

医药生物

证券研究报告

2019年08月14日

华熙生物：透明质酸全产业链生产龙头

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

应用广泛，下游终端市场空间大

透明质酸（HA）又名玻尿酸、玻璃酸，是存在于人体与动物组织中的一种直链粘多糖。由于其具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生活活性，因此被广泛应用于骨科、眼科、化妆品、功能性食品等领域。分领域来看，2017年我国骨骼肌肉注射用药市场规模与80亿、全球透明质酸注射市场约329万人次，医美服务市场990亿，另外随着老龄化的到来，白内障与干眼病的发病率提升带来眼科领域也存在较大待挖掘市场空间。整体来看，透明质酸在医疗领域与护肤领域应用广泛，市场空间较大，行业整体市场规模有望保持快速增长。目前透明质酸原料产品大多为国内企业生产，中国企业占全球透明质酸原料产品近86%的市场份额。未来随着政策的支持、人均消费能力的提升，和老龄化的到来，在我国透明质酸研发技术不断进步的背景下，我国医疗终端产品与功能性护肤品迎来了快速发展，未来有望逐步替代进口市场，提升市占率；同时拓宽应用市场空间。

全产业链发展，全国玻尿酸生产龙头

公司是全国玻尿酸生产企业龙头，2018年透明质酸产品产量为180吨，其产业化规模位于国际前列。2018年公司实现营收12.63亿元（+54.41%），2014-2018年CAGR为27.02%；实现净利润4.24亿元（+90.01%），2014-2018年CAGR为27.19%。公司产品涵盖透明质酸全产业链，从原料产品到终端医疗产品/功能性护肤品。其中原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品占收入的比例分别为49%、23%、22%。近年来，随着公司医疗终端产品与功能性产品不断上市，终端销售迎来了快速增长，2018年功能性护肤品的收入占比较2016年提升了14.25个pp。我们预计随着公司“海力达”、“润百颜”、“润致”等产品的持续放量，公司终端产品销售端有望持续增长。同时全产业链的布局也给公司带来了一定的竞争优势，不断增厚其护城河，提升其盈利能力，2018年销售毛利率与净利润水平分别为80%、33.6%，ROE水平为25.34%，具有较强的盈利能力。

“以技术为核心”，持续的研发投入提升竞争实力

公司在全国首发性实现通过发酵法大规模生产透明质酸，并实现透明质酸微生物发酵技术的产业化突破，并拥有发酵技术、交联技术为核心的两大平台体系，依托发酵与交联两项科技平台，公司了实现包括全球领先的生物发酵技术、酶切技术和分子量精准控制技术、透明质酸梯度3D交联技术以及国内率先采用的玻璃酸钠注射液终端灭菌技术四大突破。技术的突破不仅极大的提高了透明质酸的产率、质量与规模等，更显著降低了其生产成本，推动了透明质酸在骨科、眼科、普外科、整形外科的广泛应用。目前公司透明质酸发酵产率达到了10-13g/L，产率提升明显，使得公司单位透明质酸的生产成本大约是行业平均成本的二分之一。单位成本的降低成为公司成本领先优势，进一步建立了成本壁垒。另一方面公司持续加大研发投入，不断提升其竞争实力，2018年公司研发费用支出合计为1.04亿元，研发费用支出占收入比例为8.15%。

风险提示：新产品注册进度不及预期；产能受限影响相关产品销售，终端市场竞争加剧带来的盈利能力下降的风险；公司海外业务以美元结算存在汇率波动风险；行业监管风险等

作者

郑薇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业研究周报:不确定性背景下医药相对优势明显,坚守细分领域龙头标的》2019-08-11
- 2 《医药生物-行业研究周报:高值医用耗材改革方案落地,关注创新器械和IVD领域》2019-08-05
- 3 《医药生物-行业投资策略:关注中报业绩,坚守核心主线把握增量变化》2019-08-04



内容目录

1. 透明质酸生物活性材料全产业链业务体系领军者.....	4
1.1. 起家透明质酸原料，逐步实现全产业链发展.....	4
2. 透明质酸行业高速发展正当时.....	5
2.1. 透明质酸——应用广泛的生物活性材料.....	5
2.2. 医美—透明质酸应用的下一个战略高地.....	6
3. 受益终端需求的提升，业绩增长强劲.....	7
3.1. 规模不断提升，具备较强盈利能力.....	7
3.2. 积极投入下游产品的布局，研发投入持续强化核心竞争力.....	11
4. 以“技术为核心”全产业链布局，行业领先者.....	13
4.1. 透明质酸原料产品技术优势明显.....	13
4.2. 医疗终端产品快速增长，推动公司业绩成长.....	14
4.3. 功能性护肤品打造爆款.....	16
5. 募投项目分析.....	17

图表目录

图 1：华熙生物发展历程.....	4
图 2：华熙股权结构.....	4
图 3：全球医疗健康行业市场规模（十亿美元）.....	5
图 4：中国骨骼肌肉注射用药市场规模.....	6
图 5：全球透明质酸注射市场.....	6
图 6：2017 年中国医疗美容服务市场总收入及增速.....	7
图 7：中韩两国 18-40 岁女性医美用户渗透率.....	7
图 8：中国护肤品市场及增速.....	7
图 9：高端及大众化妆品市场增速.....	7
图 10：2014-2018 年营业收入规模与增速.....	7
图 11：2014-2018 年净利润规模与增速.....	7
图 12：华熙生物毛利率与净利率水平.....	8
图 13：华熙生物杜邦分析.....	8
图 14：2016 年公司主营业务构成.....	9
图 15：2018 年公司主营业务构成.....	9
图 16：2016-2018 不同产品收入（亿元）与增速.....	9
图 17：2016-2018 不同产品毛利率水平.....	10
图 18：2016-2019Q1 公司国内外业务收入与增速情况（亿元）.....	10
图 19：公司三项费用率情况.....	11
图 20：与同行业公司的研发费用情况（万元）.....	11
图 21：公司经营活动、投资活动、筹资活动现金流净额（亿元）.....	12
图 22：2016-2019Q1 公司期末现金及等价物情况（亿元）.....	12
图 23：公司资产负债率情况.....	12

图 24: 透明质酸原料产销分析	13
图 25: 微生物发酵技术示意图	13
图 26: 梯度 3D 交联技术示意图	13
图 27: 公司全产业链相关产品布局	14
图 28: 医疗终端针剂类产品产销分析	14
图 29: 公司主要医疗终端产品	15
图 30: 医疗终端产品主要竞争对手分析	15
图 31: 功能性护肤品不同产品的收入情况与增速 (亿元)	16
图 32: 功能性护肤品不同产品的毛利率情况	17
表 1: 透明质酸提取法与发酵法的对比	6
表 2: 2016-2019Q1 公司功能护肤品与医疗终端产品的收入与增长情况 (亿元)	10
表 3: 拟建设项目名称及投资总额	17

1. 透明质酸生物活性材料全产业链业务体系领军者

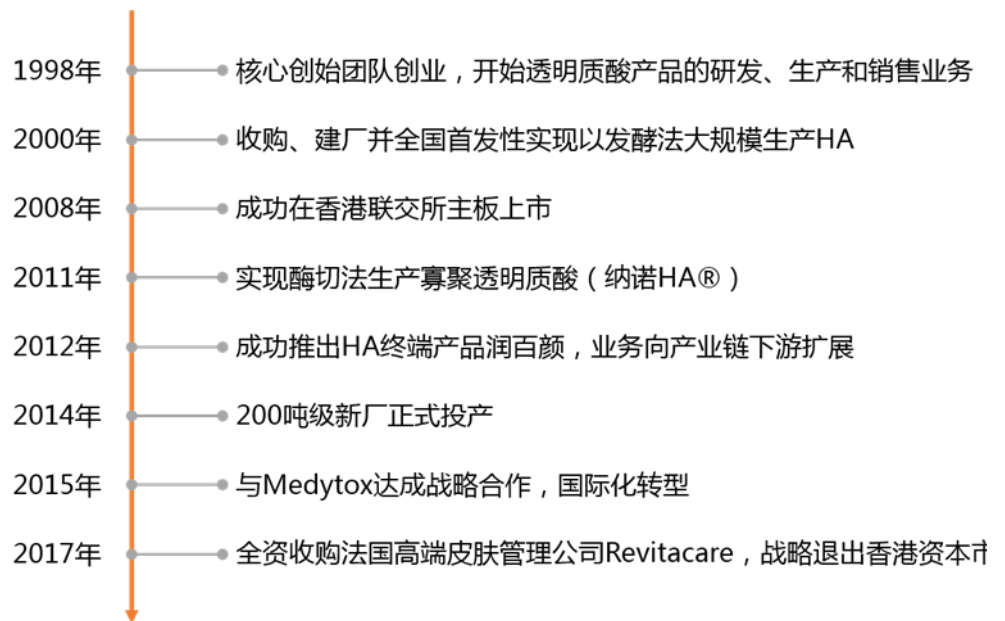
华熙生物是一家以透明质酸生物发酵技术为核心的高新技术企业，拥有微生物发酵法生产透明质酸的核心知识产权，透明质酸产业化规模位居国际前列，是国内最早实现微生物生物发酵法生产透明质酸的企业之一，也是国内唯一同时拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号，并实现商业化生产的企业；依托微生物发酵和交联两大技术平台，公司开发有助于人类生命健康的生物活性材料，建立了从原料到医疗终端产品、到功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，是我国透明质酸产业领域集研发、生产、产品销售于一体的龙头。

1.1. 起家透明质酸原料，逐步实现全产业链发展

公司前身为山东福瑞达，主要经营透明质酸相关的食品级、外用级、医药级原料或终端产品。2000年公司正式成立，并在全国首发实现通过发酵法大规模生产透明质酸，率先实现了透明质酸微生物发酵技术产业化的突破，打破了我国以动物组织提取法生产透明质酸且主要依靠进口的落后局面。

2011年公司实现酶切法生产寡聚透明质酸，第二年成功推出透明质酸终端产品润百颜，业务向产业链下游扩展；2014年，200吨级新厂正式投产；2015年公司与韩国 Medytox 达成战略合作，逐步开启国际化路程；2017年公司全资收购法国高端皮肤管理公司 Revitacare，产品线进一步丰富，并于当年战略性退出香港资本市场；2018年，故宫博物院与华熙生物联合推出故宫口红及故宫美人面膜，功能性护肤品的宣传取得较好效果。

图 1：华熙生物发展历程

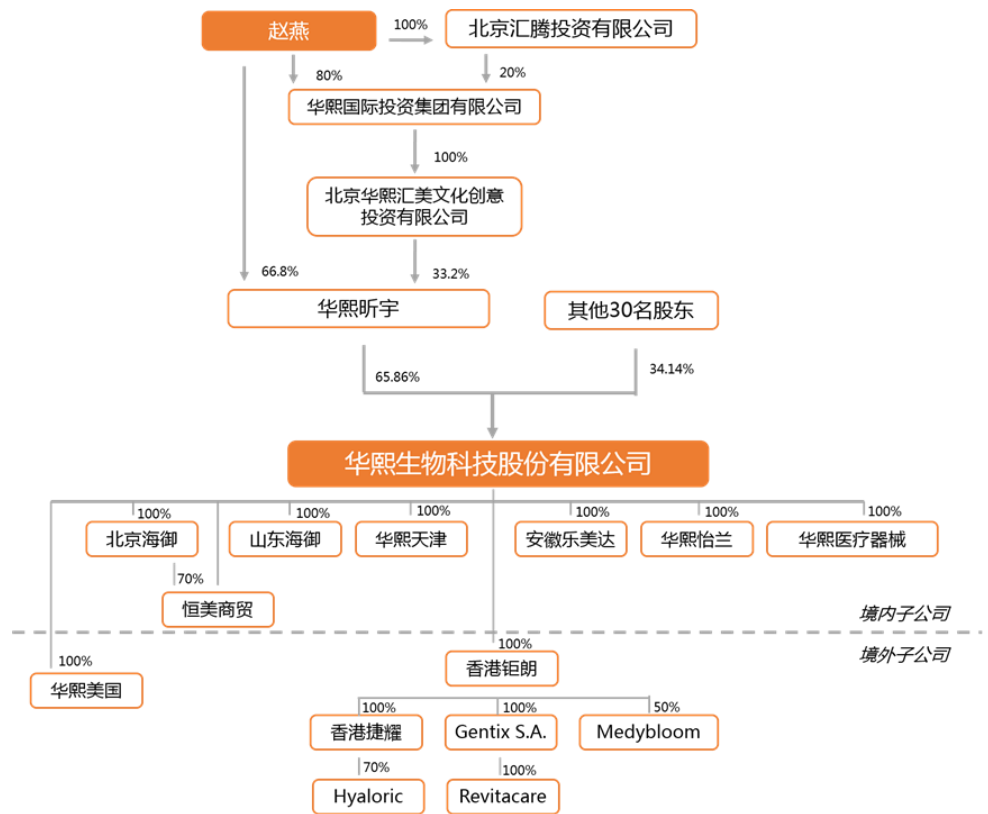


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司股权结构相对较为集中，董事长兼总经理赵燕女士通过华熙昕宇间接持有公司 65.86% 的股份，剩余持股比例较大的股东为国寿成达（7.996%），赢瑞物源（7.7%）、Fortune Ace（1.8%）等。

公司业务遍布海内外，旗下拥有 7 家境内控股子公司，6 家境外控股子公司，1 家境外联营公司；其中境外子公司主要承担销售职能，研发与生产线主要集中在境内。

图 2：华熙股权结构



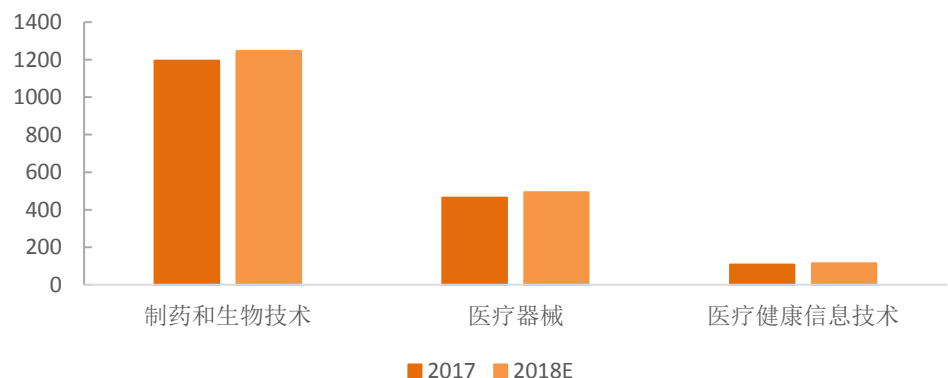
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 透明质酸行业高速发展正当时

2.1. 透明质酸——应用广泛的生物活性材料

随着社会的快速发展，全球医药行业也正处于高速发展期，根据研究机构 Forst&Sullivan 的分析，2017 年全球医疗健康行业市场的总销售规模约为 1.77 万亿美元，随着人口老龄化程度的不断提升，医疗健康行业规模未来还有望进一步提升，预计 2018 年有望达到 1.85 万亿美元。

图 3：全球医疗健康行业市场规模（十亿美元）



资料来源：招股说明书，Forst&Sullivan，天风证券研究所

生物医用材料是生物医药产业中医疗器械里的一个重要分支。是一类用于诊断、治疗、修复和替代人体组织、器官或增进其功能的新型高技术材料。2017 年，全球生物医用材料市场规模近 2000 亿美元，其中，中国市场规模超过 2000 亿人民币，同比增速近 20%，保持了较快的增长。

透明质酸具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性，是一种广泛应

用于医药（黏弹性手术、黏弹性补充疗法、黏弹性填充、黏弹性阻隔、黏弹性防护）、化妆品（口红、面膜、水乳霜膏、护肤精华等）及功能性食品（补水、改善关节功能和骨质疏松、修复胃黏膜、促进伤口愈合等）的生物活性材料。

从应用领域来看，透明质酸相关产品广泛应用于骨科（骨骼肌肉注射用药）、眼科（白内障手术、人工泪液等）、软组织填充、护肤品等市场。目前随着终端需求的不断提升，行业市场有望进一步提升。

图 4：中国骨骼肌肉注射用药市场规模

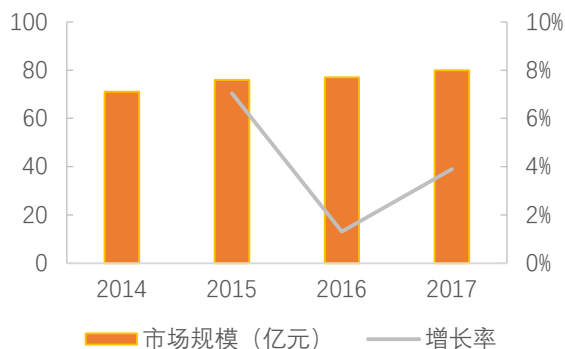
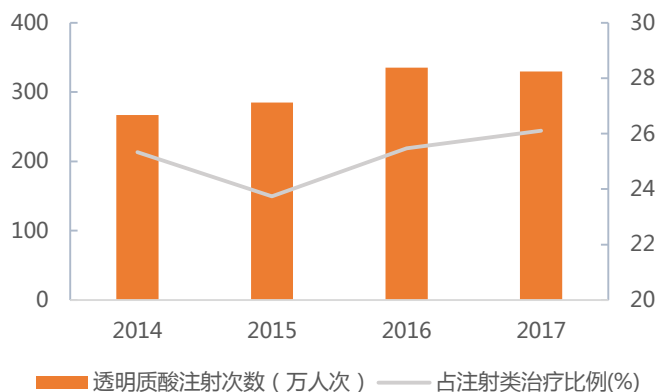


图 5：全球透明质酸注射市场



资料来源：IQVIA-CHPA，招股说明书，天风证券研究所

资料来源：ISAPS，招股说明书，天风证券研究所

随社会的快速发展，在宏观环境不断变化的过程中，透明质酸也在逐步迎来发展契机：

- 1、政策支持。近几年来，国家连续出台产业政策将生物医药行业加入“十三五”国家战略性新兴产业发展规划中大力推动发展，利好透明质酸原料和医疗器械终端产业的发展；
- 2、老龄化及老年性疾病发生率提升及居民可支配收入的提高，也会带动医疗终端产品，医疗美容及功能性护肤品的需求；
- 3，随着技术水平的进步，人们对于透明质酸研究的不断深入，其它生物医药应用场景诸如软骨和骨组织工程、椎间盘的再生和骨肉瘤的治疗，也在不断被挖掘出来。

表 1：透明质酸提取法与发酵法的对比

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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

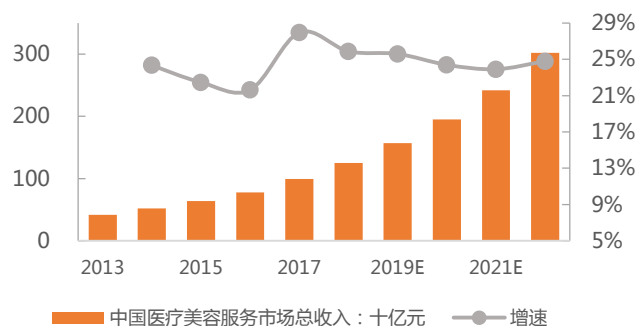
2018 年，中国透明质酸原料的总销量占全球市场的 86%，全球销量前五的企业均为中国企业。但多数中国企业提供的透明质酸原料相对附加值较低，食品级，外用级产品占比较高。对于医疗和终端产品市场来说，国外企业具有先发优势，目前的市场认可度更高。然而随着各大企业的研发投入不断增加，技术不断进步，国内透明质酸企业的综合竞争实力在不断提升，未来有望进步替代国外企业在高端市场以及医疗终端与护肤品市场的市场份额。

2.2. 医美—透明质酸应用的下一个战略高地

从透明质酸的应用来看，我们判断医美有望成为下一个较大的潜在增长点，尤其对于国内市场来说。根据中国整形美容协会提供的数据，我国医疗美容行业的市场空间将从 2015 年的 870 亿元增加到 2020 年的 4600 亿元，行业空间较大。

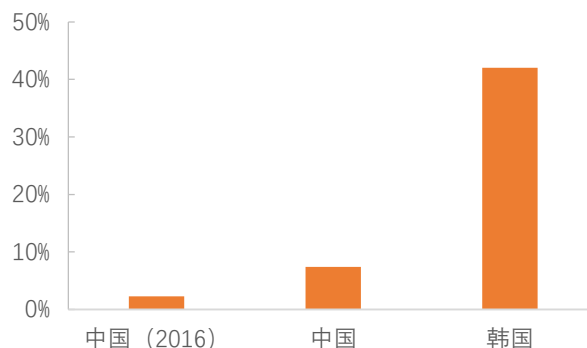
目前，医美在我国市场渗透率依然较低，远远低于欧美日韩等发达国家水平。2013 年，我国年人均医疗美容次数约为 2.4 次/千人，低于世界平均水平的 3.3 次/千人，更加远远低于韩国的 13.5 次/千人。消费水平的逐步提升，以及年轻一代的观念转变以及爱美意识的提升，将继续助推以透明质酸为代表的生物活性材料行业的相关产业高速迅猛发展。

图 6：2017 年中国医疗美容服务市场总收入及增速



资料来源：卫计委，天风证券研究所

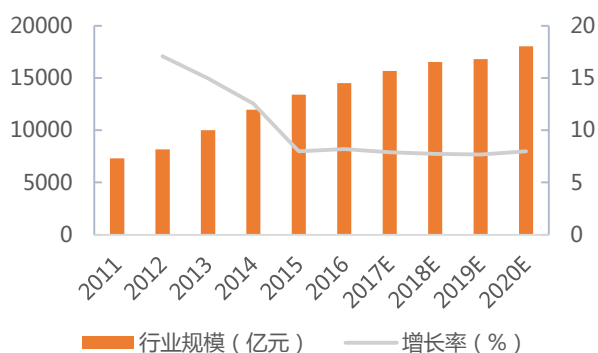
图 7：中韩两国 18-40 岁女性医美用户渗透率



资料来源：2018 年医美行业白皮书，天风证券研究所

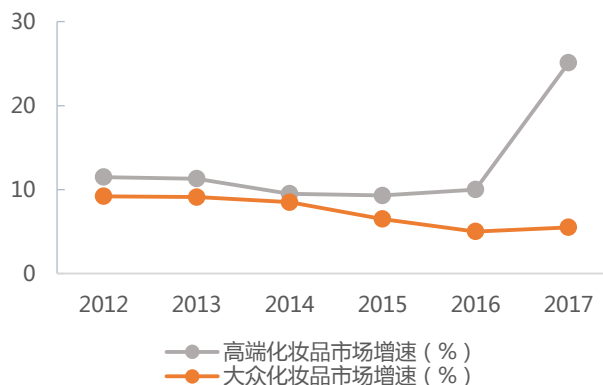
此外，近年来消费者愈发重视产品效果，追求通过特定成分针对性的解决肌肤问题，具有从成分、功效等辨别产品的能力，这将有助于具有核心成分。功能效果明确的中高端功能性护肤品的市场推广。而透明质酸作为核心成分广泛应用于各大的护肤品种，未来随着终端需求的不断释放，透明质酸在护肤品领域的发展也值得期待。

图 8：中国护肤品市场及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：高端及大众化妆品市场增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 受益终端需求的提升，业绩增长强劲

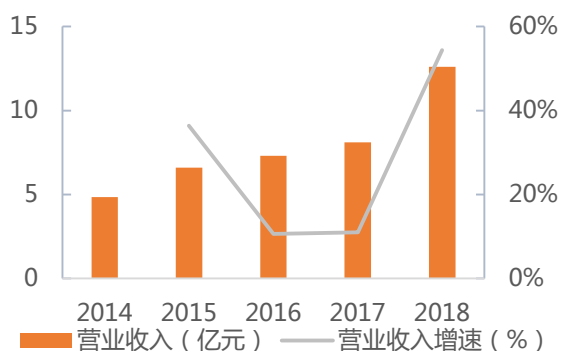
公司是国内最早实现发酵法生产透明质酸的企业之一，对于推动我国透明质酸行业的发展有重要作用，目前其透明质酸的微生物发酵技术和寡聚透明质酸的酶切技术全球领先，2000 年到 2018 年公司透明质酸产品从 0.8 吨提升到了 180 吨，产业规模位居国际前列。

3.1. 规模不断提升，具备较强盈利能力

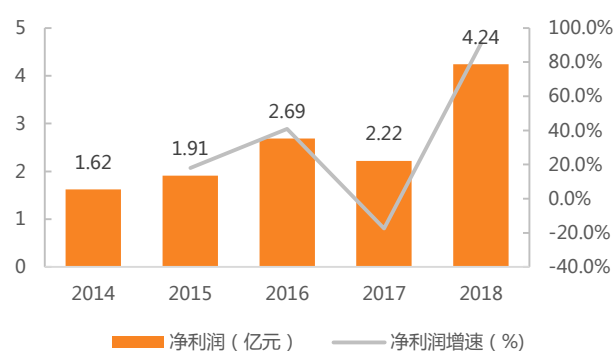
作为透明质酸领域覆盖原料到终端产品的产业链龙头，近年来公司经营规模逐步扩大。2018 年公司实现营业收入 12.63 亿元，同比增长 54.41%，2014-2018 年 CAGR 为 27.02%；实现净利润约 4.24 亿元，同比增长 90.99% (2017 年基数较低)，2014-2018 年净利润 CAGR 为 27.19%。

图 10：2014-2018 年营业收入规模与增速

图 11：2014-2018 年净利润规模与增速



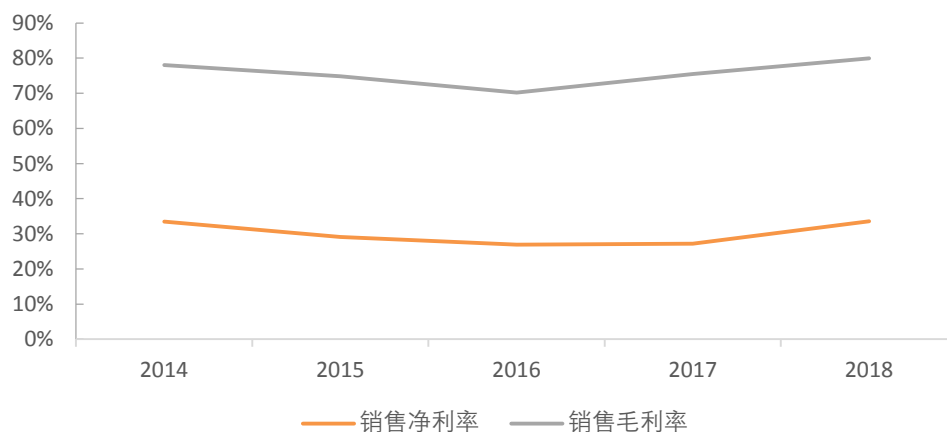
资料来源: wind, 公司年报, 天风证券研究所



资料来源: wind, 公司年报, 天风证券研究所

从公司的整体毛利率与净利率水平来看, 其属于高毛利行业, 整体的盈利能力较强。其销售毛利率近年来维持在 70% 以上水平, 2018 年净利率为 33.56%。公司目前涵盖透明质酸全产业链生产, 保持有一定竞争优势地位。

图 12: 华熙生物毛利率与净利率水平

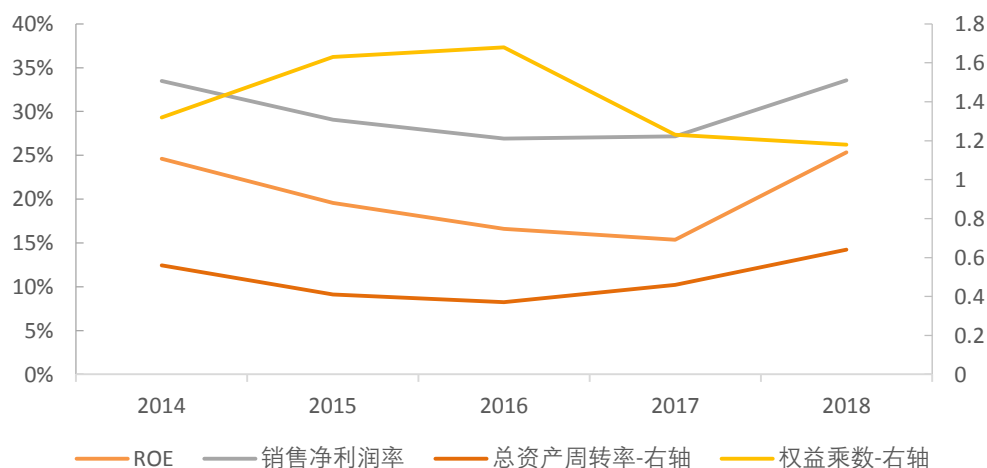


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

注: 2014-2016 年数据采用港股退市前年报数据, 来源 wind.

从 ROE 水平来看, 2018 年公司 ROE 水平达到 25.34%, 具备较强的盈利能力。2014-2017 年 ROE 水平的下滑趋势主要是受总资产周转率下滑影响所致。

图 13: 华熙生物杜邦分析



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：2014-2016 年数据采用港股退市前年报数据，来源 wind。

公司产品主要分为原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品以及其他产品。原料药产品是公司的核心产品，也是公司主要的收入来源。目前公司原料药产品的收入占公司总收入的 51.7%。

在不断巩固原有核心产品的同时，公司同时在不断丰富自身产品线，发展医疗终端与功能性护肤品市场。2016-2018 年来，公司功能性护肤品的销售占比逐步提升，2018 年公司功能性护肤品的收入占公司总收入的 23.04%，较 2016 年提升 14.25 个 pp。功能性护肤品市场空间大，同时公司又拥有原料药产品优势，在其产品品牌力与营销体系逐步成熟的环境下，有望继续保持快速增长。

图 14：2016 年公司主营业务构成

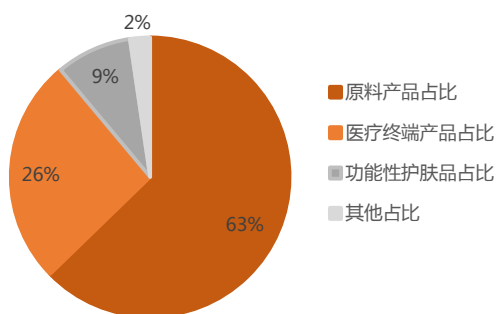
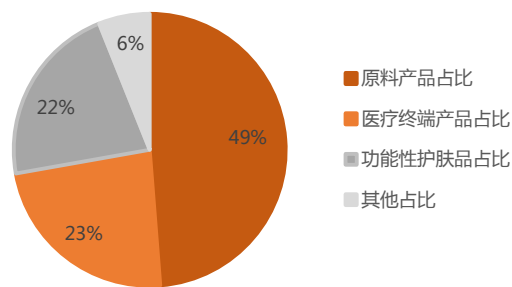


图 15：2018 年公司主营业务构成

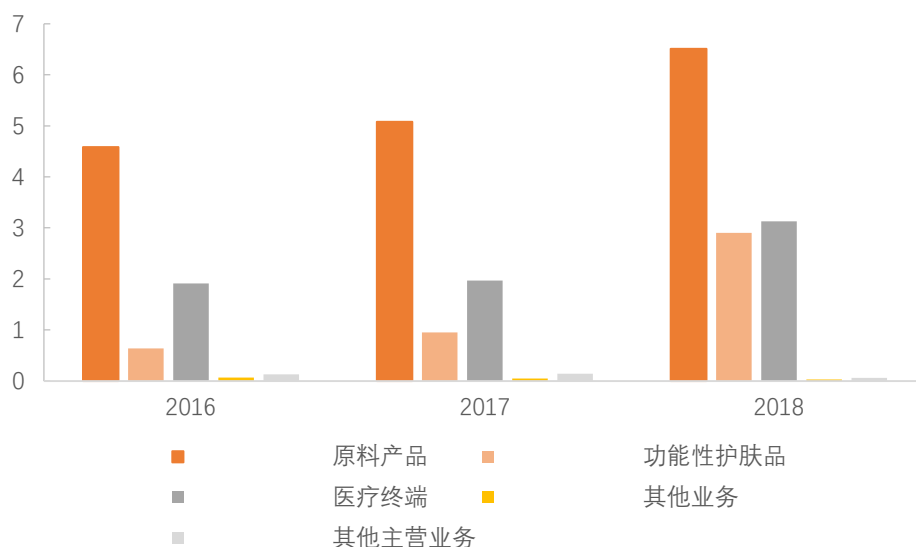


资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

从不同产品收入端来看，2016 年到 2018 年公司原料产品端保持了稳步的增长，2018 年收入达到 6.51 亿元；同时功能性护肤品与医疗终端产品在 2018 年迎来快速的增长，尤其是功能护肤品，随着公司次抛原液与面膜产品的不断放量，对公司未来的发展起到了良好的推动作用。2018 年公司功能性护肤品与医疗终端产品收入分别为 2.9 亿元、3.13 亿元，分别实现了 205.3%、58.9% 的增长。

图 16：2016-2018 不同产品收入（亿元）与增速



资料来源：wind，天风证券研究所

分析公司护肤品与医疗终端产品的结构与增速，我们发现其护肤品相关产品均保持了快速增长，而医疗终端产品中骨科产品 2018 年保持了优于医疗终端产品整体的增长。

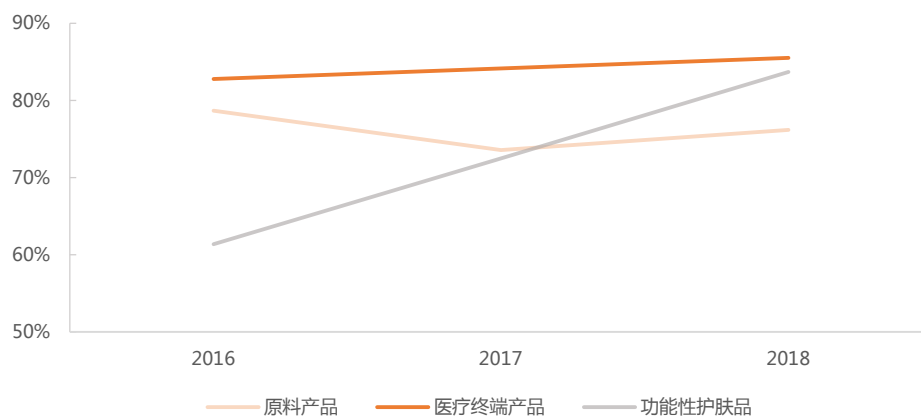
表 2：2016-2019Q1 公司功能护肤品与医疗终端产品的收入与增长情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019Q1
功能护肤品				
次抛原液	0.38	0.44	1.79	0.37
yoy		15.8%	306.8%	
面膜	0.12	0.12	0.31	0.06
yoy		0.0%	158.3%	
其他	0.14	0.39	0.80	0.51
医疗终端产品				
皮肤类医疗产品	1.70	1.69	2.45	0.80
yoy		-0.6%	45.0%	
皮肤类-其他	0.05	0.05	0.10	0.03
yoy		0%	100%	
骨科注射液	0.19	0.24	0.59	0.09
yoy		26%	146%	
医疗终端其他	0.03	0.04	0.08	
yoy		33%	100%	

资料来源：wind,天风证券研究所

公司整体毛利率是处于相对较高的水平，从不同类型的产品的毛利率情况来看，也相对比较高，均处于较高毛利率水平。其中功能性护肤品与医疗终端产品的毛利率水平呈现逐年提升的趋势，且达到 80%以上。随着这两类产品收入结构占比的提升，公司整体的盈利能力还有望进一步加强。

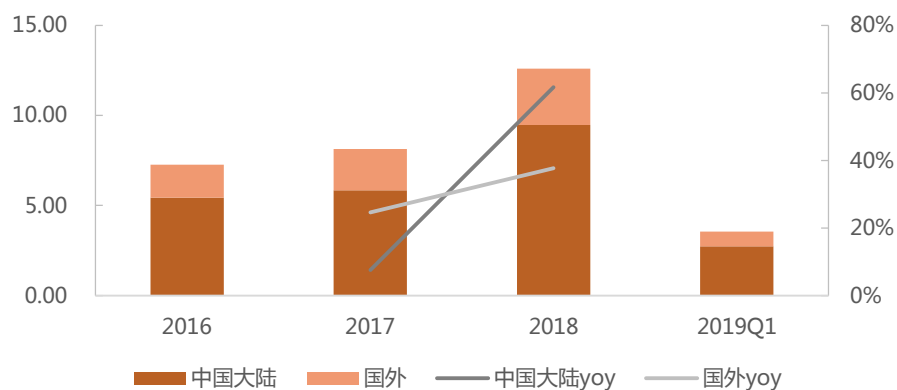
图 17：2016-2018 不同产品毛利率水平



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司业务遍布国内外，2018 年国内业务占比大约为 75%，国外业务占比大约为 25%。近年来随着国内消费市场尤其是医美市场的不断崛起，公司大陆业务迎来了相对快速的增长，未来国内外业务的协同发展有助于推动其进一步的发展。

图 18：2016-2019Q1 公司国内外业务收入与增速情况（亿元）

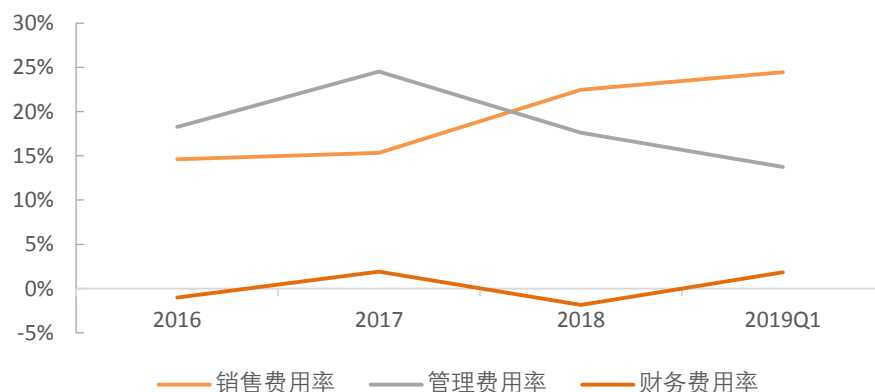


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 积极投入下游产品的布局，研发投入持续强化核心竞争力

对公司的三项费用率情况进行分析发现，公司整体的销售费用率有所提升。通过前文的分析我们能发现公司功能性护肤品与医疗终端产品整体的增长较快，这两块业务面临下游的市场空间较大，尤其是功能性护肤品，公司在线上销售，加大品牌宣传的投入，进行业务的全面布局。

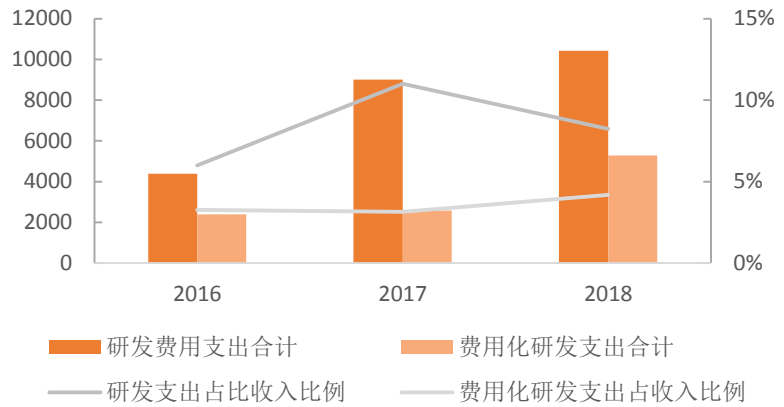
图 19: 公司三项费用率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司布局透明质酸从原料产品到终端产品的全产业链布局。作为国内透明质酸生产龙头，公司通过持续的研发投入，不断提升自身竞争力，建立其护城河。2018年公司研发费用化投入约5300万（+105.56%），研发费用率为4.19%，研发费用支出合计为1.04亿元，研发费用支出占收入比例为8.23%。近年来，公司不断的加强研发费用的支出，增强自身研发实力。

图 20: 与同行业公司的研发费用情况（万元）

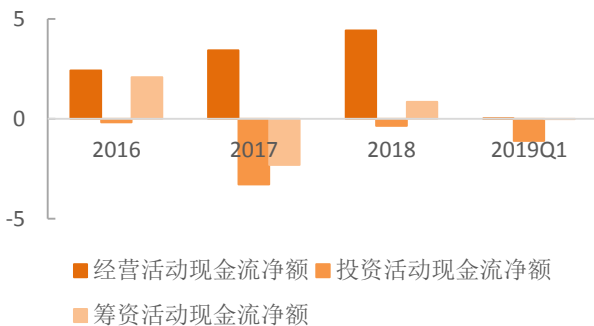


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

在研发领域的持续投入也在进一步加强公司的竞争实力, 目前公司已申请专利 95 项 (其中发明专利 79 项), 已获授权专利 46 项 (中国发明专利 30 项, 国外发明专利 4 项, 实用新型专利 10 项, 外观设计专利 2 项), 正在审查中的专利 49 项。截至 2018 年, 公司现有员工 1235 名, 其中研发人员 185 名, 拥有硕士及以上学历者 155 名。

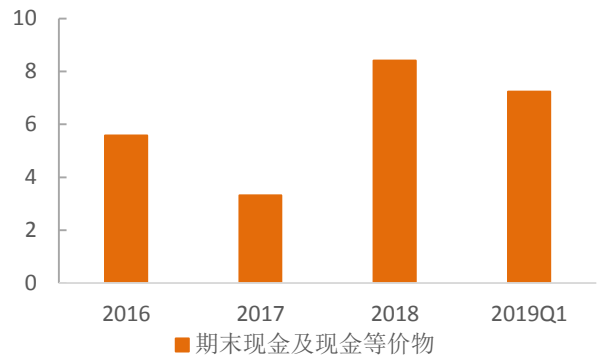
公司长期保持了较为稳定的现金流, 财务较为稳定。2017 年公司收购法国皮肤修护产品品牌 Revitacare 全部股权, 作价约 2515 万欧元, 通过吸收全球技术、新产品等不断拓展其市场空间, 强化研发能力。

图 21: 公司经营活动、投资活动、筹资活动现金流净额 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

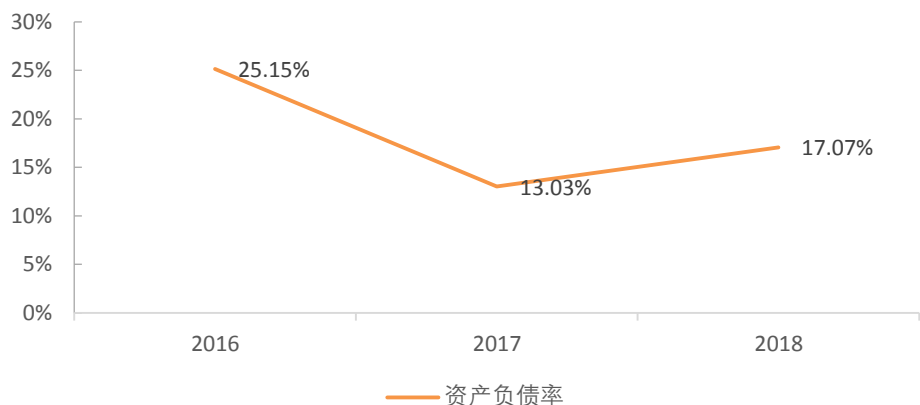
图 22: 2016-2019Q1 公司期末现金及等价物情况 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

整体来看, 公司具备长期稳定的现金流, 其资产负债率也控制在相对合理的水平, 未来资产结构可改善的空间较大。

图 23: 公司资产负债率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

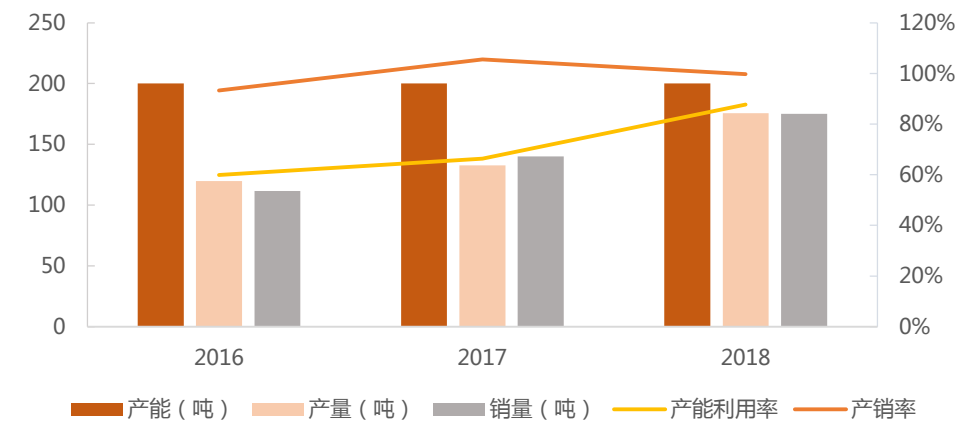
4. 以“技术为核心”全产业链布局，行业领先者

作为行业龙头，公司研发能力强，拥有发酵技术、交联技术为核心的两大平台研发体系及强大的产业化能力；主导或参与制定了四项透明质酸钠国家标准（医用透明质酸钠凝胶行业标准、组织工程医疗器械产品-透明质酸钠行业标准、整形手术用交联透明质酸钠凝胶行业标准、化妆品用透明质酸钠行业标准）；依托强大的研发能力，公司逐步实现了产品的延伸，从透明质酸原料延伸至生物活性物质、医疗终端产品和功能性护肤品，形成完整的产业链。

4.1. 透明质酸原料产品技术优势明显

公司透明质酸原料产品 2018 年实现收入 6.51 亿元，同比增长 28.35%，实现毛利 4.96 亿元，毛利率 76.16%。公司主要采用以销定产的生产模式，故产销率始终较高。原料产品在国内以直接销售为主，经销商销售为辅；在海外市场，公司主要采用经销商销售的模式。目前产品已出口至美国、欧洲和日本在内的 40 余个国家及地区。

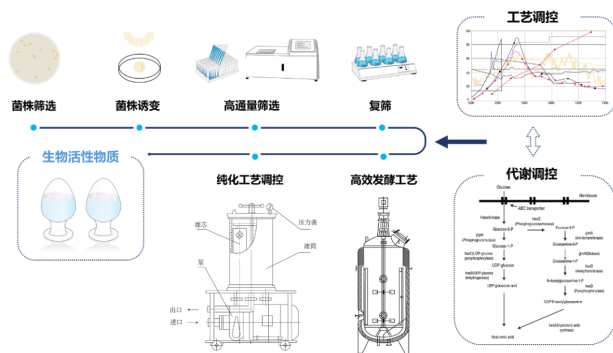
图 24：透明质酸原料产销分析



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

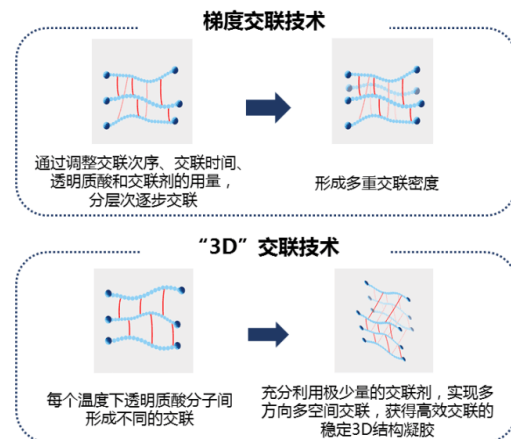
公司依托微生物发酵和交联两大科技平台，实现四大技术突破，包括全球领先的生物发酵技术、酶切技术和分子量精准控制技术、透明质酸梯度 3D 交联技术以及国内率先采用的玻璃酸钠注射液终端灭菌技术。技术的突破不仅极大的提高了透明质酸的产率、质量与规模等，更显著降低了其生产成本，推动了透明质酸在骨科、眼科、普外科、整形外科的广泛应用。

图 25：微生物发酵技术示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 26：梯度 3D 交联技术示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

核心技术的掌握进一步巩固强化了公司的产业化优势：1、2018 年公司透明质酸规模化生产产量达到 180 吨，位于国际前列；2、采用终端湿热灭菌方式的玻璃酸钠注射液的产品“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶 2012 年实现产业化生产,目前产能达 400 万支;3、透明质酸发酵产率达到 10-13g/L，远高于文献报道中行业最优水平 6-7g/L，产率显著提高，使得公司单位透明质酸的生产成本大约是行业平均成本的二分之一。单位成本的降低成为公司成本领先优势，进一步建立了成本壁垒。

凭借其技术优势，公司逐步建立了覆盖透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链，终端产品所用主要原料实现自产，且以规模化。全产业链发展是公司未来保持其龙头地位与竞争优势的重要条件。

图 27：公司全产业链相关产品布局

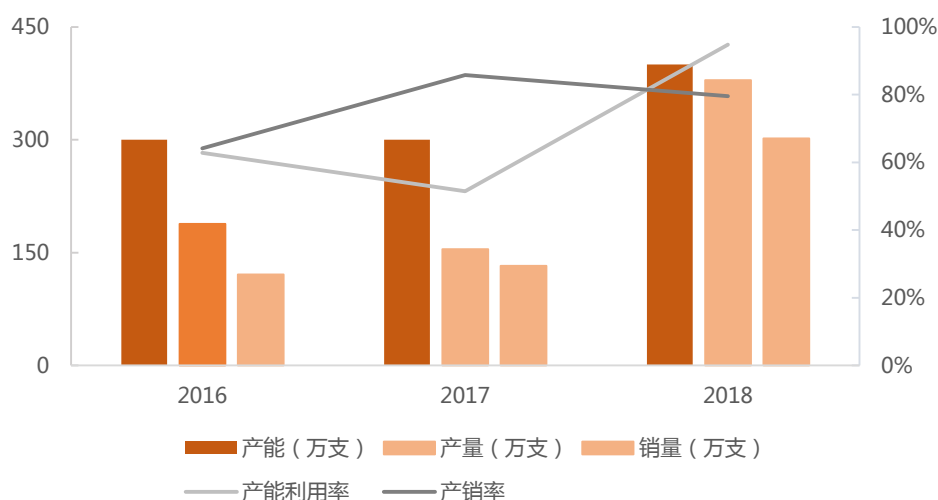


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 医疗终端产品快速增长，推动公司业绩成长

公司 2018 年在医疗终端产品领域实现收入 3.13 亿元，同比增长 58.86%，毛利率为 85.49%。现阶段，公司终端医疗产品主要采用经销商销售的模式，公司将产品以卖断方式销售给经销商，经销商再另行向终端客户进行销售。公司同时会向公立医院、私立医疗机构进行直接销售，但销售规模及占比相对较小。

图 28：医疗终端针剂类产品产销分析



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司自主研发生产透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品，主要包括软组织填充剂、

眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品。

在骨科领域，研制开发出用于治疗膝关节骨关节炎以及肩关节周围炎的玻璃酸钠注射液；眼科方面，研制开发出用于白内障手术的黏弹剂；外科方面，研制了用于腔内止血、防粘连、促进伤口愈合的高端生物医用敷料产品等。医疗终端产品中，公司皮肤类医疗产品的收入占比最高。

图 29：公司主要医疗终端产品

产品分类	产品名称	注册类别	主要品牌	产品应用	核心技术应用
骨科注射剂	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
医用润滑剂	医用透明质酸钠润滑剂	II类医疗器械	海润通	用于导管或内窥镜进入人体自然腔道时的导入润滑	双重灭菌技术
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
	注射用修饰透明质酸钠凝胶(含利多卡因)		润致		

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

随着透明质酸在医疗终端的应用不断拓宽，行业中也出现更多的竞争者：

1、骨科领域，昊海生物科技是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，2017 年占国内市场份额的 36.21%；公司骨关节腔注射液“海力达”进入相对较晚，但随着出货量逐步增长产能的释放，有望带动公司在医疗终端产品的进一步增长。

2、在软组织填充剂领域，2015 年艾尔建公司旗下的乔雅登系列产品就已经占有全球市场最大的市场份额；公司“润百颜”、“润致”为代表的注射类用修饰透明质酸钠凝胶产品市场反应良好，再加上在肉毒素相关产品上的研发及储备，在软组织填充剂领域公司有望继续保持快速增长。

图 30：医疗终端产品主要竞争对手分析

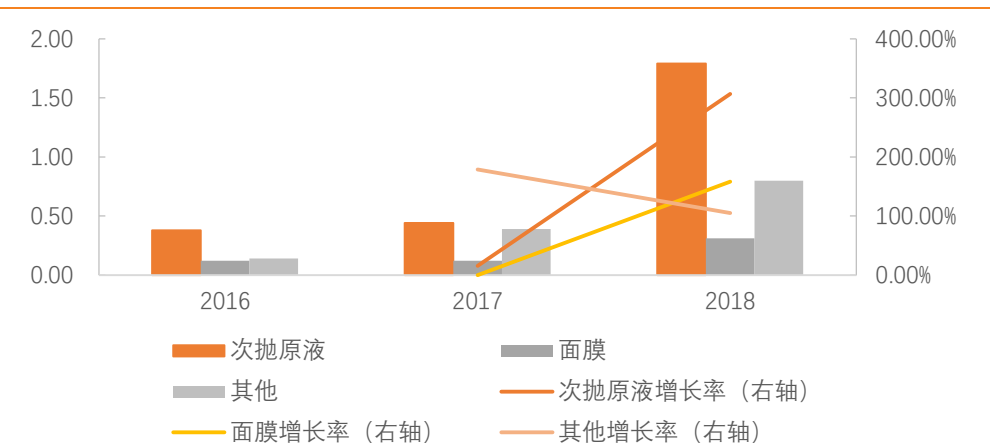
	主要竞争对手	竞争对手情况	代表产品	经营状况
骨科注射剂	昊海生物	成立于2007年，是一家专注于研发、生产及销售医用可吸收生物材料的高科技生物医药企业。	玻璃酸钠注射液和医用几丁糖	骨科产品2017年占中国市场份额36.21%。2018年实现收入3.01亿元，同比增长12%，毛利率87%，产品后续储备充分，处于行业领先地位。
	景峰制药	于2014年重组上市，主营业务产品涵盖心脑血管、肿瘤、骨科、儿科和妇科等疾病领域	“佰备”玻璃酸钠注射液	2017年，“佰备”玻璃酸钠注射液占中国市场份额23.44%
	博士伦福瑞达制药	前身山东正大福瑞达，成立于1991年，致力于生物技术产品和生化药品的研究开发和生产和销售。	“施沛特”玻璃酸钠注射液	2017年“施沛特”玻璃酸钠注射液占中国市场份额为24.84%
眼科黏弹剂	雅培眼力健	该公司成立于1976年，为全球领先的眼科医疗器械公司，致力于人工晶状体，人工玻璃体、角膜板层刀、以及白内障及屈光矫正手术相关医疗器械研发、制造及销售	“Healon”眼用粘弹剂	2017年，“Healon”眼用粘弹剂占中国市场份额的13.93%
	博士伦福瑞达制药	公司已形成眼科药品、外科药品、皮肤科药品及内科药品系列的研制和生产能力	“爱维”透明质酸凝胶	2017年“爱维”透明质酸凝胶占中国市场份额的13.57%
	LG Life Science, Ltd.	该公司为韩国LG集团的全资子公司，是韩国大型的医药公司，产品涵盖药品、医疗器械、医学美容、疫苗等	哈艾路”医用透明质酸钠凝胶	2017年“哈艾路”医用透明质酸钠凝胶占中国市场份额的8.19%
软组织填充剂	艾尔建	是一家跨专业的健康医疗公司。品牌药产品覆盖了中枢神经系统眼部治疗医疗美容消化妇科泌尿和抗感染等领域。2019年被艾伯维收购	乔雅登系列产品	2017年“乔雅登”系列产品全球销售额为10.4亿美元
	Q-MedAB	成立于瑞典，专注于研发皮肤病医疗解决方案，为雀巢皮肤健康公司旗下Galderma的全资子公司	瑞蓝 Restylane 玻尿酸系列产品	自1996年在欧洲上市以来，已完成超过千万例的成功注射案例，是注射填充用医学美容领域的专业品牌。
	LG Life Science, Ltd.	该公司为韩国LG集团的全资子公司，是韩国大型的医药公司，产品涵盖药品、医疗器械、医学美容、疫苗等	伊婉 (Ycoire) 系列产品	2017年“伊婉”系列产品中国销售额突破1亿美元

资料来源：标点医药，公司公告，昊海生物招股说明书，天风证券研究所

4.3. 功能性护肤品打造爆款

2018年，功能性护肤品产品收入达到了2.90亿元，占主营业务收入比例为23.04%，是近年来内规模增长最快的产品。功能性护肤品主要包括次抛原液、面膜和水乳膏霜等，2018年其收入增速分别为306.82%、158.33%、105.13%，占功能型护肤品的比例分别为61.74%、10.83%、27.44%。

图 31：功能性护肤品不同产品的收入情况与增速（亿元）

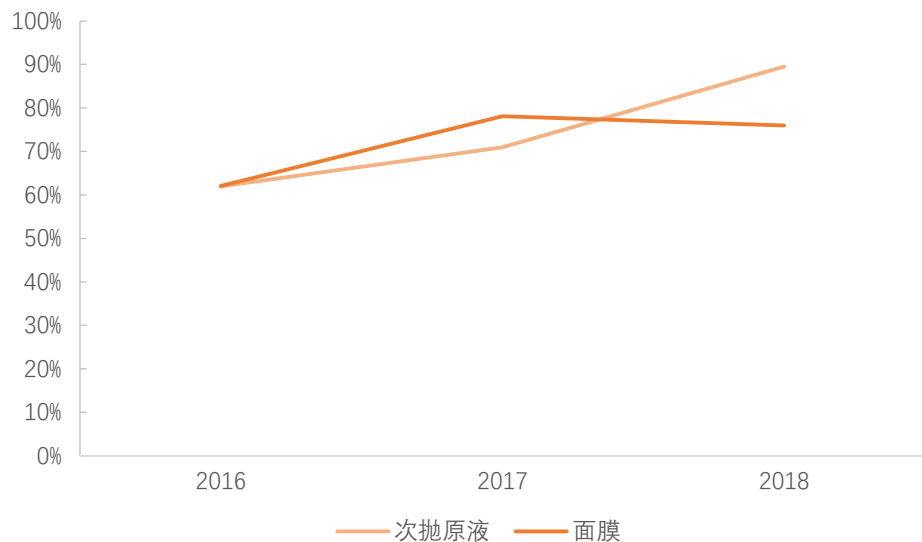


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司旗下品牌包括：“润百颜(BIOHYALUX)”、“BIO-MESO”、“丝丽(CYTOCARE)”、“米蓓尔(MEDREPAIR)”、“润月雅(PLUMOON)”、“夸迪(QUADHA)”、“德玛润”等。2018年，公司利用专利产品“油分散透明质酸钠”为核心原料，与故宫博物院合作推出“故宫口红”，获得了消费者的高度认可，与市场内顶尖的销售单品牌相比依然有很大的提升空间。

随着公司功能性护肤品，特别是原液类产品在消费者中口碑的增强，公司一方面充分利用线上直销渠道，增大营销力度，打造爆款产品，细分原液类产品组合；另一方面借此推出主打透明质酸、氨基丁酸等核心成分的多个护肤品子品牌，产销量迅速扩大，发挥规模效应，推动功能性护肤品业务毛利率呈逐年上升趋势，从2016年的61.37%到2018年的83.68%。

图 32：功能性护肤品不同产品的毛利率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 募投项目分析

2016至2018三年来，公司业务快速增长，透明质酸原料、针剂类医疗终端产品、次抛原液的产能利用率分别达到了87.75%、94.78%和80.43%，已接近饱和状态。

公司本次拟申请公开发行不超过4,956.26万股人民币普通股（不含采用超额配售选择权发行的股票数量），预计募集资金31.54亿元，主要用于研发中心与体检透明质酸钠相关项目的投入，进一步提升公司研发能力，破除产能瓶颈，为公司后续长远发展奠定基础。

表 3：拟建设项目名称及投资总额

序号	项目名称	拟投资总额（单位：万元）
1	华熙生物研发中心提升改造项目	40066.90
2	华熙天津透明质酸钠及相关项目	110692.43
3	华熙生物生命健康产业项目	164678.50

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com