

# 华熙生物 (688363.SH)

## 硬核玻尿酸龙头打开广阔下游空间

**快速成长的透明质酸全产业链龙头。**华熙生物依托于始终领先于市场的透明质酸 (HA) 制备技术, 实现全球市场原料最齐全认证资质储备, 从而建立了较强的市场份额先发优势, 稳坐全球 HA 龙头地位, 并以此未背书快速拓展下游医疗终端和化妆品等朝阳产业。公司 2018 年/2019 年 1-9 月分别实现营业收入 12.63 亿元/12.88 亿元, 同比增长 54.41%/48.97%; 净利润 4.24 亿元/4.16 亿元, 同比增长 90.70%/30.57%。

**景气度高涨的核心透明质酸应用市场。**透明质酸主要下游应用产业 (尤其中国市场) 处于快速渗透期, 主要体现在: 1、玻尿酸注射/肉毒素注射领域: 根据主流医美 APP 数据显示, 中国通过正规医美渠道消费的群体在 2000 万人左右, 一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市医美消费在适龄人口中的渗透率分别为约为 20%+/10%-/5%-/2%-/1%。2、骨科注射领域: 中国关节炎患者超过 1.2 亿人, 减缓痛苦的辅助药玻璃酸钠注射液使用渗透率推算不足 3%。3、化妆品行业增长靓丽, 2019 年前三季度限额以上零售额增长 12.8%, “成分党”为代表的功能性护肤更是大行其道。4、食品领域 HA 仍局限用作保健食品添加剂, 若政策放开将开启巨大市场。

**硬核技术构建底层根基, 积极策略分享产业红利。**公司依托经验丰富的 HA 原料研发团队 (深耕 HA 原料研究超过 30 年), 在 HA 原料制备及应用技术上始终处于全球领先。硬核技术是公司牌照获取 (原料药 7 项国内资质/21 项国际资质, 医美 4 个 CFDA 认证品牌)、规模量产、渠道构建、业务延伸的底层根基。技术领先、资质齐全, 帮助公司奠定了 HA 原料龙头地位与较强的先发优势壁垒。此基础上公司各业务线采取积极策略: 原料药市场此次融资后再新增 300 吨产能, 夯实龙头地位; 医疗制剂业务发挥全产业链成本优势抢夺市场份额, 同时与韩国 Medytox 合作研制的肉毒素产品 (瘦脸针) 正在申报 CFDA 认证; 化妆品业务强化正处于风口的“功能性护肤品”产品特色, 紧抓电商风口等方式实现爆发增长, 同时不断丰富扩充品牌矩阵, 卡位敏感肌、抗衰、婴童等消费者需求定位。

**投资建议:** 预计公司 2019-2021 年的销售收入为 19.01/27.34/36.63 亿元, 同增 50.53%/43.81%/33.97%; 归母净利润 6.02/7.93/9.96 亿元, 同增 42.02%/31.79%/25.57%, 现价 91.50 元, 对应 2019/2020/2021 年 PE73/55/44 倍, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 行业竞争加剧; 产品批次致敏率高; 营销效果不显等。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	818	1,263	1,901	2,734	3,663
增长率 yoy (%)	11.6	54.4	50.53	43.81	33.97
归母净利润 (百万元)	222	424	602	793	996
增长率 yoy (%)	-17.5	90.7	42.02	31.79	25.57
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.46	0.88	1.25	1.65	2.08
净资产收益率 (%)	13.6	24.7	25.9	26.5	26.0
P/E (倍)	197.6	103.6	73.0	55.4	44.1
P/B (倍)	26.8	25.6	18.9	14.7	11.5

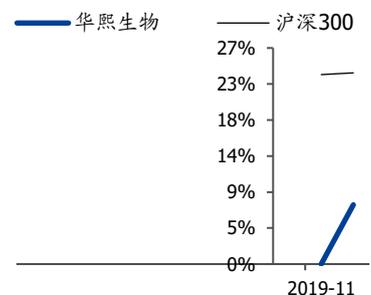
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	纺织服装
最新收盘价	91.50
总市值(百万元)	43,920.00
总股本(百万股)	480.00
其中自由流通股(%)	9.51
30 日日均成交量(百万股)	1.57

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

##### 分析师 刘畅

执业证书编号: S0680519070002

邮箱: liuchang@gszq.com

#### 相关研究

- 《华熙生物 (688363.SH): 透明质酸全产业链龙头, 硬核技术叠加景气市场》2019-10-20
- 《华熙生物 (K19058.SH): 一文拆解华熙生物》2019-08-27



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,170	1,297	1,919	2,554	3,125
现金	332	854	1,192	1,686	1,935
应收账款	153	202	305	379	483
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	7	17	19	32	37
存货	140	177	262	350	463
其他流动资产	538	48	140	107	207
<b>非流动资产</b>	713	774	778	816	1,115
长期投资	0	15	29	74	133
固定投资	374	376	359	337	538
无形资产	90	163	187	216	251
其他非流动资产	249	220	203	190	193
<b>资产总计</b>	1,883	2,071	2,697	3,371	4,240
<b>流动负债</b>	182	291	316	317	349
短期借款	0	40	40	40	40
应付账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	182	251	276	277	309
<b>非流动负债</b>	64	62	62	62	62
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	64	62	62	62	62
<b>负债合计</b>	245	354	378	379	411
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0
股本	89	430	480	480	480
资本公积	487	807	758	758	758
留存收益	1,063	479	960	1,595	2,392
归属母公司股东收益	1,638	1,717	2,319	2,992	3,830
<b>负债和股东权益</b>	1,883	2,071	2,697	3,371	4,240

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	343	442	349	605	643
净利润	222	424	602	793	996
折旧摊销	44	48	44	47	61
财务费用	16	-23	-28	-54	-70
投资损失	-15	-10	-10	-40	-55
营运资金变动	25	-20	-259	-141	-289
其他经营现金流	52	24	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-329	-35	-38	-45	-305
资本支出	46	168	-10	-7	239
长期投资	0	0	-15	-80	-60
其他投资现金流	-283	134	-63	-131	-125
<b>筹资活动净现金流</b>	-231	85	28	-66	-88
短期借款	-220	40	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	342	50	0	0
资本公积增加	167	320	-50	0	0
其他筹资现金流	-178	-616	28	-66	-88
<b>现金净增加额</b>	-226	509	339	494	249

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	818	1,263	1,901	2,734	3,663
营业成本	201	254	384	582	834
营业税金及附加	19	27	41	60	80
营业费用	125	284	498	771	1,053
管理费用	175	170	228	355	476
财务费用	16	-23	-28	-54	-70
资产减值损失	-0	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	10	10	40	55
<b>营业利润</b>	284	524	726	957	1,201
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	11	1	1	1
<b>利润总额</b>	284	515	725	956	1,200
所得税	62	91	123	162	204
<b>净利润</b>	222	424	602	793	996
少数股东收益	0	0	-0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	222	424	602	793	996
EBITDA	318	540	740	962	1,209
EPS (元/股)	0.46	0.88	1.25	1.65	2.08

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	11.6	54.4	50.5	43.8	34.0
营业利润 (%)	-11.3	84.5	38.4	31.8	25.5
归属母公司净利润 (%)	-17.5	90.7	42.0	31.8	25.6
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	75.5	79.9	79.8	78.7	77.2
净利率 (%)	27.2	33.6	31.7	29.0	27.2
ROE (%)	13.6	24.7	25.9	26.5	26.0
ROIC (%)	12.7	22.3	23.9	24.6	24.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	13.0	17.1	14.0	11.2	9.7
净负债比率 (%)	-20.3	-47.4	-49.7	-55.0	-49.5
流动比率	6.4	4.5	6.1	8.1	9.0
速动比率	5.7	3.8	5.2	7.0	7.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.64	0.80	0.90	0.96
应收账款周转率	4.9	7.1	7.5	8.0	8.5
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	0.88	1.25	1.65	2.08
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.26	1.87	0.73	1.26	1.34
每股净资产 (最新摊薄)	3.41	3.58	4.83	6.23	7.98
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	197.6	103.6	73.0	55.4	44.1
P/B	26.8	25.6	18.9	14.7	11.5
EV/EBITDA	137.4	79.9	57.8	44.0	34.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

公司概况.....	5
业务简介：透明质酸全产业链经营.....	5
股权结构与重点外延控股子公司.....	5
业务分析.....	5
原料业务.....	5
原料业务发展现状.....	5
原料业务未来成长背书.....	7
医疗终端产品.....	9
轻医美产品：技术支持坚实、知名度较高的入门级玻尿酸填充品牌.....	9
骨科注射产品：开拓新市场.....	10
功能性护肤品：卖点鲜明的新业务.....	11
充分利用并放大透明质酸原料龙头背书.....	11
医药背景的化妆品生产线.....	12
产品特点鲜明，新业务蒸蒸日上.....	13
财务分析.....	16
盈利能力：高毛利&高净利.....	16
上游龙头地位支持较高毛利率.....	16
终端产品业务的发展及中美贸易战将抬升销售费用率.....	19
管理费用率&研发费用率稳定管理策略.....	20
营运能力.....	21
存货周转向终端产品行业的平均水平靠拢.....	21
应收账款周转加速，向化妆品行业靠拢.....	21
高净利率驱动的高 ROE.....	22
盈利预测&估值分析.....	22
盈利预测.....	23
风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1: 华熙生物核心技术&主营业务结构.....	5
图表 2: 原料业务收入情况（万元，%）.....	6
图表 3: 原料业务量价拆分.....	7
图表 4: 获得医药级玻璃酸钠原料药境内批准情况.....	8
图表 5: 募投项目计划新增原料产能.....	9
图表 6: 医疗终端产品收入情况（万元，%）.....	9
图表 7: 境内同属中分子量双相交联的玻尿酸产品价格对比.....	10
图表 8: 华熙生物用于功能性护肤品的重点核心成分一览表.....	11
图表 9: 表皮层结构+润百颜 3D 玻尿酸示意+米蓓尔 4D 玻尿酸示意+夸迪 5D 玻尿酸示意.....	12
图表 10: 公司化妆品现有产能和募投扩充产能.....	12
图表 11: 次抛原液产销情况.....	13
图表 12: 普通 30ml 原液产品（左），易携带无菌次抛原液产品 1ml*30 支（右）.....	13
图表 13: 新产品助推华熙生物的护肤品业务高速增长（万元，%）.....	14
图表 14: 华熙生物旗下重点功能性护肤品品牌概览.....	14

图表 15: 各品类功能性护肤品占比 .....	15
图表 16: 功能性护肤品线上销售占比过半 .....	15
图表 17: 功能性护肤品线上销售渠道结构 .....	15
图表 18: 重点润百颜的天猫旗舰店运营情况 .....	16
图表 19: 原料业务毛利率对比 (华熙生物 VS 安华生物) .....	17
图表 20: 医美产品业务毛利率对比 (华熙生物 VS 爱美客 VS 昊海生科 VS 艾尔建) .....	18
图表 21: 骨科产品毛利率对比 (华熙生物 VS 昊海生科 VS 景峰制药) .....	18
图表 22: 护肤品业务毛利率对比 (华熙生物 VS 欧舒丹) .....	19
图表 23: 医疗终端产品业务销售费用率对比 (华熙生物 VS 昊海生科 VS 爱美客 VS 艾尔建) .....	20
图表 24: 化妆品业务销售费用率对比 (华熙生物 VS 上海家化 VS 丸美股份 VS 珀莱雅 VS 御家汇) .....	20
图表 25: 管理费用率+研发费用率对比 .....	21
图表 26: 存货周转率对比 .....	21
图表 27: 应收账款周转率对比 .....	22
图表 28: ROE 解析 .....	22
图表 29: 盈利预测 .....	23

## 公司概况

### 业务简介：透明质酸全产业链经营

华熙生物依托于始终领先于市场的透明质酸（HA）制备技术，实现全球市场原料最齐全认证资质储备，从而建立了较强的市场份额先发优势，稳坐全球 HA 龙头地位，并以此为背书快速拓展下游医疗终端和化妆品等朝阳产业。公司 2018 年/2019 年 1-9 月分别实现营业收入 12.63 亿元/12.88 亿元，同比增长 54.41%/48.97%；净利润 4.24 亿元/4.16 亿元，同比增长 90.70%/30.57%。

图表 1：华熙生物核心技术&主营业务结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 股权结构与重点外延控股子公司

发行人董事长赵燕女士间接持有公司总股本的 59.06%，为公司实际控制人。在华熙下控股子公司中：Medybloom 为公司于 2015 年与韩国 Medytox 成立的合资公司，该合资公司拥有 Medytox 在中国大陆地区相关产品（肉毒素，暨瘦脸针）的独家代理权；Revitacre 为公司于 2017 年全资收购的法国公司，该公司在法国拥有皮肤管理和生发护发研究团队，旗下拥有顶级抗衰老品牌 CYTOCARE（丝丽）。

## 业务分析

### 原料业务

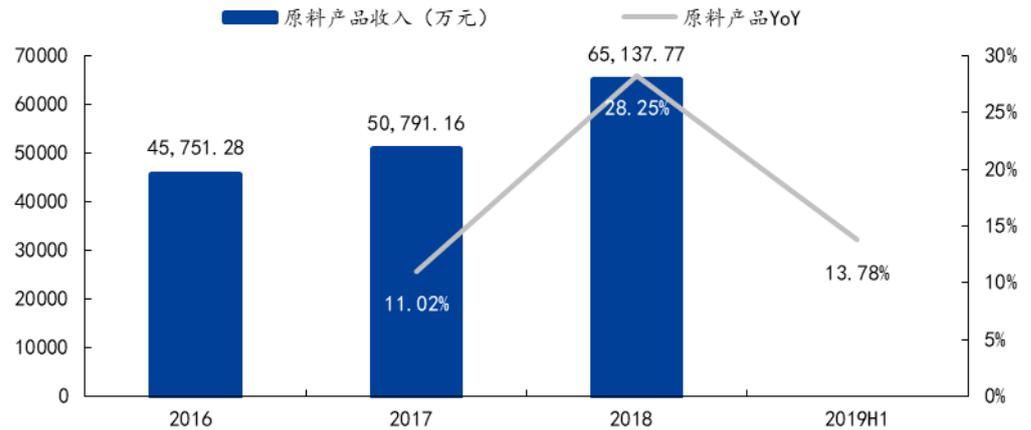
#### 原料业务发展现状

市场研究机构 Frost & Sullivan 所披露行业数据：2018 年，全球透明质酸原料按销量计 500 吨，2014-2018 年复合增长率为 22.8%。其中，化妆品级/食品级/医药级透明质酸原料的销量分别达到 250 吨/230 吨/20 吨，2014-2018 年复合增长率分别为 18.0%/29.4%/22.1%。估算 2018 年全球透明质酸原料市场规模按销售额在 20 亿元左

右。预期未来3-5年，受益于各下游市场的增长以及应用拓展，HA原料市场将继续保持高速增长。市场调研机构沙利文预测未来5年HA原料市场销量将保持18.1%的高复合增长率，其中化妆品级/食品级/医药级原料将分别保持12.70%/23.26%/15.55%的复合增长率。

华熙生物是全球最大的透明质酸（HA）生产及销售企业。2018年，公司原料产品销售收入6.51亿元（2016-2018年CAGR为19.22%），总销量175吨，在全球透明质酸原料市场的销量份额接近36%，其中在化妆品级/食品级/医药级原料各细分市场的销量份额分别为43.49%/25.51%/38.59%。

图表2: 原料业务收入情况 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

随着销量增长，公司各级HA原料的成本价持平或下降，获得更大的规模生产优势；为维护与原有大客户之间友好合作，公司会参考市场在原料价格方面持平或小幅让利。综合作用下，公司原料业务的毛利率水平在高位随当年实际产销情况略有波动，2016-2019年Q1的原料业务综合毛利率分别为78.68%/73.56%/76.16%/75.18%。

图表3：原料业务量价拆分

原料类别	项目	2016	2017	2018
化妆品级 HA 原料	收入 (万元)	24,392.42	28,002.06	34,282.05
	毛利率 (%)	76.05%	72.84%	74.63%
	销量 (吨)	95.98	107.78	140.45
			<u>12.29%</u>	<u>30.32%</u>
	单价 (万元/吨)	254.13	259.81	244.08
		<u>2.23%</u>	<u>-6.05%</u>	
	单位成本 (万元/吨)	60.87	70.56	61.93
			<u>15.93%</u>	<u>-12.24%</u>
食品级 HA 原料	收入 (万元)	3,339.33	5,136.53	7,383.77
	毛利率 (%)	30.68%	30.92%	53.44%
	销量 (吨)	32.62	47.34	58.68
			<u>45.15%</u>	<u>23.95%</u>
	单价 (万元/吨)	102.39	108.50	125.84
		<u>5.97%</u>	<u>15.98%</u>	
	单位成本 (万元/吨)	70.98	74.95	58.58
			<u>5.59%</u>	<u>-21.83%</u>
滴眼液级 HA 原料	收入 (万元)	11,841.94	10,580.99	13,065.35
	毛利率 (%)	90.94%	88.37%	87.28%
	销量 (吨)	5.91	5.17	6.95
			<u>-12.39%</u>	<u>34.32%</u>
	单价 (万元/吨)	2,005.16	2,044.92	1,879.90
		<u>1.98%</u>	<u>-8.07%</u>	
	单位成本 (万元/吨)	181.65	237.85	239.16
			<u>30.94%</u>	<u>0.55%</u>
注射级 HA 原料	收入 (万元)	5,749.38	6,096.43	8,739.98
	毛利率 (%)	93.82%	92.06%	91.03%
	销量 (吨)	0.43	0.50	0.77
			<u>15.26%</u>	<u>54.43%</u>
	单价 (万元/吨)	13,329.56	12,262.28	11,383.12
		<u>-8.01%</u>	<u>-7.17%</u>	
	单位成本 (万元/吨)	824.05	973.36	1,020.62
			<u>18.12%</u>	<u>4.86%</u>

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 原料业务未来成长背书

透明质酸主要下游应用产业（尤其中国市场）处于快速上升期。近年来，HA 在骨科、眼科、医美、化妆品、食品等领域的应用得到极大普及和推广，并逐渐扩展至新的应用领域，如肿瘤治疗、组织工程、药物载体、口腔、胃肠、耳鼻喉等。华熙生物作为一家中国公司，其全球性的原料业务超过 60% 面向国内市场，从而国内相关下游市场的增长情况将对公司原料业务产生较大推动作用。根据 Frost & Sullivan 发布的市场调研数据，2018 年，中国医药级 HA 的骨科/眼科终端产品市场分别同比增长约 8%/15%。中国限额以上化妆品零售额 2019 年前三季度同比增长 12.8%。根据《中国卫生统计年鉴》的数据，中国整形外科医院、美容医院的就诊人次 2011-2017 年 CAGR 高达 29.54%。食品应用领域，中国目前仅批准 HA 作为新资源食品用作保健食品原料，参考当前日本等国家的发展阶段，HA 在食品领域的应用有较大市场潜力。

**技术领先、资质全面带来的先发优势撑起原料业务利润空间。**公司拥有由“国内玻尿酸之父”郭学平教授领头、国内最早从事透明质酸研究工作的原料研发团队，在过去的二十年中，透明质酸提取加工技术始终走在世界最前沿。主要体现在：**①源头选种优势：**从自然界筛选高产透明质酸的优质菌株和高活性透明质酸酶生产菌株的方法，始终掌握在公司为数不多的几位核心技术人员手中（无离职经历），保证了华熙生物从透明质酸生产源头即高于同业水平，目前公司透明质酸发酵产率和透明质酸酶比活分别可稳定达到行业最优水平 10-13g/L、1.5×10IU/mg。**②酶切降解技术纯熟：**公司 2011 年即首创酶切法制备低分子至纳米分子级透明质酸，目前公司酶切寡聚透明质酸的纯度可达 97%以上，降解时间缩短至 5-6 小时，产品的 24 小时透皮吸收率可达 69.5%。**③全球注册资质全面的医药级原料：**华熙是为数不多可生产医药级透明质酸原料的企业，并取得了 7 项国内资质和 21 项国际资质，基本占据国内医药级透明质酸原料供应全部份额。

图表 4: 获得医药级玻璃酸钠原料药境内批准情况

生产单位	类别	批准文号
华熙福瑞达生物医药有限公司	原料药	国药准字 H20133147
华熙福瑞达生物医药有限公司	原料药	国药准字 H20113379
华熙福瑞达生物医药有限公司	药用辅料	国药准字 F20040001
上海景峰制药股份有限公司	原料药	国药准字 H20000159
上海昊海生物科技股份有限公司	原料药	国药准字 H20000326
西安力邦制药有限公司	原料药	国药准字 H20054738
山东博士伦福瑞达制药有限公司	药用辅料	国药准字 F20020001
日本 Kewpie	原料药	进口药品 H20160622

资料来源：国家药监局，国盛证券研究所

华熙生物是国内最早实现透明质酸量产的企业，全球客户 1000 多家（相较 2007 年底增加了约 400 家），与部分客户合作时间超过 15 年。公司的原料客户稳定性具有较强的**先发优势壁垒**，以目前用量最大的化妆品为例，化妆品终端膏霜类产品透明质酸添加范围为 1‰-5‰，一瓶 50g 面霜中透明质酸用量约为 0.05g，按华熙生物化妆品级原料价格约为 0.12 元，华熙的原料价格比竞争对手高 10%-20%，即竞争对手分摊至每瓶产品比华熙生物便宜 1-2 分钱，对于加价倍率 10-30 倍的终端品牌公司而言，出于成本压力更换重要成分供应商的动力较小，华熙生物积累多年的先发优势较强。龙头地位使华熙生物拥有较高毛利率，2018 年，其滴眼液级/注射级/化妆品&食品级 HA 原料境内销售毛利率分别为 93.05%/95.16%/70.87%。

**上市募投项目含产能扩张支持。**华熙生物成立以来，透明质酸产量从 2000 年的 0.8 吨扩张至 2018 年的 175.5 吨（销量 175.12 吨），截至 2018 年，公司一厂与山东海御两条原料生产线的合计产能为 200 吨。**2019 年**，公司已开启二厂生产线支持产能，且在公司上市募投项目中，“华熙天津透明质酸钠及相关项目”预计 2020 年转入生产，当年计划达产率 30%，2023 年全部达产。该募投项目将新增公司透明质酸产能 **300 吨/年**（预计 **2020 年新增 100 吨**），其中 **122 吨**用于内部继续生产透明质酸衍生物和透明质酸溶液，剩余 **178 吨**产能支持纯外售。

图表 5: 募投项目计划新增原料产能

产品名称	设计产能
透明质酸原料（化妆品级&食品级）	300 吨
透明质酸衍生物	152 吨
透明质酸溶液类	500 吨

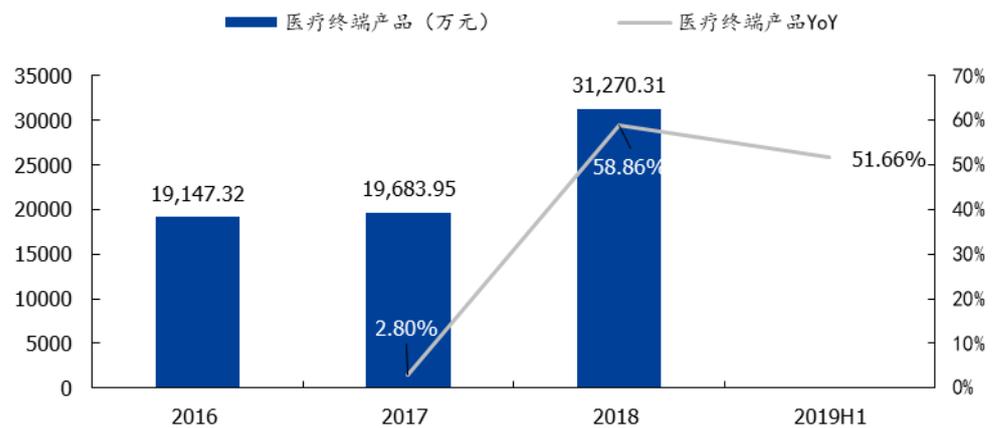
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

受益于 2019 年资生堂宣布将逐渐退出 HA 原料市场，释放出 3-4 吨（约合人民币 3-4 亿元）的注射级 HA 原料市场空间，预期华熙生物在随后几年中获得新的市场占领机会。

### 医疗终端产品

医疗终端产品市场份额 2018-2019 年恢复性增长。2018 年，公司医疗终端产品业务收入 3.13 亿元，2016-2018 年收入复合增速 27.79%（2017 年受到私有化和市场定价策略调整不及时等因素影响，该业务的市场份额有一定程度下滑，价格调整后，2018 年/2019 上半年维持 58.86%/51.66% 的恢复性高增长）。

图表 6: 医疗终端产品收入情况（万元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 轻医美产品：技术支持坚实、知名度较高的入门级玻尿酸填充品牌

2018 年，华熙生物实现皮肤类医疗产品类销售收入 2.45 亿元，同比增速 45.38%。根据研究机构 Frost & Sullivan 报导的行业数据：2018 年，华熙生物在皮肤类医疗产品市场的销量占有率为 11.5%。

非手术类医疗美容服务以更低的成本和更小的风险满足了消费者对美的追求，已迎来黄金发展期。更美、新氧两家主流医美 APP 发布的 2018 年行业调研报告均显示中国通过正规医美渠道消费的群体在 2000 万人左右，女性用户占比约 90%。新氧数据显示一线/新一线/二线/三线/四线及以下城市医美消费在适龄人口中的渗透率分别为 21.16%/8.73%/4.22%/1.95%/0.69%。其中，玻尿酸注射和肉毒素注射是医疗美容的热门项目。

分子量、交联技术和 CFDA 认证是玻尿酸医美产品的主要技术和准入门槛。华熙生物拥有双相、单相、双相含麻、单相含麻等多张玻尿酸注射剂 CFDA 认证，且在入门级双相交联玻尿酸注射正规终端市场份额约为 25%，2019 年又相继推出双相含麻与单相含麻的高端玻尿酸注射品牌“润致”。同时，华熙生物的医美产品具有较大的价格优势，以最常见的中分子量、双相交联的玻尿酸填充剂为例，华熙生物旗下的润百颜属于入门级

产品，终端售价 500-1000 元/ml。

图表 7: 境内同属中分子量双相交联的玻尿酸产品价格对比

品牌	型号	原产国	生产企业	CFDA 认证时点	终端价格	最短维持时间
润百颜	白紫	中国	华熙生物	2012.7	500-1000 元/ml	6 个月
润百颜	星耀	中国	华熙生物	2012.7	600-1500 元/ml	6 个月
奥昵		中国	华熙生物	2012.7	500-1000 元/ml	6 个月
舒颜		中国	蒙博润	2014.2	500-2000 元/ml	6 个月
欣菲聆		中国	杭州协和	2015.8	880-2800 元/ml	6 个月
玻菲		中国	凯乐普生物	2017.5	4000-7000 元/ml	6 个月
芙媵登		中国	和康生物	2016.4	980-3880 元/ml	8 个月
贝丽姿		中国	和康生物	2017.9	1500-3000 元/ml	6 个月
伊婉	Classics	韩国	LG	2017.6	650-2880 元/ml	6 个月
伊婉	致柔	韩国	LG	2016.3	2000-5000 元/ml	6 个月
瑞蓝	2 号	瑞典	Q-Med	2008.12	1000-4800 元/ml	8 个月

资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

**进入医美市场 7 年，品牌认知度较高。**华熙生物是继 2008 年 12 月瑞典 Q-Med 公司生产的“瑞蓝 2 号”取得 CFDA 认证后，第二个在中国境内取得 CFDA 认证的修饰用注射玻尿酸填充剂，也是首个取得该认证的国产品牌，因此把握住了 2012-2015 年这段时期国内玻尿酸填充市场消费者品牌教育的空白市场，奠定了较大的先发优势，后续进入市场的竞品品牌则相对要投入更多的引流成本来树立品牌形象。

公司于 2015 年与韩国 Medytox 成立合资公司 Medybloom，该合资公司拥有 Medytox 在中国大陆地区相关产品（肉毒素，暨瘦脸针）的独家代理权，华熙生物看好瘦脸针市场未来发展潜力，若日后获得该产品 CFDA 认证，将为公司带来较大投资收益。

### 骨科注射产品：开拓新市场

2018 年，华熙生物骨科注射液产品实现 5931.62 万元销售收入，同比增长 144.43%。公司 2018 年骨科注射液销量近 130 万支，根据市场调研机构数据，在骨科注射液产品终端市场的销量占有率约为 9.1%。

市场上的骨科玻璃酸钠注射液主要来自 7 个品牌：施沛特、阿尔治、佰备、昊海生科、海力健（华熙生物）、美丹特、欣维可。根据 Frost & Sullivan 出具的市场调研数据：2018 年中国医药级透明质酸骨科终端产品市场约 15.7 亿元（YOY+约 8%）。其中，该产品终端份额最大的昊海生科 2018 年销量为 327.06 万支，销售额 2.11 亿元；华熙生物的销量为 129.28 万支，销售额 0.59 亿元。**2017 年，中国骨关节炎患者人数已达到 1.2 亿人，玻璃酸钠注射液作为一种可减轻病患苦痛的辅助性治疗药物，目前使用渗透率尚低（根据销量、市占率、疗程、患者人数等推算渗透率不足 3%），有较大可拓展空间。**

公司的医疗终端产品业务未来增长将主要源于：①医疗美容（非整容）的消费者接受度提高带来的行业整体快速成长，并且华熙生物具有 7 年医美渠道拓展经验和品牌积淀，将更容易收割行业红利。②公司与韩国 Medytox 合作研制的肉毒素产品（瘦脸针）正在积极申报 CFDA 认证，若成功推向中国市场，将为公司贡献较大额度的投资收益。③公司的玻璃酸钠注射液（骨科等）相对竞品进入市场较晚，但近三年增长迅速，随着推广力度加大，玻璃酸钠注射液行业占比有望提高，当前在骨科注射液产品市场的销量占有率为 9.1%。

## 功能性护肤品：卖点鲜明的新业务

华熙生物以公司自产的 HA 和其他生物活性物质为核心成分，开发了一系列针对部分特定问题皮肤的功能性护肤品，主要产品为“HA 次抛原液”。2018 年，公司借助“故宫 IP”推出口红产品。

华熙生物主营的功能性护肤品与常规化妆品有所区别。1938 年，美国国会通过了《食品、药品和化妆品法》，从法律上规定了外用产品的分类，只承认两类：药品和化妆品，如产品的设计用途只是单纯美化或修饰外观，则归入化妆品类，可以直接上市而无需提供安全性和功效性证明。然而后人在实践中发现，无论什么东西涂于皮肤上都将不可避免地造成皮肤产生可检测到的改变，包括水。1993 年，著名皮肤病学家“痤疮之父” Albert M.Kligman 提出术语“cosmeceuticals”，直译为“药物化妆品”。在日本，这类化妆品被称为“药妆”；欧莱雅集团为这类化妆品设立了专属部门“活性健康护肤品”（该部门品牌：理肤泉、薇姿、修丽可、勃朗圣泉）；在中国，并没有“药妆”的官方鉴定规则，我们可以称之为“功能性护肤品”。功能性化妆品是一种药品和化妆品两极之间的混合体，具有化妆品的修饰功能，同时产品中含有活性成分，有助于保养皮肤和保护皮肤免受各种损伤。作为强营销属性的化妆品市场中的一个分支，功能性护肤品具有“卖点鲜明、配方精简、单效突出见效快”的优势，更容易迎合消费者变美需求的迫切性特点。

### 充分利用并放大透明质酸原料龙头背书

人的皮肤分为表皮层与真皮层，表皮层中的角质层是皮肤的坚实屏障，一般分子量低于 500kDA 的物质才较易渗透至角质层以下，分子量越小则渗透性越好，且不同分子量 HA 具有解决不同肌肤问题的功效。公司的原料业务面向国内外众多知名化妆品集团（例如雅诗兰黛、资生堂等），在强大的原料研发及生产背书下，华熙生物相应研制出以不同分子量及配比的透明质酸和其他生物活性物质为核心成分的、不同规格的功能性护肤品。

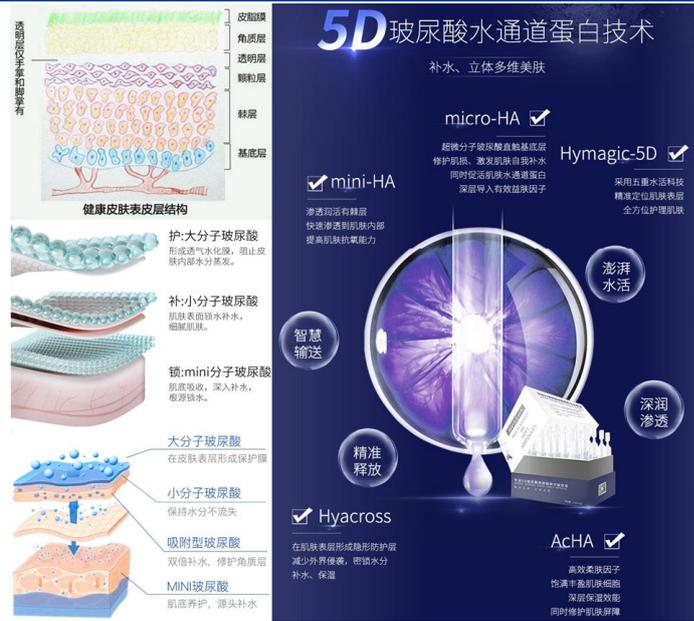
图表 8：华熙生物用于功能性护肤品的重点核心成分一览表

成分	学名/别名	分子量	功效
microHA (2018)	水解透明质酸钠/熙敏修/超活 HA	≤3kDA	透皮吸收率 90%，激发自我补水力，抗氧化抗炎
miniHA (2011)	水解透明质酸/寡聚 HA/纳诺 HA	3-10kDA	透皮吸收率 70%，深度补水
ACHA (2017)	乙酰化透明质酸钠/吸附型 HA	正常分子量	双倍保湿力，增添亲脂性可修复角质屏障
	低分子 HA	10-500kDA	可渗透至角质层以下，分子量越低渗透性越好
	中分子 HA	500-2000kDA	滋润充盈角质层，保湿
化妆品级 HA	大分子 HA	≥2000kDA	在皮肤表层形成保护膜，阻止皮肤内部水分蒸发
	透明质酸钠交联聚合物	超高分子量	锁水防护，抗衰，隔离雾霾
Hyacross (2015)	透明质酸钠	一种复合配方	涂抹 1h 后，皮肤含水量快速提高 155.1%，水分流失量降低 32.3%
Hymagic-4D	4D 透明质酸	小分子 HA+植物性油脂	使水溶性 HA 可用于以油性成分为主的彩妆产品
Hyacolor	油分散透明质酸钠		

资料来源：华熙官网，国盛证券研究所

公司成立以来，化妆品级 HA 始终是最广泛的原料应用输出场景，占透明质酸原料业务线产量的 60% 左右。凭借在玻尿酸原料市场的优势，以及在医美行业三年（2011 年正式推出玻尿酸医美注射剂）的发展经验，2014 年下半年，华熙生物组建了医学护肤品研发团队，2016 年，公司旗下润百颜品牌护肤线入驻天猫美妆。华熙始终作为玻尿酸护肤品应用领域的研发领军者，例如首创“3D/4D/5D-玻尿酸”复合配方，将各种分子量玻尿酸高效复配，可起到保湿、补水、紧致、抗衰、修护等多重效果，除在自主研发产品中使用外，也是原料业务客户的重点采购项目。

图表 9: 表皮层结构+润百颜 3D 玻尿酸示意+米蓓尔 4D 玻尿酸示意+夸迪 5D 玻尿酸示意



资料来源: 润百颜, 米蓓尔, 夸迪, 国盛证券研究所

公司的功能性护肤品业务在奠定以玻尿酸为核心成分的特色之后, 通过添加其他有效成分丰富产品的功效。2018 年 12 月, 资深化妆品研发大师李慧良先生 (复方中草药护肤品牌佰草集之父) 加入华熙生物, 任副总经理暨首席技术官, 加强公司在功能性护肤品业务中的研发力量。公司逐渐加大对功能性护肤品的研发投入, **2017-2019Q1** 该业务线的研发费用率分别为 **1.45%/2.44%/3.13%**。

### 医药背景的化妆品生产线

目前, 华熙生物具备一定的化妆品自主生产能力, 目前基本可以满足 HA 次抛原液的销量需求, 其他水乳膏霜、面膜、喷雾等品类在产能短期供应不足时采取“客供材”形式的委托加工模式作为补充, 公司目前尚未建立彩妆生产线, 口红产品由莹特丽以“客供材”形式代工生产。本次上市募集资金拟分别投资 **11.07 亿元、16.47 亿元** 建设天津“华熙天津透明质酸钠及相关项目”和“华熙生物生命健康产业园项目”, 将大幅扩充公司的化妆品自有产能。

图表 10: 公司化妆品现有产能和募投扩充产能

	现有产能	募投天津项目	募投济南产业园项目
HA 次抛原液	4000 万支/年	2 亿支/年	5 亿支/年
面膜	自产+代工	-	1 亿片/片
水乳膏霜	自产+代工	-	5000 万支/年
喷雾	自产+代工	-	2000 万瓶/年
口红	全代工	-	2000 万支/年

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2017 年 8 月, 公司的次抛原液灌装生产机器首台正式投产, 产能为 1900 万支, 当年生产 1327.32 万支次抛原液。2018 年, 公司的次抛原液产能扩充至 4000 万支, 产能利用率高达 80.43% (受不同规格产品生产切换、节假日停工等影响未达 100%)。2018 年 Q4 密集的电商活动导致阶段性产能不足, 因此 2018 年次抛原液存在 620 万支的委托加工产量。同时, **2019 年** 启动的“二厂”也装备有化妆品生产线, 叠加募投产能项目, 公司未来的发展将得到充足的产能支持, 当前化妆品业务自产比例高达 **83.84%**。

图表 11: 次抛原液产销情况

HA 次抛原液生产情况	2018 年各项数据
自有产能利用率	80.43%
产销率	78.96%
自主生产比率	83.84%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

华熙充分利用自己的医药背景, 将一些药品生产技术例如“BFS 吹灌封一体化”等应用于化妆品生产中, 创造性地推出了次抛原液、灌注液等产品形式。

图表 12: 普通 30ml 原液产品 (左), 易携带无菌次抛原液产品 1ml\*30 支 (右)

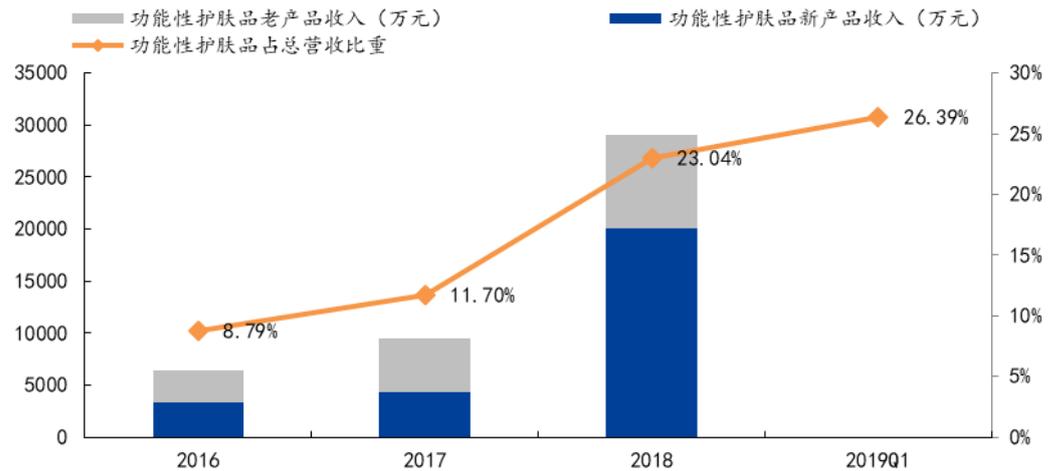


资料来源: HFP, 润百颜, 国盛证券研究所

### 产品特点鲜明, 新业务蒸蒸日上

公司的化妆品业务 2016-2018 年分别实现 0.64 亿元/0.95 亿元/2.90 亿元的营业收入, 占总营收比例的 8.79%/11.70%/23.04%。华熙生物在报告期内持续推出新品牌及新系列, 因此公司的新产品及新客户销售收入贡献度较高, 推动 2018 年化妆品业务收入同比增长 205.04%。2016-2018 年化妆品业务中的新产品销售占比分别为 53.00%/45.67%/69.15%; 2018 年新客户销售收入贡献度为 70.32%。化妆品业务中的老产品 2017-2018 连续两年同比增速超过 70%。

图表 13: 新产品助推华熙生物的护肤品业务高速增长 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**多品牌策略:** 公司旗下目前有润百颜、米蓓尔、夸迪、德玛润、肌活等多个护肤品牌。其中核心品牌“润百颜”是由原医美业务线中衍生出来的直接面向消费者的“妆”字号护肤品线, 2018 年贡献了功能性护肤品业务销售收入接近 80% 的份额。公司各品牌在包装与命名上均沿用较为接近的“实验室风格”体现产品的科学严谨性; 核心品牌定价中高端, 天猫旗舰店平均成交价在 250 元左右; 在客群方面, 润百颜定位 25-40 岁白领群体、米蓓尔针对敏感肌、夸迪是高端系列、德玛润定位年轻群体等; 在产品方面, 除故宫口红外, 基本主打次抛原液、灌注液、肌底液等凸显功效属性的精华类产品。

图表 14: 华熙生物旗下重点功能性护肤品品牌概览

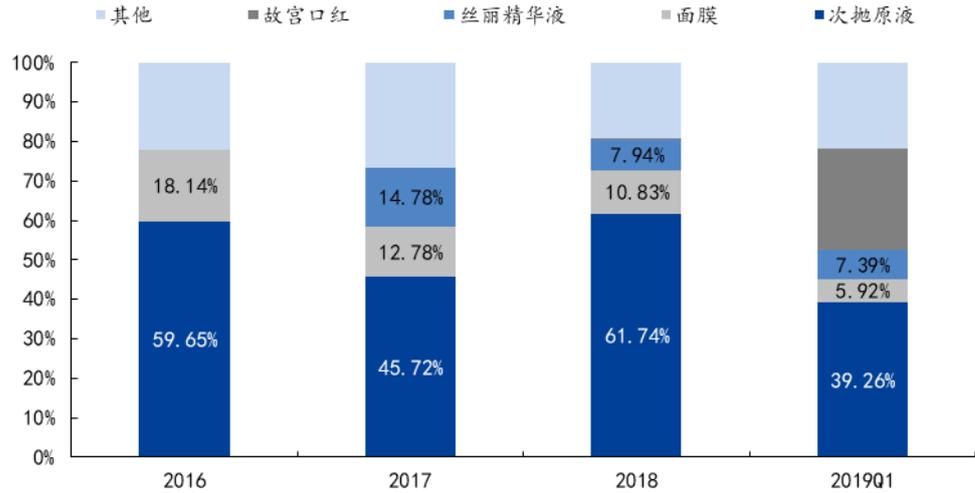
品牌	润百颜	米蓓尔	夸迪	德玛润	肌活
原单价位	26.27元/ml	14.84元/ml	15.40元/ml	3.69元/ml	9.60元/ml
建议零售价	788元/1ml*30支	668元/1.5ml*30支	462元/1ml*30支	369元/100ml	288元/30ml
实际销售价	5折	6折	8折	4折	8.5折
主打系列	蜂巢玻尿酸 (功效) 次抛原液	多元微导 (功效) 次抛精华液	5D玻尿酸 (功效) 次抛原液	喷泉活水乳	(功效) 动力肌底液
其他品牌	润致、华熙颐宝、丝丽、黛柏拉、TWINHA、润月雅、润熙泉等				



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

**不断丰富的品类结构:** 公司以“次抛原液”为突破口打开化妆品业务线, 并不断丰富该业务线经营品类。2016-2019 年 Q1 次抛原液产品分别占功能性护肤品销售收入的 59.65%/45.72%/61.74%/39.26%。面膜作为护肤品牌通用的高频引流品, 亦在华熙的护肤品品类中占有重要地位, 2016-2018 年面膜销售占比分别为 18.14%/12.78%/10.83%。2017 年 1 月, 公司全资收购 Revitacare 后, 其旗下品牌“丝丽”的精华液产品线划入功能性护肤品业务, 2017/2018 年占比分别为 14.78%/7.94%。2018 年, 公司与故宫博物院合作推出“故宫口红”, 故宫 IP 授权使用期为 2018 年 11 月 10 日至 2021 年 11 月 9 日。

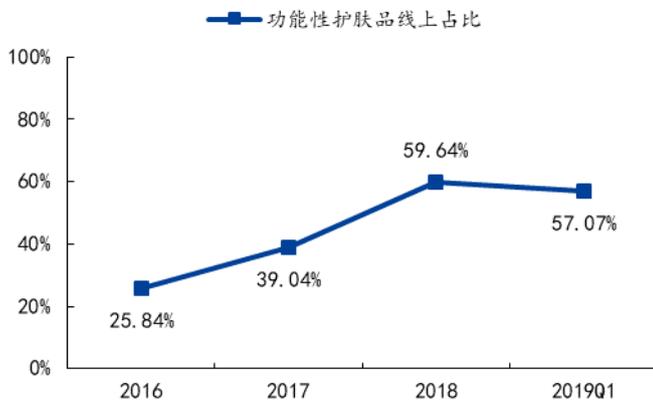
图表 15: 各品类功能性护肤品占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

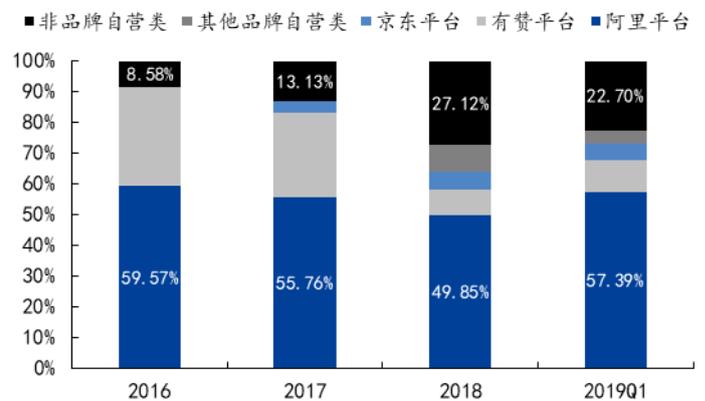
**销售渠道以线上自营为主:** 公司 2016 年的线上销售渠道主要为淘宝和有赞商城, 2017 年主品牌润百颜进驻天猫及京东。功能性护肤品业务的线上渠道自营比例超过 **70%** 并以天猫旗舰店为主销阵地, 随着业务规模的扩大, **2018 年品牌线上经销占比** 有大幅提升至接近 **60%**。功能性护肤品的线下渠道为对经销商或大客户的规模销售, 不存在线下零售的情况。

图表 16: 功能性护肤品线上销售占比过半



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

图表 17: 功能性护肤品线上销售渠道结构



资料来源: 招股书, 国盛证券研究所

以销售额贡献最大的润百颜天猫旗舰店为例: 2017 年店铺设立, 2018 年对 17.9 万人发生实际销售, 达成 9688 万元 GMV, 在美容护肤类 GMV 排行第 89 名, 人均消费额 540 元。润百颜天猫旗舰店的浏览付费转化率为 3.8%, 整体复购率 21.9%。**2018 年**, “润百颜”品牌实际销售贡献报表收入约 **2.3 亿元**, 其中线上全平台销售收入 **1.5 亿元**, 占比 **65%**。

图表 18: 重点润百颜的天猫旗舰店运营情况

项目	释义	2017年	2018年
访问量	当期按 IP 去重的浏览客户数	81 万个	466 万个
付费客户数	当期实际购买客户数	2.7 万人	17.9 万人
付费转化率	当期实际支付客户数/访问量	3.3%	3.8%
新增付费型客户	当期首次下单并与上期付费 ID 去重后的客户数	2.7 万人	17.3 万人
上年客户留存率	当期付费老客户/上期付费客户数	-	25%
老客户复购率	当期购买大于等于 2 次的老客户数/当期付费老客户数	-	41.40%
新客户复购率	当期购买大于等于 2 次的新客户数/新增付费型客户数	26.3%	21.1%
复购率	购买大于等于 2 次的客户数/总客户数	23.1%	21.9%
退款率	退款总金额/订单总金额	3.4%	2.8%
人均消费额	当期 GMV (含税) / 付费用户数	607 元	540 元
成交额	当期 GMV (含税)	1631 万元	9688 万元
成交额排名	天猫美容护肤类	202 名	89 名

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理测算

医疗终端产品和直面消费者的化妆品业务线是华熙生物未来的发展重点,公司以打造“艾尔建+资生堂”模式的国际美业集团为长期愿景。当前阶段,公司对化妆品业务线采取多品牌发展战略,品牌拓展思路与互联网电商思维高度结合,旗下润百颜等护肤品品牌作为离散型竞争的化妆品市场中的较晚入场者,借助电商渠道的高速增长攫取市场份额,帮助品牌完成初期成长。针对具体品牌分析,润百颜作为公司的核心基石品牌,品牌成长策略以“在保持利润率稳定的基础上销售额快速成长”为核心指导方向;其他品牌在预算范围内多做尝试。公司目前化妆品团队共有 200 多名员工,下设各品牌事业部,平均每个品牌团队有 15 人左右组成。根据商务部数据,2018 年,中国网络零售额中化妆品类目增速高达 36.2%,是当前线上增长最快的品类,预期未来 3-5 年内,受益于电商渠道高增长、新品牌面世、品类扩充、新渠道拓展等因素,公司的化妆品业务将保持较高收入增速。

护肤品市场空间庞大,离散竞争格局下 1%市占率亦可展望超十亿收入成长空间。天猫数据显示,2018 年超过 3 亿人(女性占比 2/3)在天猫消费化妆品,由于电商是当前化妆品消费最热门渠道,且电商渠道在城市普及率很高,据此我们可大致假设当前化妆品消费人口为 3-4 亿人。假设人均护肤品年消费额 800 元(基础护肤的洁面/保湿水/面霜平均单次消费 50 元/50 元/100 元,精华类产品单次消费 150 元,其他护肤产品单次消费 50 元,每年复购一次),护肤品 2018 年市场规模(不含彩妆、个护等)约为 2500-3000 亿元。护肤品品牌市场呈现高度离散型竞争格局。根据 Euromonitor 数据,目前终端市场份额最大的护肤品牌为百雀羚,占比不足 5%;以集团为单位,欧莱雅集团整体终端市场份额占比接近 10%,资生堂集团与宝洁集团各自占比接近 5%。若以单品牌市占率 1%为阶段性目标,在护肤品市场规模恒定情况,再考虑化妆品品牌不同销售模式下的加价链条,终端零售额 30 亿元左右的品牌将对应 10-20 亿元销售收入。

## 财务分析

### 盈利能力: 高毛利&高净利

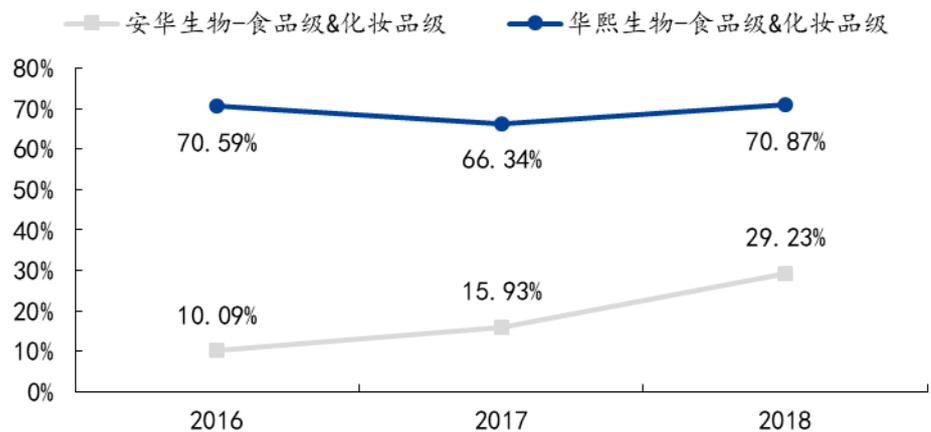
#### 上游龙头地位支持较高毛利率

原料产品业务: 2016-2018 年,公司原料业务综合毛利率分别为 78.68%/73.56%/76.16%。其中,滴眼液级和注射液级原料由于供应商较少,市场竞争

度不高，因此毛利率在 90%左右；化妆品级原料毛利率基本保持 70%+ 的高位稳定；食品级原料业务发展较晚，前期开拓市场以经销为主，毛利率相对较低，2018 年公司调整客户结构后，加强与核心客户合作，获得食品级原料细分级别的高毛利大单，2018 年/2019 年 Q1 的毛利率为 53.44%/55.63%，较 2016 年/2017 年均高出 20pcts+。

对比第五大透明质酸原料供应商安华生物（2018 年 95% 的收入来自化妆品级和食品级原料销售）的毛利率水平，华熙生物与其可拉开 40pcts+ 的显著优势。华熙原料业务的毛利率优势壁垒来自两个方面：① 菌株选种核心技术的掌握以及先进且稳定的发酵和酶切技术等大幅降低生产成本；② 先发优势已建立了华熙在透明质酸原料市场的品牌力，享有一定的品牌溢价。

图表 19: 原料业务毛利率对比（华熙生物 VS 安华生物）



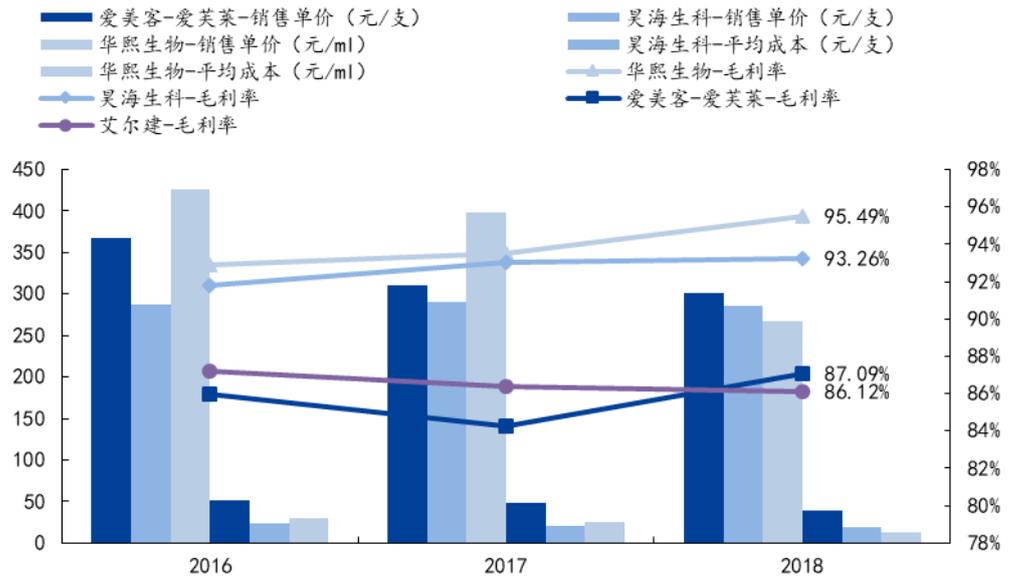
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

预期公司原料业务的毛利率享受原料市场品牌溢价和技术壁垒带来的成本优化，以及不断提升的规模化优势，在竞争对手取得革命性技术突破之前，仍将维持较高水平；同时为应对市场价格竞争出发，根据当年具体原料市场行情决定是否对老客户小幅让利。因此，我们预测公司原料业务的综合毛利率在未来 3-5 年将呈现高位微降的趋势，估算 2019-2021 年公司毛利率为 75.82%/74.61%/74.49%。

**医疗终端产品业务：**2016-2018 年，公司医疗终端产品业务综合毛利率分别为 82.78%/84.12%/85.49%。其中，皮肤类医疗产品毛利率稳定在 88% 左右；骨科注射液毛利率在“两票制”政策下积极推动渠道转型，直销模式收入占比提升，毛利率不断提高，由 2016 年的 39.81% 提升至 2018 年的 78.84%。

对比华熙生物皮肤类医疗终端产品、昊海生科整形玻尿酸类产品、爱美客旗下爱芙莱品牌注射用修饰透明质酸钠凝胶产品，以及美国艾尔建集团的毛利率水平，该行业毛利率整体较高，而华熙生物的毛利率属业内最高。对比国内华熙、昊海、爱美客三家公司相似业务的产品销售单价和平均成本，华熙生物的成本优势较明显；在定价方面，昊海的主打品牌“海薇”、爱美客的主打品牌“爱芙莱”和华熙的主打品牌“润百颜”均定位医美市场中的入门级产品，随着近几年市场竞争激烈度的加剧，华熙在 2016-2017 年的销售策略与市场价格环境脱钩明显，损失了一定市场份额，在完成私有化后，公司 2018 年调整“润百颜”的定价策略，推动医美产品业务高速增长，赢回市场份额。

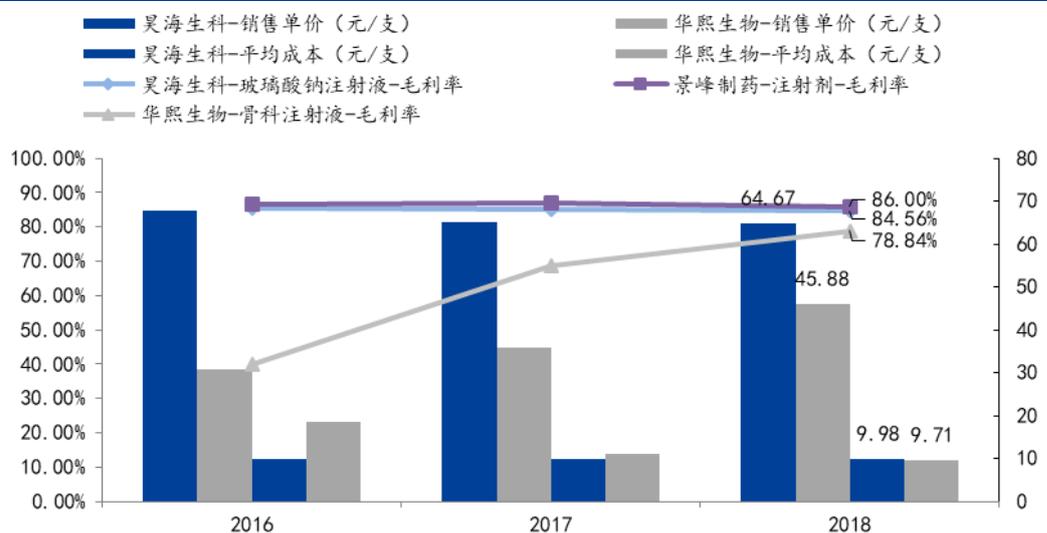
图表 20: 医美产品业务毛利率对比 (华熙生物 VS 爱美客 VS 昊海生科 VS 艾尔建)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 除华熙外公司选取相对应的医美产品业务线毛利率

公司骨科注射液业务开发时间较晚, 与该市场较早进入者昊海生科、景峰制药等相比, 毛利率尚有提升空间 (低于景峰制药 7.16pcts, 低于昊海生科 5.72pcts)。与昊海生科相比, 华熙的玻璃酸钠注射液产品的平均成本已达相同水平, 但销售单价仅为昊海生科的 70%。

图表 21: 骨科产品毛利率对比 (华熙生物 VS 昊海生科 VS 景峰制药)

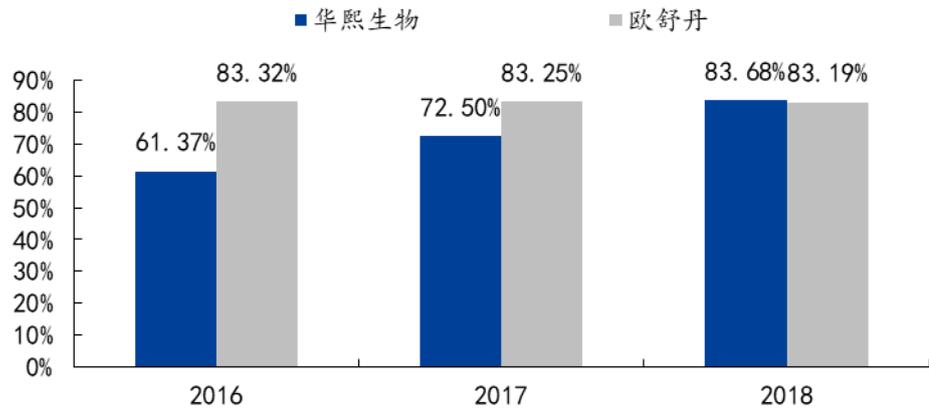


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 除华熙外公司选取相对应的医美产品业务线毛利率

**综合预测医疗终端产品整体业务线 2019-2021 年毛利率将保持平稳为 85.68%/85.56%/85.30%。**

**功能性护肤品业务:** 2016-2018 年, 公司功能性护肤品业务综合毛利率分别为 61.37%/72.50%/83.68%, 直销占比维持在 60%左右。对标 2018 财年直销收入占比 75.38%的欧舒丹, 欧舒丹 2016-2018 财年毛利率为 83.32%/83.25%/83.19%, 华熙的化妆品业务启动于 2016 年末, 初始建设成本较大, 2018 年毛利率水平与欧舒丹基本一致。

图表 22: 护肤品业务毛利率对比 (华熙生物 VS 欧舒丹)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司的化妆品业务具备原料成本优势, 且核心品牌“润百颜”定位中高端, 因此整体毛利率水平较高。预期随着化妆品业务的成长, 新渠道拓展、经销占比提升、新品牌让利攫取市场份额等发展需求将一定程度上降低化妆品业务的毛利率, 我们预测**2019-2021**年华熙生物的功能性护肤品业务毛利率为**80.00%/78.00%/75.00%**。

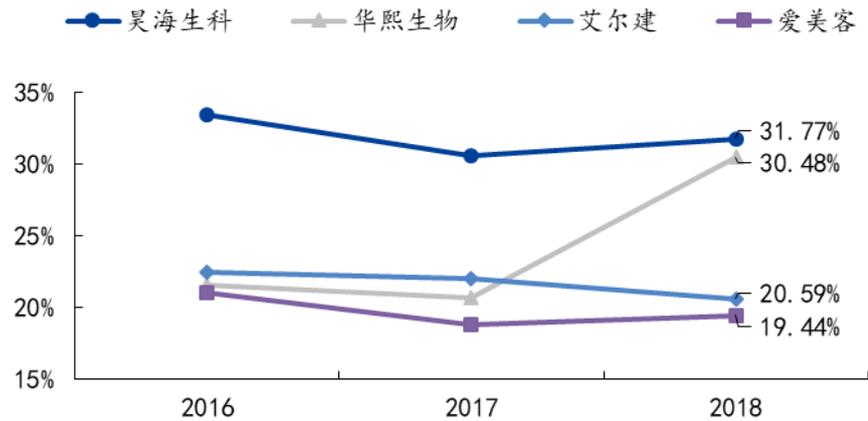
综上所述, 预测公司**2019-2021**年综合毛利率为**79.81%/78.72%/77.25%**。

#### 终端产品业务的发展及中美贸易战将抬升销售费用率

**原料产品业务:** 公司的原料业务发展成熟, 费用率稳定。2016-2018年, 原料业务销售费用率分别为 9.27%/9.68%/9.40%, 受中美贸易战影响, 预期未来较长区间内, 该业务线销售费用率将有一定程度的提高。

**医疗终端产品业务:** 2016-2018年, 公司医疗终端产品业务的销售费用率分别为 21.53%/20.68%/30.48%。对比分析昊海、爱美客、艾尔建三家公司和华熙的医疗终端产品业务线的销售费用率, 单纯面向医美机构的销售费用率均维持在**20%**左右, 昊海生科销售费用率略高, 华熙生物**2018**年的销售费用率向昊海生科靠拢, 主要原因是昊海兼做医药产品业务, 而华熙的医药产品业务也逐渐做大, 受“两票制”影响, 这两家公司销售用于眼科和骨科领域治疗的产品给公立医院时, 产生的销售费用率较高。预期未来较长区间内, 该业务线销售费用率将维持在**30%**左右。

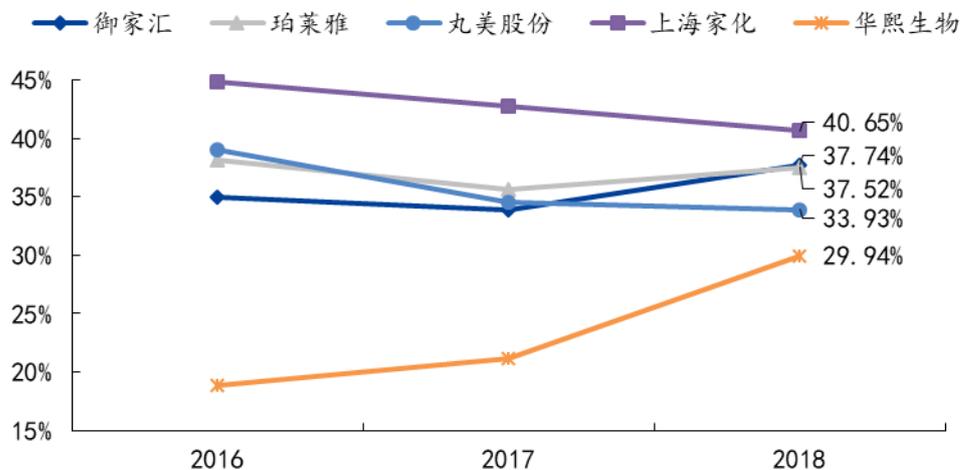
图表 23: 医疗终端产品业务销售费用率对比 (华熙生物 VS 昊海生科 VS 爱美客 VS 艾尔建)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**功能性护肤品业务:** 2016-2018 年, 公司功能性护肤品业务的销售费用率分别为 18.89%/21.19%/29.94%, 随着对新品牌、新产品、新渠道的主动开发需求, 加大广告宣传和市场开拓的投入。对比分析御家汇、珀莱雅、丸美股份、上海家化与华熙生物化妆品业务线的销售费用率, 从渠道结构来看, 线上销售占比 60%左右的华熙生物与御家汇、珀莱雅、丸美更为可比, 预期该业务线的销售费用率在未来较长时间内将维持在 35%左右。

图表 24: 化妆品业务销售费用率对比 (华熙生物 VS 上海家化 VS 丸美股份 VS 珀莱雅 VS 御家汇)



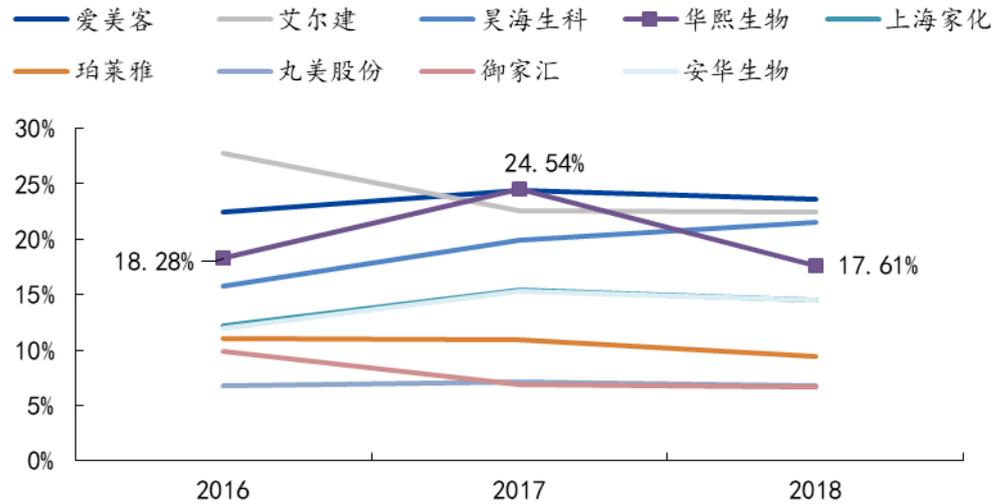
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综上所述, 预测公司 2019-2021 年综合销售费用率为 26.21%/28.20%/28.73%。

### 管理费用率&研发费用率稳定管理策略

2016-2018 年, 华熙生物的管理费用率和研发费用率合计分别为 18.28%/24.54%/17.61%。上市前夕, 公司私有化和收购项目在短期对管理费用产生较大影响, 例如 2017 年收购 Revitacre 后对其核心管理技术人员给予业绩奖励, 导致职工薪酬增加 3363.88 万元; 2017 年开曼华熙私有化时授予彼时高管的期权一次性加速行权, 导致股份支付增加 2658.26 万元; 2018 年员工持股平台天津文徽入股增加当期股份支付费用等。2019 年 Q1, 华熙生物的管理费用率和研发费用率合计为 13.73%。

图表 25: 管理费用率+研发费用率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

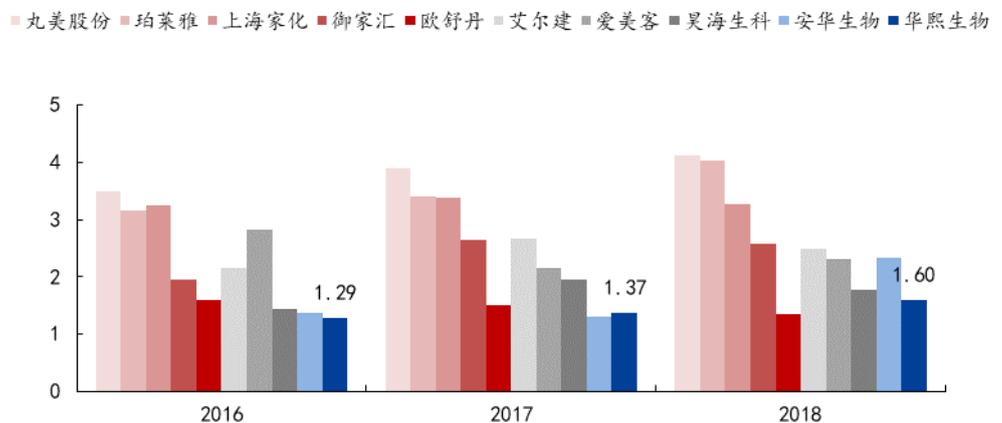
预期公司上市后管理费用率和研发费用率综合水平将保持相对稳定, 考虑到上市前夕有加速行权等操作的影响, 我们预测, 上市后这两项费用率合计将维持在 **15%-18%** 的区间。

## 营运能力

### 存货周转向终端产品行业的平均水平靠拢

由于华熙是一家混业经营的公司, 因此其存货周转率介于纯原料、纯医疗终端产品、纯化妆品企业之间, 2016-2018 年存货周转率分别为 1.29/1.37/1.60。由于公司原料业务需要按照客户要求的细分规格生产产品, 且原料业务细分规格达 200 种以上, 单批次订单规模相对较小、定制化生产特征明显, 为保证供货进度, 需要储备生产用原材料并适当储备产成品。随着公司医疗终端产品和化妆品业务销售占比的提升, 预期华熙生物的存货周转率将向这两个业务领域的平均周转水平靠拢。

图表 26: 存货周转率对比

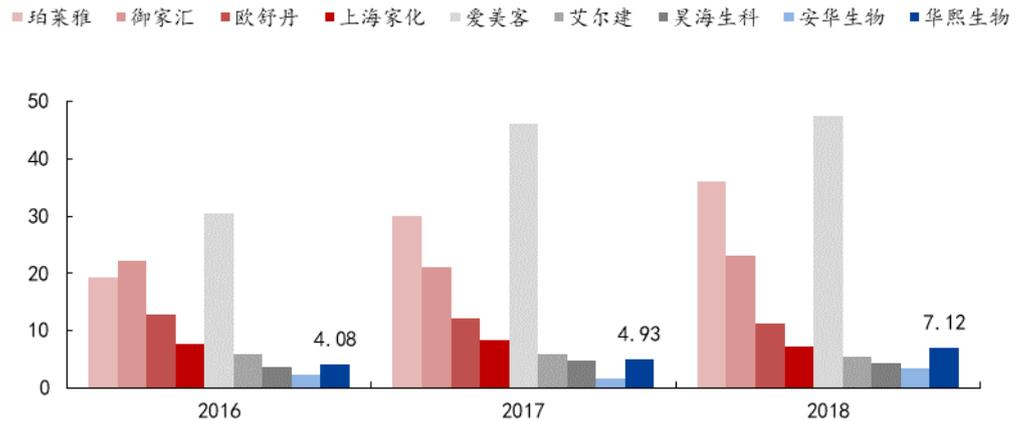


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 应收账款周转加速, 向化妆品行业靠拢

公司通常对行业内规模较大、知名度较高且长期稳定合作的公司给予3个月左右的账期，对初次合作、采购量较小的公司一般要求现款现结。报告期内，华熙生物主要客户信用及回款情况良好，不存在异常变化的情况。纯化妆品企业由于经销占比较大，且品牌端在产业链中的话语权较强，因此通常执行“先款后货”的销售模式，应收账款周转率较快；爱美客的销售政策以“款到发货”为主，应收账款周转率显著高于其他医疗终端产品类企业。华熙生物2016-2018年应收账款周转率为4.08/4.93/7.12，高于除爱美客以外的其他纯医疗产品和纯原料生产企业。预期随着公司化妆品业务销售占比的提升，经销模式逐渐加重，应收账款周转率将呈加快趋势。

图表 27: 应收账款周转率对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 高净利率驱动的高 ROE

华熙生物的 ROE 水平较高，主要是得益于 30%+ 的高净利率。公司 40%+ 的业务来自于原料生产，且医疗终端产品和化妆品业务均以自产为主，因此固定资产较重，对比生产端业务相似的爱美客、昊海生科和安华生物，华熙生物资产运营能力较高。

图表 28: ROE 解析

	销售净利率	资产周转率	权益乘数	ROE
丸美股份	26.35%	0.85	1.59	35.57%
爱美客	38.98%	0.74	1.19	34.48%
<b>华熙生物</b>	<b>33.56%</b>	<b>0.64</b>	<b>1.18</b>	<b>25.27%</b>
珀莱雅	12.16%	0.91	1.64	18.22%
资生堂	5.93%	1.12	2.24	14.05%
御家汇	5.82%	1.63	1.42	13.48%
昊海生科	26.60%	0.36	1.25	12.17%
欧舒丹	8.24%	0.87	1.68	12.13%
上海家化	7.57%	0.72	1.77	9.66%
安华生物	7.20%	0.40	1.19	3.41%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 盈利预测&估值分析

## 盈利预测

根据“业务分析”章节对公司三大主营业务线的判断，我们预测公司未来三年，处于成熟阶段的原料业务复合增速在15%左右，其中受益于资生堂2019年宣布将逐渐退出HA原料市场（以注射级为主），公司有机会获取此前由资生堂掌控的3-4吨注射级原料，故而预期注射级HA级原料将较快增长；医疗终端产品业务线基本完成入门级市场份额的扩张阶段，预期未来三年将保持与医美整体市场较同步的30-35%增速；功能性护肤品业务线的产品风格与主力渠道均站上风口且基数较小，后续仍有来自新产品、新品牌、新渠道拓展的强大推动力，预期该业务在未来3年内将保持50%-100%的高速增长。

图表 29: 盈利预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
化妆品级 HA 原料 (万元)	24,392.42	28,002.06	34,282.05	37,453.12	41,198.43	45,318.28
		<u>14.80%</u>	<u>22.43%</u>	<u>9.25%</u>	<u>10.00%</u>	<u>10.00%</u>
滴眼液级 HA 原料 (万元)	11,841.94	10,580.99	13,065.35	14,894.50	17,128.68	18,841.54
		<u>-10.65%</u>	<u>23.48%</u>	<u>14.00%</u>	<u>15.00%</u>	<u>10.00%</u>
注射级 HA 原料 (万元)	5,749.38	6,096.43	8,739.98	11,624.15	15,460.11	20,561.95
		<u>6.04%</u>	<u>43.36%</u>	<u>33.00%</u>	<u>33.00%</u>	<u>33.00%</u>
食品级 HA 原料 (万元)	3,339.33	5,136.53	7,383.77	8,860.53	10,189.61	11,718.05
		<u>53.82%</u>	<u>43.75%</u>	<u>20.00%</u>	<u>15.00%</u>	<u>15.00%</u>
其他原料 (万元)	428.20	975.15	1,666.62	2,499.93	3,499.90	4,549.87
		<u>127.73%</u>	<u>70.91%</u>	<u>50.00%</u>	<u>40.00%</u>	<u>30.00%</u>
<b>原料产品 (万元)</b>	<b>45,751.27</b>	<b>50,791.16</b>	<b>65,137.77</b>	<b>75,332.23</b>	<b>87,476.73</b>	<b>100,989.69</b>
		<u>11.02%</u>	<u>28.25%</u>	<u>15.65%</u>	<u>16.12%</u>	<u>15.45%</u>
皮肤类医疗产品 (万元)	17,005.97	16,873.46	24,530.51	38,022.29	51,330.09	66,729.12
		<u>-0.78%</u>	<u>45.38%</u>	<u>55.00%</u>	<u>35.00%</u>	<u>30.00%</u>
骨科注射液 (万元)	1,865.44	2,426.72	5,931.62	9,964.43	12,953.75	16,839.88
		<u>30.09%</u>	<u>144.43%</u>	<u>67.99%</u>	<u>30.00%</u>	<u>30.00%</u>
其他医疗产品 (万元)	275.91	383.75	808.18	1,000.00	1,200.00	1,440.00
<b>医疗终端产品 (万元)</b>	<b>19,147.32</b>	<b>19,683.93</b>	<b>31,270.31</b>	<b>48,986.72</b>	<b>65,283.85</b>	<b>84,569.00</b>
		<u>2.80%</u>	<u>58.86%</u>	<u>56.66%</u>	<u>33.27%</u>	<u>29.54%</u>
功能性护肤品 (万元)	6,385.80	9,516.45	29,029.39	65,316.13	120,181.67	180,272.51
		<u>49.03%</u>	<u>205.04%</u>	<u>125.00%</u>	<u>84.00%</u>	<u>50.00%</u>
其他 (设备代理等)	1,335.02	1,351.14	559.51	-	-	-
其他业务收入	692.84	462.22	317.59	500.00	500.00	500.00
<b>合计 (万元)</b>	<b>73,312.25</b>	<b>81,804.90</b>	<b>126,314.57</b>	<b>190,135.07</b>	<b>273,442.25</b>	<b>366,331.20</b>
		<u>11.58%</u>	<u>54.41%</u>	<u>50.53%</u>	<u>43.81%</u>	<u>33.97%</u>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

详见上表,我们预测华熙生物2019-2021年的营业收入分别为19.01/27.34/36.63亿元,同比增速为50.53%/43.81%/33.97%。其中,原料业务收入为7.53/8.75/10.10亿元,占总销售收入比重40%/32%/28%;医疗终端产品业务收入为4.90/6.53/8.46亿元,占总销售收入比重26%/24%/23%;功能性护肤品业务收入为6.53/12.02/18.27亿元,占总收入比重34%/44%/49%。根据“财务分析”章节对公司三大主营业务毛利率和各项费用率的预测,我们预测2019-2021年,华熙生物的综合净利率为31.7%/29.0%/27.2%。其中,分部预测各项业务2020年净利率约为:原料业务35%,医疗终端产品业务30%,功能性护肤品业务20%。

投资建议:预计公司2019-2021年的销售收入为19.01/27.34/36.63亿元,同增50.53%/43.81%/33.97%;归母净利润6.02/7.93/9.96亿元,同增42.02%/31.79%/25.57%,现价91.50元,对应2019/2020/2021年PE73/55/44倍。我们认为华熙生物的合理市值区间为2020年270-300亿元,对应2020年PE34-38倍,给予“买入评级”。

## 风险提示

行业竞争加剧风险：公司所处的透明质酸行业，上游大型原料供应商有限，但下游产品端竞争激烈，随着行业规模扩大，可能有新的国内外厂家不断进入市场，导致竞争加剧，公司增速放缓。

新产品研发进度不及预期风险：公司的透明质酸医疗端产品多数为二类及以上医疗器械，研发及审批周期较长，可能存在无法按时获批，产品上市延后的风险。

医药政策负面影响超出预期：我国医药行业正处于医保控费的时期，不排除公司医疗端的药品和器械耗材受到新出台的政策负面影响的风险。

终端产品致敏率风险：护肤品是直接涂抹于人体肌肤的产品，部分群体对单一成分浓度较高的产品存在致敏可能性，若某一批产品消费者致敏率较高，可能削弱相应品牌形象；

品牌营销声量较弱的风险：化妆品的品牌竞争市场是一个完全竞争市场，消费者选购具有一定的信息不对称性，因此化妆品品牌力在产品及渠道外，与营销推广息息相关，故而在终端产品的营销效果未达预期风险等。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38934111  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com