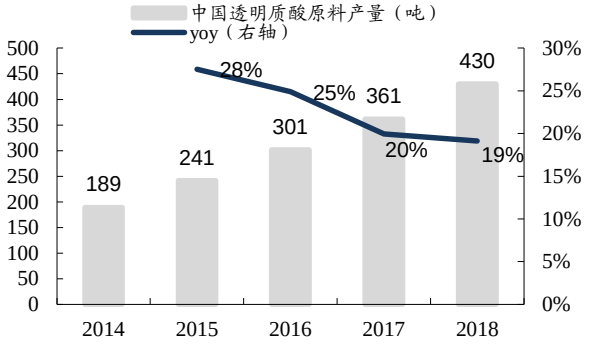
占比，反映国内产业结构仍有待优化，需要继续从相对低产值的生产结构向高产值的生产结构进化。

图 15：2018 年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量）



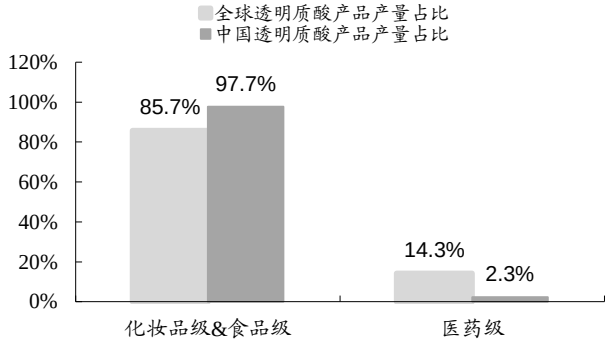
数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 16：2018 年中国透明质酸原料销量规模约为 430 吨



数据来源：中国医疗整形美容协会，东吴证券研究所

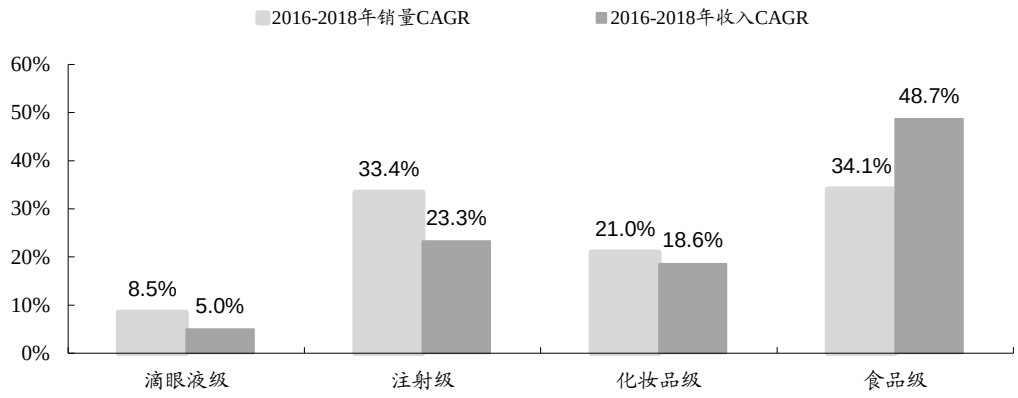
图 17：全球医药级透明质酸产量占比远高于中国



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

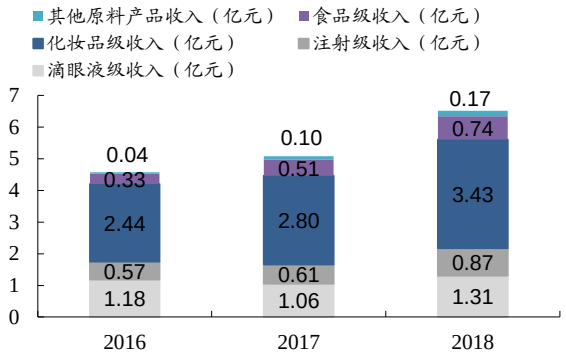
公司化妆品级原料收入占比最大，受益于美妆及医美赛道高速增长和国际市场食品级原料需求的提升，注射级、化妆品级、食品级原料销量及收入增长均较快。2018 年公司滴眼液级/注射级/化妆品级/食品级透明质酸原料销售收入分别为 1.31/0.87/3.43/0.74 亿元，在原料业务占比分别为 20.1%/13.4%/52.6%/11.3%。2016-2018 年公司滴眼液级、注射级、化妆品级和食品级透明质酸原料销量增速 CAGR 分别为 8.5%/33.4%/21.0%/34.1%，收入增速 CAGR 分别为 5.0%/23.3%/18.6%/48.7%，总体来看注射级、化妆品级和食品级销量及收入增速较快。其中，化妆品级和注射级原料增速较快，主要系下游化妆品及注射医疗器械增速较快；食品级增速较快，主要受海外需求提升影响。另外，2020 年 4 月公司成立日本子公司，并聘任原资生堂透明质酸原料业务负责人德永达郎为副总经理及日本子公司负责人。此前资生堂曾宣布将在 2019 年之后的三年退出医药级透明质酸原料市场，预计此次对日本的战略布局，有利于公司开拓医药级透明质酸及其它原料成分在日本的市场，推动医药级原料销售的增长。

图 18：2016-2018 年公司注射级、化妆品级和食品级原料销量及收入增速相对较快



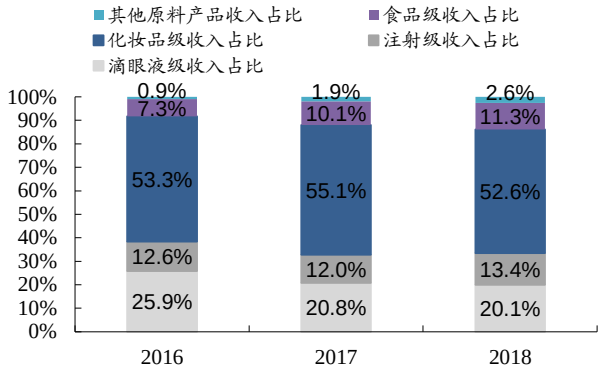
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 19：公司透明质酸原料各类别收入构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

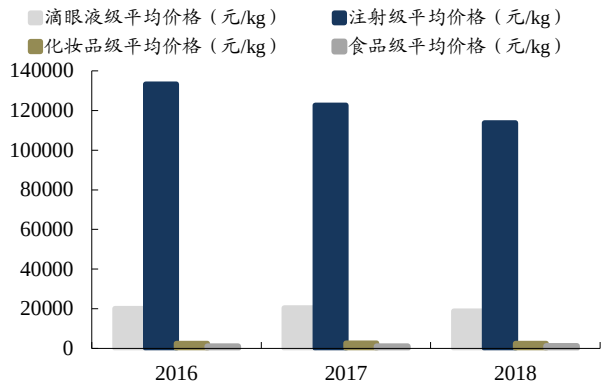
图 20：公司透明质酸原料各类别收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

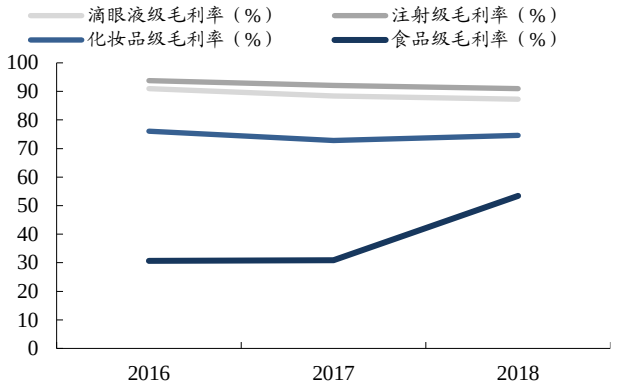
医药级原料毛利率相对较高，平均价格也远高于化妆品级和食品级。由于技术壁垒更高，公司滴眼液级和注射级两种医药级透明质酸原料毛利率相对较高，毛利率范围在85%-95%，化妆品级透明质酸原料毛利率在 70%-80%，近两年食品级毛利率也提升至50%以上。从平均价格看，随着规模效应的持续发挥，各类别原料平均价格逐年均有一定降低，但是价格带差异巨大，2018 年每千克滴眼液级/注射级/化妆品级/食品级透明质酸原料平均价格分别为 18799/113831/2441/1258 元。

图 21：注射级、滴眼液级原料平均价格相对较高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：公司注射级、滴眼液级原料毛利率相对较高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司原料端竞争壁垒主要存在于以下几方面：

（1）较高的技术及生产壁垒：主要有产率、纯度、分子量等对比指标。**①产率：**公司是最早实现微生物发酵法生产透明质酸的企业之一，从最早仅能提取 3g/L 透明质酸，提升至 2019 年的 12-14g/L，且产率仍在提升中，反映公司生产效率的领先，较高的生产效率以及不断扩大的生产规模可使得公司获得成本优势，提升公司产品的竞争力；**②纯度：**公司医药级透明质酸纯度全球领先，其中内毒素含量是欧洲药典的 1/20，杂质含量是欧洲药典的 1/50；**③分子量：**为满足不同场景的需求，需要开发出不同分子量的透明质酸原料，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及寡聚透明质酸，产品分子量范围可低至 2kDa 高至 4000kDa，公司“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”技术荣获第 21 届中国专利奖金奖。

表 4：公司原料产品较同行具有价格优势

产品		平均售价（2018 年）
华熙生物	原料产品-注射级	113831.19 元/kg
	原料产品-滴眼液级	18798.96 元/kg
	原料产品-化妆品级	2440.81 元/kg
	原料产品-食品级	1258.36 元/kg
中国企业出口均价	医药级透明质酸原料	2700-25000 美元/kg
	其它级别透明质酸原料	150-500 美元/kg
海外企业	医药级透明质酸原料	7000-50000 美元/kg
	其它级别透明质酸原料	400-1200 美元/kg

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 5：公司透明质酸主要质量参数与国内外药典标准对比

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

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

（2）注册证准入壁垒：医药级原料对生产技术、质量控制的要求更高，各国对于医药级原料的市场准入均具有严格的标准。截至 2019 年，华熙生物在中国、美国、欧盟、日本等主要国家和地区取得了 26 项原料产品注册及备案证书，具备全球化的营销网络布局能力，获得的准入证明远高于其他竞争对手。在中国地区，公司还是两家同时具备透明质酸原料产品批文及登记号的公司之一。另外，2020 年 6 月公司公告拟收购世界第四大透明质酸原料生产商东营佛思特（属东辰集团），除了扩充产能外，佛思特在注册证方面与公司并不完全重合，预计完成收购后可进一步丰富公司的原料销售区域。

表 6：医药级透明质酸企业获证情况（截至 2019 年）

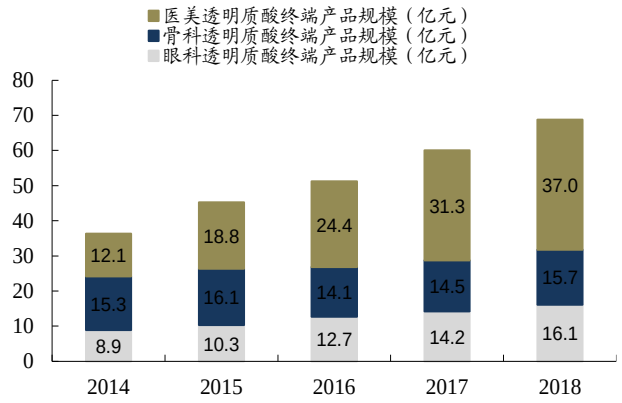
地区及公司	中国		美国	欧盟	日本	韩国	俄罗斯	总计
	批准文号	CDE 登记号	DMF	CEP	MF	DMF	注册证	
华熙生物	3	4	5	7	2	4	1	26
Kewpie（日本）	1	2	3	-	5	3	-	14
资生堂（日本）	-	-	1	1	1	1	-	4
Kikkoman Biochemifa（日本）	-	-	2	1	2	1	-	6
Seikagaku（日本）	-	-	-	-	1		-	1
Maruha（日本）	-	-	1	1	1	2	-	5
Contipro（捷克）	-	-	2	2	-	1	-	5
Fidia Farmaceutici(意大利)	-	-	1	5	-	1	-	7
HTL（法国）	-	-	-	4	2	3	1	10
LG Life（韩国）	-	-	-	1	-	2	-	3
Genzyme（美国）	-	-	-	-	3	1	-	4
Lifecore（美国）	-	-	1	1	1	1	-	4

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. 医疗终端：应用场景多元化，医美终端增速最快

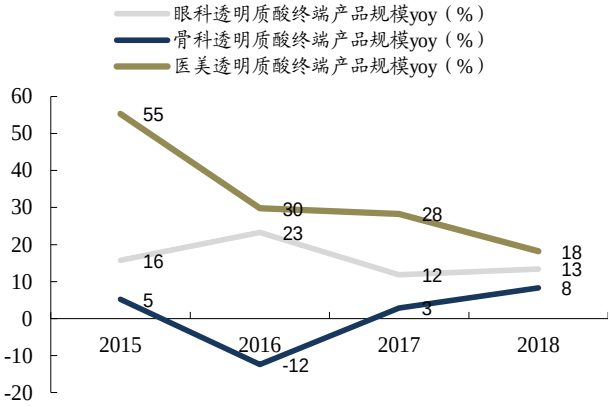
医疗透明质酸终端主要应用于医美、骨科、眼科治疗，2018 年规模近 70 亿元，其中医美透明质酸规模最大且增速最快。透明质酸因其良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性级生物相容性，被广泛应用于骨科、眼科、软组织填充等各类生物医用材料中。根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年我国医美级透明质酸终端产品规模为 68.8 亿元，其中医美/骨科/眼科透明质酸终端产品规模分别为 37.0/15.7/16.1 亿元。2014-2018 年医美/骨科/眼科透明质酸终端产品规模增速 CAGR 分别为 32.2%/0.6%/16%，医美透明质酸终端产品增速最快，主要系“颜值经济”下医美终端需求提升。

图 23：2018 年我国透明质酸终端规模为 68.8 亿元



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

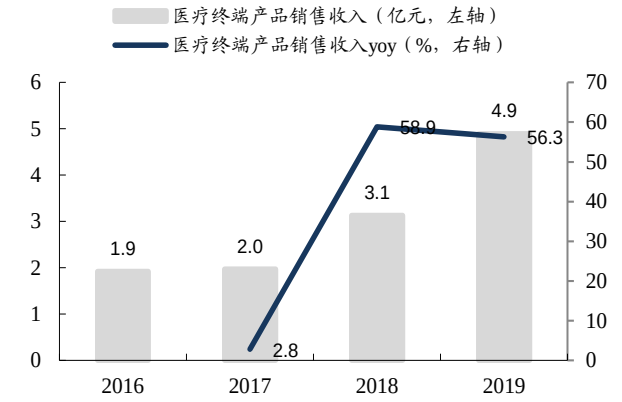
图 24：医美透明质酸终端市场增速相对较快



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

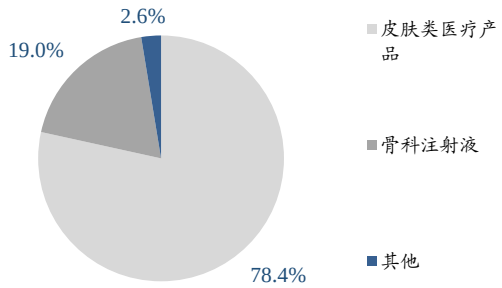
2019 年公司医疗终端产品销售收入近 5 亿元，且保持较快增长，皮肤类产品销售占比超七成。2019 年公司医疗终端产品销售收入为 4.9 亿元，同比增长 56.3%，2016-2019 年医疗终端产品收入增速 CAGR 为 36.7%。2018 年皮肤类/骨科注射液/眼科粘弹剂分别实现营收 2.5/0.6/0.1 亿元，在医疗终端产品中收入占比分别为 78%/19%/3%。

图 25：公司 2016-2019 年医疗终端产品收入 CAGR 为 36.7%



数据来源：公司公告，公司招股说明书，东吴证券研究所

图 26：2018 公司皮肤类产品占医疗终端收入的 78.4%

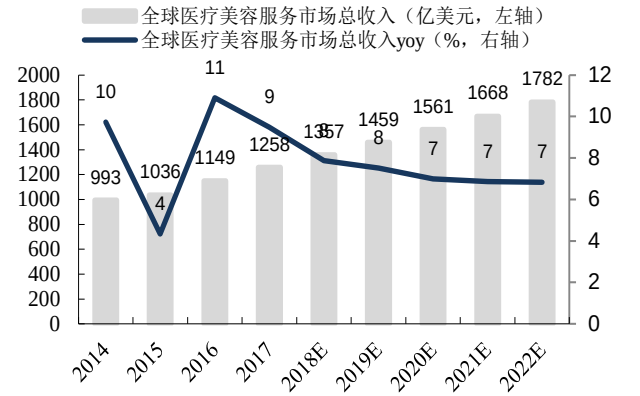


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.1. 享颜值经济红利，医美终端产品矩阵不断完善

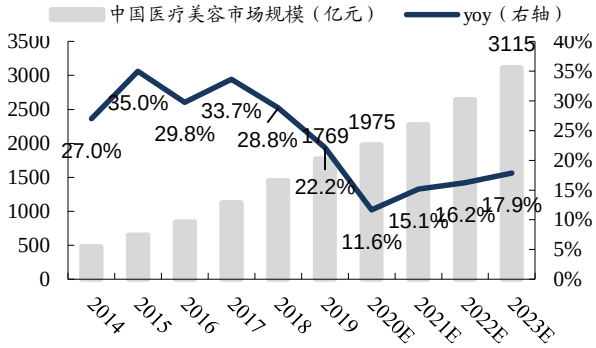
中国医疗美容市场规模近 2000 亿元，增速远高于全球平均水平。根据艾瑞咨询预测，2020 年中国医疗美容市场规模预计为 1975 亿元；从增速上看，2014-2019 年中国医疗美容市场规模增速 CAGR 为 29.8%，远高于同期全球医疗美容市场规模增速 8.0%。受疫情影响，艾瑞咨询下调 2020 年中国医美市场增速至 11.6%，但之后年份将逐步恢复，预计 2019-2023 年增速 CAGR 为 15.19%，仍高于全球平均水平，预计至 2023 年中国医疗美容市场规模有望超 3000 亿元。

图 27: 预计 2019-2022 年全球医疗美容服务市场增速 CAGR 为 6.9%



数据来源：ICMA，ASPS，Frost&Sullivan，东吴证券研究所

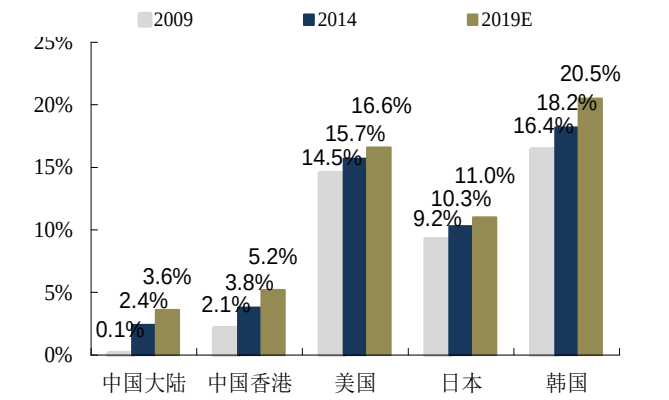
图 28: 预计 2019-2023 年中国医疗美容市场增速 CAGR 为 15.2%



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

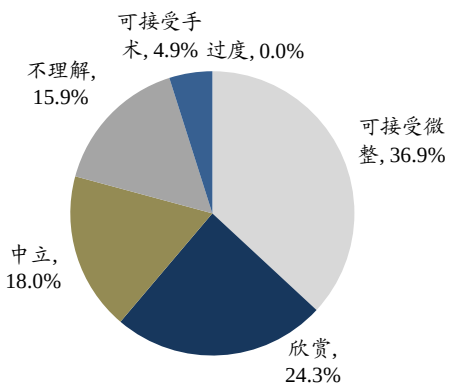
我国医美接受水平改善，医美渗透率提升空间大。Frost&Sullivan 统计显示，2009-2019 年中国大陆医美渗透率不断提升，从 0.1%提升至 3.6%，但仍较世界主要国家有较大差距，约为日本的 1/3，美国的 1/5，韩国的 1/6。随着医美产品及仪器技术水平的提升、以及医美知识的普及，国人对医美的接受度有所改善，据艾瑞咨询的调查，2018 年对医美不理解的人群仅占 15.9%，欣赏及可接受医美治疗的人群占比超过 60%。我们认为，随着医美消费需求增加与医美接受度提升，我国医美渗透率仍具较大提升空间。

图 29: 2019 年我国医美渗透率仅 3.6%



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

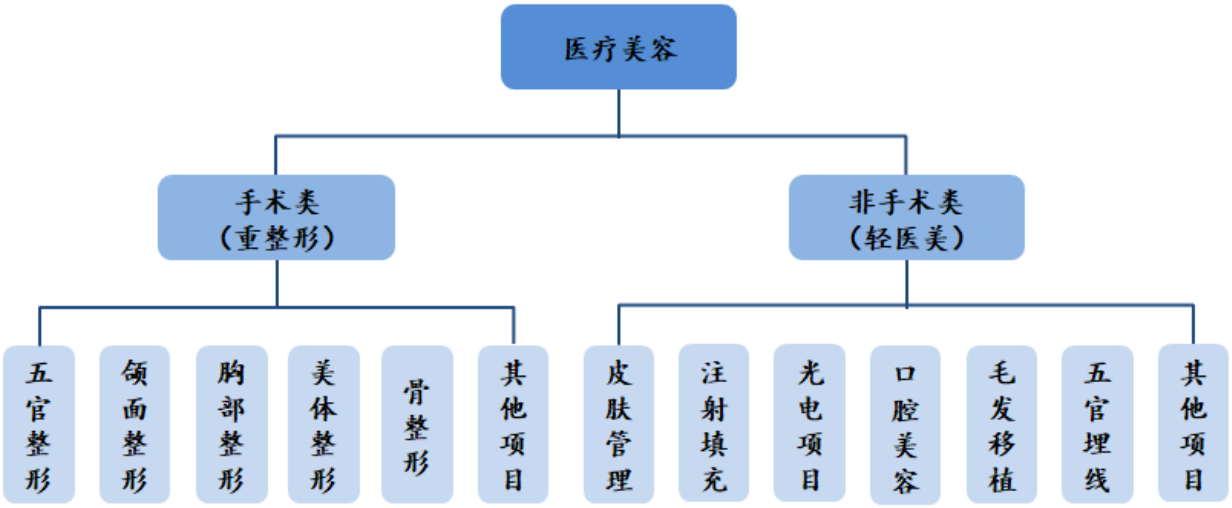
图 30: 2018 我国对医美不理解的人群占比仅为 15.9%



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

轻医美注射类项目最受青睐，其中玻尿酸注射占注射类六成以上。医疗美容按项目可分为手术类（重整形）和非手术类（轻医美），其中手术类又称重整形，是指医美指传统的整形美容项目；非手术类又称微整形或轻医美，是指利用无创或微创的疗法满足消费者的诉求。ISAPS 和新氧大数据统计显示，2019 非手术中的注射类项目在医美总疗程中占比最高，是最受消费者青睐的医美项目。其中，玻尿酸注射最为普遍，在注射类项目中占比超六成。据艾瑞咨询统计，玻尿酸填充位列从 70 后到 00 后全年龄层消费者消费金额前三位。

图 31：医疗美容项目分类



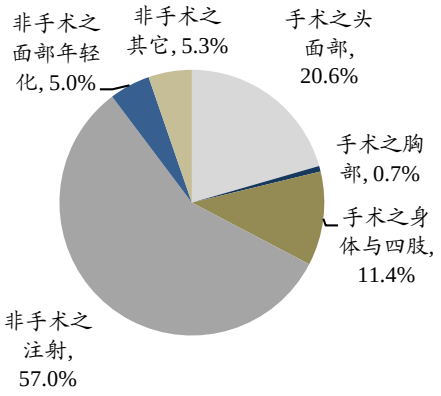
数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图 32：玻尿酸注射位列各年龄层消费金额前三名

品牌	70后	80后	90后	00后
TOP1	**玻尿酸填充**	**玻尿酸填充**	面部脂肪填充	肉毒素瘦脸
TOP2	面部提升	面部脂肪填充	**玻尿酸填充**	**玻尿酸填充**
TOP3	肉毒素瘦脸	肉毒素瘦脸	肉毒素瘦脸	鼻综合整形

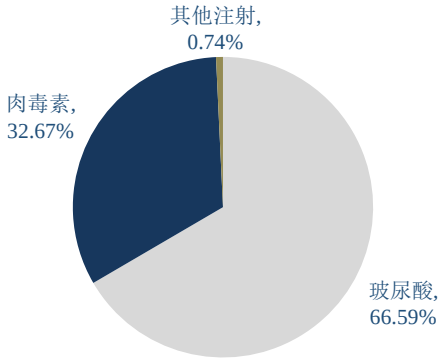
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图 33：2019 非手术之注射类疗程分布比例最高



数据来源：ISAPS，新氧大数据，东吴证券研究所

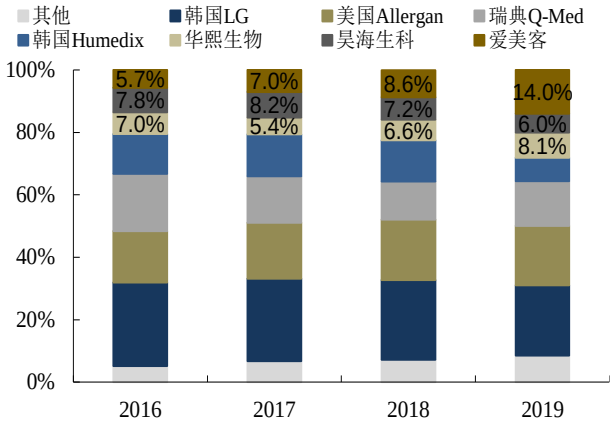
图 34：2019 玻尿酸在注射类项目中分布超六成



数据来源：新氧大数据，东吴证券研究所

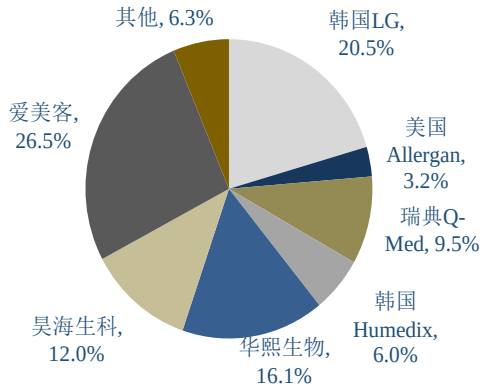
玻尿酸注射产品海外品牌销售额占主导，国产品牌份额趋于提升。据 Frost&Sullivan 统计数据，2019 年中国医美透明质酸产品中，进口品牌销售额占比在 71.9%以上，销量占比分别在 54.6%以上，国内品牌大多占据低端市场销量占比更大，而进口品牌占据中高端市场销售额占主导。从趋势上看，近年来国产品牌销售额占比已趋于提升，2016-2019 年，国产品牌销售额份额由 20.5%提升至 28.1%，共提升 7.6pct。未来随着国产品牌推出更具差异化和竞争力的产品、以及不断提升品牌力，我们预计国产品牌份额提升的趋势将延续，根据 Frost&Sullivan 预测，至 2021 年国产品牌份额占比有望达到 30%左右。

图 35：近四年中国医美透明质酸产品市场销售额占比



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

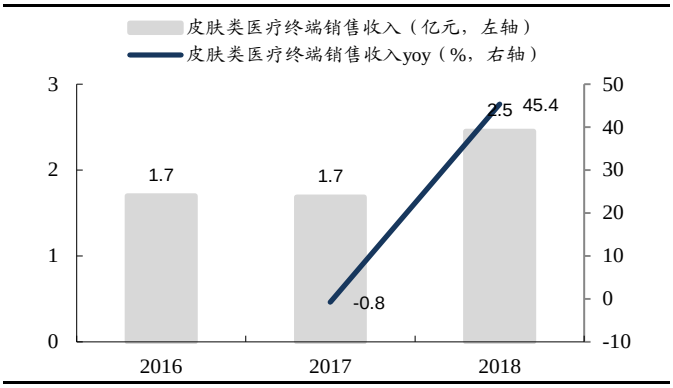
图 36：2019 年中国医美透明质酸产品市场销量占比



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

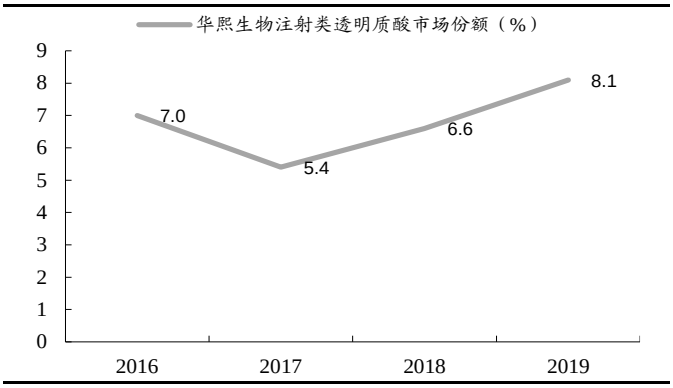
2018 年公司皮肤类医疗终端营收规模为 2.5 亿元，且增速较快，公司注射类透明质酸市场份额不断提升。2018 年公司皮肤类医疗终端实现营收 2.5 亿元，同比增加 45.4%，营收增速较快。根据 Frost&Sullivan 统计，2017-2019 年公司注射类透明质酸市场份额不断提升，从 5.4%提升至 8.1%，主要系公司自研品牌润百颜、润致等终端销售稳步提升，以及收购法国 Revitacare 推动。

图 37：2018 年皮肤类医疗终端收入同增 45.4%



数据来源：公司公告，招股说明书，东吴证券研究所

图 38：2017 年以来注射类透明质酸市场份额不断提升

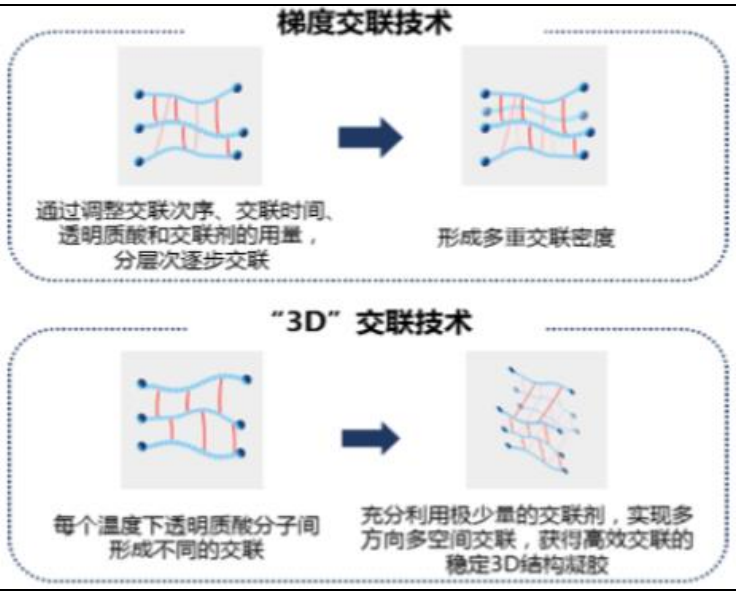


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

核心交联技术不断升级，推动产品矩阵逐步丰富。由于未经修饰的天然透明质酸极易被降解吸收，难以满足生物医用材料对体内维持时间、机械强度等方面的要求，因此交联技术一直是透明质酸注射产品的核心技术。公司自 2006 年起对透明质酸交联技术进行持续深入的研究，利用“梯度 3D”交联技术实现了不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制，利用极少量的交联剂获得质地致密，具有不同黏弹性、内聚性、机械强度、体外酶解性和体内代谢速度的交联凝胶，形成了国际先进的透明质酸交联技术平台。

2012 年，“润百颜”注射用修饰透明质酸凝胶获 CFDA 批准上市，是国内首家获批的国产交联透明质酸软组织填充剂，打破了国外市场对国内的垄断。2016 年和 2019 年，“润致”双相和单相的注射用修饰透明质酸凝胶相继获 CFDA 批准上市，“润致”成为目前市场上首个同时拥有单相和双相交联含麻产品的玻尿酸品牌。2020 年 3 月，应用 HEC 高效交联技术的“润致娃娃针”获批上市，相较于非交联产品网格化锁水及修护皮肤张力作用更强，且延续了润致利卡多因缓释技术，是对水光产品的进一步升级。

图 39：公司研发的“梯度 3D 交联技术”



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 7：公司已上市Ⅲ级医疗器械透明质酸注射产品

产品名称	上市时间	分子量	性质类型	效果持续	价格（元/ml）	示例
润百颜白紫	2012 年	中分子	双相玻尿酸	6 个月左右	500-1000 元	
润百颜黑金	2014 年	大分子	双相玻尿酸	6-12 个月	480-2800 元	
润百颜水光	2015 年	大中小分子	非交联透明质酸	1-3 个月	190-690 元	
润百颜星耀	2019 年	中分子	双相玻尿酸	6-12 个月	600-1500 元	
润百颜月盈	2019 年	大分子	双相玻尿酸	6-12 个月	1200-3000 元	
润致双相	2018 年	大分子	双相玻尿酸	6-12 个月	2500-4000 元	
润致单相	2019 年	大分子	单相玻尿酸	6-12 个月	-	
润致娃娃针	2020 年	大中小分子	HEC 微交联玻尿酸	3-6 个月	-	

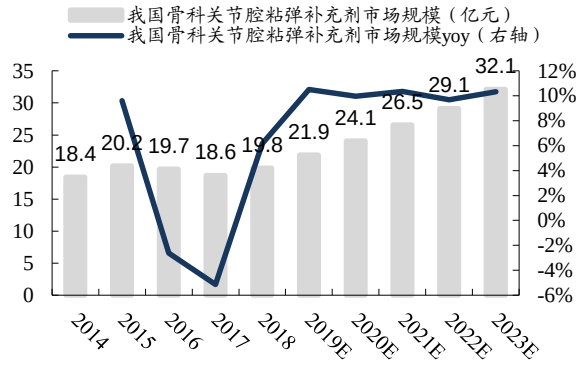
数据来源：CFDA，新氧，东吴证券研究所

4.2. 老龄化推动骨科及眼科终端市场扩大，公司份额提升空间大

2018 年我国骨科关节腔粘弹补充剂和眼科粘弹剂销售额均在 15-20 亿元， 未来有望继续保持较高增速。根据南方医药经济研究所和标点医药的数据统计，2018 年我国骨科关节腔粘弹补充剂/眼科粘弹剂市场规模分别为 19.8/15.4 亿元，分别同增 6.2%/8%；预计 2018-2023 年规模增速 CAGR 分别为 10.17%/11.94%。

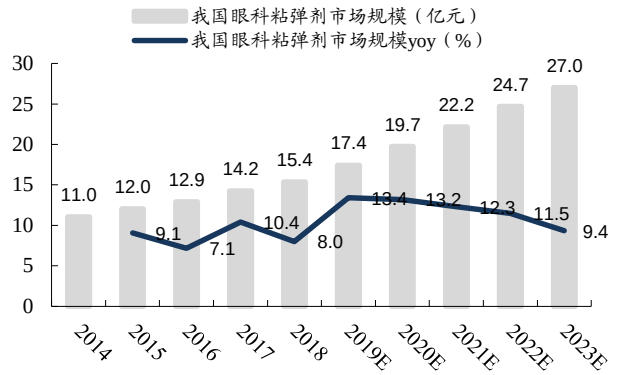
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 40：预计 2018-2023 年我国骨科关节腔粘弹补充剂规模增速 CAGR 为 10.17%



数据来源：南方医药经济研究所，标点医药，东吴证券研究所

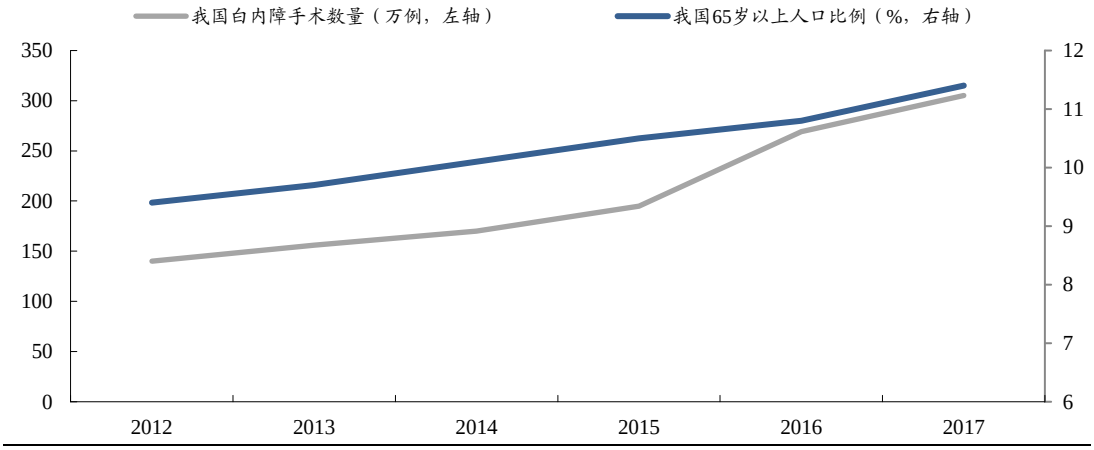
图 41：预计 2018-2023 年我国眼科粘弹剂规模增速 CAGR 为 11.94%



数据来源：南方医药经济研究所，标点医药，东吴证券研究所

骨科的关节炎及眼科的白内障治疗规模均受到人口老龄化催化。骨关节炎和白内障作为老年人口的常见病、多发病，其治疗规模将受到人口老龄化的推动。据环球网报道，骨关节炎在我国 40 岁以上群体患病率为 10%-17%，60 岁以上的患病率为 50%，75 岁以上的患病率高达 80%，年龄越大患病率越高。白内障的患病比例也呈现相似的趋势，据中华医学会眼科分会统计，我国 60-89 岁人群白内障患病比例为 80%，90 岁以上发病率更达到 90%以上。

图 42：我国白内障手术数量与老龄化比例趋势相同

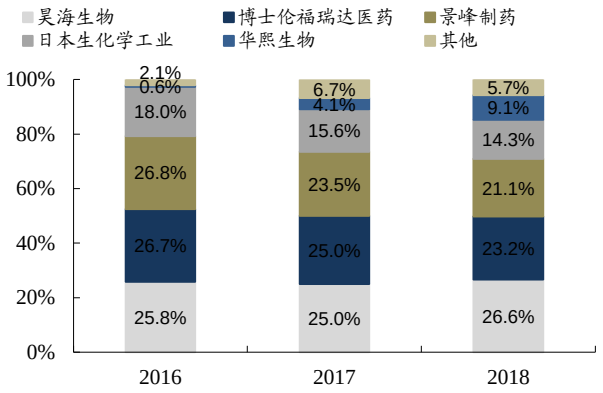


数据来源：中国防盲治盲网，国家统计局，东吴证券研究所

骨科及眼科透明质酸终端市场均由国内企业主导，公司骨科份额持续提升。我国骨关节炎注射玻璃酸钠和眼科粘弹剂市场均国产率较高，尤其是昊海生科及博士伦福瑞达份额占比较高。虽然公司进入市场相对较晚，但是份额提升较快，2016-2018 年骨关节炎注射玻璃酸钠市占率由 0.6%提升至 9.1%。2018 年公司眼科粘弹剂市占率仅为 4%，未来公司骨科及眼科终端产品均还有较大的份额提升空间。

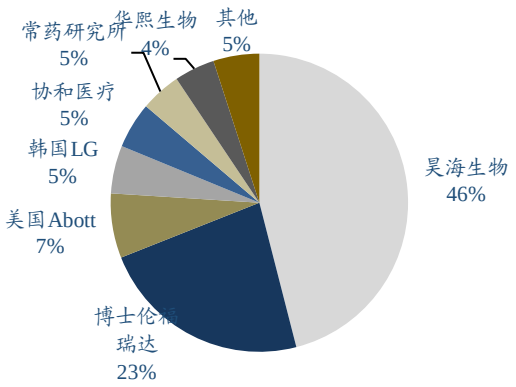
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 43：2016-2018 年我国骨关节炎注射玻璃酸钠销售额占比



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 44：2018 年我国眼科粘弹剂市场销售额占比



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

公司骨科及眼科终端产品营收持续高速成长，但占比仍相对较小。2014 年和 2016 年，公司骨科注射液产品“海力达”和眼科粘弹剂“海视健”相继作为药品及Ⅲ类医疗器械获 CFDA 认证，“海力达”还在 2013 年获欧盟 CE 认证。“海力达”和“海视健”均应用公司的核心技术之一的“终端湿热灭菌技术”，拥有较高的产品品质，“海力达”在细菌内毒素、吸光度等指标均远高于国家标准。在主要产品的带动下，2016 年以来公司骨科、眼科等医疗终端保持高速增长。其中，2016-2019 年公司骨科注射液（即海力达）增速 CAGR 为 63.45%，2016-2018 年公司眼科及其他医疗终端产品增速 CAGR 为 71.15%。2019 年公司骨科注射液实现营收 0.81 亿元，营收占比为 4.3%，2018 年眼科终端占比不足 1%，目前营收占比均相对较小。

表 8：海力达与国家标准关键质量指标对比

质量指标	国家标准	公司注册标准	公司产品
吸光度（A_{257nm} 核酸、A_{280nm} 蛋白质）	A_{257nm}≤0.3 A_{280nm}≤0.3	A_{257nm}≤0.2 A_{280nm}≤0.2	A_{257nm}=0.044 A_{280nm}=0.024
细菌内毒素	0.1EU/mg(1EU/ml）	≤0.03EU/ml	≤0.03EU/ml

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

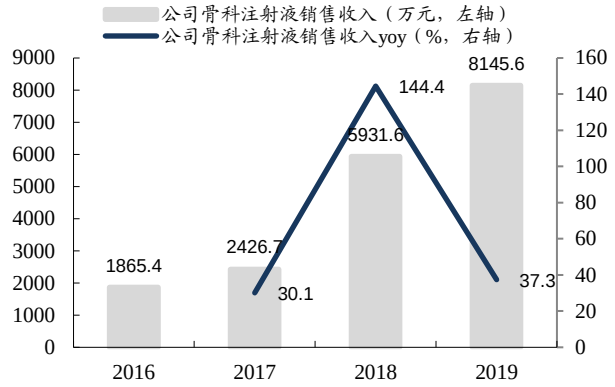
表 9：公司骨科及眼科主要医疗终端产品

品牌名称	产品名称	产品分类	CFDA 获批时间	分类	主要用途
海力达	玻璃酸钠注射液	骨科注射液	2014 年	化学药品	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎
海视健	医用透明质酸钠凝胶	眼科粘弹剂	2016 年	Ⅲ类医疗器械	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

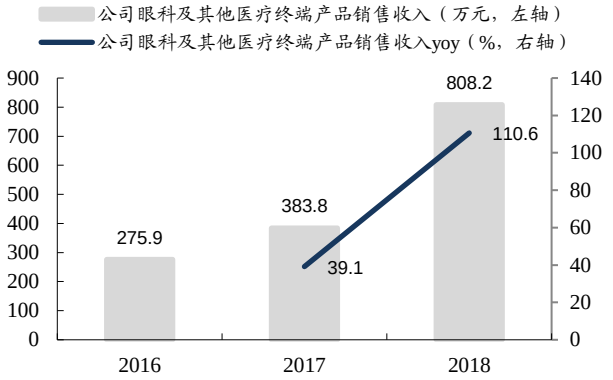
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 45：2016-2019 年公司骨科注射液销售收入增速 CAGR 为 63.45%



数据来源：公司公告、招股说明书，东吴证券研究所

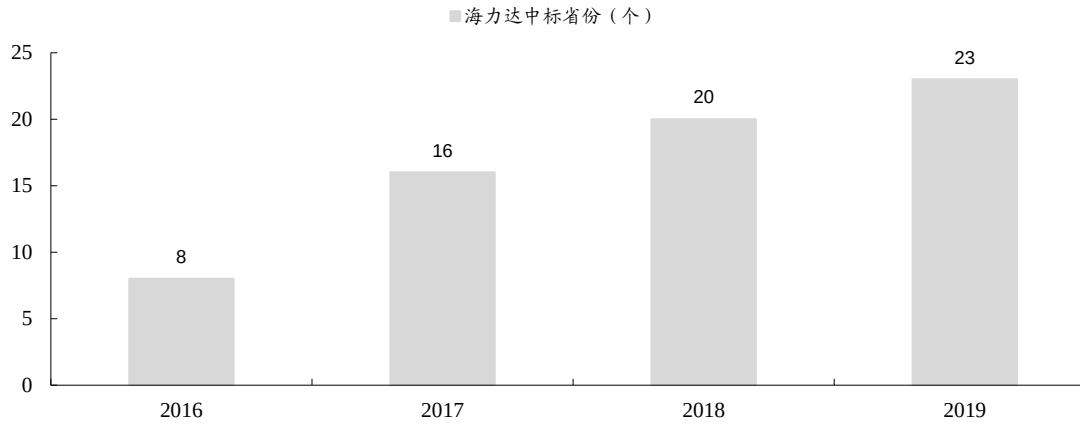
图 46：2016-2018 年公司眼科及其他医疗终端产品销售收入增速 CAGR 为 71.15%



数据来源：公司公告、招股说明书，东吴证券研究所

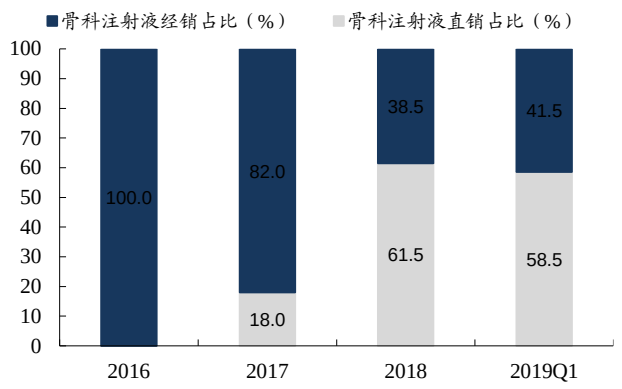
集采中标数量扩充拉动骨科销售，直销比例不断提升，实现量价齐升。公司治疗骨关节炎的“海力达”进入市场较晚，且起初主要在民营医疗机构销售，经营规模较小，2017 年“两票制”实施后，公司开始重视通过配送商销售的直销模式，并发力集中采购投标，中标省份数量目前已增至 23 个，推动骨科注射剂销售规模快速增长。从具体量价关系看，2017 年以来公司骨科注射剂实现量价齐升，其中销量增速更高。

图 47：海力达中标省份数量不断扩充



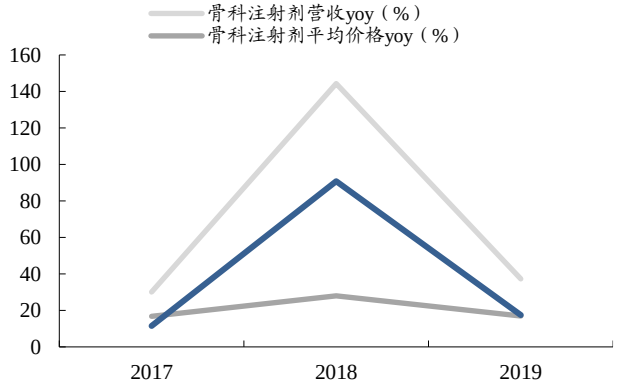
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 48：2017 年以来骨科注射液直销比例不断提升



数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

图 49：公司骨科注射液实现量价齐升

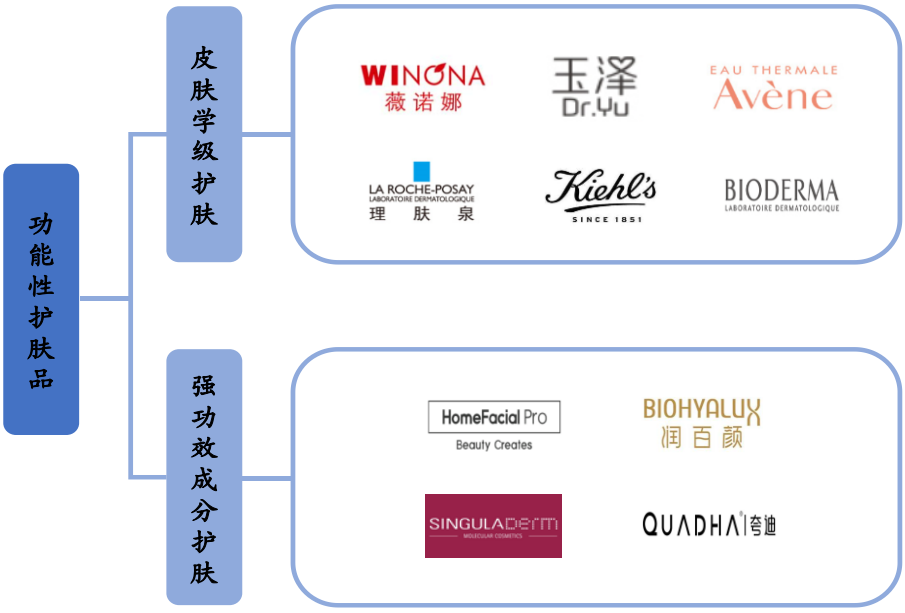


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

5. 功能性护肤品：专业优势铸就差异度，品牌力持续提升

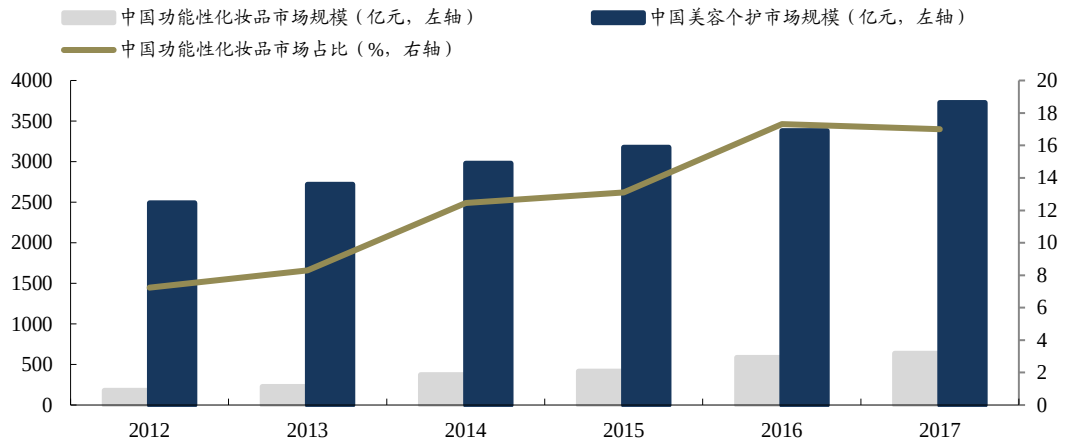
我国功能性护肤品市场主要包含皮肤学级护肤产品和强功效成分护肤品，近年来规模高速增长。功能性护肤品尚未有明确定义，但从实际使用上主要包括两方面：一是皮肤学级护肤品，一般指强调产品安全性、功效性，针对敏感肌等肤质研发的产品，例如薇诺娜、玉泽、雅漾等；二是强功效成分护肤品，一般指能够发挥核心功效成分的特点，来解决保湿、美白、抗衰等特定需求的产品，例如 HFP、润百颜、圣瑰兰等。据前瞻产业研究院数据，2017 年我国功能性化妆品市场规模超 600 亿元，在美容护肤规模占比约为 17%，2012-2017 年功能性化妆品市场规模增速 CAGR 接近 30%，总体保持高速增长。

图 50：功能性护肤品分类



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

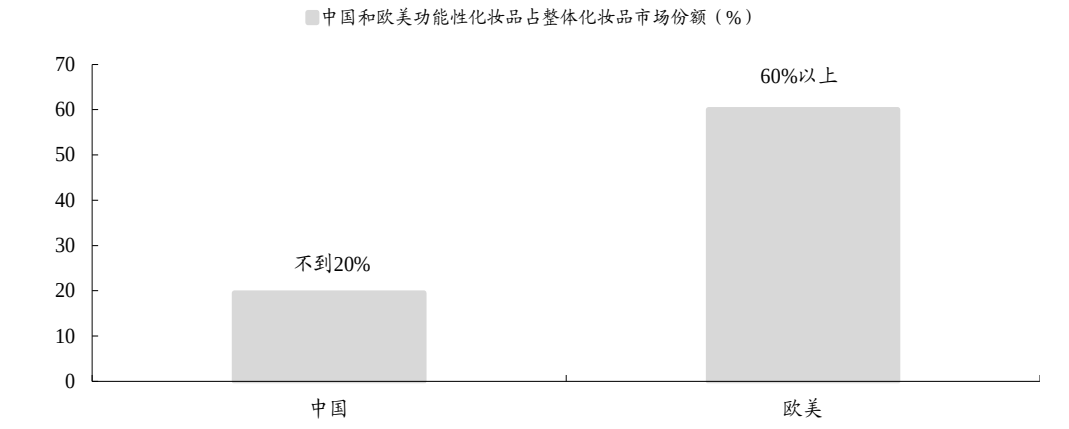
图 51：2017 年中国功能性化妆品市场占比不到 20%



数据来源：前瞻产业研究院，Euromonitor，东吴证券研究所

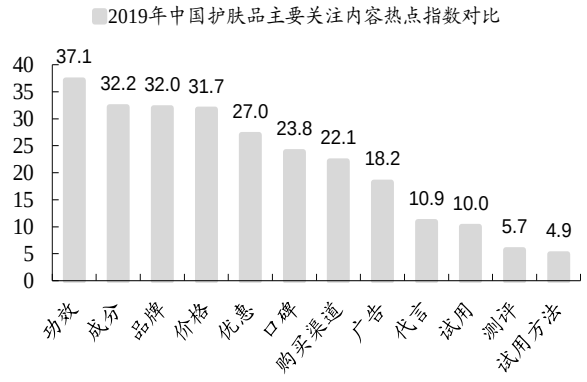
消费者对功效及成分关注度不断提升，功能性护肤品成长空间仍广阔。根据新浪微热点大数据显示，2019 年我国消费者在选购护肤品中最关注的要素前两位即为功效和成分，功能性护肤市场正处在快速发展的风口上。同时，益普索研究数据显示，消费者对护肤品中的功效关注度与收入提升呈正相关，可预计随着我国消费者收入水平的提升，消费者对功效的关注度将有增无减。从发展空间看，功能性护肤品成长空间巨大，据前瞻产业研究院数据，2018 年相较于欧美国家功能性护肤品市占率高达 60%以上，我国市占率仅不到 20%，预计至少还有两倍以上提升空间。

图 52：2018 中国、欧美功能性化妆品市场份额——我国功能性化妆品市场成长空间巨大



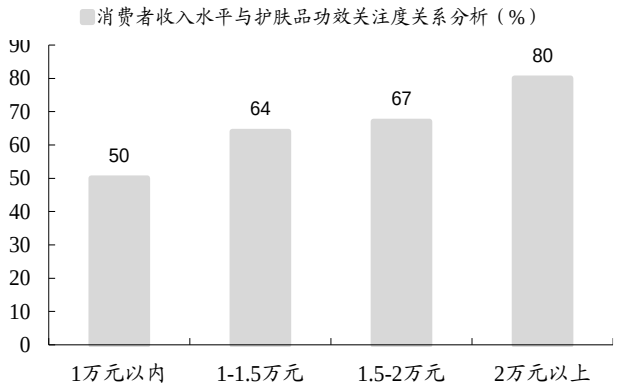
数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 53：中国消费者最关注护肤品功效、成分、品牌等因素



数据来源：新浪热点大数据，东吴证券研究所

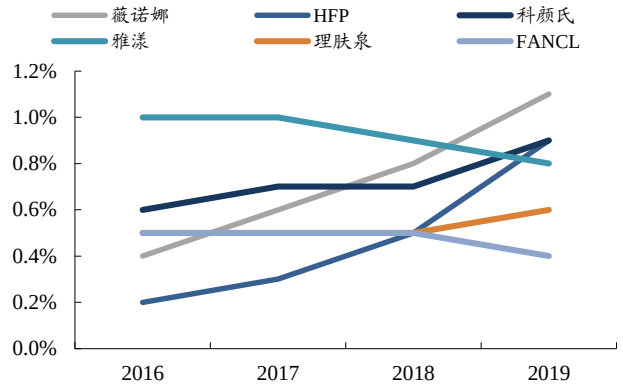
图 54：消费者收入越高对功效关注度越高



数据来源：益普索研究，东吴证券研究所

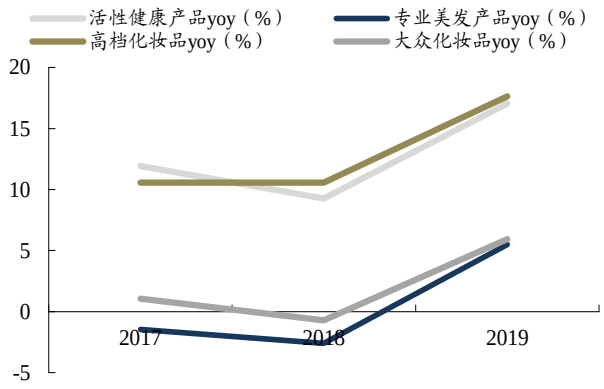
国内外功能性护肤品牌总体表现均较为优异，国产品牌份额提升更快。国内外功能性护肤品牌近年来均有较为优异的表现，例如欧莱雅活性健康产品部门一直是近年来增长最快的部门之一，2016-2019 年增速 CAGR 为 12.7%，其核心品牌理肤泉 2020 年成为集团第九个“10 亿欧元品牌”；从国内来看，薇诺娜位列 2019 年“双 11”天猫美妆前十名，HFP 位列 2020 年“618”天猫美妆第七位，玉泽从去年年末至今呈现爆发式增长。国产功能性护肤品牌份额提升更快，根据 Euromonitor 数据，2016-2019 年国产品牌薇诺娜和 HFP 份额均提升 0.7pct，而国外品牌份额增幅相对较小或略有下降。

图 55：国产功能性护肤品牌份额增长更快



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

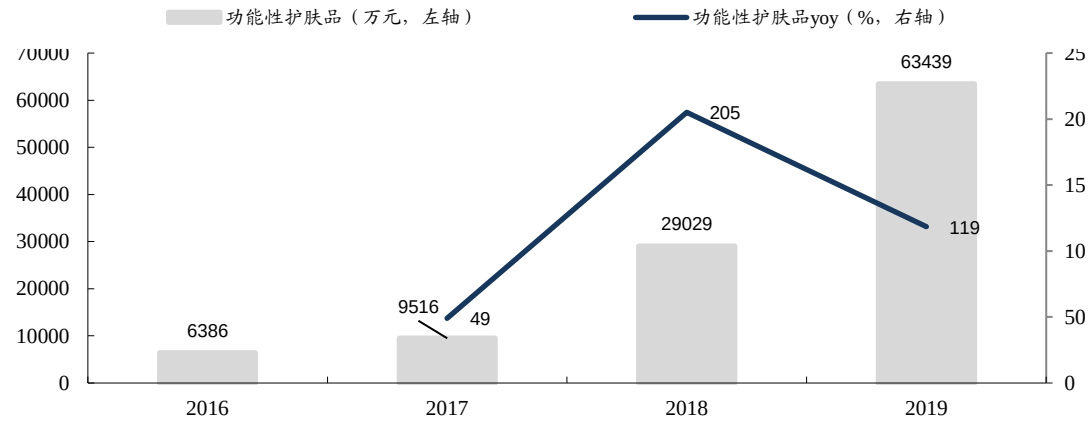
图 56：欧莱雅活性健康产品增速较快



数据来源：欧莱雅官网，东吴证券研究所

2019 年公司功能性护肤品业务增速领涨，销售规模已与原料、医疗终端三足鼎立。2019 年公司功能性护肤品业务实现营收 6.34 亿元，同比增长 118.5%，增速领涨各业务，2016-2019 年公司功能性护肤品业务增速 CAGR 为 115%。截至 2019 年，功能性护肤品业务收入占比达 33.6%，基本与原料、医疗终端业务形成三足鼎立之势。受益于当前功能性护肤品较快的增长趋势以及公司独特的产品优势，我们预计未来功能性护肤品业务仍将维持快速增长，销售占比也将继续提升。

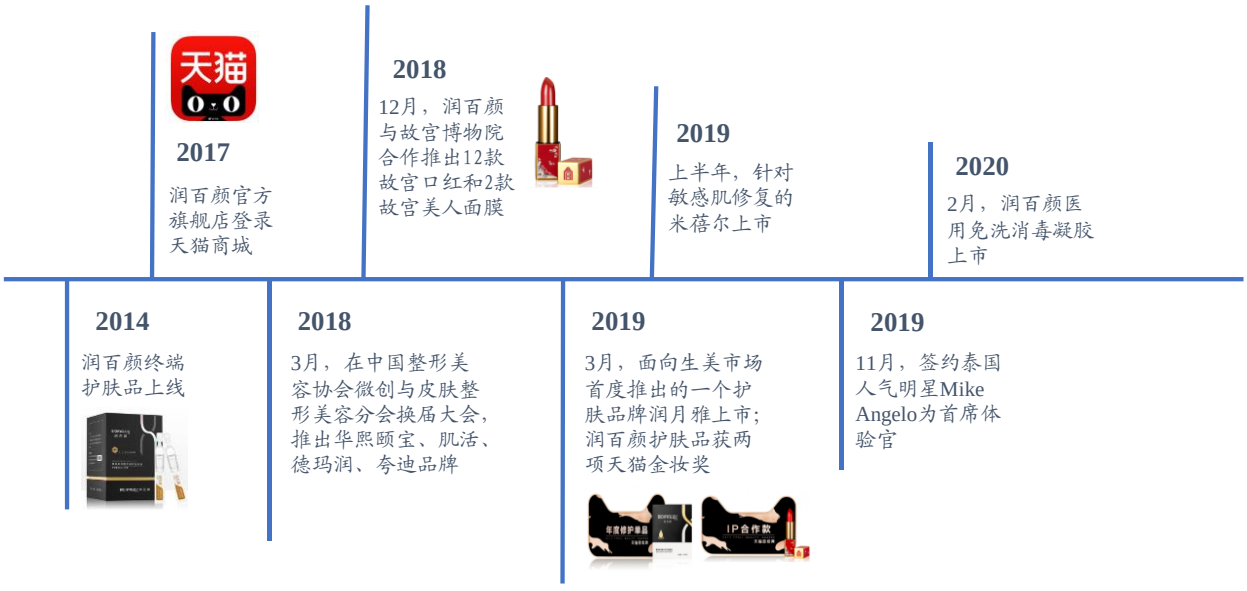
图 57：2016-2019 年公司功能性护肤品增速 CAGR 为 115%



数据来源：公司公告，公司招股说明书，东吴证券研究所

2014 年以来公司相继推出多个功能性护肤品牌，覆盖各年龄段及需求的消费者。2014 年，润百颜推出“蜂巢玻尿酸水润次抛”，正式进入功能性护肤品领域。2018 年以来，又相继推出 BioMESO 肌活、德玛润、夸迪、颐宝、米蓓尔等品牌，以覆盖不同年龄段和需求的消费者。从覆盖年龄段看，BioMESO 肌活和德玛润一般针对 30 岁以下较为年轻的消费者，润熙泉针对熟龄肌的抗老需求消费者，其他品牌对应 23-45 岁的较为普遍的消费者。从功效需求看，润百颜主打一般水润保湿需求，夸迪偏抗初老，米蓓尔专注敏感肌，肌活针对“成分党”消费者等。

图 58：公司功能性化妆品发展历程



数据来源：公司官网，商讯，东吴证券研究所

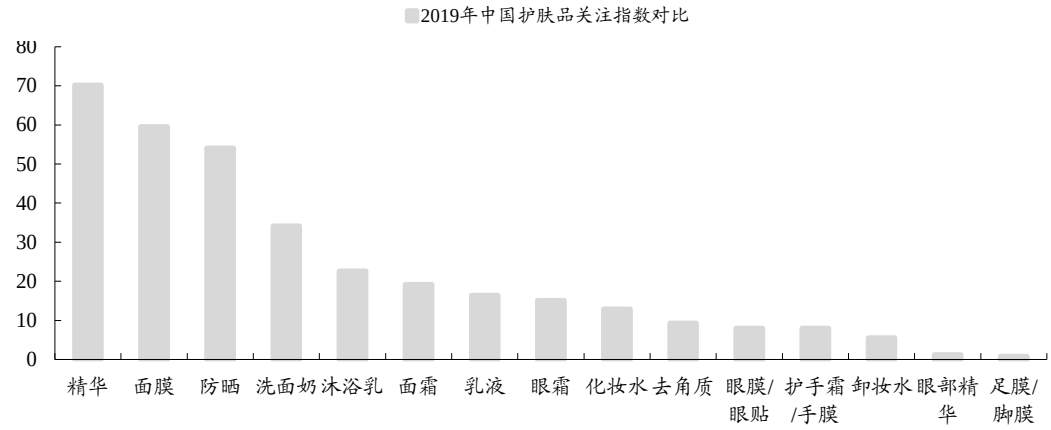
表 10：公司旗下各功能性护肤品品牌特点比较

品牌	上市时间	覆盖年龄段	核心价位带	主打功效
润百颜	2014 年	23-45 岁	100-500 元	一般肌肤水润保湿
夸迪	2018 年	23-45 岁	50-800 元	高端 5D 玻尿酸，抗初老，淡化眼纹、妊娠纹
肌活	2018 年	18-30 岁	50-300 元	成分党，专瓶专效，打造肌底液精华
德玛润	2018 年	15-30 岁	50-200 元	主打灌注液精华，配合滚轮享居家院线式护理
米蓓尔	2019 年	23-45 岁	50-200 元	专注敏感肌修护
润熙泉	2018-2019 年	35-55 岁	/	适合熟龄肌的抗衰老护肤品

数据来源：公司官网，公司招股说明书，淘数据，东吴证券研究所

凭借先进“玻尿酸”原料研发及生产背书，产品差异性凸显，开创“次抛原液”发力精华品类。技术研发上，公司终端功能性护肤品依托于华熙生物微生物发酵技术、交联技术两大平台为核心的研发体系，以不同分子量的透明质酸、r-氨基丁酸、依克多因等生物活性物质及其衍生物为核心成分，且配方由具有“中国化妆品研发第一人”的李慧良把关；生产环节上，凭借多年生物医药的生产经验，采用 B.F.S.吹灌封一体化技术生产出无菌、无防腐剂的小包装“次抛原液”产品。可以说，正是华熙生物将吹灌封一体化技术真正推广于护肤品领域，也因此在一定程度上与其他精华产品形成差异化竞争。精华品类是化妆品中最受国内消费者关注的护肤品品类，当前正处于渗透率快速提升阶段。对比“次抛原液”和“普通精华产品”，其主要优势在于成分更简单、更安全、更能保证成分活性以及便于携带。

图 59：精华品类是中国消费者最关注的护肤品品类



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表 11：次抛原液与普通精华液对比

分类	次抛原液	普通精华液
成分	纯水溶液，不含任何乳化剂、矿物油、人工色素，水溶性小分子体系，帮助有效成分更快渗透到肌肤深层	添加各种乳化剂、香精色素、植物油等的复合溶液

包装	一次一支，不接触空气，保留有效成分的活性	密封性差，需要添加防腐类的原料，相对来说致敏率会高
便利性	小瓶方便携带	一般直接携带整瓶，相对更重

数据来源：水信生物，东吴证券研究所

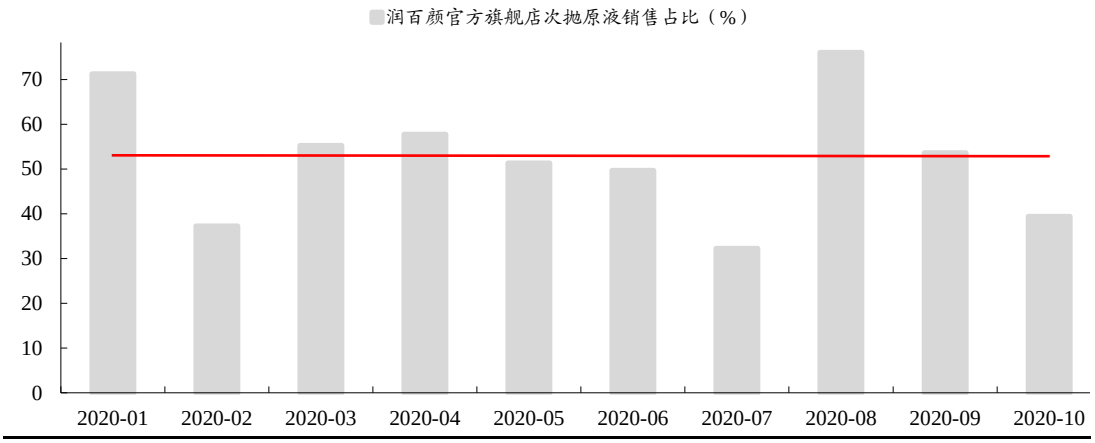
图 60：润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛原液



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

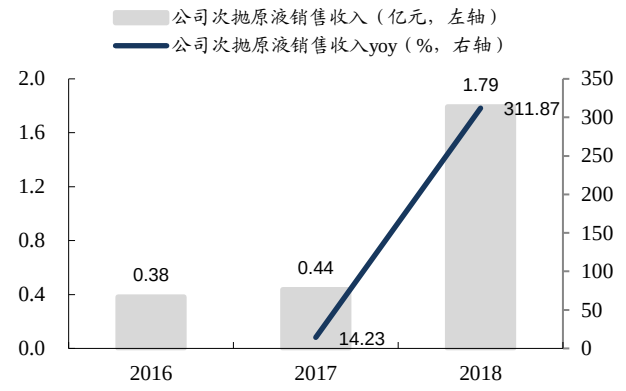
次抛原液销量增长迅速，2020 年以来在天猫官方旗舰店销售占比超 50%。2016-2018 年，公司次抛原液销售收入从 0.38 亿元提升至 1.79 亿元，增速 CAGR 为 116.9%，销售占比由 5.2%提升至 14.2%。收入增长主要由销量拉动，2016-2018 年，公司次抛原液销量增速 CAGR 为 118.1%，2019 年公司次抛原液销量达 4741.1 万只。从官方旗舰店口径看，次抛原液始终是核心大单品，2020 年以来次抛原液在润百颜官方旗舰店月均销售额贡献超 50%。

图 61：2020 年以来次抛原液在润百颜官方旗舰店月均销售占比超 50%



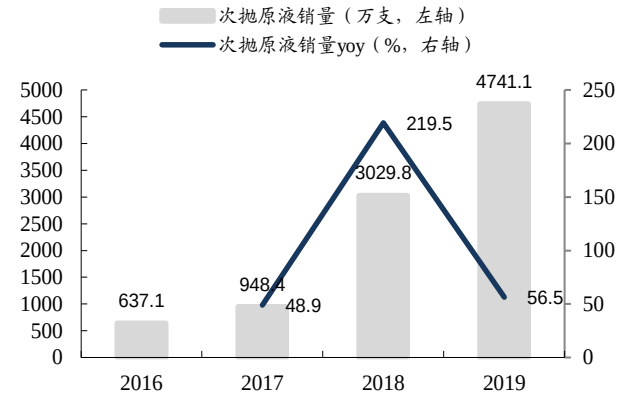
数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 62：2018 年公司次抛原液销售收入为 1.79 亿元



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 63：2019 年公司次抛原液销量达 4741.1 万只



数据来源：公司公告、招股说明书，东吴证券研究所

联名文化 IP，“故宫口红”一炮走红，利于提升品牌知名度。为进一步拓展功能性护肤品业务，2018 年末公司子公司北京海御与故宫博物院就“故宫系列”产品合作签署合同，故宫博物院同意就唇膏口红和面膜品类进行合作。2018 年 12 月 9 日，“故宫博物院文化创意馆”推出 6 款故宫国宝色口红和 2 款“故宫美人面膜”，仅两天预售产品便已售罄。“故宫”联名产品的热销得益于文化的传承和精美的做工，也得益于与华熙生物生物科技的结合，例如口红膏体蕴含华熙生物独有的 Hyacolor 油分散透明质酸成分，面膜中均添加了华熙生物独有的蜂巢玻尿酸和植物成分。我们认为“故宫口红”的一炮走红体现出公司大 SKU 营销的能力，有利于提升功能性护肤品牌的知名度和美誉度，利于后续招新引流。

图 64：华熙生物与故宫联名的“故宫美人面膜”



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 65：华熙生物与故宫联名的“故宫口红”

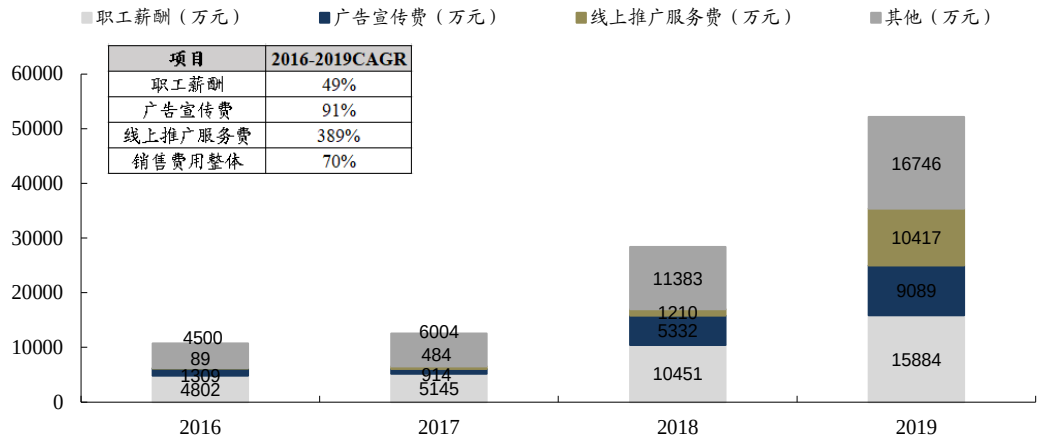


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

加强广告宣传费用和线上推广费用投入，提升润百颜品牌力，公司产品与市场产品具有明显差异性、且研发技术领先，受到部分小众消费者的欢迎。但是相较于许多成熟品牌，熟悉公司品牌产品的消费者数量仍较少。因此，当前阶段公司亟需提升功能性护肤品各品牌的品牌力，首要任务是提升核心品牌润百颜的品牌力。为此，近年来公司加大销售费用投入，尤其是对于广告宣传费用和线上推广服务费用的投入（2016-2019 年

增速 CAGR 分别为 91%/389%，高于销售费用整体增速），以加强各功能性护肤品品牌的社媒营销投入、企业整体品牌投入和向第三方平台支付的佣金费、服务费等。从长期来看，由于产品差异化带来更高的客户粘性，公司销售费用有较大的回落空间。

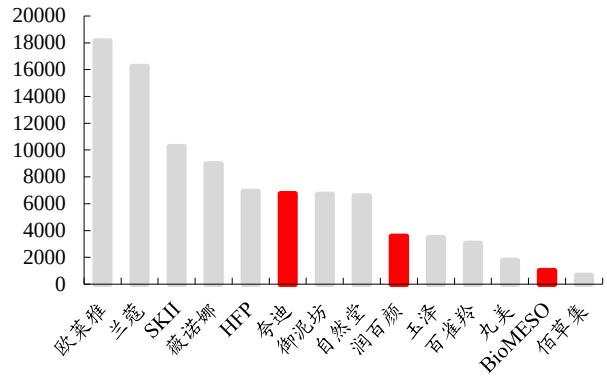
图 66：公司加大销售费用投入打造功能性护肤品品牌力



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

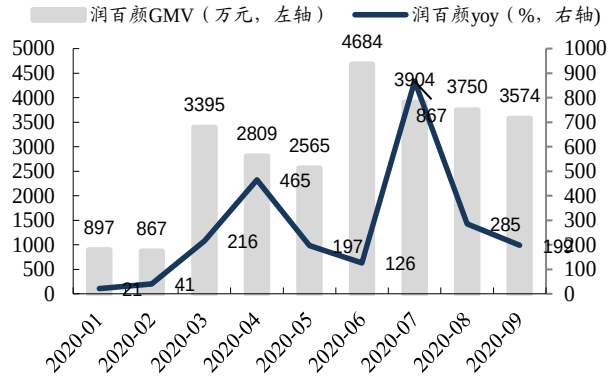
2020 年初以来润百颜、夸迪天猫旗舰店 GMV 规模保持爆发式增长，润百颜、夸迪规模已可比肩部分知名化妆品品牌。年初以来，公司旗下代表性功能性护肤品牌天猫旗舰店表现突出，持续爆发式增长，2020 年 1-9 月润百颜/夸迪 GMV 分别同增 213.4%/11514.85%。从 GMV 规模看，2020 年 9 月润百颜/夸迪/BioMESO 的 GMV 规模均突破 1000 万元，分别为 3574/6746/1013 万元，主要品牌规模均已可比肩国内外部分知名化妆品品牌，但是与头部的欧莱雅、兰蔻等品牌还有较大差距。

图 67：9 月份润百颜、夸迪、BioMESO 天猫旗舰店 GMV 规模均在 1000 万元以上



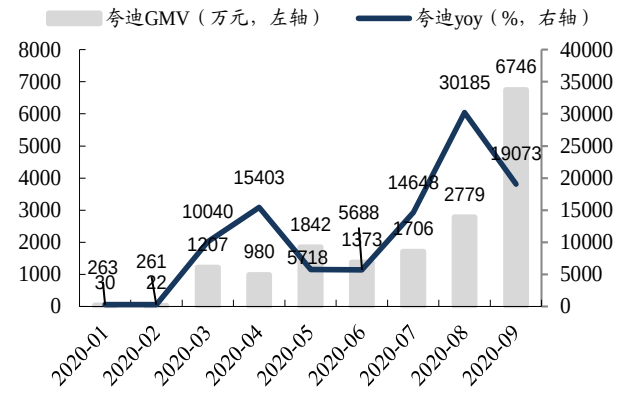
数据来源：第三方数据监测，东吴证券研究所

图 68：年初以来润百颜 GMV 规模及同比增速



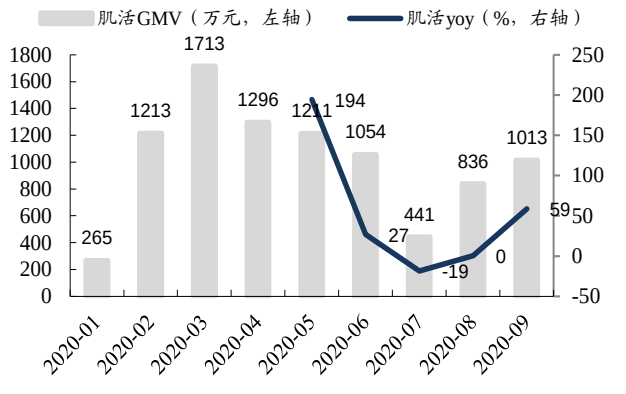
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 69：2020 年初以来夸迪 GMV 规模及 YOY



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 70：2020 年初以来 BioMESO 肌活 GMV 规模及 YOY



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

公司功能性护肤品长期增长空间在于品类的扩充、渠道的拓展和多品牌的发展。（1）品类扩充：未来有望在核心产品（如润百颜“次抛原液”、BioMESO 肌活“肌底液”等）传播较为充分、且复购率较高的基础上，不断扩充水乳霜、面膜、眼部精华等品类，以带动整体品牌规模的快速增长；**（2）渠道拓展：**当前核心品牌仍专注于线上渠道，如在天猫旗舰店、京东、淘宝、小红书平台，主要系功能性护肤品在线上渠道进行品牌推广更为高效，未来随着线上各平台进入稳定增长阶段，线下的专卖店、药店等渠道仍有较大的拓展空间；**（3）多品牌发展：**当前营销投入较多集中于核心品牌润百颜，未来在润百颜达到一定规模体量后，将逐步发挥对其他品牌的带动作用，公司也将对其他成长较好的品牌加大投入倾斜力度。

6. 前景可期，四大引擎共促持续增长

6.1. 产能：募投项目释放产能

伴随着各项业务拓展，2018 年产能接近饱和。随着公司各项业务的快速拓展，产品产销率始终保持在较高水平，但是产能瓶颈却初步显现，2018 年透明质酸原料/针剂类医疗终端产品/次抛原液产品产能利用率分别达 88%/ 95%/ 81%，产能问题直接制约公司业务的进一步拓展。

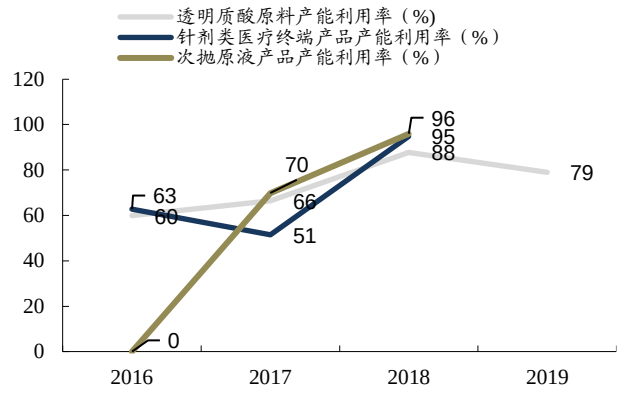
以募投项目和并购加速产能扩张，缓解产能瓶颈。为了解决产能不足的问题，公司通过募投自建工厂项目和外延收购实现产能规模的扩大。

（1）天津透明质酸钠及相关项目：落地天津经济技术开发区，2019 年正式开工建设，预计 2020 年开始投产，2023 年达产。投资总额预计为 11.1 亿元，主要解决公司透明质酸原料的产能瓶颈，2020-2023 年产率分别为 30%、50%、70%、100%，新增产能覆盖原料产品（透明质酸原料 300 吨、衍生物 152 吨、溶液类 500 吨）和功能性护肤品（次抛原液 2 亿支、洗眼液 1000 万支）。

（2）生物生命健康产业园项目：落地济南市高新区，2019 年正式开工建设，预计 2021 年开始投产，2023 年达产。投资总额预计为 16.5 亿元，主要解决公司透明质酸医疗终端产品、功能性护肤品的产能瓶颈，2021-2023 年产率分别为 40%、70%、100%，新增产能覆盖医疗终端产品（医疗针剂产品 10000 万支、医用次抛原液 6000 万支等）和护肤品（透明质酸次抛类产品 5 亿支、面膜 1 亿片、口红 2000 万支等）。

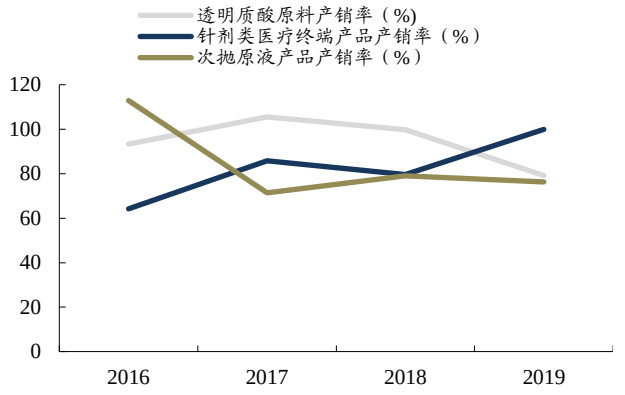
（3）收购东营佛思特：2020 年 6 月，公司拟以 2.9 亿元人民币收购东辰集团下属子公司东营佛思特。佛思特主要生产食品级、化妆品级透明质酸原料，年产能为 100 吨。根据公司招股说明书，2018 年佛思特在全球透明质酸原料市场中市占率为 8%，位列第四位，华熙生物市占率为 36%，位列第一，则预计并购后公司透明质酸原料在全球市场份额可提升至 40%以上，龙头地位进一步稳固。

图 71：2018 年公司各主要业务均面临产能瓶颈



数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

图 72：各主要业务产销率保持在较高水平



数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

表 12：公司原有产能及产能扩张规划

原有产能	扩张项目设计产能	
	天津透明质酸钠及相关项目	济南生物生命健康产业园
原料产品		
透明质酸原料 320 吨/年 2020 收购佛思特 100 吨/年	透明质酸原料 300 吨/年 透明质酸衍生物 152 吨/年 透明质酸溶液类 500 吨/年	
医疗终端产品		
医疗针剂产品 400 万支/年		医疗针剂产品 1 亿支/年 医用次抛原液 6000 万支/年 玻璃酸钠滴眼液 5000 万支/年 医用敷料 2700 万件/年 医用透明质酸润滑剂 2000 万支/年 玻璃酸钠原液 1000 万瓶/年

功能性护肤品		
次抛原液 6000 万支/年 面膜、水乳膏霜、喷雾 口红	透明质酸次抛原液 2 亿支/年 透明质酸洗眼液 1000 万支/年	透明质酸次抛类产品 5 亿支/年 飞机瓶 1 亿支/年 面膜 1 亿片/年 水乳膏霜 5000 万支/年 洗眼液 500 万支/年 喷雾 2000 万瓶/年 彩妆粉单元 2000 万瓶/年 口红 2000 万支/年

数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所测算

注：原有产能依据 2019 年报数值和过往产能利用率推测；扩张项目设计产能来自公司招股说明书募投项目

据公司招股书预计，透明质酸原料/医疗针剂产品/次抛类产品五年内产能扩 2.6/25/18 倍。公司两个产能扩张募投项目预计均于 2023 年达产，经测算核心产品透明质酸原料在 2023 年产能可达到 720 吨/年，较 2018 年扩大 2.6 倍；医疗针剂产品/次抛类产品在 2023 年产能分别可达到 10400/76000 万支/年，产能分别较 2018 年扩大 25/18 倍。

表 13：公司各主要产品逐年产能扩张计划

生产产品	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
透明质酸原料（吨/年）	200	200	200	320	510	570	630	720
YOY		0%	0%	60%	59%	12%	11%	14%
医疗针剂产品（万支/年）	300	300	400	400	400	4400	7400	10400
YOY		0%	33%	0%	0%	1000%	68%	41%
次抛类产品（万支/年）	0	1900	4000	6000	12000	36000	55000	76000
YOY			111%	50%	100%	200%	53%	38%

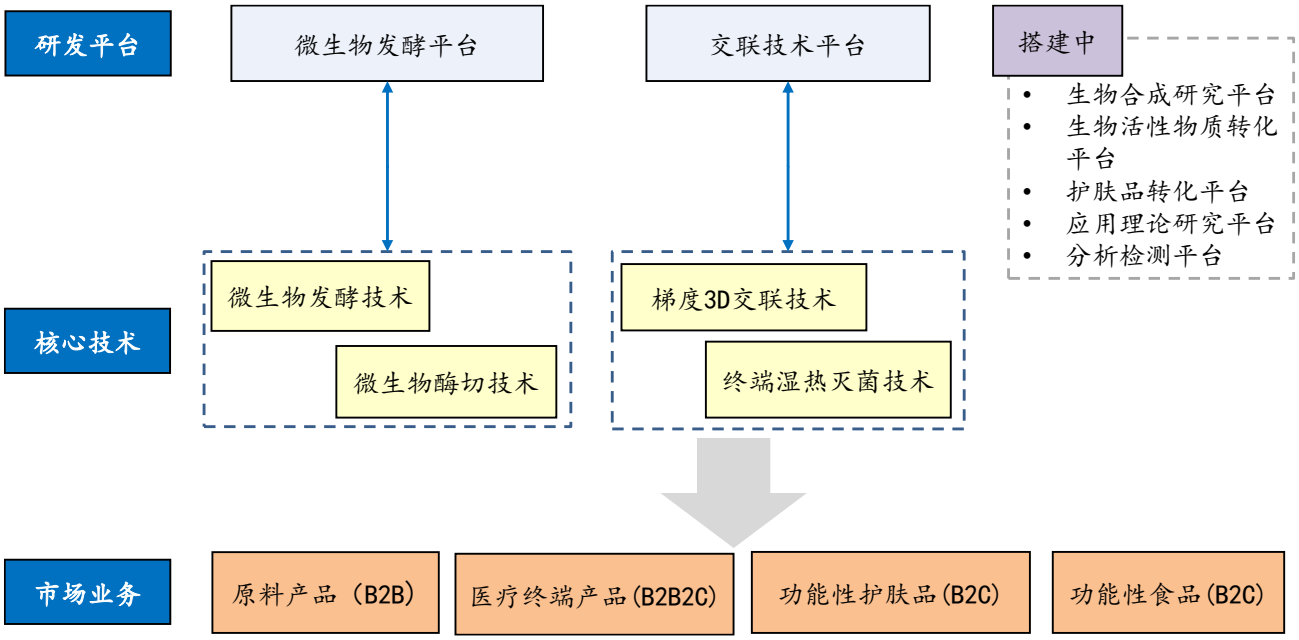
数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所（注：2019 年值结合年报产量和过往产能利用率推测，2020 年到 2023 年产能计划主要依据募投项目投产计划）

6.2. 研发：内外合作持续推新

内外部研发并重，打造国际领先的持续创新平台。

（1）内部研发：凭借微生物发酵和交联两大核心技术平台，以及相对应的微生物发酵技术、微生物酶切技术、梯度 3D 交联技术、终端湿热灭菌技术四大核心技术，公司建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系。另外，生物合成研究平台、生物活性物质转化平台、护肤品转化平台、应用理论研究平台、分析检测平台也在搭建中，以服务于各业务板块成果的转化。

图 73：公司内部研发体系



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 14：公司四大核心技术介绍

核心技术	具体内容	代表产品
微生物发酵技术	运用酶工程、微生物代谢工程和生化工程的原理和技术，定向生产目标活性物	HA、γ-氨基丁酸、依克多因、聚谷氨酸
微生物酶切技术	采用全球领先的透明质酸发酵、酶切及分离纯化技术，实现了 2kDa 到 4000kDa 分子量范围内不同分子量段 HA 的产业化技术突破	寡聚 HA（＜10kDa） 高分子量 HA（＞2000kDa）
梯度 3D 交联技术	解决了 HA 三大交联技术难题：定向交联问题、有效交联问题、交联度的精确控制问题	润百颜、润致
终端湿热灭菌技术	解决了玻璃酸钠注射液灭菌技术难题，提升了无菌保证水平，降低了内毒素含量	眼科黏弹剂 海力达-骨科注射液

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

（2）外部合作研发：公司加强与国内外高校合作，结合高校在研发上、企业在产业转化上的优势，进一步推动公司技术和产品创新。同时，通过企业投资收购，借力行业高端技术与品牌形象，丰富产品组合。2017 年，公司收购法国知名皮肤管理机构 Revitacare，2018 年底推出丝丽动能素 CYTOCARE 715（紧致肌肤，年轻化）以及 HAIRCARE（护发）。

表 15：公司与国内外高校合作情况

合作单位	主要合作内容	项目进展	成果权属
哈佛大学	口服透明质酸的作用机理研究	小试研究	共同享有
清华大学	发酵类生物活性物及应用方面进行合作研究	小试研究	共同享有
江南大学	针对功能多糖生物制造的关键技术，进行功能多糖的产品构建合成、发酵制备、成果转化	小试开发	共同享有
山东大学	利用水光谱组学进一步提升华熙生物的核心竞争力	—	共同享有
天津科技大学	发酵类生物活性物及应用方面进行合作研究	中试研究	共同享有

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

依托多元生物活性物质开发，加速终端新品推出。依托于微生物发酵技术平台的深厚积累，公司先后开发出透明质酸、γ-氨基丁酸、依克多因等种类丰富的生物活性物质，并不断拓展下游应用领域，开创性地将生物活性物应用在头皮护理、口腔牙膏、宠物护理、计生等领域。以γ-氨基丁酸为例，其在治疗抑郁症、抗老护肤等方面都有应用，与蒙牛（晚安牛奶）、六个核桃（健脑新品）也已有产品合作，后续还将推出更多改善睡眠、产后抑郁、更年期调理的产品。

表 16：对生物活性成分的研发直接贡献于新品推出

品牌	业务领域	生物活性物成分	产品定位	产品示例
润熙禾	功能性护肤品	复配玻尿酸、依克多因	针对母婴人群的个护品牌	
佰奥本集	功能性护肤品	cationHA	头皮护理，解决发际线后移问题	
雪沐年华	功能性护肤品	cationHA、依克多因	专注 50 + 的高端洗护	
仙黎奥芙	功能性食品	γ-氨基丁酸	缓解焦虑、安神助眠	
海宝诗	宠物领域	HYAPET 透明质酸钠	覆盖宠物全年龄段的食品、护理品	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

6.3. 营销：多维营销发力品牌

发力品牌建设，营销方式不断升级。2020 年是华熙生物的“品牌元年”，公司加大品牌投入和自主传播力度，全力打造“润百颜”透明质酸第一品牌形象。为此，公司不断升级营销方式，形成多维营销体系：**（1）IP 联名：**2018 年起和故宫联名发布口红、面膜化妆品；**（2）直播带货：**公司润百颜、夸迪等产品多次由李佳琦、薇娅等淘宝头部主播以及部分腰部主播带货；**（3）社媒达人种草：**在微博、微信、抖音、小红书等社媒平台上广泛传播种草，例如 2020 年上半年通过微博发起“百颜证言智慧玻尿酸”项目，由百位专业 KOL 亲测力证润百颜“智慧玻尿酸”产品，公司还在小红书上邀请乐乐团长、林果然等知名 KOL 为品牌种草；**（4）邀请代言人：**2020 年 4 月官宣李治廷为米蓓尔品牌代言人；**（5）电视广告：**在央视投放集团 TVC 广告，提升集团及品牌形象。除此之外，公司在 2020 年 6 月建成全球首座以“透明质酸”为主题的博物馆——**世界透明质酸博物馆**，博物馆采用全景化的展示方式，以科普视频、文献史料、仿真模拟等多种形式，展示透明质酸的发展历程，通过实地方式向参观者传播华熙生物作为全球玻尿酸产业龙头公司的实力。

图 74：华熙生物的多样化营销方式



数据来源：润百颜天猫旗舰店，米蓓尔微博，央视广告，小红书，东吴证券研究所

图 75：华熙生物世界透明质酸博物馆

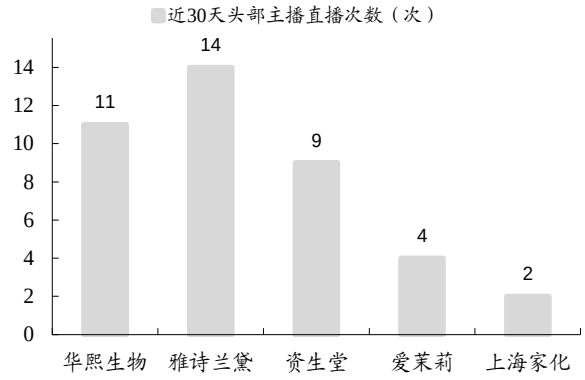





数据来源：润百颜微信公众号，东吴证券研究所

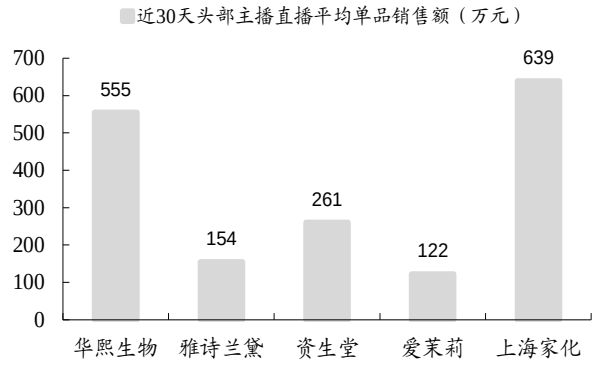
相较于其他化妆品集团，公司头部主播直播次数较多，且单品平均销售额较高。我们统计了截至 2020 年 10 月 12 日的近 30 日淘宝头部主播(薇娅和李佳琦)的直播数据，从直播次数上看，华熙生物旗下各品牌近 30 日共直播 11 次，覆盖夸迪、润百颜、米蓓尔和肌活品牌，直播次数仅少于雅诗兰黛集团（近 30 日共直播 14 次）。从平均单品直播销售额看，近 30 日华熙生物平均单品直播销售额为 555 万元，高于大部分集团平均销售额，仅低于上海家化（近 30 日平均单品直播销售额为 639 万元）。

图 76：近 30 天华熙生物、雅诗兰黛集团头部主播直播次数较多



数据来源：胖球数据，东吴证券研究所（注：统计时间截至 2020 年 10 月 12 日）

图 77：近 30 天华熙生物、上海家化头部主播直播平均单品销售额较高



数据来源：胖球数据，东吴证券研究所（注：统计时间截至 2020 年 10 月 12 日）

6.4. 组织：明星团队精准激励

配合全产业链业务布局，引进专业人才，打造一流团队。自 2017 年自香港联交所主板私有化以来，公司加速布局从原料、医疗终端到功能性护肤品的全产业链业务。为配合战略调整的实施，公司对组织框架进行了局部调整，并从外部引入核心人才，力图建设一流的研发及运营团队。

（1）核心研发团队：截至 2019 年底，公司研发人员共有 279 人，其中根据招股说明书共有核心研发技术人员 7 人，包括郭学平、刘爱华、栾贻宏、 李慧良、石艳丽、刘建建和黄思玲，其中郭学平、刘爱华、栾贻宏、李慧良均拥有超过 30 年的研究经验。

公司首席科学家郭学平 1990 年首先在国内开始透明质酸的发酵生产技术研究，带领团队在全球首次实现酶切法大规模生产寡聚透明质酸，被授予国家科技进步二等奖。2018 年底，为发展功能性化妆品业务板块，公司引入被成为“中国化妆品研发第一人”的李慧良，其曾任上海家化技术总监，成功研发六神花露水、佰草集和美加净等系列产品，有望引领公司开展在化妆品方面的前瞻性布局，不断实现产品和配方上的创新。

（2）核心运营管理团队：总经理赵燕、首席运营官郭珈均和销售总监徐桂欣均在公司工作 20 年以上，见证公司的发展历程，拥有丰富的管理运营经验。另外，2019 年以来公司从外部引入三名高级管理人员，包括首席战略官林伶俐、董秘蒋瑞和财务总监栾依峥。首席战略官林伶俐曾供职于联合利华、英美烟草集团、通用汽车、卡夫等多家国际知名企业，拥有丰富的全球化运营经验，另外还曾在知名医疗器械生产企业艾尔建担任中国区域经理，与公司业务方向高度重合。董秘蒋瑞曾供职于中信证券、苏宁金石头基金、天风证券多家金融企业，熟悉证监会政策及投资者关系维护。财务总监栾依峥曾供职于瑞银证券、弘毅投资、高瓴资本，熟悉国内外财会体系与政策。

表 17：公司核心研发及运营管理团队人员介绍

部门	姓名	职务	是否引入	简介
研发	**郭学平**	副总经理、首席科学家	否	1990 年首先在国内开始透明质酸的发酵生产技术研究，获得国务院特殊贡献专家，曾获国家科学技术进步二等奖，国家科学技术进步三等奖
	刘爱华	副总经理	否	拥有 30 余年医药行业技术及管理经验，获得国务院特殊贡献专家，曾获国家科学技术进步二等奖
	栾贻宏	华熙生物副总经理	否	2000-2004 年，任济南维尔康生化制药有限公司技术质量副总经理；2004 年 9 月至今，历任华熙生物科技股份有限公司研发部长、质量部长、生产部长、副总经理
	李慧良	副总经理、首席技术官	**是**	是我国化妆品著名品牌六神、佰草集主创者，是中国化妆品研发领域中最有影响力的专家之一， 2018 年 12 月进入公司
	石艳丽	原料研发总监	否	1995-2003 年，任山东金泰生物工程有限公司发酵室主管；2003 年至今，历任华熙生物科技股份有限公司技术部主管、原料研发部部长、原料研发总监
	刘建建	药械研发总监	否	2006 年至今，历任华熙生物科技股份有限公司研发主管、副部长、药械研 发总监
	黄思玲	研发中心总监	否	2006 年至今，历任华熙生物科技股份有限公司研发中心主管、部长、研发管理和平台管理总监
运营	**赵燕**	董事长，总经理	否	2000-2002 年，任华熙昕宇投资有限公司的总经理；2003 年至 2019 年 3 月任华熙福瑞达董事长

郭珈均	董事、副总经理、首席运营官	否	2002-2008 年，任华熙国际投资集团有限公司行政部经理；2008-2012 年，任华熙生物科技有限公司执行董事；2018-2019 年，任华熙福瑞达首席运营官
林伶俐	董事、副总经理、首席战略官	**是**	曾就职于联合利华公司、英美烟草集团、美国通用汽车、卡夫食品、百事国际、诺基亚、K2W 集团任高管职位；2009-2014 年，任艾尔建公司亚太区资深总监兼中国区域总经理；2019.1-2019.3，任华熙福瑞达首席战略官、副总裁
蒋瑞	董事、副总经理、董秘	**是**	2011-2015 年，任中信证券董事会办公室高级经理；2015-2016 年,任苏宁金石基金运营总监；2016-2018 年,任天风证券战略客户总部总经理；2019 年 1 月至 2019 年 3 月,任华熙福瑞达董事会秘书
栾依峥	副总经理、财务总监	**是**	2009-2013 年，历任瑞银证券有限责任公司分析员、经理、副董事；2015-2017 年，任弘毅投资健康产业部投资经理；2017-2018 年，任高瓴资本医疗组高级投资经理、副总裁；2019 年至今，历任公司财务中心总经理、公司副总经理、财务总监
徐桂欣	副总经理、销售总监	否	1997 年 4 月至 2000 年 1 月，任山东博士伦福瑞达制药有限公司沈阳办省区经理；2000 年 1 月至 2019 年 3 月，任华熙福瑞达物料部经理、销售部经理、销售总监、销售副总经理、常务副总经理

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

员工持股计划绑定中高层骨干员工。2018 年 12 月，公司员工持股平台天津文徽以 2400 万元受让香港勤信持有的 132.36 万元出资额，占注册资本的 0.3075%。员工持股平台的持股人均为公司的中高层骨干员工，包括生产、销售、行政等多个部门，有利于深层绑定核心员工，促进公司持续较快发展。

表 18：28 名公司核心中高层骨干参与员工持股计划

合伙人	出资额（万元）	出资占比	任职情况
杨君	150	6.24%	事业部总经理
李程	140	5.83%	总经理助理，审计部高级经理
宋寒冰	140	5.83%	行政办总监
吕莉	125	5.20%	原料事业部副总
刘伟	125	5.20%	销售总监
何永江	120	4.99%	北中国区总经理
韩晨	120	4.99%	南中国区总经理
李超	120	4.99%	药械研发二组组长
刘建建	120	4.99%	药械研发总监

任福群	115	4.79%	原料及 GMP 生产中心总监
王岩	115	4.79%	原料生产副部长
孙京军	110	4.58%	行政部部门经理
宋吉磊	110	4.58%	化妆品生产中心总监
舒心怡	100	4.16%	品牌中心平面设计总监
其他 14 人	693	28.84%	
合计	2403	100.00%	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

7. 盈利预测与估值水平

7.1. 盈利预测

盈利预测重要假设：

- **毛利率假设：**公司原料业务市场占有率较高，医疗终端及功能性护肤品市场认可度较高，预计毛利率基本维持稳定。
- **费用率假设：**随着公司发力品牌建设，预计销售费用率将有所提升；研发费用率预计维持较高水平；管理费用率财务费用率预计基本维持稳定。
- **收入结构假设：**

（1）原料产品方面，受新冠疫情影响预计 2020 年增速有所放缓，但预计随着产能瓶颈的缓解以及疫情的逐步好转，增速将逐步回归到 15%-20%的水平；

（2）医疗终端产品方面，随着单双相新品以及水光针新品的推出，产品线不断得到丰富，预计增速与医美行业整体增速接近或略高于整体增速；

（3）功能性护肤品方面，公司处于品牌化建设阶段，预计在润百颜带动下，其他品牌也会相继放量，预计增速仍将保持各板块之首。

表 19：核心品类营收及毛利率预测（万元）

项目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
原料产品	45751.3	50791.2	65137.8	76084.6	85794.9	102723.3	121845.4
YOY		11.0%	28.2%	16.8%	12.8%	19.7%	18.6%
毛利率	78.7%	73.6%	76.2%	76.1%	76.2%	75.9%	75.4%
营收占比	62.4%	62.1%	51.6%	40.4%	35.8%	31.3%	27.8%
医疗终端产品	19147.3	19684.0	31270.3	48888.2	61616.3	84966.2	116131.8
YOY		2.8%	58.9%	56.3%	26.0%	37.9%	36.7%
毛利率	82.8%	84.1%	85.5%	86.7%	85.6%	85.4%	85.4%
营收占比	26.1%	24.1%	24.8%	25.9%	25.8%	25.9%	26.5%
功能性护肤品	6385.8	9516.5	29029.4	63439.0	91692.0	140879.6	200009.4
YOY		49.0%	205.0%	118.5%	44.5%	53.6%	42.0%
毛利率	61.4%	72.5%	83.7%	78.5%	78.5%	78.7%	78.5%
营收占比	8.7%	11.6%	23.0%	33.6%	38.3%	42.9%	45.7%
其他主营业务	1,335.0	1,351.1	559.5	45.0	4.5	0.4	0.0
YOY		1.2%	-58.6%	-92.0%	-90.0%	-90.0%	-90.0%
毛利率	23.0%	37.8%	16.1%	36.2%	36.0%	36.0%	36.0%
营收占比	0.5%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他收入	692.8	462.2	317.6	100.3	40.1	28.1	19.7
YOY		-33.3%	-31.3%	-68.4%	-60.0%	-30.0%	-30.0%
毛利率	92.4%	90.0%	72.5%	67.1%	67.0%	67.0%	67.0%
其他业务毛利占比	1.1%	0.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总收入	73,312.3	81,804.9	126,314.6	188,557.1	239,147.9	328,597.7	438,006.3
YOY		11.6%	54.4%	49.3%	26.8%	37.4%	33.3%
综合毛利率	77.4%	75.5%	79.9%	79.7%	79.5%	79.5%	79.5%

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所预测

7.2. 估值比较

我们选取在透明质酸原料和终端生产上有业务重合的爱美客、昊海生科，以及在化妆品生产上有业务重合的珀莱雅、丸美股份作为可比公司。对比可比公司，公司未来三年 EPS 增速处于较高水平，且具有独特的原料-终端产业链一体化优势。具体来看，原料端处于绝对的龙头地位，且拥有技术领先优势；医疗终端受益于医美渗透率提升的趋势及自身产品线的不断丰富，增速持续较快；功能性护肤品处于放量阶段，多品类、多渠道、多品牌增长空间广阔。作为产业链一体化发展的公司，其原料业务的深耕为终端产品提供源源不断的发展动能，终端需求的扩大也能够反过来刺激部分原料业务的发展，相较于单一环节的公司优势更加稳固，理应享受一定的估值溢价。

分板块看，①原料和医疗终端可比公司爱美客、昊海生科 2019-22 年 EPS CAGR 分

别为 42.4%/14.7%，按 2020 年 PE 算得平均 PEG 为 4.26x；②化妆品可比公司珀莱雅、丸美股份的 2020 年 PE 对应的 PEG 均值为 2.63x。我们预测公司 2020 年原料及医疗终端收入/化妆品收入占比分别为 61.7%/38.3%，将此占比作为权重计算，上述可比公司的加权平均 PEG 为 3.64x。考虑到华熙生物作为产业链一体化发展的公司，相较于单一环节的公司优势更加稳固，给予 20%估值溢价，按 4.36x PEG 给予目标价 166.2 元。

表 20：华熙生物与可比公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价（元/股）	EPS			PE			2019-22 CAGR	PEG	投资评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E			
688363.SH	华熙生物	129.24	1.22	1.41	1.91	105.93	91.53	67.77	26.97	3.39	买入
300896.SZ	爱美客	415.00	2.54	3.28	5.00	163.27	126.68	83.05	42.40	2.99	买入
688366.SH	昊海生科	105.53	2.09	1.30	2.40	50.49	81.18	43.97	14.65	5.54	买入
603605.SH	珀莱雅	152.88	1.95	2.32	3.00	78.36	65.95	51.02	24.15	2.73	增持
603983.SH	丸美股份	67.10	1.28	1.49	1.77	52.26	45.12	37.85	17.90	2.52	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测（注：股价与市值基于 2020/10/23 收盘价）

7.3. 投资建议

公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械及终端化妆品等领域延伸，一体化优势稳固，看好长期发展前景。我们预测公司 2020-22 年 EPS 分别为 1.41/1.91/2.50 元，对应 92/68/52 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级，对应目标价 166.2 元。

8. 风险提示

市场竞争加剧：若行业新进入者过多，则会造成竞争加剧的风险，影响公司的营收增速和利润水平。

产品研发进度不及预期：医疗器械及生物药品研发流程长达数年，若其中某个流程遇到瓶颈，则可能影响整体研发进度和新品推出计划。

募投项目落地不及预期：目前公司产能利用率较高，若募投项目落地及投产不及预期，可能影响公司产品供应，从而阻碍业绩增长。

疫情反复：医疗终端产品需销往线下医疗美容机构，小部分功能性化妆品也通过线下渠道销售。若疫情反复，再次造成线下门店停业，公司业绩将受到严重影响。

新产品替代风险：若公司没有及时跟进新产品的研发，或对旧品没有及时迭代，则可能面临被新产品逐步替代的风险。

产品安全风险：医美对产品及操作安全性都有极高的要求，若产品上市后出现多起安全事件，则可能对品牌的声誉造成极大影响。

华熙生物三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3,771**	**4,256**	**4,935**	**5,796**
现金	2,201	2,678	2,859	3,530
应收账款	373	356	644	689
存货	315	334	529	635
其他流动资产	882	888	904	942
非流动资产	**1,201**	**1,219**	**1,535**	**1,851**
长期股权投资	15	15	15	14
固定资产	460	452	697	933
在建工程	172	137	137	145
无形资产	385	445	517	590
其他非流动资产	169	170	170	169
资产总计	**4,972**	**5,475**	**6,470**	**7,647**
流动负债	**366**	**369**	**494**	**528**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	95	105	169	197
其他流动负债	271	264	325	331
非流动负债	**56**	**56**	**56**	**56**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	56	56	56	56
负债合计	**422**	**425**	**550**	**584**
少数股东权益	-1	-1	-2	-2
归属母公司股东权益	4,550	5,051	5,921	7,065
负债和股东权益	**4,972**	**5,475**	**6,470**	**7,647**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	365	692	577	1,115
投资活动现金流	-1,247	-64	-382	-413
筹资活动现金流	2,224	-152	-14	-30
现金净增加额	1,348	476	181	672
折旧和摊销	63	64	83	115
资本开支	450	18	316	316
营运资本变动	-270	-6	-373	-155

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,886**	**2,391**	**3,286**	**4,380**
减:营业成本	384	490	672	898
营业税金及附加	26	46	60	75
营业费用	521	837	1,157	1,546
管理费用	276	269	368	489
财务费用	-12	-26	-30	-25
资产减值损失	-4	0	0	0
加:投资净收益	0	17	17	17
其他收益	23	24	24	24
营业利润	**700**	**815**	**1,101**	**1,438**
加:营业外净收支	2	-3	-4	-2
利润总额	**701**	**812**	**1,097**	**1,437**
减:所得税费用	116	135	182	239
少数股东损益	-1	-0	-0	-1
归属母公司净利润	**586**	**678**	**915**	**1,199**
EBIT	635	739	1,014	1,341
EBITDA	698	803	1,097	1,456

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.22	1.41	1.91	2.50
每股净资产(元)	9.48	10.52	12.34	14.72
发行在外股份(百万股)	480	480	480	480
ROIC(%)	22.5%	26.0%	27.6%	31.6%
ROE(%)	12.8%	13.4%	15.5%	17.0%
毛利率(%)	79.7%	79.5%	79.5%	79.5%
销售净利率(%)	31.1%	28.3%	27.9%	27.4%
资产负债率(%)	8.5%	7.8%	8.5%	7.6%
收入增长率(%)	49.3%	26.8%	37.4%	33.3%
净利润增长率(%)	37.9%	15.9%	35.0%	30.9%
P/E	105.93	91.53	67.77	51.75
P/B	13.63	12.28	10.48	8.78
EV/EBITDA	85.80	73.97	53.98	40.21

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn