

华熙生物(688363)/化妆品
透明质酸全产业链王者

——化妆品研究系列之四

评级: 暂不评级(首次覆盖)

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

电话: 021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	480
流通股本(百万股)	46
市价(元)	91.50
市值(百万元)	43,920
流通市值(百万元)	4,178

相关报告

《壹网壹创: 美妆代运营赛道大幕拉开!》

2019.10.17

《化妆品国货的探索者们! 丸美、珀莱雅、家化全方位分析》

2019.8.21

《丸美股份: 丸美新时代, 国货的最好时代!》

2019.7.29

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	818	1263	1,831	2,464	3,207
增长率 yoy%	11.58%	54.41%	44.92%	34.60%	30.17%
净利润	222	424	571	748	971
增长率 yoy%	-17.50%	90.70%	34.72%	30.93%	29.89%
每股收益(元)	2.50	0.98	1.19	1.56	2.02
P/E	197.60	103.62	76.92	58.75	45.23
P/B	26.82	25.58	16.23	12.72	9.93

投资要点

华熙生物为透明质酸产业全球龙头, 全产业链优势凸显, 深耕透明质酸原料产品线并在医疗终端、功能护肤品领域不断发力。原料药业务, 公司四大核心技术奠定竞争优势, 未来产能持续提升; 医疗终端业务, 产品线不断扩充, 未来市场持续拓展; 功能性护肤品业务, 产品+营销提升品牌效应, 有望迎来爆发式增长。本文认为: 公司上游原料“守正”, 下游终端“出奇”, 持续高增长可期。

一、公司简介

公司是全球领先的透明质酸龙头, 覆盖全产业链。2018年实现营业收入12.63亿元(同比+54%), 其中原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品分别占比51%(同比+28%)、25%(同比+59%)、23%(同比+205%); 2018年归母净利润4.24亿元(同比+91%), 源于公司新业务放量带来的毛利率提升。

二、原料产品

透明质酸下游前景广阔, 四大核心技术+产能扩张建立公司竞争优势。透明质酸应用领域广泛, 下游保健食品和医美行业快速发展, 推动透明质酸原料需求持续增长, 未来五年复合增速可达18%。公司透明质酸原料产量全球占比超36%, 拥有四大核心技术, 上市后募集资金扩大原料产能, 持续抢占市场。

三、医疗终端

医疗终端子领域高速发展, 产品线的持续扩充带来公司的市占率提升。公司医疗终端产品所处细分市场空间广阔: 消费升级下的渗透率提升以及需求年轻化驱动医美行业快速增长, 人口老龄化持续提振骨科注射剂需求。公司有望通过透明质酸填充剂-骨科注射剂-肉毒素的产品线扩充拓展终端市场。

四、功能性护肤品

行业景气度高涨, 产品力+营销助力公司持续推出爆款市场突围。近年中国化妆品市场消费快速增长, 高端化、年轻化、电商化为大势所趋, 当前行业竞争格局分散, 优质国产品牌呈异军突起之姿。基于技术壁垒和产业链优势所带来产品力和出色的营销力, 公司有望通过产品推陈出新配合营销, 建立品牌护城河, 并持续推出爆款产品, 拉动化妆品领域业绩增长。

五、财务分析

分行业对比结论, 公司净利率、ROE均属同业优秀, 盈利能力突出。原料药行业: 毛利率与行业持平, 销售费用率显著低于同业, 净利率、ROE同业最高; 医疗终端行业: 毛利率偏低, 但随着下游产品拓展盈利能力持续提升; 功能性护肤品行业: 毛利率属行业最高, 销售费用率低于行业, 研发费用率高于同业。

六、盈利预测与投资建议

预计公司19-21年实现净利润5.71、7.48、9.71亿元, EPS1.19、1.56、2.02元, 给予PE45-60x, 对应2020年合理市值338-450亿元。建议重点关注。

风险提示: 技术替代风险、产品替代风险、营销效率不及预期、原材料价格波动风险

内容目录

一、公司简介：全球透明质酸产业链龙头.....	- 5 -
1. 历史沿革	- 5 -
2. 股权结构	- 5 -
3. 产品结构	- 6 -
4. 历史业绩	- 7 -
二、原料产品：需求旺盛，优势明显.....	- 8 -
1. 行业看点：透明质酸下游应用前景广阔.....	- 8 -
2. 公司看点：四大核心技术+产能扩张建立长期竞争优势	- 10 -
三、医疗终端：产品拓展带来市占率提升.....	- 11 -
1. 行业看点：医疗终端子领域高速发展.....	- 11 -
2. 公司看点：产品线扩充持续拓展医疗终端市场.....	- 14 -
四、功能性护肤品：品牌效应有望增强	- 14 -
1. 行业看点：高端化、年轻化、电商化为大势所趋	- 14 -
2. 公司看点：产品+营销打造强品牌力	- 17 -
五、财务分析	- 18 -
1. 原料药行业横向对比	- 18 -
2. 医疗终端行业横向对比	- 19 -
3. 化妆品行业横向对比	- 20 -
六、盈利预测与投资建议	- 21 -
1. 盈利预测	- 21 -
2. 估值建议	- 21 -
风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1: 华熙生物发展历程	- 5 -
图表 2: 华熙生物股权结构	- 5 -
图表 3: 华熙生物业务概况	- 6 -
图表 4: 华熙生物原料业务主要产品	- 6 -
图表 5: 华熙生物医疗终端业务主要产品	- 7 -
图表 6: 华熙生物功能性护肤品业务主要产品	- 7 -
图表 7: 2009-2018 年公司营收及增速	- 7 -
图表 8: 2009-2018 年公司净利及增速	- 7 -
图表 9: 2009-2018 年公司毛利率、净利率	- 8 -
图表 10: 2009-2018 年公司销售、管理费用率	- 8 -
图表 11: 2016-2018 年公司原料业务分产品营收	- 8 -
图表 12: 2016-2018 年原料业务分产品毛利率	- 8 -
图表 13: 透明质酸原料产业链及主要应用领域	- 9 -
图表 14: 2014-2018 年全球透明质酸原料销量及增速	- 9 -
图表 15: 2014-2018 年中国透明质酸原料规模及增速	- 9 -
图表 16: 全球透明质酸原料销量结构	- 10 -
图表 17: 透明质酸原料产品主要竞争对手	- 10 -
图表 18: 华熙生物核心技术及成果简介	- 10 -
图表 19: 2016-2018 年公司透明质酸原料产量	- 11 -
图表 20: 公司原料业务扩产计划	- 11 -
图表 21: 2016-2018 年公司医疗终端分产品营收	- 11 -
图表 22: 2016-2018 年医疗终端分产品毛利率	- 11 -
图表 23: 2014-2023E 年中国手术、非手术类医疗美容市场规模及增速	- 12 -
图表 24: 2017 年全球各医美项目完成数 (万例)	- 12 -
图表 25: 2018 年中国透明质酸填充市场销售额占比	- 13 -
图表 26: 透明质酸填充注射剂领域主要竞争对手	- 13 -
图表 27: 我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模	- 13 -
图表 28: 2015-2017 年玻璃酸钠注射市场竞争格局	- 13 -
图表 29: 骨科注射剂领域主要竞争对手	- 13 -
图表 30: 2016-2018 年公司功能性护肤品分产品营收	- 14 -
图表 31: 2016-2018 年功能性护肤品毛利率	- 14 -
图表 32: 2008-2018 年我国化妆品市场规模及增速	- 15 -

图表 33: 2009-2018 年化妆品主要销售渠道占比	- 15 -
图表 34: 2017 年我国护肤品行业前十大公司市占率	- 15 -
图表 35: 2017 年我国彩妆行业前十大公司市占率	- 15 -
图表 36: 化妆品领域主要竞争对手	- 16 -
图表 37: 2017 年京东平台各年龄安瓶用户数增长率	- 17 -
图表 38: Top 护肤成分相关讨论发博量排名	- 17 -
图表 39: 润百颜与故宫合作口红	- 17 -
图表 40: 故宫口红引爆朋友圈	- 17 -
图表 41: 2009-2018 年原料业务可比公司毛利率	- 18 -
图表 42: 2009-2018 年原料业务可比公司净利率	- 18 -
图表 43: 2009-2018 年原料业务可比公司销售费用率	- 18 -
图表 44: 2009-2018 年原料业务可比公司研发费用率	- 18 -
图表 45: 2009-2018 年原料业务可比公司管理费用率	- 18 -
图表 46: 2009-2018 年原料业务可比公司 ROE	- 18 -
图表 47: 2009-2018 年医疗终端可比公司毛利率	- 19 -
图表 48: 2009-2018 年医疗终端可比公司净利率	- 19 -
图表 49: 2009-2018 年医疗终端可比公司销售费用率	- 19 -
图表 50: 2009-2018 年医疗终端可比公司研发费用率	- 19 -
图表 51: 2009-2018 年医疗终端可比公司管理费用率	- 19 -
图表 52: 2009-2018 年医疗终端可比公司 ROE	- 19 -
图表 53: 2009-2018 年化妆品可比公司毛利率	- 20 -
图表 54: 2009-2018 年化妆品可比公司净利率	- 20 -
图表 55: 2009-2018 年化妆品可比公司销售费用率	- 20 -
图表 56: 2009-2018 年化妆品可比公司研发费用率	- 20 -
图表 57: 2009-2018 年化妆品可比公司管理费用率	- 20 -
图表 58: 2009-2018 年化妆品可比公司 ROE	- 20 -
图表 59: 可比公司业绩及估值	- 21 -
图表 60: 盈利预测	- 23 -

一、公司简介：全球透明质酸产业链龙头

华熙生物全产业链优势凸显，深耕透明质酸原料产品线并在医疗终端、功能护肤品领域不断发力。原料药业务，公司四大核心技术奠定竞争优势，未来产能持续提升；医疗终端业务，产品线不断扩充，未来市场持续拓展；功能性护肤品业务，产品+营销提升品牌效应，有望迎来爆发式增长。

1. 历史沿革

公司成立于1998年，是全球领先的透明质酸生产企业，透明质酸产业化规模位居国际前列，是国内最早实现微生物发酵法生产透明质酸的企业之一。

图表 1：华熙生物发展历程

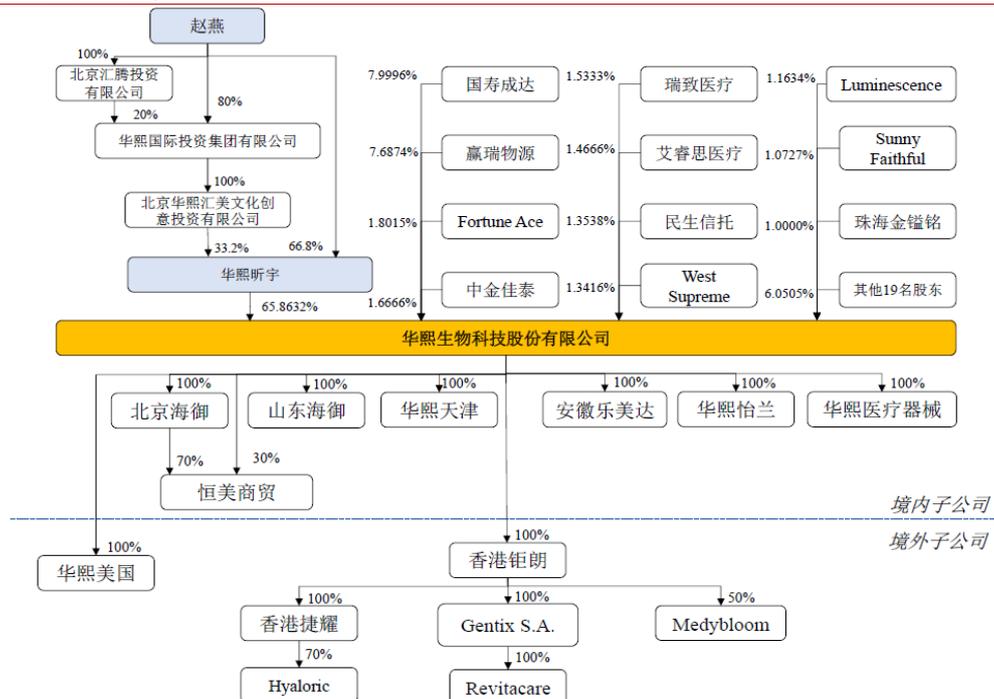
年份	事件
1998年	核心创业团队开始透明质酸产品的研发、生产和销售
2000年	收购、建厂并全国首发性实现以发酵法大规模生产HA
2008年	成功在香港联交所主板上市
2011年	实现酶切法生产寡聚透明质酸（纳诺HA®）
2012年	成功推出HA终端产品润百颜，业务向产业链下游扩展
2015年	与Medytox达成战略合作，共同开展肉毒素在中国的产品研发、临床试验及产品注册
2017年	全资收购法国高端皮肤管理公司Revitacare；战略退出香港资本市场
2018年	推出11款新品：润致、华熙颐宝、Bio-MESO肌活、德玛润、夸迪、Bioyouth™-Brice糙米发酵滤液；Bioyouth™-Natto纳豆提取液；Hymagic™-4D透明质酸；熙敏修™超活透明质酸；熙安颜™依克多因；Biomoist®透明质酸（口腔专用） 旗下品牌润百颜成功入驻德威治大药房，开启了华熙生物进军传统医药零售渠道的新篇章 与故宫博物院强强联手推出故宫口红及故宫美人面膜，助力中国文化走近年轻消费群

来源：公司官网，中泰证券研究所

2. 股权结构

公司实际控制人为董事长赵燕女士，间接持有 65.86%公司股份，股权结构集中。

图表 2：华熙生物股权结构

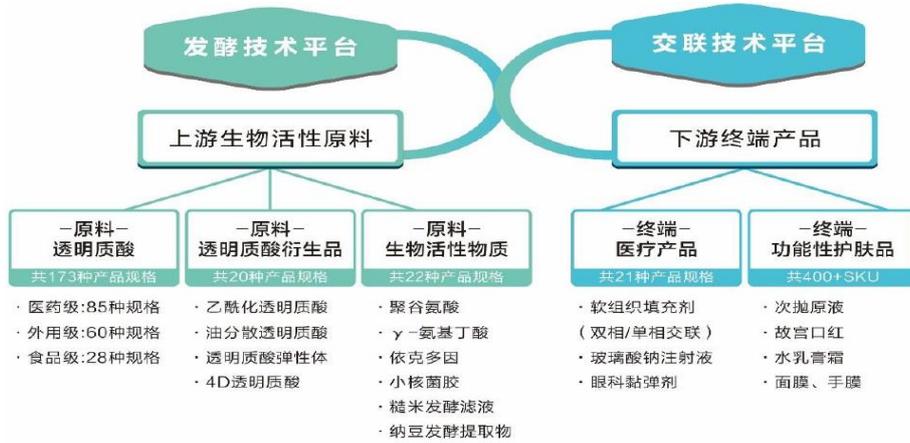


来源：招股书，中泰证券研究所

3. 产品结构

公司实现透明质酸全产业链覆盖。凭借微生物发酵和交联两大技术平台，开发生物活性材料，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品的全产业链业务体系，服务全球的医药、化妆品、食品企业、医疗机构及终端用户。

图表 3: 华熙生物业务概况



来源：招股书，中泰证券研究所

公司原料业务线主要包括透明质酸原料（医药、化妆品、食品级）、透明质酸钠衍生物及其它生物活性物质。

图表 4: 华熙生物原料业务主要产品

类别	应用领域	产品名称	产品应用	核心技术应用情况
透明质酸钠原料	医药	医药外用级Hyature®玻璃酸钠	滴眼液，隐形眼镜护理液，外用药物，口服制剂等	微生物发酵技术
		注射级Hyature®玻璃酸钠	眼科黏弹剂，软组织填充剂，防粘连剂，膝关节炎、骨关节炎和肩周炎改善用药等	
		医疗器械级Hyature®透明质酸钠	伤口愈合外用制剂，腔道润滑剂，药物载体等	
	化妆品	Hybloom®透明质酸钠，高分子/低分子/寡聚/酶切寡聚透明质酸钠，透明质酸钠1%溶液	天然保湿因子；优良的润滑和成膜性；增稠和稳定乳化作用；水合角质层，营养肌肤；防晒及晒后修护；用于护肤、发用、彩妆、清洁等产品	微生物发酵技术
纳诺HA®酶切寡聚透明质酸钠		透皮吸收，深层保湿，修护受损细胞，抗氧化，抗衰老；用于护肤品	生物酶切技术	
食品	HAPLEX®透明质酸钠	改善皮肤水份，增加骨密度，抗氧化，对胃黏膜损伤有辅助保护作用；用于保健食品及糖果等普通食品	微生物发酵技术	
透明质酸钠衍生物	化妆品	Hyacolor®油分散透明质酸钠	天然呵护，保湿滋润，改善粗糙，丰唇，修护；用于彩妆产品	透明质酸钠微粉化和悬浮分散技术
		cationHA®高亲和性透明质酸钠	高亲和性，耐冲洗，渗透修护，增强头皮屏障功能，降低表面活性剂刺激，良好的相容性；用于洗护产品	透明质酸钠与阳离子络合反应技术
		Hymagic®-ACHA乙酰化透明质酸钠	高吸肤性，双倍保湿力，修护皮肤屏障，增加皮肤弹性；用于护肤品	透明质酸乙酰化修饰技术
		Hyacross®透明质酸弹性体	隐形防护，抵御紫外线，隔离污染物，长效保湿，增加皮肤弹性，减少皮肤粗糙度；用于护肤品	交联技术
		熙敏修TM 超活透明质酸	透皮吸收，抑制炎症因子释放，修护皮肤屏障；用于护肤产品	生物酶切技术
其他生物活性物质	—	γ-氨基丁酸	抗衰老，舒展皱纹，光滑肌肤，促进细胞新生，修护受损肌肤，促进HA与胶原蛋白合成；用于护肤、发用、彩妆，及食品	微生物发酵技术
		熙安颜TM	抗压防护，舒缓修护，防晒，保湿，抗氧化；	
		依克多因	用于医药产品，及护肤、发用、彩妆产品	
		Hyafactor®- PGA	促进保湿因子蓄积，减缓HA降解并协同增效，增强皮肤持水能力，提高弹性和柔软度，抑制黑色素合成；	
		聚谷氨酸钠	用于医药产品，护肤、发用产品，食品	
		纳豆提取液	保护皮肤屏障，保湿；提高细胞活力，减少脂褐素累积；抗炎舒缓，抗氧化；用于护肤、洗护产品	
		糙米发酵滤液	提高细胞活力、促进细胞新生和组织修护；抗氧化，延缓肌肤衰老；改善肤色；用于护肤、洗护产品	

来源：招股书，中泰证券研究所

医疗终端业务线主要包括皮肤类医疗产品（软组织填充剂），玻璃酸钠骨科注射液以及作为眼科粘弹剂的透明质酸钠凝胶。

图表 5: 华熙生物医疗终端业务主要产品

产品分类	产品名称	注册类别	主要品牌	产品图示	主要用途	核心技术应用情况
骨科注射液	玻璃酸钠注射液	化学药品	海力达		适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎	终端湿热灭菌技术
眼科黏弹剂	医用透明质酸钠凝胶	III类医疗器械	海视健		眼科手术辅助用医疗器械, 用于白内障和人工晶体植入术	终端湿热灭菌技术
软组织填充剂	注射用修饰透明质酸钠凝胶	III类医疗器械	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	交联技术
			润致			

来源: 招股书, 中泰证券研究所

功能性护肤品业务主要包括次抛原液、面膜、水乳及口红的生产与销售, 公司旗下有润百颜、华熙颐宝等多个护肤品牌。

图表 6: 华熙生物功能性护肤品业务主要产品

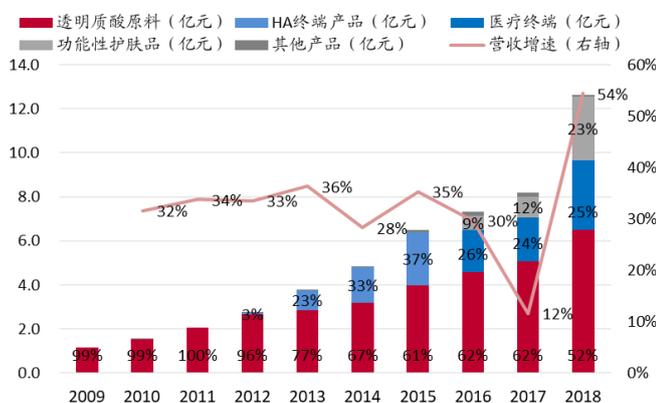
品牌	产品线	产品图示
润百颜	次抛原液; 洁面、精华液、水乳霜; 手霜; 面膜等	
	口红 (与故宫文创合作)	
华熙颐宝	次抛原液	
德玛润	次抛原液、灌注液; 卸妆洁面、水乳霜等	
米蓓尔	洁面、精华液、日常水乳等	
润月雅	精华、面膜等	
BioMES 肌活	动力肌底液、面膜	
夸迪	次抛原液、导入液; 眼部精华; 水乳霜; 面膜等	

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

4. 历史业绩

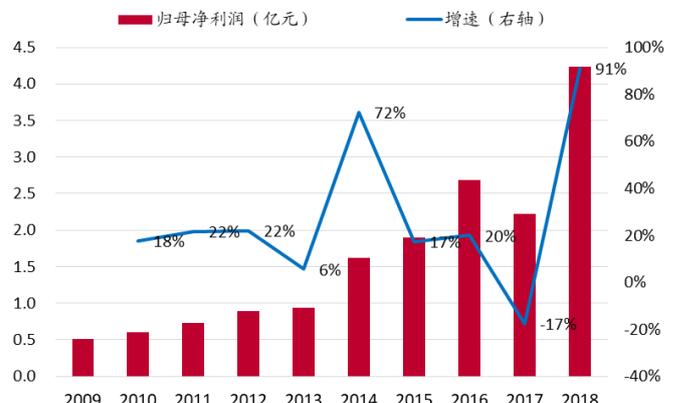
公司 2018 年营收 12.63 亿元 (同比+54%), 其中原料、医疗终端、功能性护肤品分别占比 51% (同比+28%)、25% (同比+59%)、23% (同比+205%); 2018 年归母净利润 4.24 亿元 (同比+91%, 源于公司新业务放量带来的毛利提升); 而 2017 年业绩增速下滑源于原料业务毛利的降低。公司业绩增长总体稳健, 10 年来利润复合增速高达 24%。

图表 7: 2009-2018 年公司营收及增速

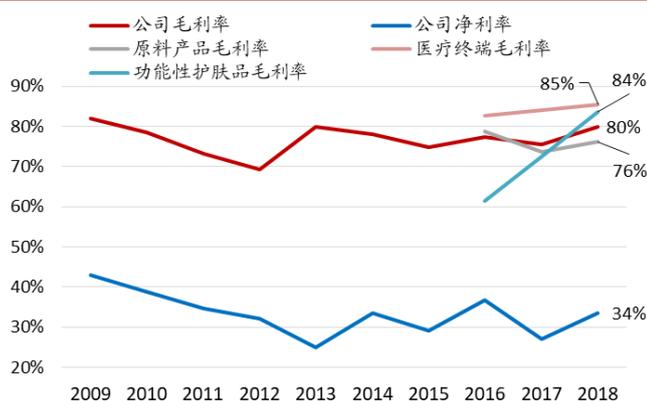


来源: 招股书, 中泰证券研究所。2009-2015 年数据来源于港股年报。

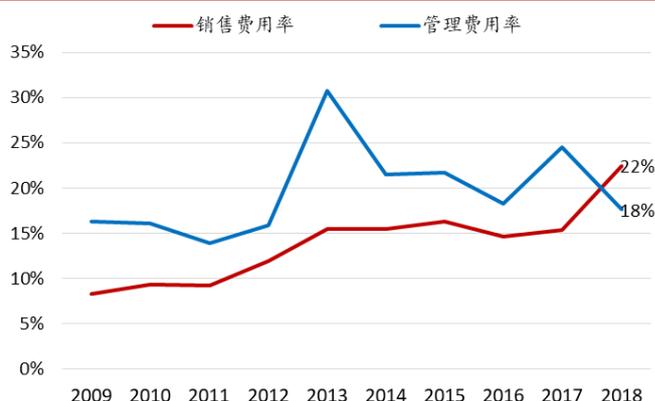
图表 8: 2009-2018 年公司净利及增速



来源: 招股书, 中泰证券研究所。2009-2015 年数据来源于港股年报。

图表 9: 2009-2018 年公司毛利率、净利率


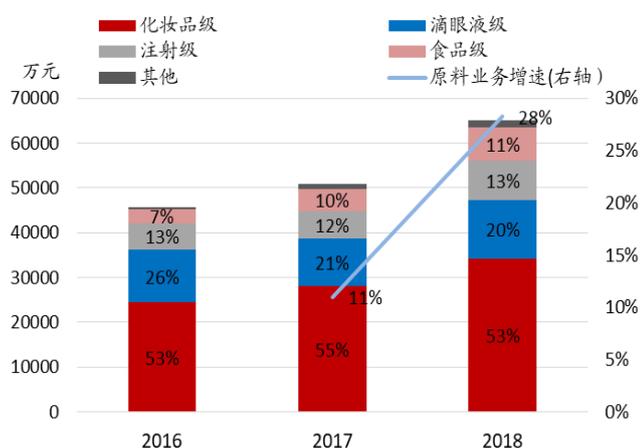
来源: 招股书, 中泰证券研究所。2009-2015 年数据来源于港股年报。

图表 10: 2009-2018 年公司销售、管理费用率


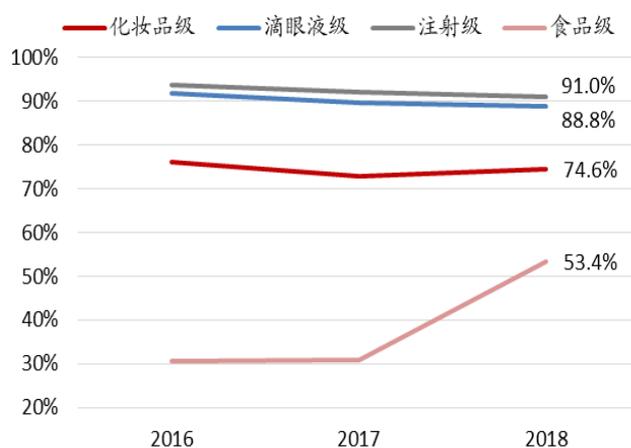
来源: 招股书, 中泰证券研究所。2009-2015 年数据来源于港股年报。

二、原料产品: 需求旺盛, 优势明显

2018 年公司原料业务实现收入 6.5 亿元 (同比+28%), 化妆品级、滴眼液级、注射级、食品级原料收入分别占比 53%、20%、13%、11% (同比增长 22%、23%、43%、44%)。从利润率看, 滴眼液级、注射级毛利率高达 90.2%、88.3%, 化妆品级 74.6%, 食品级毛利率较低, 但呈逐年上升之势。

图表 11: 2016-2018 年公司原料业务分产品营收


来源: 公司公告, 中泰证券研究所。

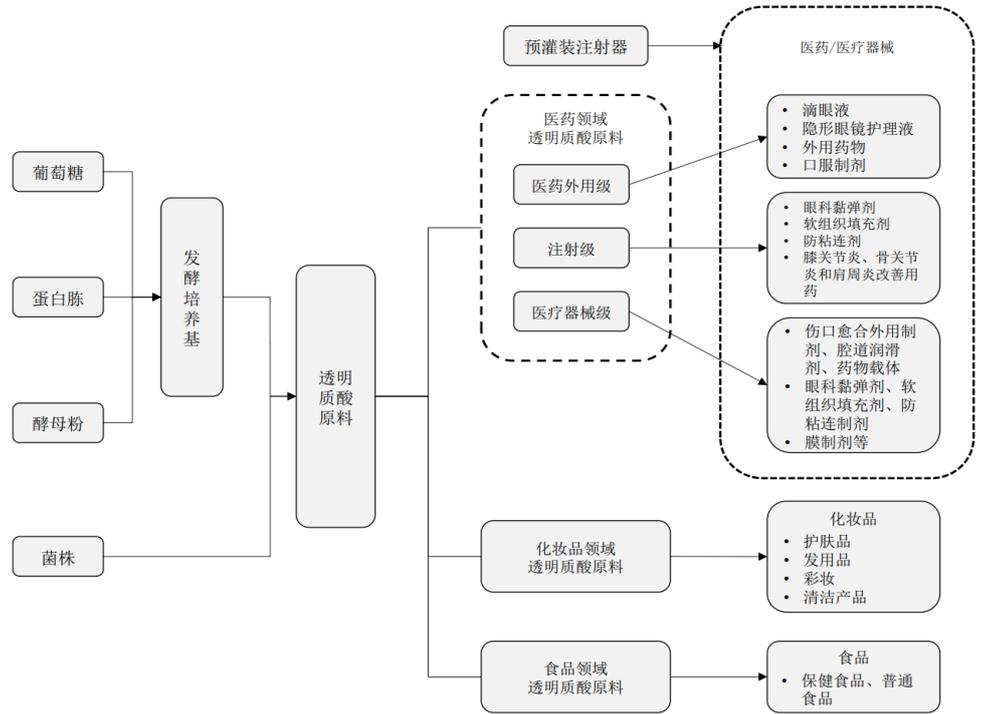
图表 12: 2016-2018 年原料业务分产品毛利率


来源: 公司公告, 中泰证券研究所。

1. 行业看点: 透明质酸下游应用前景广阔

透明质酸具有重要的理化功能, 应用领域十分广泛。透明质酸又称玻尿酸, 是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖, 具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能, 在医疗 (骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等)、化妆品及功能性食品领域中应用十分广泛。

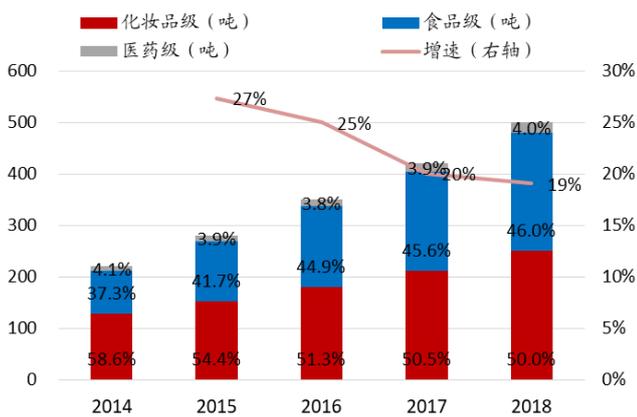
图表 13: 透明质酸原料产业链及主要应用领域



来源：公司公告，中泰证券研究所。

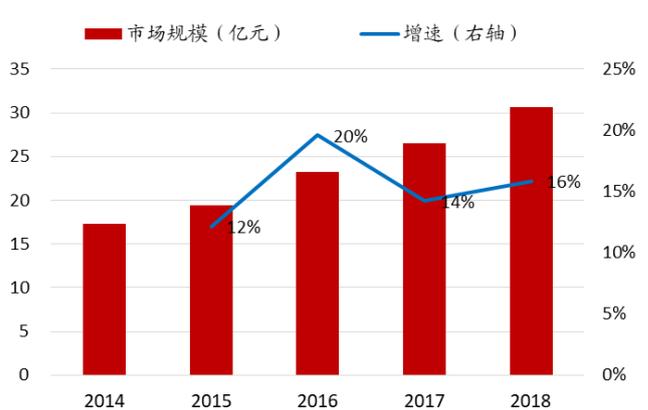
下游保健食品和医美行业快速发展，推动透明质酸原料需求持续增长。2018 年全球透明质酸销量 500 吨(同比 19%)，中国销量占比 86%，市场规模约 30.7 亿元。化妆品、食品、医药级增速分别为 22%、20%、18%。参考 Frost&Sullivan 预测，2023 年全球透明质酸原料销量可达 1150 吨，复合增速为 18%。随着各国对透明质酸食品监管政策的持续开放，下游医美需求的不断增长，以及透明质酸应用领域的持续拓展，未来透明质酸原料需求依旧旺盛。

图表 14: 2014-2018 年全球透明质酸原料销量及增速



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所。

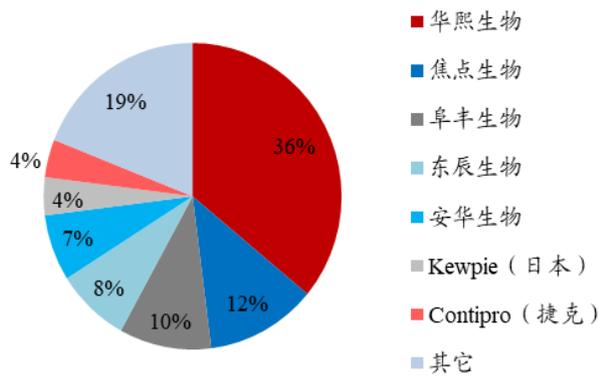
图表 15: 2014-2018 年中国透明质酸原料规模及增速



来源：Frost & Sullivan，中泰证券研究所。

公司为透明质酸原料主要生产商，全球销量占比 36%。全球透明质酸原料销量前五名均为中国企业，但中国生产医药级原料较少。因此在化妆品、食品级原料领域公司主要竞争对手为国内的焦点生物、阜丰生物、东辰生物、安华生物等，医药级竞争对手为国外生产商，如日本资生堂、丘比，以及捷克 Contipro 公司等。

图表 16: 全球透明质酸原料销量结构



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所。

图表 17: 透明质酸原料产品主要竞争对手

公司名称	国家	公司主要经营情况
山东焦点生物科技	中国	成立于2012年, 公司总投资1.4亿元, 主要生产化妆品及食品级透明酸钠原料。
资生堂	日本	成立于1927年, 是最早开始发酵法生产透明质酸研究的公司之一, 也是最早实现透明质酸原料产业化生产的公司之一, 目前依旧有一定透明质酸原料产能。
Contipro Inc.	捷克	成立于1990年, 目前是领先的制药和化妆品透明质酸产品生产厂商之一, 致力于透明质酸材料的研究和开发以及医疗保健应用。
丘比株式会社	日本	成立于1991年, 主营沙拉酱等餐饮用品, 1983年开始用提取法生产透明质酸原料, 2004年更新技术开始采用发酵法生产透明质酸原料。

来源: 招股书, 中泰证券研究所。

2. 公司看点: 四大核心技术+产能扩张建立长期竞争优势

四大核心技术为公司核心竞争力

采用发酵法规模化生产, 产率为同行 2 倍: 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并实现商业化生产的企业。目前公司透明质酸发酵产率达到了 10~13g/L, 远高于文献报道的行业最优水平 6~7g/L。

分子量控制技术, 生产高附加值的医药级、化妆品级原料能力强: 具有广阔的医学和化妆品应用前景的超高分子量、低分子量、寡聚透明质酸难以商业化生产, 公司采用全球领先的透明质酸发酵、酶切及分离纯化技术, 实现了不同分子量段透明质酸的产业化技术突破。根据 Frost&Sullivan 披露, 中国医药级透明质酸的出口价格为 2700-50000 美元/公斤, 而其他级别则为 150-500 美元/公斤, 分子量控制技术有助于推动公司原料产品结构升级、毛利提升。

交联技术进行结构性修饰, 提升透明质酸体内维持时间和强度: 未经修饰的天然透明质酸在体内极易被降解吸收, 通常需采用交联技术对其进行结构性修饰。公司自 2006 年开始交联技术的研究, 解决了透明质酸交联中的三大技术难题。

终端湿热灭菌技术, 显著降低注射后副反应的发生: 玻璃酸钠一般采用无菌灌装工艺生产, 但该方法的无菌保证水平较低。公司玻璃酸钠注射液产品国内率先采用终端湿热灭菌的方式, 使产品的无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一, 显著提高产品安全性, 并被 CFDA 作为该类产品的标准灭菌方式。

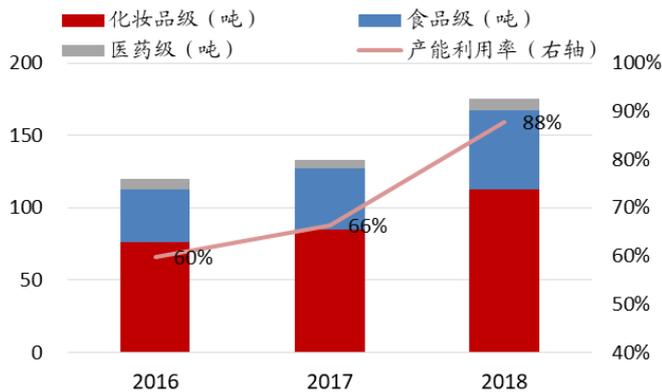
图表 18: 华熙生物核心技术及成果简介

两大科技平台	四大核心技术	奖项与认证	专利/许可	产业化能力
微生物发酵技术平台	国内领先的微生物发酵法生产透明质酸技术	国家科技进步二等奖; 国家重点新产品; 国家火炬高技术产业项目; 山东省重点研发计划	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了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、印度在内的注册备案资质21项	透明质酸发酵产率达到了10-13g/L, 年产量已接近180吨, 产品规格近200项; 酶切寡聚透明质酸的年产量达到了10吨以上; 透明质酸及其它活性物质均已实现产业化
	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	山东省科技进步奖; 山东省专利奖; 山东名牌产品; 山东省科技发展计划项目		
梯度3D交联技术平台	透明质酸高效交联技术突破	国产交联透明质酸软组织填充剂首家获得CFDA批准; 欧盟三类医疗器械CE证书	医疗终端产品在国内取得药械类认证21项, 国际认证11项	拥有专利凝胶粒制技术及设备, 软组织填充剂、骨关节注射液、眼科黏弹剂产品年产能合计可达近400万支
	玻璃酸钠注射液国内率先采用终端灭菌技术	山东省技术创新项目; CFDA把终端灭菌工艺作为标准灭菌方式		

来源：招股书，中泰证券研究所

募集资金扩大原料产能，持续抢占市场

2018年公司透明质酸原料产量175.5吨，产能利用率87.8%，特别是食品级、外用级原料，目前产能利用率已经趋于饱和。招股书显示，公司上市后将投资11亿用于“华熙天津透明质酸钠及相关项目”建设，扩大公司透明质酸原料和透明质酸终端产能，其中新增透明质酸原料产能300吨。项目计划建设期1年，到第四年全部达产，实际产能达到500吨。

图表 19: 2016-2018 年公司透明质酸原料产量


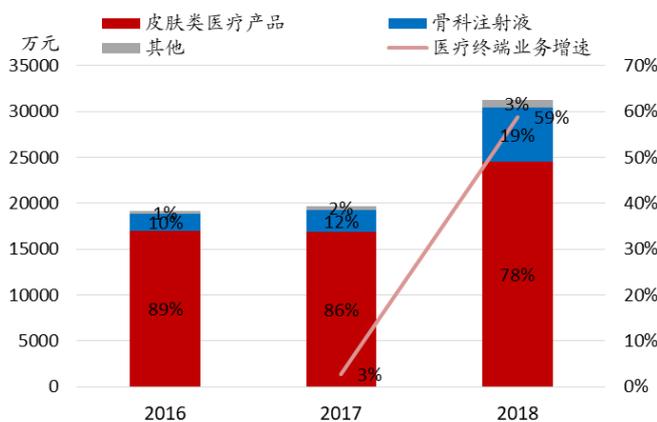
来源：招股书，中泰证券研究所。

图表 20: 公司原料业务扩产计划

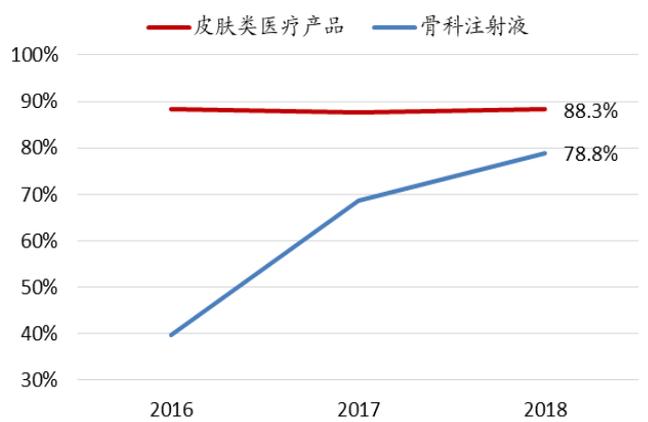

来源：招股书，中泰证券研究所。未来实际产能基于公司披露达产率预测。

三、医疗终端：产品拓展带来市占率提升

2018年公司医疗终端业务实现收入3.1亿元（同比+59%），皮肤类医疗产品占比78%（同比增速45%）。骨科注射液占比19%（同比增速144%），发展迅猛。从利润率看，皮肤类产品毛利率维持在88%，骨科注射液毛利随规模扩大逐年提升至78.8%。

图表 21: 2016-2018 年公司医疗终端分产品营收


来源：公司公告，中泰证券研究所。

图表 22: 2016-2018 年医疗终端分产品毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所。

1. 行业看点：医疗终端子领域高速发展

——医美市场

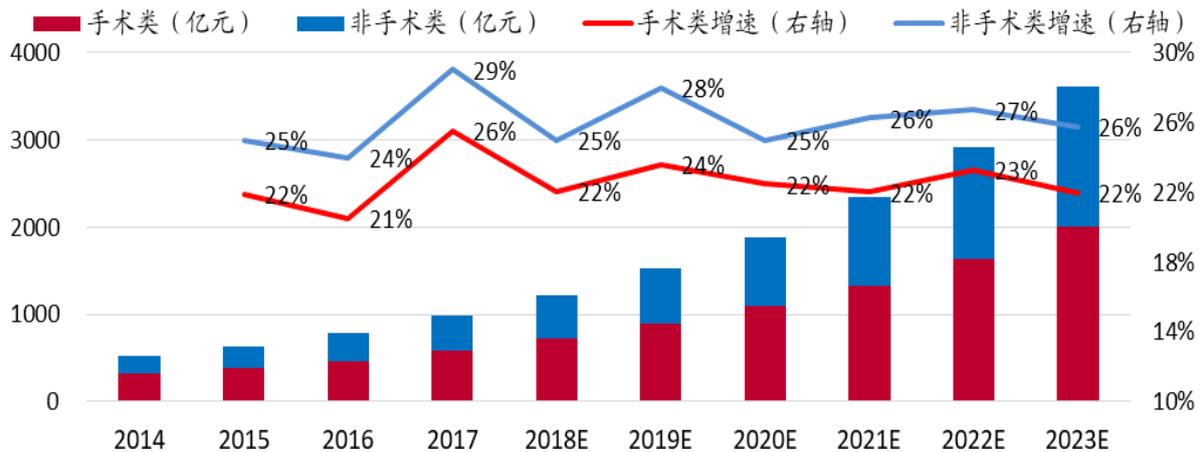
中国医美渗透率仍低，市场空间极为广阔。2017年我国医美市场规模接近1000亿元，2014年以来复合增速23.9%。参考Frost& Sullivan预测，2023年中国医美市场规模有望超过3500亿元，CAGR24%。

医美市场驱动因素有二，消费升级下的渗透率提升以及需求年轻化：

(1) 横向看中国医美渗透率远低于日韩、美国和巴西，千人中只有12人接受过医美服务。

(2) 医美需求低龄化渗透，25岁以下年轻女性医美消费占比显著提升。

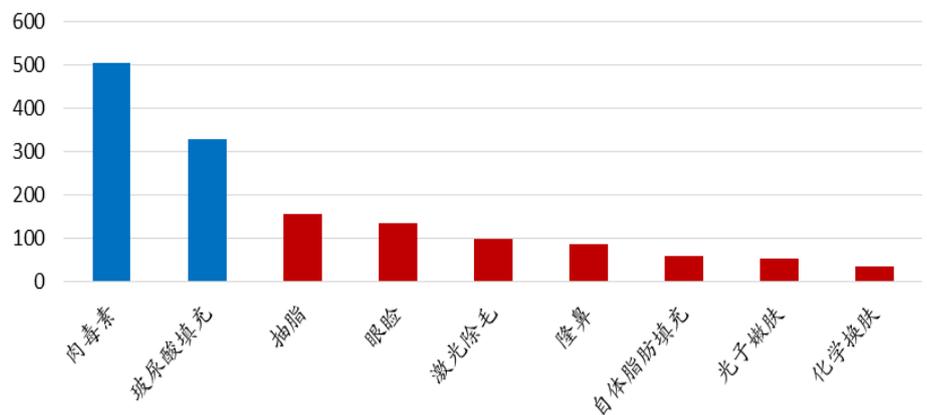
图表 23: 2014-2023E 年中国手术、非手术类医疗美容市场规模及增速



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所

肉毒素、透明质酸为主要医美手段。2017年全球医美完成项目数最高的是肉毒素，其次是透明质酸填充，分别为503和330万例。

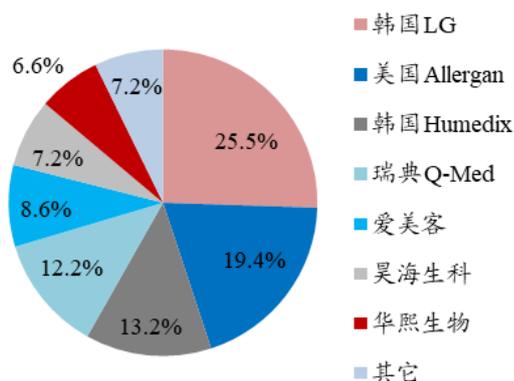
图表 24: 2017 年全球各医美项目完成数 (万例)



来源: ISAPS, 中泰证券研究所。

透明质酸填充市场以进口品牌为主，公司市占率有待提升。2018年我国透明质酸填充注射剂销售额前四均为较早进入市场的国外生产商：韩国LG、美国艾尔建、韩国Humedix、瑞典Q-Med，合计占比超70%。公司市占率为6.6%，低于同属第二梯队的国内厂商爱美客、昊海生科。

图表 25: 2018 年中国透明质酸填充市场销售额占比



来源: Frost & Sullivan, 中泰证券研究所。

图表 26: 透明质酸填充注射剂领域主要竞争对手

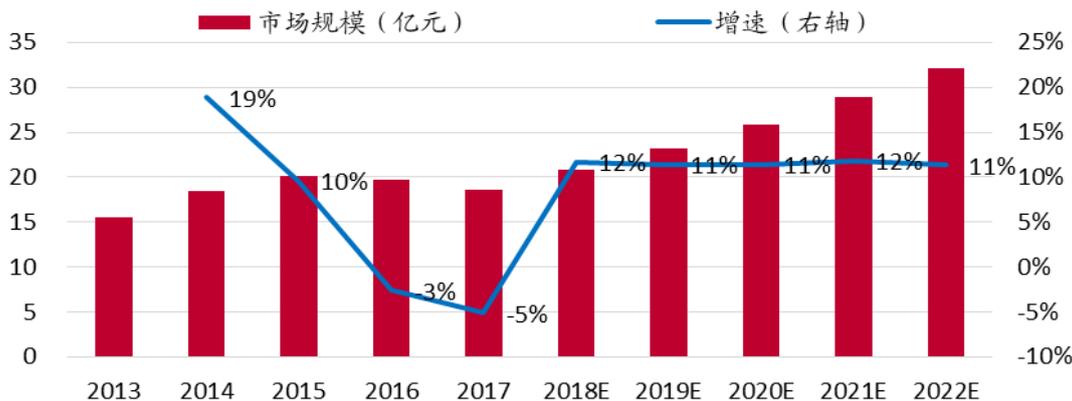
公司名称	国家	代表品牌	图示	产品特点
LG Life Sciences	韩国	伊婉		采用高分子量透明质酸加强稳定技术研制, 首个韩国进口品牌, 2017年产品中国销售额突破1亿美元
Allergan PLC (艾尔建)	美国	乔雅登		由美国艾尔建公司代理, 2007年由美国FDA核准效果可长达一年, 2017年产品全球销售额为10.4亿美元
Humedix	韩国	艾利薇		较早获批的进口注射用交联透明质酸钠凝胶品牌
Q-Med AB	瑞典	瑞蓝		国内首个CFDA批准的注射用修饰透明质酸凝胶, 根据分子量大小分为7个系列
爱美客	中国	逸美、爱芙莱、嗨体		“爱芙莱”为国内首款含利多卡因的透明质酸; “嗨体”为国内首款用于修复颈纹的复合注射材料
昊海生科	中国	海薇、姣兰		“海薇”是国内较早的单一交联透明质酸凝胶, 产品定位塑形功能; 第二代产品“姣兰”为注射用修饰透明质酸凝胶, 定位组织填充

来源: 华熙生物、昊海生科、爱美客招股书, 中泰证券研究所。

——骨科注射剂市场

骨科注射剂治疗空间广阔, 老龄化持续提振需求。公司生产的玻璃酸钠注射剂作为关节腔粘弹补充剂, 用于骨关节炎的治疗。骨关节炎是中老年人群的多发病, 2017年我国骨关节炎患者近12000万人, 治疗空间广阔。随着人口老龄化及治疗意识的提高, 骨科关节腔粘弹补充剂未来市场增速有望保持在11%。

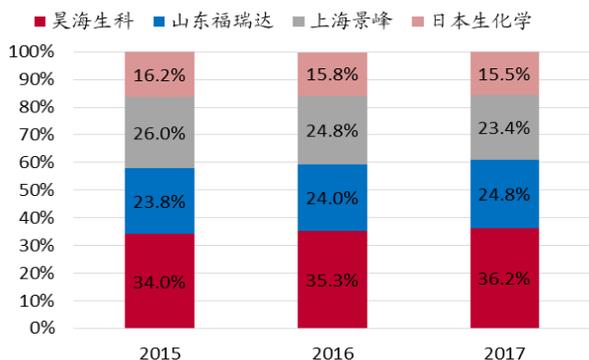
图表 27: 我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模



来源: 南方医药经济研究所、标点医药, 中泰证券研究所。

玻璃酸钠注射剂竞争格局较为稳定, 四大生产商几乎占据全部市场份额。昊海生科、山东福瑞达、上海景峰市占率为36.2%、24.8%、23.4%、15.5%。公司业务起步较晚, 有待拓展提升份额。

图表 28: 2015-2017 年玻璃酸钠注射市场竞争格局



图表 29: 骨科注射剂领域主要竞争对手

名称	公司情况	代表产品	产品图示
山东博士伦福瑞达	前身为山东正大福瑞达, 后被美国博士伦收购, 从事生物技术产品和生化药品的研究开发、生产和销售	“施沛特”玻璃酸钠注射液	
上海景峰制药	前身为上海佰加壹医药, 产品涵盖心脑血管、肿瘤、骨科、儿科和妇科等疾病领域	“佰备”玻璃酸钠注射液	
日本生化学	全球最大的HA产品生产和销售公司之一, 其销售95%集中在日本, 在国内主要销售“阿尔治”玻璃酸钠注射液	“阿尔治”玻璃酸钠注射液	
昊海生科	国内医疗器械和药品研发、生产和销售企业, 有眼科、整形美容、骨科和防粘连四个主要业务领域	玻璃酸钠注射剂、医用几丁糖	

来源：吴海生科招股说明书，中泰证券研究所。

来源：吴海生科招股说明书，中泰证券研究所。

2. 公司看点：产品线扩充持续拓展医疗终端市场

透明质酸填充注射剂首批上市，先发优势明显。公司“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶 2012 年获得 CFDA 批准上市，是国内首家获得批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂，打破了自 2008 年国外品牌对国内市场的垄断局面。

骨科注射剂中标省份持续增加，市占率有望上升。公司“海力达”骨关节腔注射液进入市场相对较晚，但公司持续推广布局，2018 年末已进入 20 个省份，未来有望依托产业链协同效应抢占竞争对手份额。

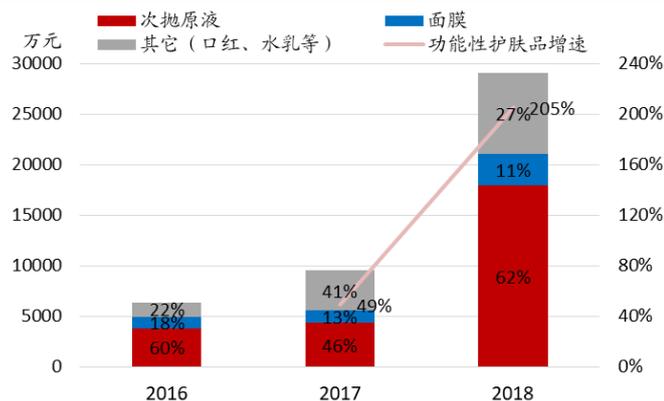
肉毒素产品开发中，具有想象空间。公司于 2015 年与韩国最大的肉毒素生产商 Medytox Inc 公司成立合资公司，开展肉毒素在中国的产品研发、临床试验及产品注册。华熙生物持有合资公司 50% 的股权，拥有大陆地区的产品独家代理权。2016 至 2018 年公司共投入 5000 万港币用于肉毒素的药效研究及产品注册。

同时，公司建立专业的医学市场支持团队，成立华熙学院，定期对临床医生和患者进行学术研讨、培训等，协助进行市场拓展。

四、功能性护肤品：品牌效应有望增强

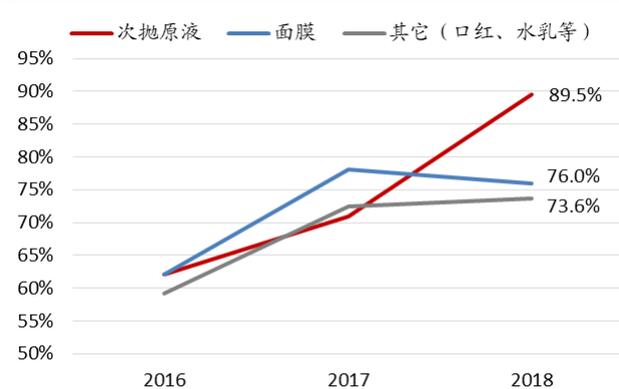
公司功能性护肤品业务近年来呈现爆发式增长，2018 年收入 2.9 亿(同比+205%)，次抛原液、面膜、其它化妆品(含口红、水乳等)占比 62%、11%、27%(收入同比+312%、158%、102%)。根据公告，由于公司与故宫合作口红热卖，2019 年 Q1 公司护肤品业务线收入突破 9000 万。从利润率看，功能性护肤品业务毛利较高，平均为 84%，其中次抛原液毛利率逐年上升，2018 年已达到 89.5%。

图表 30: 2016-2018 年公司功能性护肤品分产品营收



来源：公司公告，中泰证券研究所。

图表 31: 2016-2018 年功能性护肤品毛利率

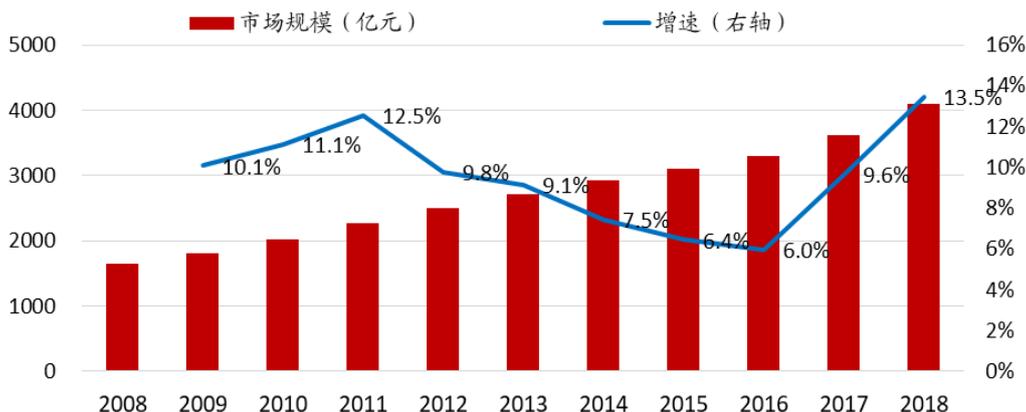


来源：公司公告，中泰证券研究所。

1. 行业看点：高端化、年轻化、电商化为大势所趋

中国化妆品消费呈现加速增长。2018 年中国化妆品市场规模 4102 亿元，近三年增长率不断提升，2018 年同比 13.5%。细分品类中，护肤品市场高速增长，彩妆消费快速爆发(2018 年彩妆增速 24.3%)。

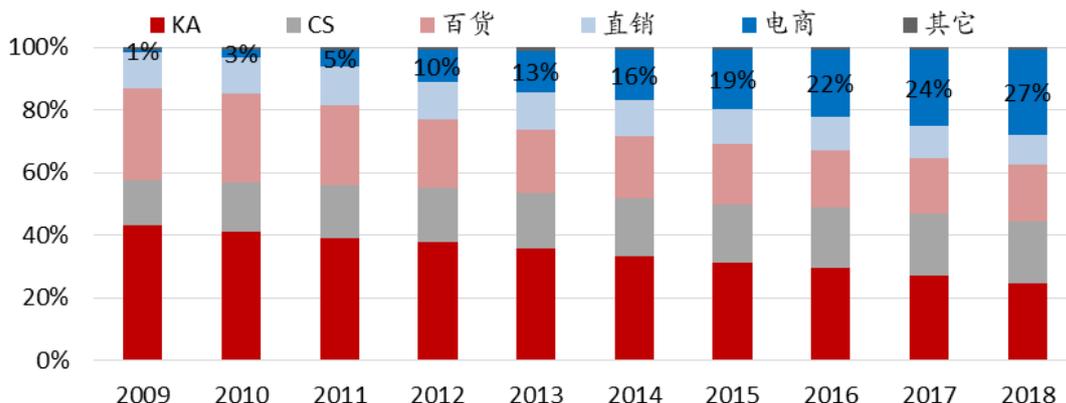
图表 32: 2008-2018 年我国化妆品市场规模及增速



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所。

行业高速发展下出现三大趋势: **产品结构:** 高端化妆品消费近年来加速增长, 2018 年同比增长 28%, 呈现明显消费升级趋势。 **消费者结构:** 化妆品消费逐渐低龄化渗透, 30 岁以下年轻消费者成为主导群体。 **渠道结构:** 线上快速增长, 目前以 27.4% 的占比成为化妆品销售最主要的渠道。

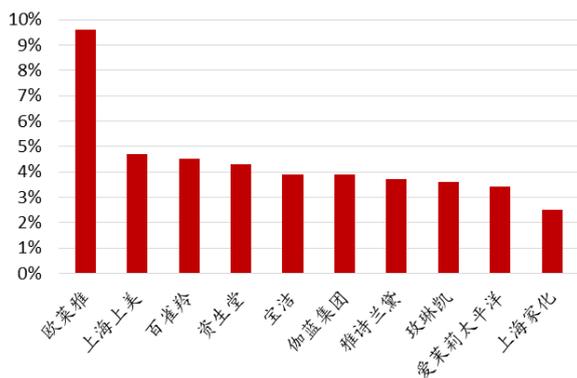
图表 33: 2009-2018 年化妆品主要销售渠道占比



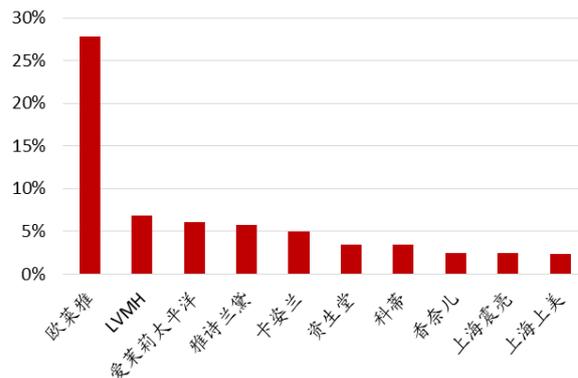
来源: Euromonitor, 中泰证券研究所。

化妆品行业格局分散, 优质国产品牌异军突起。护肤、彩妆 2017 年 CR10 为 44%、66%。行业目前由国际化妆品巨头公司主导, 但国内品牌正逐步兴起, 2017 年, 本土品牌市占率 22.5% 较 2008 年提升 9.1pct。

图表 34: 2017 年我国护肤品行业前十大公司市占率



图表 35: 2017 年我国彩妆行业前十大公司市占率



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所。

来源: Euromonitor, 中泰证券研究所。

借鉴龙头欧莱雅发展史, 国产品牌需通过“打造爆款单品”+“多元产品矩阵扩张”突围市场:

1. 1909年欧莱雅推出第一款爆品Oreal染发剂, 美发领域打响名号;
2. 随后在产品上推陈出新, 营销上与化妆品杂志、宫廷美发师等合作推广, 扩大影响力, 品牌力初步形成。
3. 自主研发+并购并举拓展品类, 进入护肤、彩妆、香氛等多领域, 形成了多元产品矩阵, 持续引领化妆品消费潮流, 百年发展造就今日化妆品帝国。

对于本土品牌商而言, 面对品牌历史的缺乏以及竞争愈发激烈的市场, 完全可以借鉴欧莱雅的成长史, 以爆款单品切入细分市场, 提升品牌知名度和消费记忆点, 待站稳脚跟后再行持续的品类扩张。

图表 36: 化妆品领域主要竞争对手

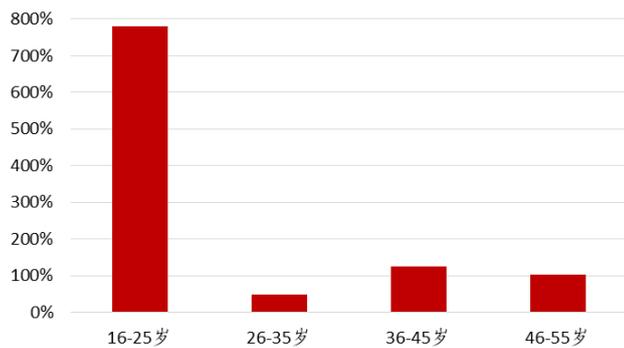
公司名称	经营概况	代表品牌	代表单品图示
欧莱雅	创始于1909年, 是一家主要经营护肤品、彩妆、护发、染发、美容仪器等业务的跨国化妆品公司。	护肤: 赫莲娜、兰蔻、科颜氏、巴黎欧莱雅、薇姿、理肤泉、修丽可; 彩妆: 圣罗兰、植村秀、美宝莲; 其它: 卡诗、美奇丝、卡夏尔	
雅诗兰黛	创始于1946年, 是一家生产和销售品牌护肤品、化妆品、香水和护发产品的公司。	护肤: 雅诗兰黛、海蓝之谜、倩碧 彩妆: 雅诗兰黛、魅可、汤姆福特、Too Faced、BECCA; 其他: 祖·玛珑、AVEDA、Kilian	
资生堂	成立于1927年, 主要从事化妆品的生产和销售业务, 还包括生产和销售健康和美容食品以及非处方药的保健业务。	护肤: Ipsa、CPB、资生堂、欧泊莱、雅漾、泊美; 彩妆: Ipsa、资生堂、NARS、Laura Mercier; 其他: 三宅一生、杜嘉班纳、丝蓓绮、资生堂专业美发	
宝洁	成立于1905年, 是世界最大的日用消费品公司之一。产品包括美容美发、居家护理、家庭健康用品、健康护理、食品及饮料等。	护肤: SK-II、玉兰油 其他: 潘婷、飘柔、海飞丝、沙宣、舒肤佳、护舒宝、碧浪、汰渍、佳洁士、吉列、博朗	
爱茉莉太平洋	成立于1945年, 其经营范围包括化妆品、家庭日化用品、保健食品、医药品、电子等。	护肤: 雪花秀、兰芝、赫拉、悦诗风吟 彩妆: 艾丝珀、梦妆、悦诗风吟、伊蒂之屋 其他: 吕	
科蒂	于1904年创立。旗下部门分为: 奢侈品(香水、护肤品)、专业美容(专业美发、美甲)、消费者美容(大众彩妆、美妆造型)	护肤: 兰嘉斯汀、自然哲理 彩妆: 妙巴黎、曼哈顿、芮谜 香水: 巴黎世家、Calvin Klein、巴宝莉	
上海上美	前身上海韩束化妆品, 于2002年成立。主营业务涵盖护肤、面膜、男士护理、彩妆、口腔护理、高端母婴、洗护等全品类。	护肤: 韩束、一叶子 彩妆: 韩粉世家、HANAMINO 个护: 索薇娅、红色小象 其他: 吾尊、时克、必优兰	
上海家化	成立于1995年, 是中国历史最悠久的日化企业之一, 主要从事化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、生产、销售及及服务。	护肤: 佰草集、美加净、双妹、玉泽、启初、一花一木 其他: 六神、家安、高夫、汤美星	
伽蓝集团	于2004年成立, 经营范围包括化妆品(发用、护肤、美容、香水类)、洗涤用品等。	护肤: 美素、自然堂、植物智慧、春夏	

来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

2. 公司看点：产品+营销打造强品牌力

产品力：借助透明质酸全产业链优势，深耕次抛原液细分领域。公司生产的“原液”指添加相对单一的高浓度护肤成分的精华液，配方精简、有效成分含量高，符合当前天然、纯粹的护肤理念。根据京东美妆数据，2017年安瓶（次抛原液）销量同比增长188%。而透明质酸作为保湿圣品，是主流的原液成分，公司有望借助产业链优势从透明质酸原液领域切入，建立品牌知名度。

图表 37：2017 年京东平台各年龄安瓶用户数增长率



来源：京东数据研究院《2017-2018 美妆消费趋势报告》，中泰证券研究所。

图表 38：Top 护肤成分相关讨论发博量排名

2017 年 1-10 月	2018 年 1-10 月
玻尿酸	玻尿酸
氨基酸	氨基酸
咖啡因	烟酰胺
透明质酸	咖啡因
茶多酚	透明质酸
胜肽	胜肽
烟酰胺	多肽
多肽	茶多酚

来源：微博数据中心，中泰证券研究所。

营销力：故宫口红走红，公司爆款打造能力强。2018年底，公司旗下品牌“润百颜”与故宫文创合作口红、面膜，迅速成为爆款，其中故宫口红一度脱销。此次跨界合作体现了公司不俗的营销能力：1) “慧眼识 IP”：此前网友利用故宫贴纸自制“故宫口红”，引起美妆圈大讨论。公司善于捕捉当下潮流趋势，与故宫博物院推出正版故宫口红，契合年轻消费者需求，奠定了爆品诞生的基础。2) 病毒式营销快速提升热度：借力 IP，公司利用微博、微信、小红书等社交平台迅速扩散新品，公众号推送阅读量很快破 10 万，故宫口红一炮而红。

图表 39：润百颜与故宫合作口红



来源：网络信息整理，中泰证券研究所。

图表 40：故宫口红引爆朋友圈



来源：网络信息整理，中泰证券研究所。

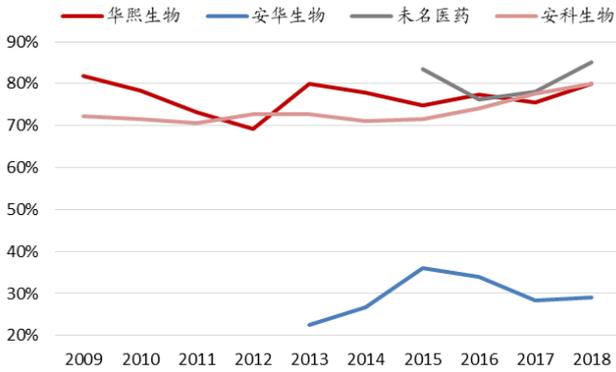
未来品牌效应有望增强：基于技术壁垒和产业链优势带来产品力和出色的营销能力，我们认为后续公司有望通过产品推陈出新配合营销，建立品牌护城河，并持续推出爆款产品，拉动业绩增长。值得一提的是，2018年12月，曾打造六神、佰草集的前上海家化技术总监李慧良先生任职公司首席技术官，负责产品技术与卖点创新，公司功能性护肤品业务看点十足。

五、财务分析

1. 原料药行业横向对比

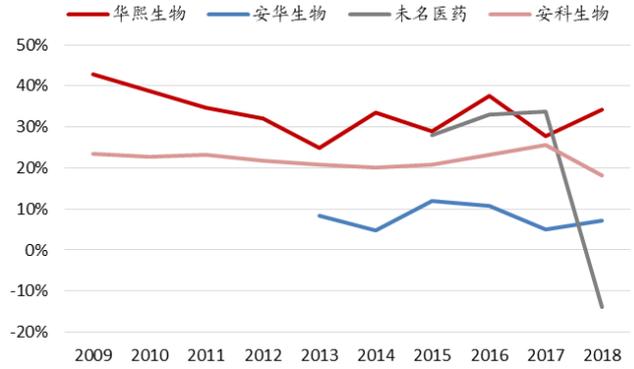
公司毛利率与安科生物、未名医药相当，净利率高于二者；得益于医药级透明质酸生产技术及规模化能力，公司毛利率远高于安华生物。

图表 41: 2009-2018 年原料药业务可比公司毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所。

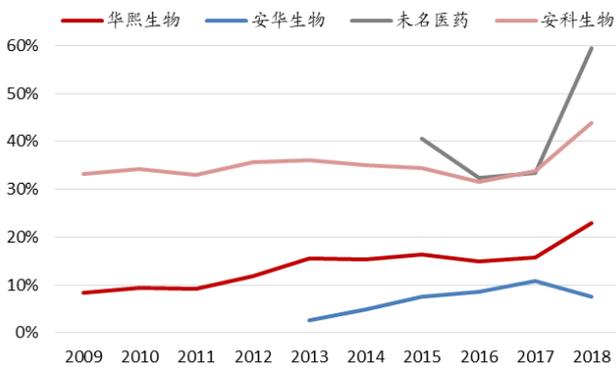
图表 42: 2009-2018 年原料药业务可比公司净利率



来源: wind, 中泰证券研究所。

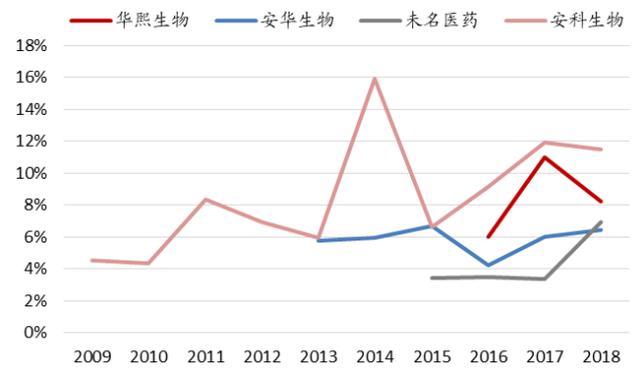
公司销售费用率低于同业, 高于仅有原料业务的安华生物; 研发费用率行业居中。

图表 43: 2009-2018 年原料药业务可比公司销售费用率



来源: wind, 中泰证券研究所。

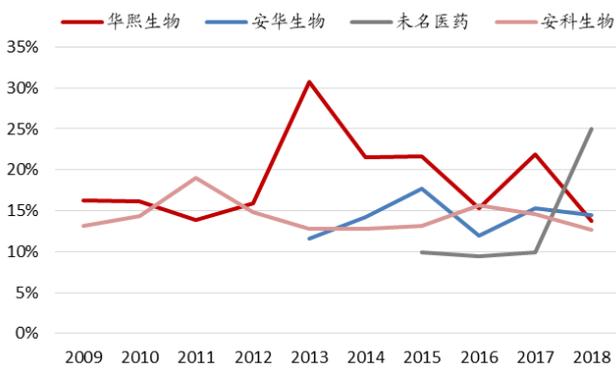
图表 44: 2009-2018 年原料药业务可比公司研发费用率



来源: wind, 中泰证券研究所。

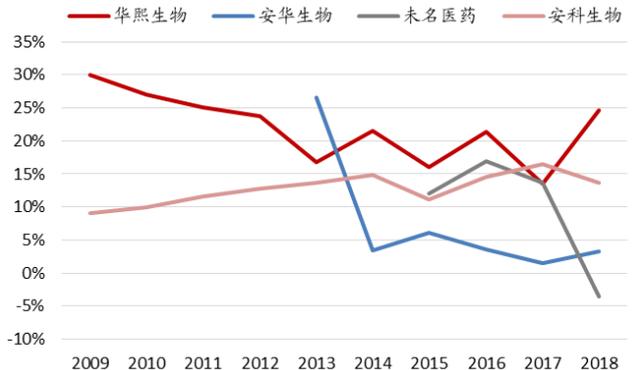
公司净利率高于同业可比、ROE 水平也为同业最高。

图表 45: 2009-2018 年原料药业务可比公司管理费用率



来源: wind, 中泰证券研究所。

图表 46: 2009-2018 年原料药业务可比公司 ROE

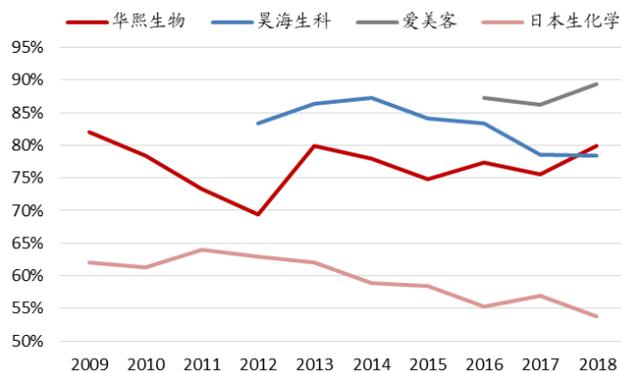


来源: wind, 中泰证券研究所。

2. 医疗终端行业横向对比

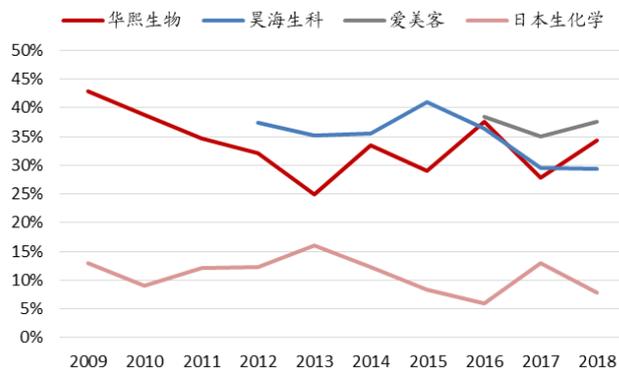
公司毛利率、净利率低于医疗终端可比公司，但随着高毛利的终端业务拓展，盈利水平显著提升，目前仅次于爱美客。

图表 47: 2009-2018 年医疗终端可比公司毛利率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

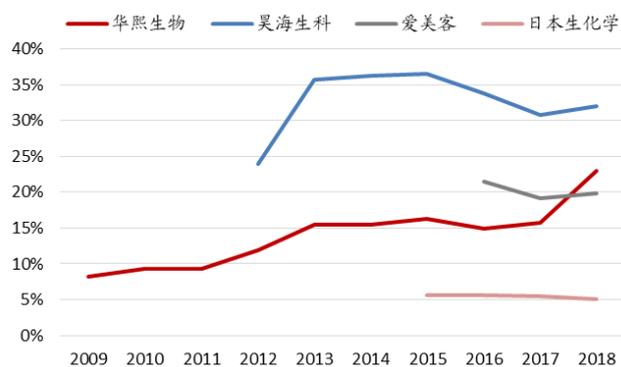
图表 48: 2009-2018 年医疗终端可比公司净利率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

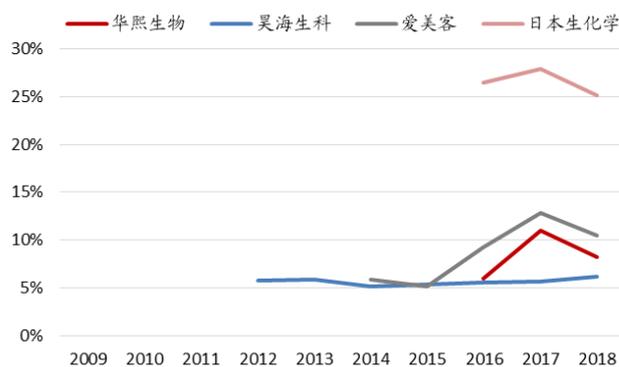
公司历史销售费用率低于可比, 2018 年明显上行; 研发费用率与可比公司相当。

图表 49: 2009-2018 年医疗终端可比公司销售费用率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

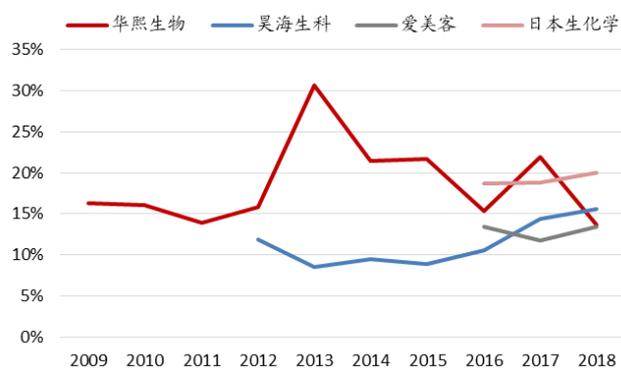
图表 50: 2009-2018 年医疗终端可比公司研发费用率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

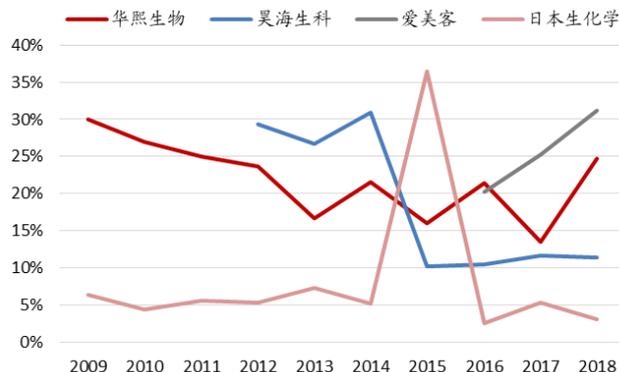
公司 ROE 属同业上游水平, 仅低于整体毛利较高的爱美客。

图表 51: 2009-2018 年医疗终端可比公司管理费用率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

图表 52: 2009-2018 年医疗终端可比公司 ROE

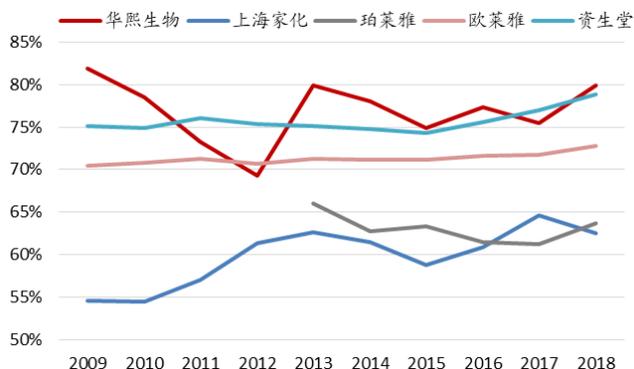


来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

3. 化妆品行业横向对比

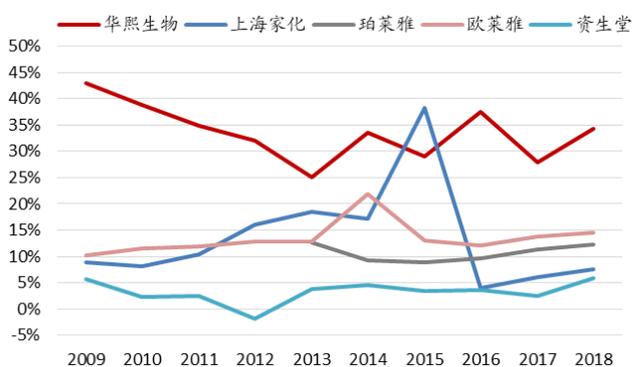
公司毛利率、净利率同业最高，体现了较强的盈利能力。

图表 53: 2009-2018 年化妆品可比公司毛利率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

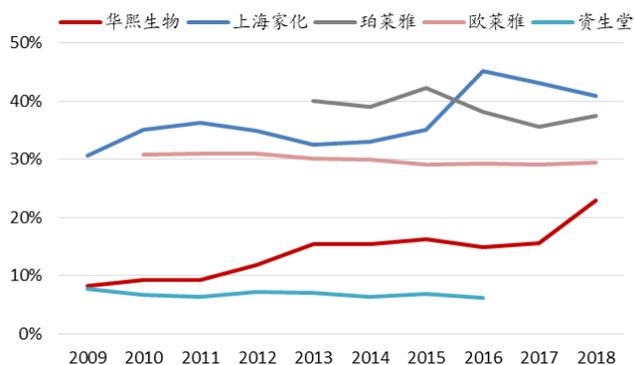
图表 54: 2009-2018 年化妆品可比公司净利率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

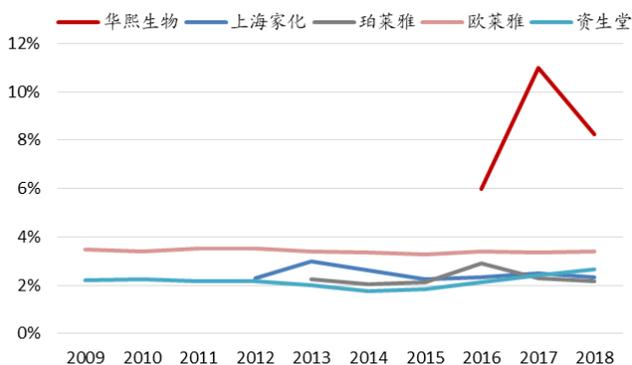
公司销售费用率低于化妆品行业平均，但随着营销力度增强，费用率继续上行；研发费用率则远高于化妆品行业可比公司。

图表 55: 2009-2018 年化妆品可比公司销售费用率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

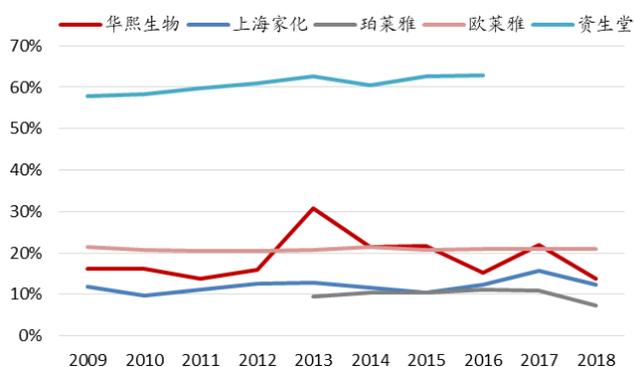
图表 56: 2009-2018 年化妆品可比公司研发费用率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

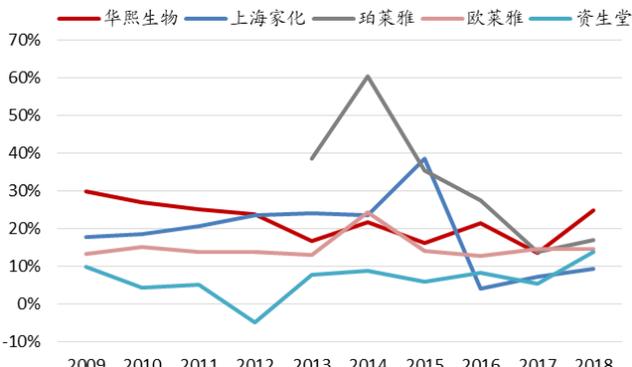
公司 ROE 属行业前列，回报率较高。

图表 57: 2009-2018 年化妆品可比公司管理费用率



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

图表 58: 2009-2018 年化妆品可比公司 ROE



来源: Bloomberg, wind, 中泰证券研究所。

结论: 在三个子行业中，公司净利率、ROE 均属上游，盈利能力突出，源于公司拥有较高的毛利水平和较低的费用率。

六、盈利预测与投资建议

1. 盈利预测

本文认为，公司作为透明质酸产业全球龙头，全产业链优势凸显，深耕透明质酸原料产品线并在医疗终端、功能护肤品领域不断发力，未来上游原料“守正”，下游终端“出奇”，持续高增长可期！

基础原料药业务:公司四大核心技术奠定竞争优势，未来产能持续提升，预计19-21年原料业务收入8.15、10.01、11.99亿元，同比+25%、+23%、+20%。

医疗终端业务:公司产品线扩充加之渠道开拓，未来市场持续拓展，预计19-21年医疗终端业务收入4.45、5.96、7.76亿元，同比+44%、+34%、+30%。

功能性护肤品业务:化妆品行业高景气之下，公司产品+营销不断提升品牌效应，有望迎来爆发式增长，预计19-21年护肤品业务收入5.52、8.41、11.99亿元，同比+90%、+52%、+43%。

综合预计公司19-21年实现净利润5.71、7.48、9.71亿元，EPS1.19、1.56、2.02元。

2. 估值建议

参照国内外原料药及医疗终端可比公司安科生物、昊海生物、日本生化学，以及化妆品可比公司上海家化、珀莱雅、丸美股份、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂估值，考虑公司的高速成长以及高于同业的盈利能力，本文给予公司原料业务PE30-40x（收入占比按45%估算）、医疗终端业务PE35-55x（收入占比按25%估算）、化妆品业务PE55-75x（收入占比按30%估算），综合PE范围为45-60x，参考盈利预测，对应2020年合理市值338-450亿元。建议重点关注。

图表 59: 可比公司业绩及估值

代码	简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)				PE 2019E
			2017	2018	2019E	2017	2018	2019E	CAGR	
300009.SZ	安科生物	169	11.0	14.6	18.1	2.8	2.6	3.5	13%	47.81
6826.HK	昊海生物科技	74	13.5	15.5	17.9	3.7	4.1	4.8	14%	15.32
4548.T	日本生化学	47	17.8	17.2	18.7	2.3	1.4	1.6	-17%	29.44
医药可比平均										30.85
600315.SH	上海家化	218	64.9	71.4	81.3	3.9	5.4	6.5	29%	33.53
603605.SH	珀莱雅	182	17.8	23.6	30.8	2.0	2.9	3.9	39%	46.65
603983.SH	丸美股份	288	13.5	15.8	18.6	3.1	4.2	5.2	29%	55.14
OR.PA	欧莱雅	11481	2030.4	2113.9	2264.6	279.8	305.7	329.8	9%	34.81
EL.N	雅诗兰黛	4717	801	905.3	1017.7	84.6	73.3	126.6	22%	37.26
4911.T	资生堂	2305	581.8	677.6	750.4	13.2	38.0	50.6	96%	45.55
化妆品可比平均										42.16

来源: Bloomberg、wind, 中泰证券研究所。市值取2019/11/07收盘价, 盈利预测取Bloomberg、wind一致预期。

风险提示

1. **技术替代风险。**公司业务依托于生物发酵法工艺，若未来出现更领先高效的新技术，将会对公司业务发展产生较大影响。
2. **产品替代风险。**如果出现新的产品可用于替代透明质酸在护肤品里的作用，那么将会对公司业务发展产生较大影响。
3. **营销效率低于预期风险。**公司转入C端消费品领域，需要加大营销投入做有针对性的品牌和产品宣传，而此前相关经验有限，面临营销效率低于预期的风险。
4. **原材料价格波动风险。**原材料价格波动将影响公司利润水平。

图表 60: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	818	1,263	1,831	2,464	3,207	货币资金	332	854	1,237	1,975	2,308
增长率	11.6%	54.4%	44.9%	34.6%	30.2%	应收款项	261	234	696	555	1,074
营业成本	-201	-254	-386	-531	-711	存货	140	177	346	372	590
% 销售收入	24.5%	20.1%	21.1%	21.5%	22.2%	其他流动资产	437	33	34	46	50
毛利	617	1,010	1,444	1,933	2,496	流动资产	1,170	1,297	2,314	2,948	4,023
% 销售收入	75.5%	79.9%	78.9%	78.5%	77.8%	% 总资产	62.1%	62.6%	73.1%	76.2%	80.4%
营业税金及附加	-19	-27	-40	-53	-70	长期投资	0	15	15	15	15
% 销售收入	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	固定资产	374	376	362	346	328
营业费用	-125	-284	-421	-579	-773	% 总资产	19.9%	18.2%	11.5%	8.9%	6.6%
% 销售收入	15.3%	22.5%	23.0%	23.5%	24.1%	无形资产	90	163	225	285	341
管理费用	-175	-170	-256	-345	-417	非流动资产	713	774	851	923	979
% 销售收入	21.4%	13.4%	14.0%	14.0%	13.0%	% 总资产	37.9%	37.4%	26.9%	23.8%	19.6%
息税前利润 (EBIT)	298	529	727	956	1,236	资产总计	1,883	2,071	3,165	3,871	5,001
% 销售收入	36.5%	41.9%	39.7%	38.8%	38.5%	短期借款	0	40	11	0	0
财务费用	-16	23	-20	-30	-30	应付款项	84	74	209	178	337
% 销售收入	1.9%	-1.8%	1.1%	1.2%	0.9%	其他流动负债	98	178	178	178	178
资产减值损失	0	1	0	0	0	流动负债	182	291	398	355	515
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	15	10	0	0	0	其他长期负债	64	62	62	62	62
% 税前利润	5.1%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	245	354	460	417	577
营业利润	298	563	707	926	1,206	普通股股东权益	1,638	1,717	2,705	3,453	4,424
营业利润率	36.5%	44.6%	38.6%	37.6%	37.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-9	0	0	0	负债股东权益合计	1,883	2,071	3,165	3,871	5,001
税前利润	298	554	707	926	1,206	比率分析					
利润率	36.4%	43.8%	38.6%	37.6%	37.6%		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-62	-91	-136	-178	-235	每股指标					
所得税率	20.7%	16.5%	19.3%	19.3%	19.5%	每股收益 (元)	0.46	0.88	1.19	1.56	2.02
净利润	222	424	571	748	971	每股净资产 (元)	3.41	3.58	5.64	7.19	9.22
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.72	0.92	0.31	1.90	1.01
归属于母公司的净利润	222	424	571	748	971	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	27.2%	33.6%	31.2%	30.3%	30.3%	回报率					
						净资产收益率	13.57%	24.68%	21.11%	21.65%	21.95%
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率	11.80%	20.47%	18.04%	19.32%	19.42%
						投入资本收益率	34.75%	36.40%	69.75%	54.40%	70.10%
净利润	222	424	571	748	971	增长率					
加: 折旧和摊销	44	48	54	59	65	营业总收入增长率	11.58%	54.41%	44.92%	34.60%	30.17%
资产减值准备	0	1	0	0	0	EBIT增长率	-6.82%	71.54%	35.02%	31.45%	29.31%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	净利润增长率	-17.50%	90.70%	34.72%	30.93%	29.89%
财务费用	13	-16	20	30	30	总资产增长率	11.81%	9.98%	52.84%	22.28%	29.22%
投资收益	-15	-10	0	0	0	资产管理能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	88.7	57.6	73.2	73.2	73.2
营运资金的变动	-274	585	-497	74	-580	存货周转天数	64.3	45.1	51.4	52.4	54.0
经营活动现金净流	343	442	148	911	486	应付账款周转天数	120.3	88.8	104.5	104.5	104.5
固定资本投资	7	-84	-60	-60	-50	固定资产周转天数	163.6	106.9	72.6	51.8	37.8
投资活动现金净流	-329	-35	-133	-133	-123	偿债能力					
股利分配	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-52.14%	-69.73%	-72.61%	-66.85%	-49.01%
其他	-231	85	368	-41	-30	EBIT利息保障倍数	20.2	-23.2	36.4	31.9	41.2
筹资活动现金净流	-231	85	368	-41	-30	资产负债率	13.03%	17.07%	14.52%	10.79%	11.54%
现金净流量	-216	493	384	738	333						

来源: 中泰证券研究所。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。