

## 华熙生物 (688363. SH)

### 产业链一体化布局，多轮业务驱动发展

#### 投资要点：

➤ **全球最大透明质酸供应商，业务覆盖全产业链。**作为全球领先的、以透明质酸生产技术为核心的生物科技平台型企业，自成立以来专注于研发透明质酸。目前公司四大业务共同驱动发展，包括原料业务（B-B）、医疗终端产品（B-B-C）、功能性护肤品（B-C）和功能性食品（B-C），生命树兼具深度、高度、广度。

➤ **原料行业稳步发展，功能性护肤品市场需求提升。**透明质酸是人体内不可替代的天然物质，目前全球透明质酸市场呈现快速增长态势，而华熙生物市占率居首位，据弗若斯特沙利文，预计2026年全球透明质酸原料销量将达1285吨，2021-2026CAGR为12.3%。近年来，伴随大众皮肤护理意识增强、成分党崛起等因素，功能性护肤品赛道火热，市场规模持续扩大。

➤ **研发创新构筑公司壁垒，多品牌矩阵差异化突围。**1) **研发：**公司专注研发与创新，筑高竞争壁垒和加宽护城河，成立以来即遵循“科学→技术→产品→品牌”的发展逻辑，透明质酸产业化规模位居国际前列，产能不断扩张，由2000年的0.8吨增长至2022H1的770吨。2) **产品：**目前公司功能性护肤品四大核心品牌（润百颜、夸迪、肌活、米蓓尔）已覆盖不同痛点和需求的受众，可以满足消费者多元化需求。3) **渠道：**公司紧抓线上流量红利，渠道布局多元化，通过布局天猫旗舰店和超头直播间快速建立品牌影响力，后积极布局抖音等淘外渠道，开展全域营销，加码品牌自播。同时2021年起发力线下渠道。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计2022-2024年公司营业收入为63.6/82.7/104.0亿元，增速为28.5%/30.1%/25.8%，归母净利润为9.7/13.2/16.8亿元。2023年3月24日收盘价对应PE为55/40/32倍。我们选取护肤品赛道的代表性公司作为估值参考，2022-2024年可比公司预期平均PE为59/42/34倍。考虑华熙生物以原料为根基，稳居透明质酸原料龙头地位，产业链一体化优势显著，抢先发力功能性护肤品黄金赛道，国产品牌塑造能力强，并看好其医美业务发展潜力，给予华熙生物20%估值溢价，2023年50倍PE，对应市值为659.83亿元，目标价格137.18元，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险；营销费用投入过高风险；直播超头缺失影响收入风险；研发进度不及预期风险。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,633	4,948	6,359	8,271	10,402
增长率(%)	40%	88%	29%	30%	26%
净利润(百万元)	646	782	970	1,317	1,676
增长率(%)	10%	21%	24%	36%	27%
EPS(元/股)	1.34	1.63	2.02	2.74	3.48
市盈率(P/E)	82.0	67.7	54.6	40.2	31.6
市净率(P/B)	10.5	9.3	8.2	6.9	5.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 买入(首次评级)

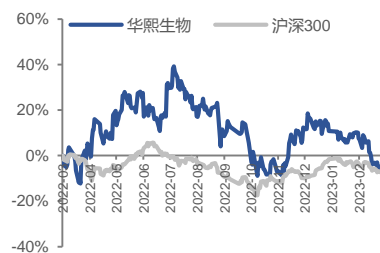
当前价格：110.03 元

目标价格：137.18 元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	481/198
总市值/流通市值(百万元)	52934/21740
每股净资产(元)	13.09
资产负债率(%)	20.39
一年内最高/最低(元)	162.02/102.1

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 高兴  
执业证书编号：S0210522110002  
邮箱：gx3970@hfzq.com.cn

分析师 陈照林  
执业证书编号：S0210522050006  
邮箱：czl3792@hfzq.com.cn

研究助理 来舒楠  
邮箱：lsl3916@hfzq.com.cn

#### 相关报告

## 投资要件

### 关键变量

**1、功能性护肤品：**公司四大核心品牌矩阵成型，均度过品牌初始成长期，进入规模化阶段，预计 2022-2024 年功能性护肤品营收增速为 38.2%/34.2%/28.2%，毛利率保持在 78%-79%。**2、原料产品：**龙头地位稳固，其他活性原料成分种类日渐丰富，下游应用场景广泛，共同推动营收增长，预计 2022-2024 年原料产品营收增速为 12.6%/17.8%/15.7%，毛利率保持在 72 左右%。**3、医疗终端：**2022 年疫情影响下线下消费场景受损严重，疫后恢复趋势较明确，预计 2022-2024 年营收增速为 1.3%/19.1%/20.5%，毛利率保持在 82%左右；**4、其他主营业务（包括功能性食品等）：**公司积极布局功能性食品领域，业务格局初步打开，已构建四大品牌产品体系，预计 2022-2024 年营收增速为 90%/60%/50%，业务发展初期毛利率相对波动，预计在 55%-60%之间。**5、期间费用率：**公司精细化运营下预计各项费用率持续优化，预计 2022-2024 年销售费用率为 48.9%/48.5%/48.0%，管理费用率为 6.5%/6.1%/5.8%，研发投入持续加大下预计 2022-2024 年研发费用率达 6.0%/6.2%/6.5%。

### 我们区别于市场的观点

1、市场担心公司增收不增利的问题，我们认为公司大力发展功能性护肤品业务，品牌发展初期依赖多元营销迅速提升品牌声量，建立知名度，因此费用率有所提升，但伴随品牌发展逐步走向成熟，精细化管理下有望提升品牌运营效率，盈利能力有所改善；2、市场担心公司医美业务的发展前景，我们认为公司较早布局医美业务，近年来其医美产品体系逐步丰富，在研产品有望持续落地，且行业规范化进程中利于头部企业发展，医美业务增长可期。

### 股价上涨的催化因素

疫情防控措施优化后终端消费场景修复；医美产品持续落地放量。

### 估值和目标价格

我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 63.6/82.7/104.0 亿元，增速为 28.5%/30.1%/25.8%，归母净利润为 9.7/13.2/16.8 亿元。2023 年 3 月 24 日收盘价对应 PE 为 55/40/32 倍。我们选取护肤品赛道的代表性公司作为估值参考，2022-2024 年可比公司预期平均 PE 为 59/42/34 倍。考虑华熙生物以原料为根基，稳居透明质酸原料龙头地位，产业链一体化优势显著，抢先发力功能性护肤品黄金赛道，国产品牌塑造能力强，并看好其医美业务发展潜力，给予华熙生物 20%估值溢价，2023 年 50 倍 PE，对应市值为 659.83 亿元，目标价格 137.18 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 投资风险

行业竞争加剧风险；营销费用投入过高风险；直播超头缺失影响收入风险；研发进度不及预期风险。

## 正文目录

1	全球最大透明质酸供应商，业务覆盖全产业链	5
1.1	原料业务起步，多业务协同发展	5
1.2	营收增长平稳，功能性护肤业务成为业绩增长主引擎	6
1.3	股权结构集中稳定，管理层经验丰富	8
2	行业：原料行业稳步发展，其他下游终端市场需求拓展	10
2.1	原料行业：原料行业规模稳步增长，透明质酸市场需求打开	10
2.2	功能性护肤品：产业潜力巨大，需求激发行业扩张	12
3	核心竞争力：研发创新构筑公司壁垒，多品牌矩阵差异化突围	15
3.1	研发创新构建核心优势，产业化规模位居全球前列	15
3.2	构建多元品牌矩阵，实现差异化突围	18
3.3	拓展线上线下渠道，积极联名拓宽品牌知名度	19
4	盈利预测与估值	20
4.1	盈利预测	20
4.2	估值	22
5	风险提示	22

## 图表目录

图表 1：华熙生物发展历程	6
图表 2：公司四大业务驱动发展	6
图表 3：华熙生物“生命树”	6
图表 4：公司营业收入及增长情况	7
图表 5：公司归母净利润及增长情况	7
图表 6：功能性护肤品营收贡献超过 7 成	7
图表 7：三大业务增长稳健	7
图表 8：公司毛利率维持高位	8
图表 9：公司医疗终端业务毛利率最高	8
图表 10：公司销售费用率情况	8
图表 11：公司研发费用率保持高位	8
图表 12：华熙生物股权结构集中稳定（截至 2023 年 3 月 24 日）	9
图表 13：华熙生物高管履历丰富，专业背景突出	9
图表 14：华熙生物股权激励计划考核指标	10
图表 15：透明质酸在机体内的分布	11
图表 16：透明质酸化学式	11
图表 17：透明质酸及其衍生物的应用广泛	11
图表 18：透明质酸具有较好的生物性能	11
图表 19：透明质酸市场规模稳步增长（单位：吨）	12
图表 20：透明质酸市场竞争格局（按销量计）	12
图表 21：功能性护肤品的分类和代表品牌	13
图表 22：中国功效护肤品市场规模稳步提升	13
图表 23：中国功能性护肤品细分材料分布情况	13
图表 24：2019 年功能性护肤品销售渠道分布情况	14
图表 25：中国护肤品分渠道市场规模预测	14
图表 26：功能性护肤品产业链情况	14
图表 27：功能性护肤品行业成本占比分布情况	14

图表 28：2021 年中国功效性护肤品市场格局.....	15
图表 29：2016-2020 全球功能性护肤品品牌 Top10 .....	15
图表 30：华熙生物合成生物科学馆 .....	15
图表 31：2021 年公司研发投入占各板块比重（%） .....	15
图表 32：华熙生物研发实验室布局全球各地 .....	16
图表 33：华熙生物透明质酸产能近年来提升明显 .....	16
图表 34：华熙生物天津产区正式投产 .....	16
图表 35：华熙生物具备产业化优势 .....	17
图表 36：华熙生物实现四大技术突破 .....	17
图表 37：华熙功能性护肤品四大核心品牌差异化突围 .....	18
图表 38：润百颜和夸迪营收增长快速 .....	19
图表 39：米蓓尔和 BM 肌活品牌营收 .....	19
图表 40：华熙生物抖音直播间带货销量和销售额 .....	19
图表 41：华熙生物抖音直播间粉丝呈增长态势 .....	19
图表 42：旗下联名品牌 .....	20
图表 43：华熙生物业务拆分（单位：百万元） .....	21
图表 44：华熙生物期间费用率预测 .....	22
图表 45：可比公司估值情况（收盘价截至 2023 年 3 月 24 日） .....	22
图表 46：财务预测摘要 .....	24

## 1 全球最大透明质酸供应商，业务覆盖全产业链

### 1.1 原料业务起步，多业务协同发展

公司是全球领先的、以透明质酸生产技术为核心的生物科技平台型企业。华熙生物自成立以来专注于研发透明质酸，同时储备专利、生产差异化高景气护肤品、加速电商销售渠道，已构建“生物活性物+医疗终端产品+功能性护肤品+功能性食品”四轮驱动的多元化业务体系。回顾公司发展历程，可以分为以下三个阶段：

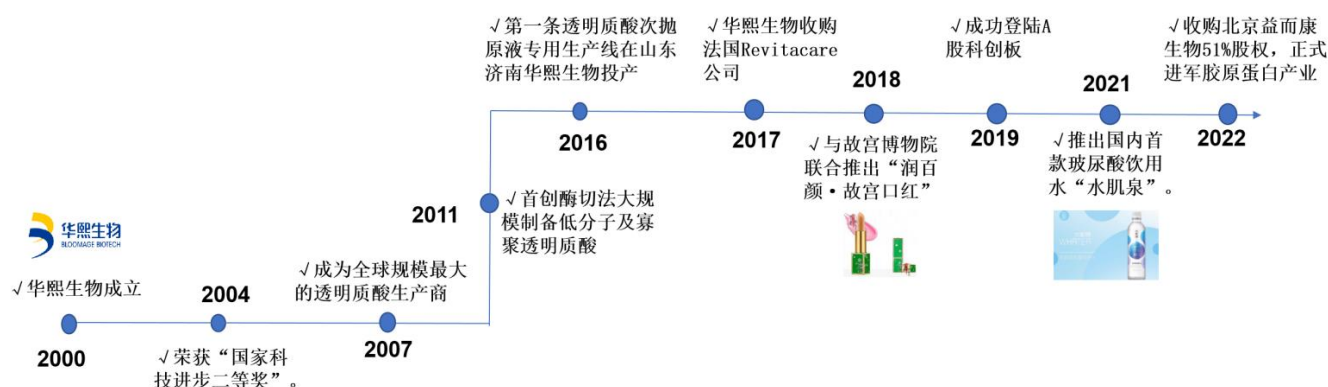
**专注发展原料业务阶段（2000年-2012年）：**华熙生物于2000年成立，开始微生物发酵法量产透明质酸。2004年，公司荣获“国家科技进步二等奖”。2007年，公司成为全球规模最大的透明质酸生产商。2011年，公司创立的酶切法大规模制备低分子及寡聚透明质酸，成为国际首例。

**积极拓展医疗终端业务（2012年-2019年）：**2012年，公司生产的交联透明质酸真皮填充剂“润百颜”上市，成为国内首创，其作为国内首款获得NMPA批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂批准上市，并在同年实现产业化生产。2013年，公司生产的用于眼科白内障摘除及人工晶体植入术产品“海视健透明质酸钠凝胶”上市并通过欧盟CE认证。2014年，公司生产治疗骨关节炎的产品“海利达玻璃酸钠注射液”上市。2016年公司的国内第一条透明质酸次抛原液专用生产线在山东济南华熙生物投产。2017年，华熙生物收购法国Revitcare公司实验室，利用其技术优势及产品研发的延展性，不断扩充产品组合，发展更多产品及解决方案。

**开拓进军化妆品业务（2019年至今）：**2019年11月6日，华熙生物正式登陆科创板上市，近年来公司拓展了化妆品业务，积极发展了润百颜、夸迪、米蓓尔、BM肌活、润熙禾等多个品牌系列，产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜等多元化的彩妆产品。2020年收购“东营佛思特生物”。2021年聚焦生产玻尿酸食品，推出国内首款玻尿酸饮用水“水肌泉”。2022年收购北京益而康生物工程有限公司51%的股权，正式进军胶原蛋白产业。



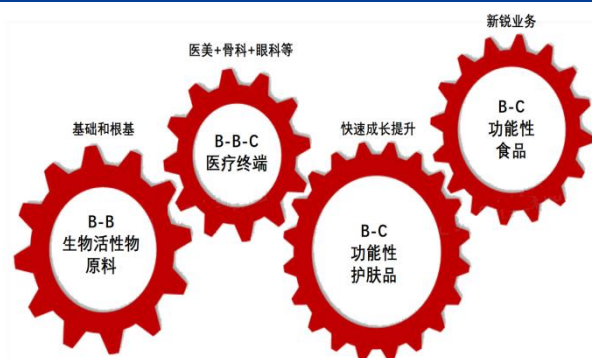
图表 1：华熙生物发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

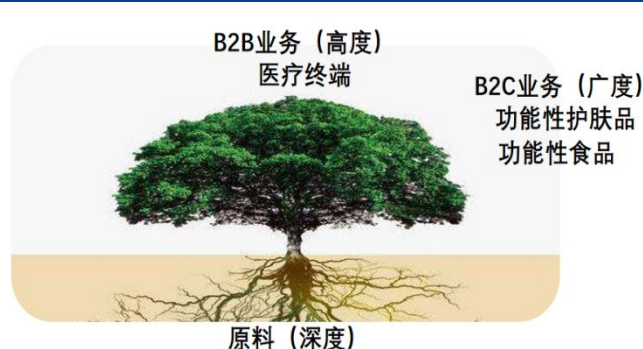
公司四大业务共同驱动发展，生命树兼具深度、高度、广度。作为生物科技全产业链平台型企业，从下往上看，华熙生物的生命树最底层的树根是科学和技术支撑，树干是产业转换与市场转化能力，树冠是各个业务板块。公司原料业务作为基础，医药终端业务、功能性护肤品业务、功能性食品业务得以枝繁叶茂：1）原料业务（B-B）：体现公司的深度，是公司的根源和基础业务。原料的创新是下游终端消费品创新的底层动力和根本来源之一。2）医疗终端产品（B-B-C）：体现公司的高度，主要分成医药和医美两类产品，聚焦于上游原料在终端医美，骨科，眼科等领域的应用。3）功能性护肤品（B-C）：体现公司的广度，包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、眼膜、喷雾、母婴个护等多元化产品种类，目前，公司旗下拥有“润百颜”、“夸迪”、“米蓓尔”、“BM肌活”等多个品牌系列。4）功能性食品（B-C）：体现公司的广度，主要集中在功能型饮品、膳食补充剂等领域，例如玻尿酸水品牌水肌泉、透明质酸食品品牌黑零以及透明质酸果饮品牌休想角落等。

图表 2：公司四大业务驱动发展



数据来源：公司投资者关系记录表，华福证券研究所

图表 3：华熙生物“生命树”

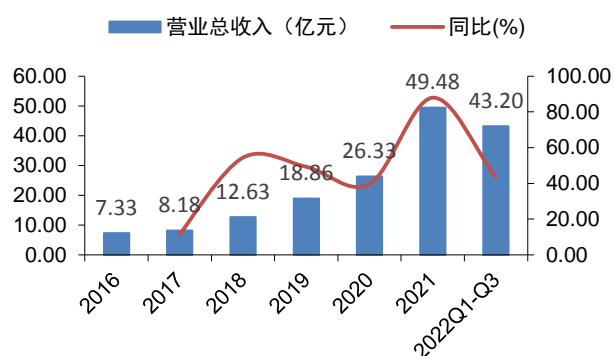


数据来源：公司投资者关系记录表，华福证券研究所

## 1.2 营收增长平稳，功能性护肤业务成为业绩增长主引擎

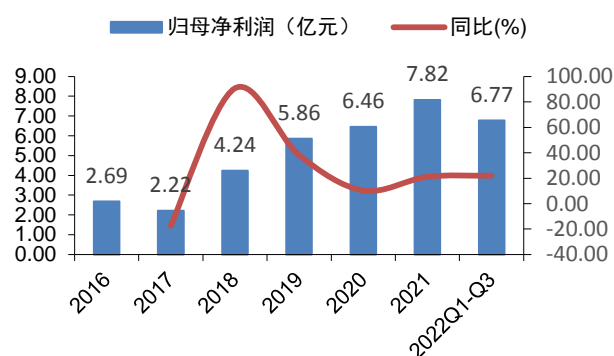
营收和归母净利润增长平稳，疫情下增长彰显经营韧性。2021 年公司营收达 49.48 亿元/+87.9%，主要系公司持续加大市场开发力度，不断推出市场需求产品，实现功能性护肤品销售收入较上年增长 19.73 亿元，原料产品及医疗终端业务收入亦持续增长；归母净利润 7.82 亿元/+21.13%，若剔除股份支付费用，归母净利润 8.68 亿元/+34.33%。2022Q1-Q3 公司营收达 43.20 亿元/+43.43%，归母净利润达 6.77 亿元/+21.99%，疫情+行业淡季下延续高增长态势，表现相对亮眼。

图表 4：公司营业收入及增长情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

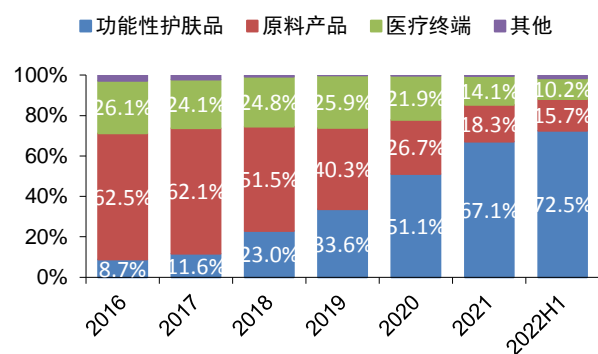
图表 5：公司归母净利润及增长情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

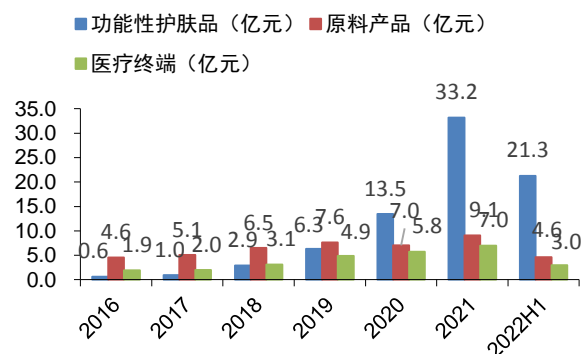
功能性护肤业务实现高速增长，贡献超过七成营收。公司功能性护肤品业务收入增长迅速，2019-2022H1 分别实现营收 6.34/13.46/33.19/21.27 亿元，同比分别增长 118.5%/112.2%/146.6%/77.2%，占比从 2019 年的 33.6%提升至 2022H1 的 72.5%；原料产品和医疗终端产品营收占比呈下滑趋势，2022H1 原料/医疗终端营收占比分别为 15.7%和 10.2%。

图表 6：功能性护肤品营收贡献超过 7 成



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 7：三大业务增长稳健

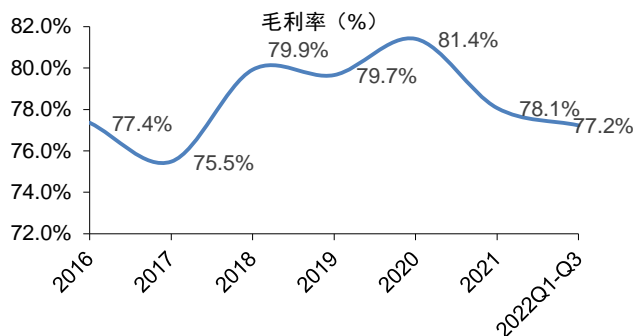


数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司毛利率维持高位，其中医疗终端毛利率最高。公司毛利率维持在 75%以上的高位，2022Q1-Q3 毛利率为 77.2%。分业务来看，2022H1 医疗终端/原料产品/功

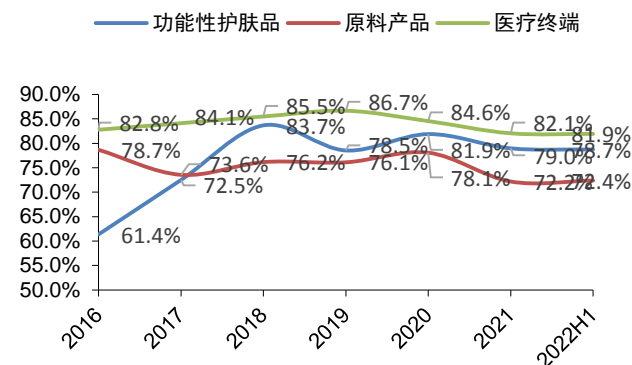
能性护肤品的毛利率依次为 78.7%/72.4%/81.9%。2021 年公司整体毛利率和分业务毛利率略有下滑,主要系公司根据会计准则自 2021 年起将运费调整至营业成本核算,如果剔除运费和股权激励费用的影响,综合毛利率与上年基本持平。

图表 8: 公司毛利率维持高位



数据来源: Wind, 华福证券研究所

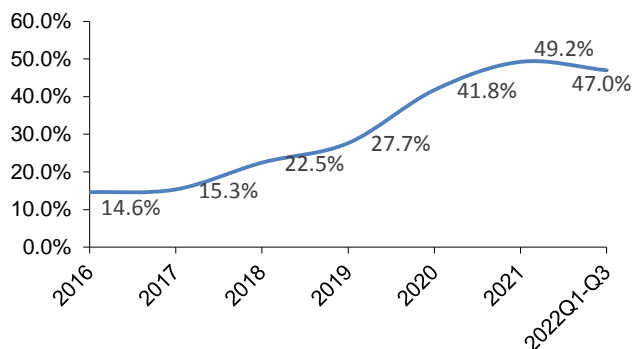
图表 9: 公司医疗终端业务毛利率最高



数据来源: Wind, 华福证券研究所

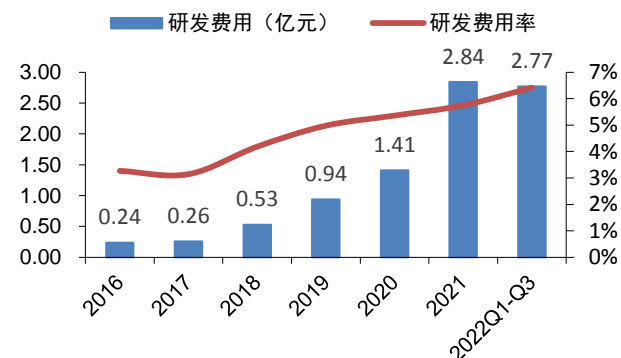
公司销售费用率略有上升,研发费用率逐年提升。2016-2021 年公司销售费用率及研发费用率均呈上升趋势。2022Q1-Q3 公司销售费用率提升至 46.98%, 主要系公司积极开展线上线下营销活动,线上加大电商平台投放及新媒体营销,线下通过与分众传媒等媒体公司合作,参加展会、举办活动等多元化的线下推广形式,宣传品牌理念和形象。销售费用增加是公司处于 To B 向 To C 拓展转型阶段的必经之路,营销宣传费用的增加有利于公司扩展品牌力。

图表 10: 公司销售费用率情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 11: 公司研发费用率保持高位



数据来源: Wind, 华福证券研究所

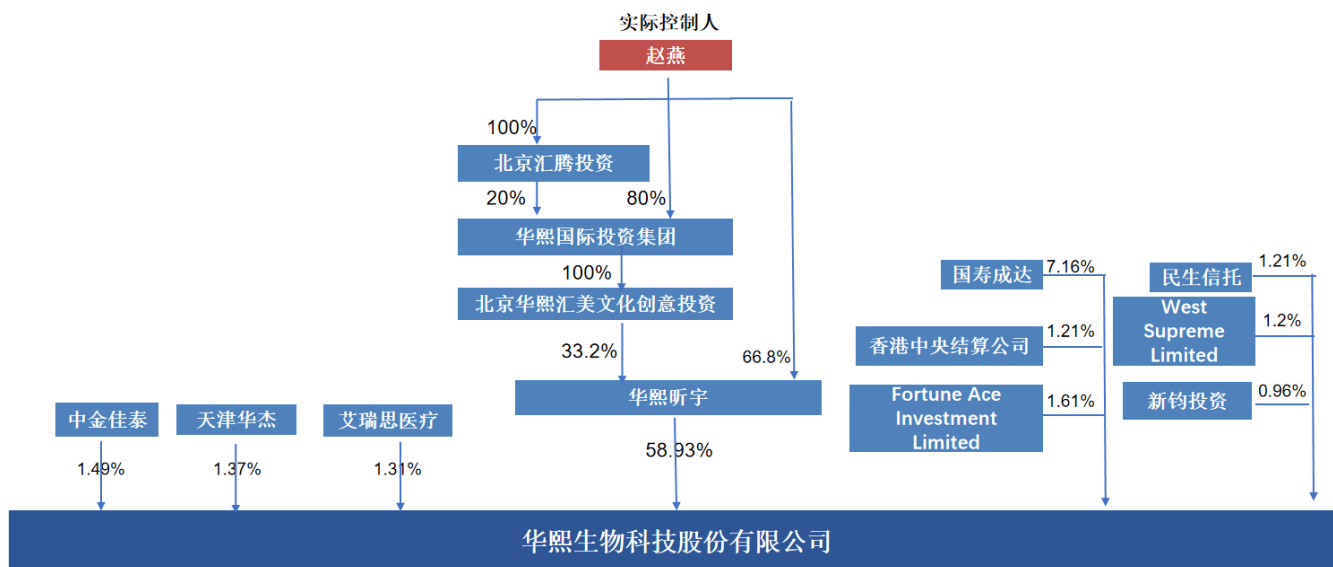
### 1.3 股权结构集中稳定, 管理层经验丰富

公司股权集中且结构稳定。截至 2023 年 3 月 15 日,公司实际控制人为董事长、总经理赵燕女士,其间接持有公司约 59%的股权。公司的第一大股东为华熙昕宇,其持有公司 58.93%的股份,第二大股东为国寿成达,其持有公司 7.16%的股份。第三



大股东为摩根大通银行，其持股占比为 1.69%。

图表 12：华熙生物股权结构集中稳定（截至 2023 年 3 月 24 日）



数据来源：Wind，华福证券研究所

**高管具备强相关学科背景，专业优势赋能公司发展。**公司的数位高管均具备较强的相关学科背景，专业化管理团队具备较强的执行力、丰富的管理经验和国际化运营能力，有利于顺应市场变化，深入理解市场及行业发展趋势。公司拥有科研实力深厚的研发团队和高效协作的产业化团队，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经历和丰富的研发经验。

图表 13：华熙生物高管履历丰富，专业背景突出

姓名	职务	专业背景
赵燕	董事长、总经理	生物专业本科毕业，理学学士，美国福坦莫大学工商管理硕士。2000 年至 2002 年，任华熙昕宇投资有限公司的总经理；自 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	毕业于沈阳药学院药物制剂专业，本科学历。1983 年 8 月至 1993 年 8 月，任济南第三制药厂实验室副主任、科研所所长、副厂长；1993 年 8 月至 1998 年 7 月，任济南永宁制药有限公司副总经理兼科研所所长；1998 年 8 月至 2002 年 11 月任山东省生物药物研究院副院长；2002 年 12 月至 2016 年 4 月任华熙福瑞达总经理
郭学平	董事、副总经理、核心技术人员	毕业于山东大学微生物与生化药学专业，博士学位。国家科技进步二等奖获得者，吴阶平-保罗·杨森医药研究奖获得者，享受国务院特殊政府津贴的专家，山东省有突出贡献的中青年专家。1987 年至 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
郭珈均	董事、副总经理	毕业于美国福坦莫大学，MBA，研究生学历。1998 年 8 月至 2001 年 10 月，任山东省威海市住房公积金管理中心科员；2002 年 1 月至 2008 年 8 月，任华熙国际投资集团有限公司行政部经理
林伶俐	董事、副总经理	毕业于新加坡国立大学经济学专业，荣誉学士学位。1994 年至 1997 年于联合利华新加坡任大客户经理、渠道开发经理；1997 年至 2000 年于英美烟草集团任亚洲区域品牌经理、营销

		总经理（菲律宾）；2000年至2005年于美国通用汽车担任亚太区品牌经理、亚太区营销管理经理、品牌及战略总监；2005年至2006年于卡夫食品国际公司任亚洲区域品类管理总监。
张蕾娣	董事	毕业于北京大学光华管理学院金融学专业，研究生学历。2003年7月至2010年2月历任罗兰贝格管理咨询公司咨询顾问、高级咨询顾问、项目经理；2011年3月至2011年9月，任罗兰贝格管理咨询公司兼职顾问；2011年10月至2016年9月，任国寿投资控股有限公司直接投资部高级投资总监
顾哲毅	董事	毕业于伦敦帝国理工学院管理专业，研究生学历。2007年6月至2009年9月，任NMRothschild&Sons 投资银行（香港）分析师；2009年9月至2011年4月，任瑞银香港投资银行副董事
石艳丽	核心技术人员	毕业于山东大学微生物与生化药学专业，研究生学历。1995年7月至2003年2月任山东金泰生物工程有限公司发酵室主管；2003年2月至2012年3月任华熙福瑞达技术部主管。
刘建建	核心技术人员	毕业于山东大学药物化学专业，研究生学历。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。现任公司刘建建研发工作室负责人
黄思玲	核心技术人员	毕业于山东大学药物化学专业，研究生学历。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、研发平台管理总监。现任公司研发平台管理总监

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所（截至2021年年报，仅列示部分高管）

**公司股权激励计划稳步推行，充分调动员工积极性。**公司2021年推出股权激励计划，向激励对象授予480万股限制性股票，其中，首次授予384万股，占激励计划公布时公司股本总额的0.80%，首次授予占本次授予权益总额的80%。激励计划首次授予部分的激励对象考核年度为2021-2024年，考核指标分为两个层面，公司以**2019年营业收入或净利润值为基数**，为本次限制性股票计划设置了以下业绩考核目标：2021-2024营业收入增长率触发值为48%/72%/96%/120%，或2021-2024净利润增长率触发值为16%/28%/40%/52%，其中2021年归属期考核增长率已经触发，2022年有望触及。除公司层面的业绩考核外，公司对个人还设置了完善且全面的绩效考核体系，有利于激发员工积极性。

**图表 14：华熙生物股权激励计划考核指标**

归属期	对应考核	年度营业收入增长率（A）		年度净利润增长率（B）	
	年度	目标增长率(Am)	触发增长率(An)	目标增长率(Bm)	触发增长率(Bn)
首次授予第一个 归属期	2021 年	60%	48%	20%	16%
首次授予第二个 归属期	2022 年	90%	72%	35%	28%
首次授予第三个 归属期	2023 年	120%	96%	50%	40%
首次授予第四个 归属期	2024 年	150%	120%	65%	52%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所（注：目标增长率和触发增长率均以2019年营收/净利润为基数）

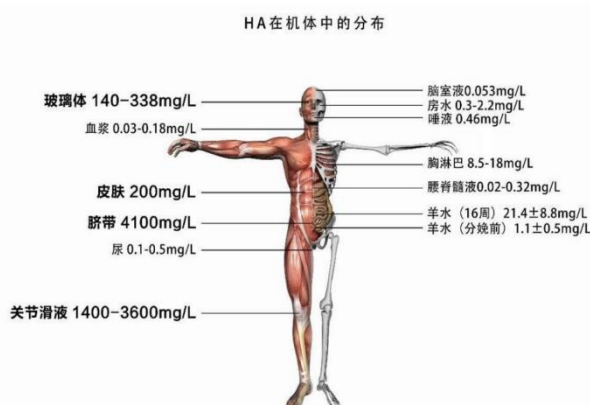
## 2 行业：原料行业稳步发展，其他下游终端市场需求拓展

### 2.1 原料行业：原料行业规模稳步增长，透明质酸市场需求打开

透明质酸是人体内不可替代的天然物质。透明质酸是一种由 N-乙酰氨基葡萄糖

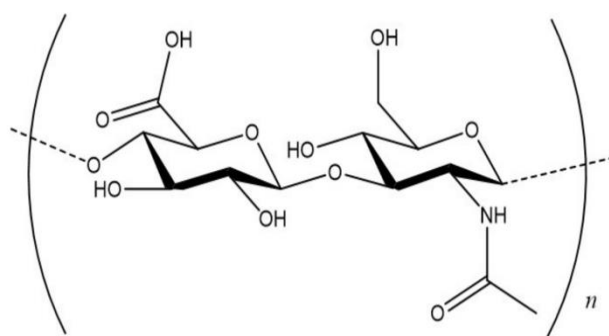
糖和 D-葡萄糖醛酸为结构单元的天然高分子粘多糖，是存在于人体和动物组织中的一种不可替代的天然物质，胚胎时期体内的含量高，随着年龄增长体内含量逐渐减少。如果把 20 岁时人体内的透明质酸相对含量定为 100%，则 30、50、60 岁时分别下降为 65%、45%、25%，皮肤老化、关节退化、动脉硬化、眼老花等症状与体内透明质酸含量逐渐减少密切相关。作为细胞外基质的主要成分，透明质酸在人体内主要分布于眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，例如在人体关节滑液的分布为 1400-3600mg/L。

图表 15：透明质酸在机体内的分布



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 16：透明质酸化学式



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

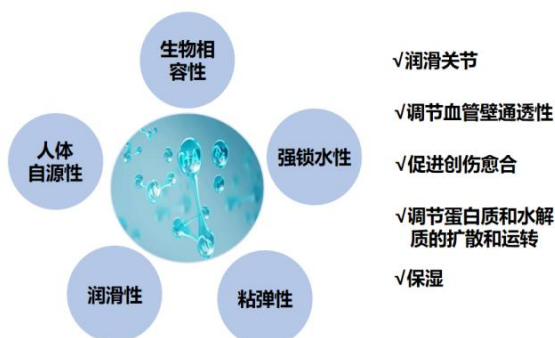
透明质酸具有良好的生物性能，应用范围广泛。透明质酸是构成人体细胞间质、眼玻璃体、关节滑液等结缔组织的主要成分，在体内发挥保水、维持细胞外空间、调节渗透压、润滑、促进细胞修复的重要生理功能，具有良好的保水性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等性能和生物功能，因此可以广泛应用于医疗（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等）、化妆品及功能性食品等领域。

图表 17：透明质酸及其衍生物的应用广泛



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

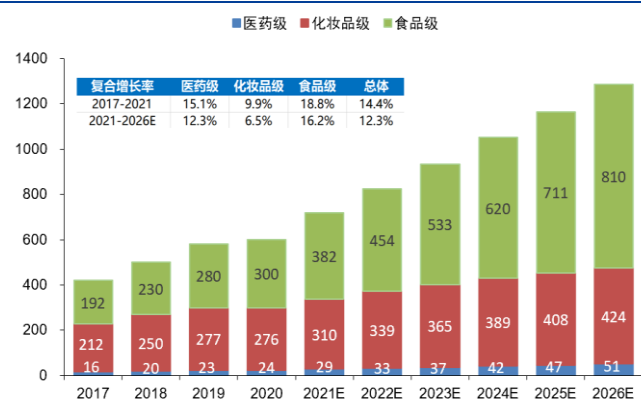
图表 18：透明质酸具有较好的生物性能



数据来源：易观分析《透明质酸发展白皮书 2022》，华福证券研究所

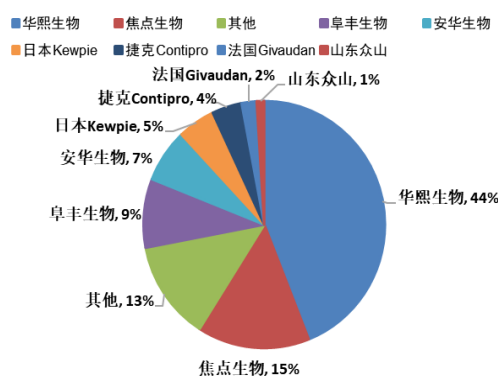
全球透明质酸市场呈现快速增长态势，华熙生物市占率居首位。根据弗若斯特沙利文，2021 年全球透明质酸原料市场销量达到 720 吨，2017-2021 年复合增长率为 14.4%，预计 2026 年达到 1285.2 吨，2021-2026CAGR 达 12.3%，市场空间未来可期。其中食品级/化妆品级/医药级在透明质酸市场规模中占比最大，医药级/化妆品级/食品级预计 2021-2026CAGR 分别达 12.3%/6.5%/16.2%。根据弗若斯特沙利文，目前中国已经成为全球最大的透明质酸原料生产销售国，2021 年中国透明质酸原料的总销量占全球总销量的 82.0%。近年来我国透明质酸原料销量显著增加，从 2017 年的 361.2 吨增长至 2021 年的 590.4 吨，年复合增长率达到 13.1%。

图表 19：透明质酸市场规模稳步增长（单位：吨）



数据来源：Frost&Sullivan，华福证券研究所

图表 20：透明质酸市场竞争格局（按销量计）



数据来源：Frost&Sullivan，华福证券研究所

## 2.2 功能性护肤品：产业潜力巨大，需求激发行业扩张

功能性护肤品概念兴起，成分明确且安全性较高。功能性护肤品介于化妆品和药品之间，是专门针对问题性皮肤，有一定治疗作用的药理性护肤品，其中含有药物成分。从本质上来说，功能性护肤品属于化妆品而不是药，与一般护肤品相比，其所含主要活性物成分大多自天然植物，矿物及活泉水，且不含酒精、香料和色素等，其功效性和安全性均经过实验和临床验证，以保证产品的刺激性较小。根据效果目的，其主要可分为皮肤学级护肤品、强功效性护肤品及医美级护肤品三大类，其中润百颜和夸迪属于强功效性护肤品。



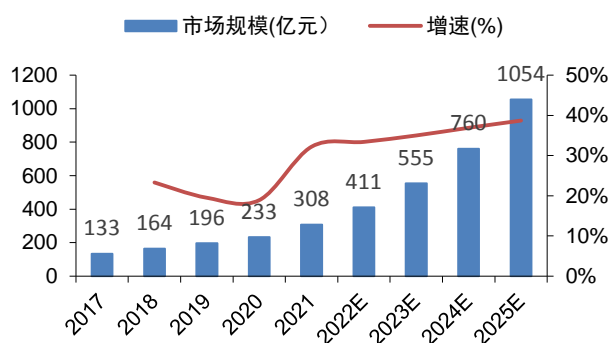
图表 21：功能性护肤品的分类和代表品牌

分类	相关介绍	效果	代表品牌
皮肤学级护肤品	产品配方简单、安全，不含公认致敏源，通常含有天然活性物质，强调产品安全性和专业性，适用于肌肤敏感肌等问题	能缓解或者根植部分皮肤问题，如发痒，刺痛，红肿，发炎，脱皮等	国内 WINONA 薇诺娜 玉泽 Dr.Yu MEDREPAIR 米蓓尔 国外 LA ROCHE-POSAY 理肤肤 VICHY 薇姿 EAU THERMALE 雅漾 Avène 艾蓓
强功效性护肤品	无创，外用，副作用相对较小，产品多主打添加热门功效性化学成分（如：透明质酸，烟酰胺，神经酰胺，水杨酸）	产品主要追求主添加成本对应的功效（如：补水，抗衰，美白，紧致，提亮，淡斑等）	国内 BIOHYALUX 佰珀 QUADHA 夸迪 国外 The Ordinary SKINCEUTICALS 修丽可
医美级护肤品	品牌方多有医疗器械生产背景，产品生产过程中严格依照GMP制药标准，安全性较高	多用于医疗美容术后修复	rauer 创福康 Volga 敷尔佳 可复美

数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

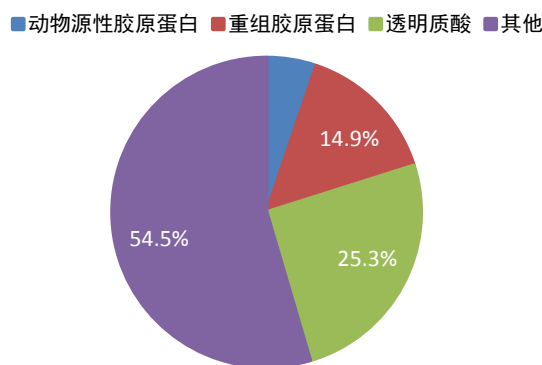
消费者护肤需求日益增长，功能性护肤品行业迅速扩张。近年来，消费者对于健康护肤，皮肤保养的相关需求不断增加，功效型护肤品行业也迎来了高速发展，行业增速远超护肤品行业增速。根据华经产业研究院，2021 年我国功效护肤品行业市场规模达 308 亿元，同比增长 32.2%，预计 2025 年达 1054 亿元，2021-2025CAGR 达 36.01%。其中透明质酸是第一大功能性护肤品细分材料，2021 年其在功效性护肤品市场占比率达 25.3%

图表 22：中国功效护肤品市场规模稳步提升



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 23：中国功能性护肤品细分材料分布情况



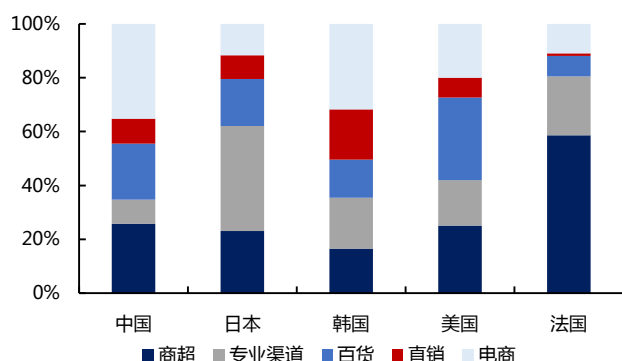
数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

电商平台持续渗透，渠道垂直化多元化发展。近年来电商平台兴起，我国化妆品行业线上渠道持续渗透，并且愈发呈现出多元化，垂直化等特征。在 2019 年电商渠道就成为我国的功能性护肤品的第一大渠道，占比在 30.3%。从国际对比来看，相比日本，韩国，美国等地，中国功能性护肤品行业渠道中电商占比高于其他国家。线上销售渠道的拓展和对消费者的多维度触达将成为护肤品牌实现长远发展的突破，带动线下渠道迸发出新的增长活力。根据中商产业研究院，2021 年中国护肤品线上渠道市场规模达 2316 亿元，占比 49.82%，预计 2023 年中国护肤品线上渠道市场规模达



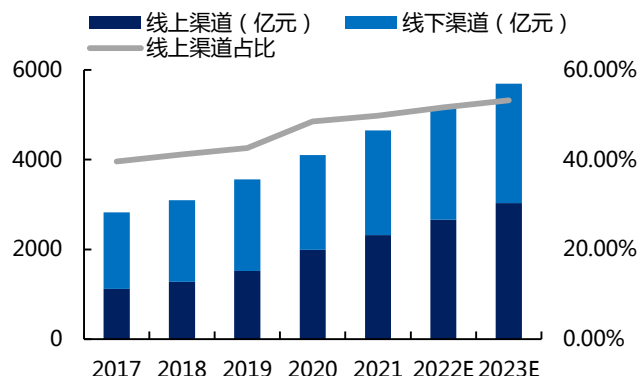
3032 亿元，占比提升至 53.24%。

图表 24：2019 年功能性护肤品销售渠道分布情况



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

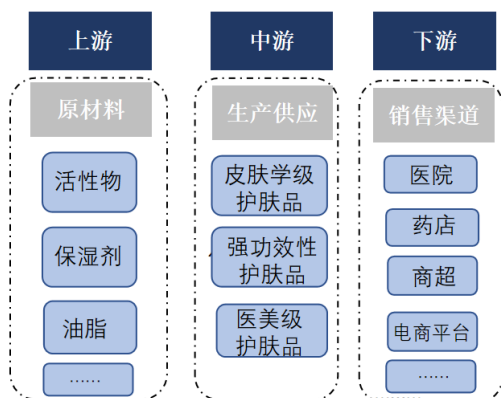
图表 25：中国护肤品分渠道市场规模预测



数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

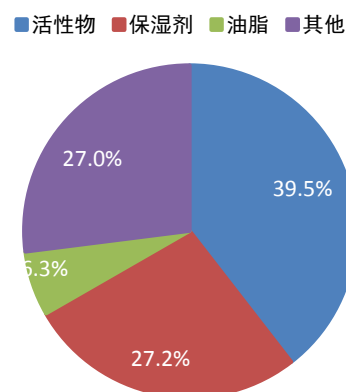
**功能性护肤品行业产业链：**上游为功能性护肤品的原材料环节，主要包括活性物、保湿剂、油脂等原材料。从采购成本来看，生物活性物为功能性护肤品牌商主要采购原料，其占据的成本比例较高，大约为 39.5%；其次是保湿剂和油脂等物质。产业链的中游为生产供应环节，主要产品有皮肤学级护肤品、功效性护肤品和医美级护肤品；下游为销售环节，主要包括医院、药店、商超、美容院等线下渠道及电商等线上渠道。近些年来，功能性护肤品行业上游企业纷纷对产业链进行延伸，逐渐布局中游和下游终端消费应用等领域。

图表 26：功能性护肤品产业链情况



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 27：功能性护肤品行业成本占比分布情况

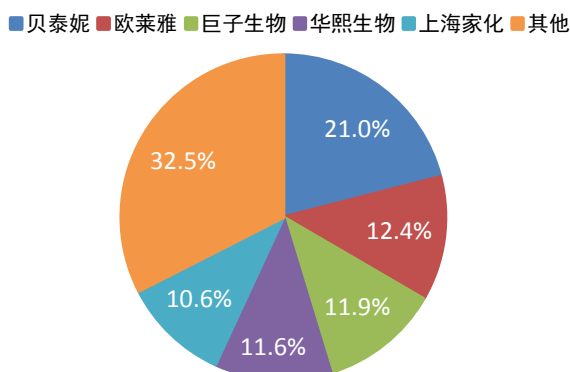


数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

**功能性护肤品市场集中度高，华熙生物占据 11.6% 市场份额。**我国功效性护肤品市场集中度较高，CR5 达到 67.5%。其中，贝泰妮以 21% 的市场份额位居第一，主打修护活性成分；其次是欧莱雅占比 12.4%，主打修护和抗衰；紧随其后的有巨子生物、华熙生物、上海家化，占比分别为 11.9%、11.6%、10.6%，产品分别主打美白

抗衰、保湿（玻尿酸）、保湿和温和。

图表 28：2021 年中国功效性护肤品市场格局



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 29：2016-2020 全球功能性护肤品品牌 Top10

	2016	2017	2018	2019	2020
理肤泉	11.2%	11.6%	11.8%	11.8%	11.6%
雅漾	10.3%	10.2%	9.3%	9.3%	8.6%
薇姿	9.7%	9.4%	8.6%	8.6%	8.2%
艾维诺	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
优色林	5.2%	5.1%	5.0%	5.0%	5.1%
高伦雅芙	5.7%	5.3%	4.9%	4.9%	4.7%
丝塔芙	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%	4.1%
薇诺娜	0.9%	1.2%	2.7%	2.7%	3.4%
贝德玛	3.2%	3.4%	3.7%	3.7%	3.4%
适乐肤	1.1%	2.8%	2.2%	2.2%	3.3%
CR10	56.3%	56.9%	57.2%	57.2%	57.9%

数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

### 3 核心竞争力：研发创新构筑公司壁垒，多品牌矩阵差异化突围

#### 3.1 研发创新构建核心优势，产业化规模位居全球前列

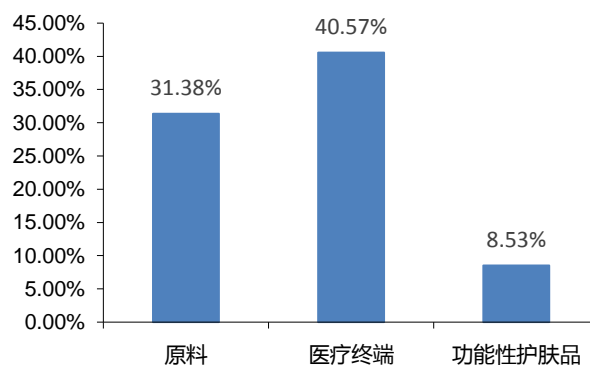
专注研发与创新，筑高竞争壁垒和加宽护城河。公司遵循“科学→技术→产品→品牌”的发展逻辑，通过持续不断的创新研究和生产工艺的技术革新，实现产能的不断放大，先后在济南、上海、北京、法国、美国等地相继设立国际先进水平的研发机构。公司以研发实力夯实竞争壁垒与护城河，2021 年研发投入超 2.8 亿元，同比增长超过 100%，其中原料、医疗终端和功能性护肤品板块占研发投入的比重分别为 31.4%、40.6% 和 8.5%。截至 2022H1，公司研发人员达 626 人，同比增加 159 人；研发项目数量达 265 个，同比增加 105 个，公司在上游的自主创新能力强，扎实的研发为下游终端消费应用打下了坚实基础。

图表 30：华熙生物合成生物科学馆



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 31：2021 年公司研发投入占各板块比重 (%)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

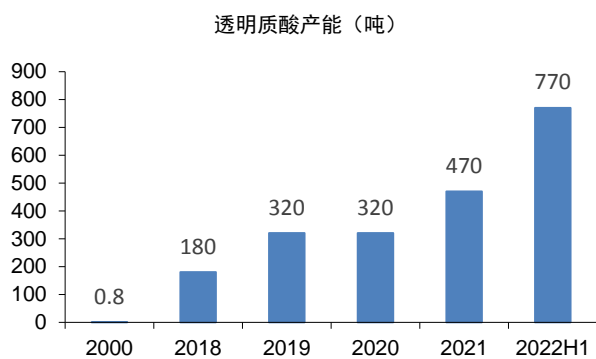
图表 32：华熙生物研发实验室布局全球各地



数据来源：公司官网，华福证券研究所

透明质酸产业化规模位居国际前列，产能不断扩张。公司凭借经验丰富的研发和产业化人才，对实验室成果实现了快速的技术转化和产业化，公司透明质酸发酵产率达到 12-14g/L，并且实现了产能的不断扩张，随着天津透明质酸钠生产线投产，2022H1 全球首次实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化生产，透明质酸产能从 2000 年 0.8 吨提升至 2022H1 的 770 吨，产业化规模位居国际前列。

图表 33：华熙生物透明质酸产能近年来提升明显



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 34：华熙生物天津产区正式投产



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 35：华熙生物具备产业化优势



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

依托两大核心技术平台，实现四大技术突破。公司凭借微生物发酵技术平台和交联技术平台，率先通过发酵法规模化生产透明质酸，全面掌握了高产基因工程菌构建技术体系等一整套上下游生物工程技术体系，并且实现了透明质酸高效交联技术突破，实现不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制。公司的四大技术突破领先于同行业公司：1) 全球领先的微生物发酵技术：透明质酸发酵产率已达到 12-14g/L。2) 全球首次实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化生产：实现了 2 kDa 到 4,000 kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破。3) 国际先进的透明质酸“梯度 3D 交联”技术：是国内首款获得国家药品监督管理局批准生产的国产交联透明质酸整形美容填充剂。4) 玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌技术：使产品的无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一，显著提高产品安全性。我们认为，公司领先于同行业公司的技术突破，可以有效的为合成生物终端商业化提供发展支撑。

图表 36：华熙生物实现四大技术突破

全球领先的微生物发酵技术	全球首次实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化生产	国际先进的透明质酸“梯度 3D 交联”技术	玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌技术
透明质酸发酵产率已达到 12-14g/L，远高于文献报道的行业最优水平 6-7 g/L。注射级玻璃酸钠原料中的杂质核酸、内毒素分别是欧洲药典国际标准规定值的 1/50 和 1/20	凭借自主研发于全球首次实现通过酶切法规模化生产寡聚透明质酸，实现了 2 kDa 到 4,000 kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破	国内首款获国家药品监督管理局批准生产的国产交联透明质酸整形美容填充剂，并获得了欧盟 III 类医疗器械 CE 认证	取代同类产品单一的无菌灌装方式，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

数据来源：公司官网，华福证券研究所



### 3.2 构建多元品牌矩阵，实现差异化突围

**功能性护肤品四大品牌差异化定位，满足消费者多元化需求。**公司目前旗下拥有“润百颜”、“夸迪”、“米蓓尔”、“BM 肌活”等多个品牌系列，产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、等多元化产品，公司四大品牌实现了差异化定位：1) 润百颜：作为玻尿酸科技护肤的引领者，除了深耕玻尿酸核心科技外，主打“HA+X”的智慧配方理念，发挥国民品牌影响力，贯彻科技护肤理念；2) 夸迪：定位为硬核抗老大师，主打冻龄抗初老市场，围绕核心科技组分 5D 玻尿酸 1 及核心技术 CT502 进行高级复配；3) 米蓓尔：针对敏感肌人群细分市场，通过“肌源安肤-熙蓓舒”技术、“皮肤微生态”技术、“pH-电解质维稳”技术等量肤定制产品。4) BM 肌活：定位活性成分管控大师，打造品牌专属大单品糙米精华水，以年轻人群为起点，专注于“量肤定制的活性成分”和“靶向传递的管控技术”两维研发路线。目前公司的功能性护肤品牌矩阵已覆盖不同痛点和需求的受众，可以满足消费者多元化需求。

图表 37：华熙功能性护肤品四大核心品牌差异化突围

品牌	定位	核心技术	核心单品	近期价格	产品图片
润百颜	主打“HA+X”的智慧配方理念	采用玻尿酸新科技，实现玻尿酸和胶原蛋白的双促生	水润次抛精华液	299 元/60ml	
夸迪	硬核抗老大师，针对冻龄抗初老市场	围绕核心科技组分 5D 玻尿酸 1 及核心技术 CT502 进行高级复配	5D 玻尿酸高光紧致面膜	429 元/15 片	
米蓓尔	针对敏感肌人群市场	采用“量肤定制的活性成分”和“靶向传递的管控技术”	粉水二代多元修护润养水	258 元/300ml	
BM 肌活	活性成分管控大师	采用“皮肤微生态”技术、“pH-电解质维稳”技术、“修复-调理”技术	糙米精华水 爽肤水	187 元/300ml	

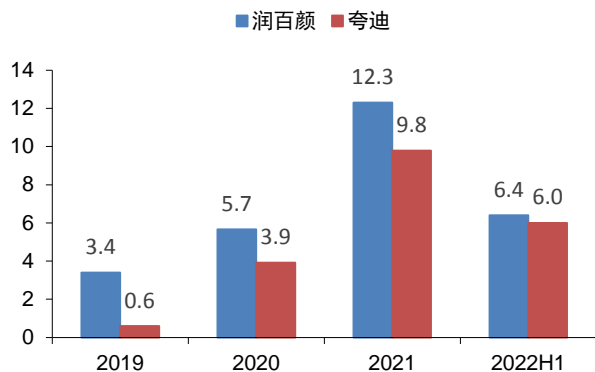
数据来源：公司官网，华福证券研究所（注：近期价格参考京东自营旗舰店，规格考虑同款产品赠品，时间截至 2023 年 3 月 6 日）

**公司四大品牌矩阵成型，销售规模进一步扩大。**从营收来看，润百颜、夸迪、米蓓尔收入同比快速增长，其中润百颜品牌的营业收入从 2019 年的 3.4 亿元增长到 2021 年的 12.3 亿元。2022H1 润百颜、夸迪、米蓓尔和 BM 肌活的营收分别为 6.4 亿元,6.0 亿元,2.6 亿元和 4.8 亿元,同比分别增长 31.2%,65.3%,67.5%和 445.8%。其中四大 BM 肌活依靠科技力和产品力支撑,“糙米发酵液”迅速破圈,收入同比增速高达 445.75%,四大品牌中“Bio-MESO 肌活糙米肌底精华水”、“夸迪 5D 玻尿酸



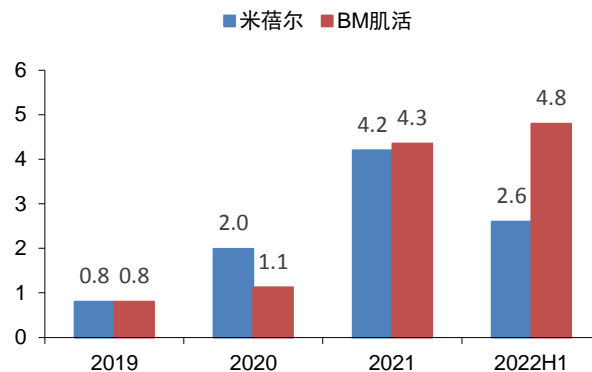
焕颜精粹次抛精华液”等6款单品系列2022H1销售收入过亿或亿元左右，我们认为，公司营收高增意味着核心成熟产品持续得到用户认可，用户基础日趋稳固。

图表 38：润百颜和夸迪营收增长快速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 39：米蓓尔和 BM 肌活品牌营收



数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 3.3 拓展线上线下渠道，积极联名拓宽品牌知名度

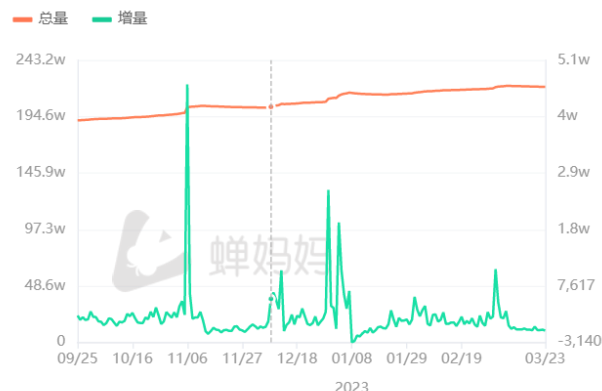
渠道布局多元化发展，线上平台发力。业务开展早期，公司通过天猫渠道及超头直播等见效较快的渠道或方式实现种子用户积累和收入的快速增长，随着业务规模扩大，公司逐渐多元化渠道，开展全域营销。线上渠道方面，2021 年公司功能性护肤品在抖音渠道的销售突破 5 亿元，占比提升显著，约提升 14 个百分点至 17%左右，且抖音 GMV 长期位列国货前 5，粉丝数量稳定向好。2022 双十一期间公司的营销渠道整体依然保持了稳定增长，其中夸迪、米蓓尔在天猫渠道增速较快，润百颜、BM 肌活在抖音渠道增速较快。线下渠道方面，2021 年润百颜开设实体店 3 家，夸迪发展线下加盟店超过 200 家。

图表 40：华熙生物抖音直播间带货销量和销售额



数据来源：蝉妈妈，华福证券研究所

图表 41：华熙生物抖音直播间粉丝呈增长态势



数据来源：蝉妈妈，华福证券研究所

IP 联名拓宽品牌知名度，积极融合传统文化。公司突破原有 B2B 营销模式，打

通 B2B2C 等营销新模式，品牌力构建触达 C 端消费者，“润致”品牌借势东方文化，实现品牌文化基因与“东方女性力量”的强关联，从而提高品牌在消费者心中的知名度和好感信任度。2019 年公司携手故宫推出“故宫口红”，此后接着推出故宫美人面膜，掀起文创国货热潮，将专利产品“Hyacolor®油分散透明质酸钠”和中国传统文化完美融合，使得“故宫口红”成为传统文化的现代载体，潜移默化的走入年轻群体，促进对故宫文化、中国传统文化的传播力度，提升品牌知名度。2021 年 BM 肌活推出和海底捞联名的透明质酸钠水润口红，采用辣椒和番瓜果提取物，推广口红的天然有机成分概念，在年轻人消费者群体受到了广泛关注。

图表 42：旗下联名品牌



润百颜故宫联名口红



润百颜故宫美人面膜



BM肌活和海底捞联名口红

数据来源：公司官方微信公众号、小红书，华福证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**功能性护肤品：**公司四大核心品牌矩阵成型，均度过品牌初始成长期，进入规模化阶段，依靠科技力和产品力支撑，品牌的销售规模进一步扩大，预计 2022-2024 年功能性护肤品营收增速为 38.2%/34.2%/28.2%，毛利率保持在 78%-79%。

**原料产品：**公司透明质酸原料业务龙头地位稳固，其他活性原料成分种类日渐丰富，下游应用场景广泛，共同推动营收增长，预计公司 2022-2024 年原料产品收入增速为 12.6%/17.8%/15.7%，毛利率保持在 72%左右。

**医疗终端：**主要分医美和医药两大板块，2022 年疫情影响下线下消费场景受损严重，疫后恢复趋势较明确，预计 2022-2024 年营收增速为 1.3%/19.1%/20.5%，毛利率保持在 82%左右。

**其他主营业务（包括功能性食品等）：**公司积极布局功能性食品领域，业务格局初步打开，已构建四大品牌产品体系，预计 2022-2024 年营收增速为 90%/60%/50%，

考虑业务处于发展初期，毛利率有所波动，预计在 55%-60%之间。

图表 43：华熙生物业务拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2632.73	4947.77	6359.20	8271.25	10401.87
YOY	39.63%	87.93%	28.53%	30.07%	25.76%
毛利率	81.41%	78.07%	77.69%	77.95%	78.13%
<b>功能性护肤品</b>					
营业收入	1346.14	3319.22	4586.93	6155.45	7888.66
YOY	112.19%	146.57%	38.19%	34.20%	28.16%
毛利率	81.89%	78.98%	78.50%	78.80%	79.00%
<b>原料产品</b>					
营业收入	703.43	904.78	1018.80	1200.30	1389.02
YOY	-7.55%	28.62%	12.60%	17.82%	15.72%
毛利率	78.09%	72.19%	72.00%	72.00%	72.00%
<b>医疗终端产品</b>					
营业收入	575.87	699.94	708.66	844.12	1017.39
YOY	17.79%	21.54%	1.25%	19.11%	20.53%
毛利率	84.55%	82.05%	82.00%	82.00%	82.00%
<b>其他主营业务（包括功能性食品等）</b>					
营业收入	6.25	23.28	44.23	70.77	106.16
YOY	1288.89%	272.48%	90.00%	60.00%	50.00%
毛利率	57.76%	55.24%	55.50%	56.30%	56.50%
<b>其他业务</b>					
营业收入	1.05	0.55	0.58	0.61	0.64
YOY	5.00%	-47.62%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	100.00%	90.91%	90.00%	90.00%	90.00%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

**费用端：精细化运营下我们预计公司各项费用率持续优化。1）销售费用率：**伴随公司四大功能性护肤品品牌步入成熟期，品牌运营效率提升，预计销售费用率有所改善，预计 2022-2024 年销售费用率为 48.9%/48.5%/48.0%；**2）管理费用率：**精细化运营下预计 2022-2024 年管理费用率为 6.5%/6.1%/5.8%；**3）研发费用率：**预计公司将持续加入研发投入，保证新原料新产品的开发，预计 2022-2024 年研发费用率达 6.0%/6.2%/6.5%。

**图表 44：华熙生物期间费用率预测**

期间费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	41.8%	49.2%	48.9%	48.5%	48.0%
管理费用率	6.1%	6.1%	6.5%	6.1%	5.8%
研发费用率	5.4%	5.7%	6.0%	6.2%	6.5%

数据来源：Wind、公司公告，华福证券研究所

## 4.2 估值

我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 63.6/82.7/104.0 亿元，增速为 28.5%/30.1%/25.8%，归母净利润为 9.7/13.2/16.8 亿元。2023 年 3 月 24 日收盘价对应 PE 为 55/40/32 倍。我们选取护肤品赛道的代表性公司作为估值参考，2022-2024 年可比公司预期平均 PE 为 59/42/34 倍。考虑华熙生物以原料为根基，稳居透明质酸原料龙头地位，产业链一体化优势显著，抢先发力功能性护肤品黄金赛道，国产品牌塑造能力强，并看好其医美业务发展潜力，给予华熙生物 20%估值溢价，2023 年 50 倍 PE，对应市值为 659.83 亿元，目标价格 137.18 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 45：可比公司估值情况（收盘价截至 2023 年 3 月 24 日）**

代码	公司	总市值（亿元）	收盘价	EPS(元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603983.SH	丸美股份	152.75	38.05	0.61	0.78	0.92	62.37	48.95	41.32
603605.SH	珀莱雅	502.85	177.36	2.67	3.38	4.23	66.52	52.53	41.97
600223.SH	鲁商发展	105.62	10.39	0.21	0.45	0.58	49.09	23.14	17.81
平均值				1.16	1.54	1.91	59.33	41.54	33.70
688363.SH	华熙生物	529.34	110.03	2.02	2.74	3.49	54.58	40.20	31.59

数据来源：Wind，华福证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期）

## 5 风险提示

**行业竞争加剧的风险。**医美、功能性护肤品赛道火热，新品牌新产品层出不穷，行业竞争激烈，若公司不能及时把握市场动向，适时推出符合消费者需求的产品，容易受到外部品牌的冲击，影响公司产品销售。

**营销费用投入过高的风险。**公司发力功能性护肤品业务，为快速打开品牌知名度，公司战略性加大营销投入，销售费用率大幅提升，若公司营销费用持续走高，影响公司盈利能力。

**直播超头缺失影响收入风险。**目前公司多个功能性护肤品品牌销售仍深度绑定超头主播，且占比较大，若超头缺失会对公司收入产生直接影响。

**研发进度不及预期的风险。**公司持续加入研发投入，以丰富公司各大业务产品矩阵，若研发进度、新品上市不及预期，影响公司收入。



图表 46：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,807	1,880	3,296	3,884	营业收入	4,948	6,359	8,271	10,402
应收票据及账款	401	459	531	636	营业成本	1,085	1,419	1,824	2,275
预付账款	88	21	27	34	税金及附加	58	76	99	125
存货	709	1,032	565	1,463	销售费用	2,436	3,129	4,053	5,087
合同资产	0	0	0	0	管理费用	303	413	496	603
其他流动资产	979	912	931	953	研发费用	284	367	477	600
流动资产合计	3,984	4,304	5,350	6,970	财务费用	0	-32	-54	-74
长期股权投资	19	19	19	19	信用减值损失	-8	-8	-8	-8
固定资产	1,609	1,873	2,173	2,506	资产减值损失	-30	-29	-29	-29
在建工程	517	617	617	517	公允价值变动收益	7	4	5	5
无形资产	467	537	561	590	投资收益	21	18	24	21
商誉	67	67	67	67	其他收益	133	133	133	133
其他非流动资产	840	845	851	854	营业利润	906	1,107	1,501	1,910
非流动资产合计	3,520	3,958	4,288	4,553	营业外收入	1	3	3	3
资产合计	7,504	8,262	9,638	11,523	营业外支出	17	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	利润总额	890	1,104	1,498	1,907
应付票据及账款	691	441	577	734	所得税	114	143	192	246
预收款项	0	32	32	23	净利润	776	961	1,306	1,661
合同负债	51	114	149	187	少数股东损益	-7	-8	-11	-15
其他应付款	51	51	51	51	归属母公司净利润	783	969	1,317	1,676
其他流动负债	608	720	806	916	EPS（摊薄）	1.63	2.02	2.74	3.48
流动负债合计	1,401	1,359	1,615	1,912					
长期借款	144	194	124	204					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	257	257	257	257					
非流动负债合计	401	451	381	461					
负债合计	1,801	1,810	1,996	2,373					
归属母公司所有者权益	5,699	6,458	7,658	9,182					
少数股东权益	3	-5	-16	-31					
所有者权益合计	5,702	6,453	7,642	9,151					
负债和股东权益	7,504	8,262	9,638	11,523					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,276	843	2,079	1,087	成长能力				
现金收益	902	1,128	1,483	1,849	营业收入增长率	87.9%	28.5%	30.1%	25.8%
存货影响	-232	-323	467	-898	EBIT 增长率	17.3%	20.4%	34.9%	26.8%
经营性应收影响	-38	38	-49	-83	归母净利润增长率	21.1%	24.0%	35.8%	27.2%
经营性应付影响	476	-218	136	148	获利能力				
其他影响	168	217	42	71	毛利率	78.1%	77.7%	77.9%	78.1%
投资活动现金流	-990	-616	-531	-500	净利率	15.7%	15.1%	15.8%	16.0%
资本支出	-1,049	-633	-555	-523	ROE	13.7%	15.0%	17.2%	18.3%
股权投资	-1	0	0	0	ROIC	20.3%	20.5%	22.7%	23.1%
其他长期资产变化	60	17	24	23	偿债能力				
融资活动现金流	-71	-153	-133	2	资产负债率	24.0%	21.9%	20.7%	20.6%
借款增加	206	50	-70	80	流动比率	2.8	3.2	3.3	3.6
股利及利息支付	-201	-126	-160	-194	速动比率	2.3	2.4	3.0	2.9
股东融资	10	0	0	0	营运能力				
其他影响	-86	-77	97	116	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
					应收账款周转天数	28	24	22	20
					存货周转天数	197	221	158	160
					每股指标（元）				
					每股收益	1.63	2.02	2.74	3.48
					每股经营现金流	2.65	1.75	4.32	2.26
					每股净资产	11.85	13.42	15.92	19.09
					估值比率				
					P/E	68	55	40	32
					P/B	9	8	7	6
					EV/EBITDA	2	2	1	1

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn