

2019年10月16日

华熙生物 (688363.SH)

公司新股分析

证券研究报告

玻尿酸原料 C 位王者，攻城略地步步打通产业链

■ 本文从 2B2C、2C 市场与公司传统 2B 市场的不同特点出发，深入分析公司如何利用自身原料商禀赋以及应对市场转换的挑战；我们认为公司作为一个产业链一体化的企业，技术成果具备高度协同性。

■ 公司以透明质酸为主线延伸上下游布局，技术+成本+产业一体化优势下成长潜力巨大。公司是全球透明质酸原料市场龙头，公司实控人为董事长兼总经理赵燕女士，持股 65.9%。公司业务分为透明质酸原料（占比 51.6%），功能性护肤品（占比 23.0%）和医疗终端产品（占比 24.8%），近年来在护肤品和医疗终端产品的带动下 18 年实现营收和净利润 12.6 亿和 4.2 亿元，同比增速分别为 54.4%和 90.7%，未来在成本优势+研发成果不断落地驱动下有望继续保持增长势头。

■ **原料业务：全球市场龙头，成本、资质、渠道三大壁垒地位稳固。** B 端市场是公司的传统业务领域，B 端市场具备客户更重视性价比而非品牌、渠道粘性大、壁垒较高（主要指医疗产品）等特点，公司作为市场龙头（18 年市占率 36%），充分发挥成本、资质和渠道优势稳固市场地位。
 ①**成本优势**：公司国内率先开发出发酵法代替提取法生产透明质酸，目前产率 10-13g/L 全行业领先，单位透明质酸生产成本大约是行业平均成本的二分之一。同级别原料产品中公司单价更低，相比于同行业尤其是海外企业具备显著的价格优势。
 ②**资质壁垒**：产品质量远高于欧洲药典、日本药典及中国药品质量标准，医药级原料产品在国内取得 7 项注册备案资质，在国际上取得了包括欧盟、美国、韩国在内的注册备案资质 21 项，比同行资质更全面。各国对医药级原料的市场准入都具有严格标准，外来竞争者想进入市场难度较大。
 ③**渠道壁垒**：公司在全球 40 多个国家和地区拥有医药、化妆品、食品等行业的经销渠道，全球客户超过 1000 多家，与客户关系稳固，已具备先发优势。B 端渠道客户粘性较大，渠道维护成本低，大型药品、化妆品企业为保证产品质量稳定，通常不会随意更换供应商，建立起渠道壁垒。

■ **医疗终端产品：市占率尚存提升空间，低价+技术攫取市场份额。** 2B2C 市场兼具 B、C 端市场特点，一方面壁垒高，市场内竞争对手稳定，另一方面客户更重视品牌和产品体验。公司面临的竞争对手入局更早、品牌较强，渠道铺设全面，但在技术和价格上仍存突破空间。公司结合自身原料商优势和行业发展趋势，采取低价+技术抢占消费者心智。
 ①**皮肤类产品**：公司“梯度 3D 交联技术”可用极少量交联剂获得不同性质凝胶，与国际先进水平同步，技术领先下价格在 1000-2500 元每毫升处于大众价格区间，伴随医美行业大众化趋势公司市占率有望取得突破。
 ②**骨科产品**：公司研发出终端湿热灭菌技术造就唯一高于国家标准的玻璃酸钠注射液，同时利用自身原料优势以低价切入市场，伴随终端渠道推广发力差距不断缩小，16 年-18 年玻璃酸钠市占率已从 0.6%提升至 9.1%，未来空间广阔。

■ **功能性护肤品：原料商身份入局具备四大优势，品牌营销方面实力突出化解**

询价区间：

定价区间：

发行数据

总股本(万股)	43,044
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	华泰联合证券有限责任公司
发行日期	2019/10/24
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

股东信息

华熙昕宇投资有限公司	65.86%
国寿成达(上海)健康产业股权投资中心(有限合伙)	8.00%
宁夏赢瑞物源股权投资合伙企业(有限合伙)	7.69%
Fortune Ace Investment Limit	1.80%
中金佳泰贰期(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1.67%
天津华杰海河医疗投资合伙企业(有限合伙)	1.53%
艾睿思(天津)医疗投资合伙企业(有限合伙)	1.47%
中国民生信托有限公司	1.35%
WEST SUPREME LIMITE	1.34%
Luminescence (Hong Kong) Co., Limit	1.16%

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

挑战。C 端市场产品周期更短，客户需求变化更快。原料商布局 C 端通常具备技术和成本优势，但通常在品牌运营和营销方面面临挑战。公司充分利用自身禀赋选择优质赛道，发挥技术优势，同时在品牌、渠道方面持续发力，未来发展空间可期。**与传统护肤品厂商相比：**1) **赛道更优：**公司从自身擅长的主推原料切入，避开大众护肤品市场，相对聚焦于竞品更少的原液类高端产品，其生产的次抛包装产品以鲜明特点抢先进入消费者心智。2) **成分更聚焦：**公司产品目的性较强，配方成分简单直接。随着护肤“成分党”崛起，专一温和直接的护肤品配方将更受欢迎。3) **技术更前沿：**公司在国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸，并率先应用于旗下玻尿酸产品领先行业，同时将医药级别的生产技术嫁接到化妆品生产上，生产标准远高于行业普通化妆品生产商。4) **产业链具备协同效应：**上游原料业务的品牌力和口碑会对下游产品销售起到带动作用，下游产品的成功也会促进上游原料业务的推广。横向同类产品也存在联动作用。

■扩品类+扩产能，广阔增量空间可期：1) **依托研发平台布局，产品线横纵延伸：**公司横向借助已经较为成熟的 4 大核心技术衍生出更多新技术，同时公司储备“基因工程平台”、“酶合成平台”等新的研发方向；纵向依托上层技术平台更快打造终端产品，未来三年公司有 4 项功能性护肤品项目，6 项注射透明质酸钠凝胶产品，2 项食用级产品，1 项医用海绵项目有望落地。多种生物活性物质有望在终端产品进一步应用。2) **产能接近瓶颈，天津+产业园项目未来有望助推业绩。**公司目前主要业务产能接近饱和状态，布局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，天津项目建成后将新增透明质酸原料产能 952 吨/年，为原来产能的 476%，新增次抛原液产能 2 亿支/年，透明质酸洗眼液产能 1000 万支/年。产业园项目将主要新增医疗针剂产品 10000 万支/年，为原来产能的 2500%，新增透明质酸次抛类产品 5 亿支/年。根据招股说明书，预计 2020 年开始公司产能逐步释放助推业绩。

■投资建议：公司传统透明质酸原料业务依托成本、资质和渠道壁垒龙头地位稳固，医疗终端产品业务依靠领先技术和合理价位快速抢占市场份额，功能性护肤品业务相比传统护肤品生产商和其他转型原料商优势突出，叠加公司核心技术不断扩展带动下游产品线丰富，未来发展潜力巨大。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 28.5%、38.3%、35.4%，净利润增速分别为 35.0%、39.3%、37.9%，成长性突出。相对估值法给予公司 45-50 倍的估值，对应价格区间为 53.1-59.0 元/股，绝对估值法得到公司的价格区间为 52.8-70.5 元/股，综合得到公司价格区间为 53.1-59.0 元/股。

■风险提示：新技术替代风险；经销商管理风险；行业监管风险；募集资金投资项目实施风险等。

摘要(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	818.0	1,263.1	1,621.9	2,242.3	3,035.8
净利润	222.3	423.9	568.2	788.7	1,091.3
每股收益(元)	0.52	0.98	1.18	1.64	2.27
每股净资产(元)	3.80	3.99	4.86	6.51	8.78

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	75.5%	79.9%	80.0%	80.9%	81.5%
净利润率	27.2%	33.6%	35.0%	35.2%	35.9%
净资产收益率	13.6%	24.7%	24.3%	25.3%	25.9%
ROIC	34.8%	36.4%	67.9%	27.4%	30.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 全球透明质酸原料龙头，下游产业链拓展带动营收净利双升.....	6
1.1. 透明质酸原料龙头，布局下游产业链.....	6
1.2. 终端业务带动业绩快速增长，毛利率、净利率保持稳定.....	8
2. 原料业务：全球老牌龙头，成本、资质、渠道三大壁垒稳固 C 位.....	12
2.1. 核心技术构筑壁垒，成本优势稳固.....	12
2.2. 医疗原料市场资质把控较严，公司全球注册资质领先行业.....	13
2.3. 客户转换成本高，渠道粘性大.....	14
2.1. 行业龙头地位稳固.....	15
3. 医疗终端产品：市占率尚存提升空间，低价+技术攫取市场份额.....	16
3.1. 皮肤类：行业价格、技术均存改善空间，公司技术+合理价位顺应市场趋势.....	16
3.1.1. 行业进口品牌市占率及溢价双高，技术是各品牌竞争焦点.....	16
3.1.2. 3D 交联技术+合理价位寻求突破.....	17
3.1. 骨科：公司入局较晚，技术+成本助力下市占率提升明显.....	19
3.1.1. 行业龙头先发优势明显，渠道已全国铺开.....	19
3.1.2. 终端湿热灭菌技术+低成本提升市占率，渠道推广已开始发力.....	20
4. 功能性护肤品：原料商转型优势显著，“故宫口红”凸显营销潜力.....	22
4.1. 与传统护肤品厂商相比，原料商身份入局具备四大优势.....	22
4.2. 与其他原料商转型厂家相比，更好应对品牌、渠道方面挑战.....	24
4.2.1. 调整内部架构，多品牌战略下文化营销初现成效.....	24
4.2.1. 线上渠道重点布局，快速抢占消费者心智.....	26
5. 依托研发平台布局，产品线横纵延伸支撑未来想象空间.....	30
5.1. 内生外延核心技术持续扩展.....	30
5.1. 研发+收购不断丰富产品线.....	30
6. 产能接近瓶颈，天津+产业园项目落地助推业绩.....	33
7. 盈利预测与估值.....	35
7.1. 盈利预测.....	35
7.2. 估值水平.....	36
7.2.1. 相对估值.....	36
7.2.2. 绝对估值.....	36
8. 风险提示.....	38

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司主要业务.....	7
图 3：公司股权结构图.....	8
图 4：公司营业收入稳定增长（百万）.....	9
图 5：公司净利润 18 年增长迅速（百万）.....	9
图 6：2016-2019Q1 不同业务占比变化.....	9
图 7：2016-2019Q1 不同地区业务占比变化.....	9
图 8：2016-2019Q1 不同经销模式占比变化.....	10
图 9：线上渠道销售情况（百万元）.....	10

图 10: 公司毛利率情况.....	10
图 11: 公司净利率保持稳定.....	10
图 12: 公司销售费用率小幅上升 (单位: 百万元)	11
图 13: 公司管理费用率有所下降 (单位: 百万元)	11
图 14: 公司研发费用率逐渐上升 (单位: 百万元)	11
图 15: 公司财务费用情况 (单位: 百万元)	11
图 16: 发酵法生产透明质酸流程.....	12
图 17: 公司透明质酸生产规模不断扩大 (吨)	12
图 18: 2018 年医药级透明质酸原料价格对比 (万元)	13
图 19: 2018 年其他级别透明质酸原料价格对比 (千元)	13
图 20: 原料业务渠道粘性大, 维护成本较低.....	15
图 21: 公司作为龙头市占率不断提升.....	15
图 22: 2018 年全球玻尿酸原料市场竞争格局 (以销量计)	15
图 23: 2018 年我国透明质酸填充销量市场竞争格局.....	17
图 24: 2018 年我国透明质酸填充销售额市场竞争格局.....	17
图 25: 交联技术让玻尿酸性质更稳定.....	17
图 26: 交联剂的作用部位.....	17
图 27: 公司的梯度 3D 交联技术.....	18
图 28: 玻尿酸原料产品毛利率较高.....	18
图 29: 华熙生物相比其他外购原料厂商成本优势明显 (元/g)	18
图 30: 市场上主要玻尿酸填充品牌终端价格区间对比 (单位: 元/ml)	19
图 31: 医美市场从高线城市向低线城市渗透.....	19
图 32: 医美消费呈现年轻化趋势.....	19
图 33: 2018 年中国骨关节炎注射液玻璃酸钠竞争格局.....	20
图 34: 华熙生物相比其他外购原料厂商成本优势明显 (元/g)	21
图 35: 各品牌玻璃酸钠注射液价格对比 (元/支)	21
图 36: 公司累计中标省份不断增加.....	21
图 37: 公司玻璃酸钠注射液市占率不断提升.....	21
图 38: 原液类产品受到消费者关注.....	22
图 39: 公司产品次抛包装具备较高辨识度.....	22
图 40: 公司护肤品成分较为专一直接.....	23
图 41: 我国消费者护肤“成分党”崛起.....	23
图 42: 公司专利 miniHA 透皮吸收率达 69.5%.....	23
图 43: 夸迪 5D 玻尿酸运用公司多种前沿专利技术.....	23
图 44: 普通化妆品生产线通常需要人工协助.....	24
图 45: 无菌灌装技术流程.....	24
图 46: 公司实行多品牌战略布局.....	25
图 47: 公司更加重视销售投入 (单位: 万元)	25
图 48: 故宫口红重视文化营销.....	25
图 49: 故宫口红销售额 (万元)	25
图 50: “不颜而遇”线下快闪店.....	26
图 51: 润百颜尝试与潮流文化合作.....	26
图 52: 公司功能性护肤品的销售渠道.....	26
图 53: 2018 年公司功能性护肤品不同渠道营收情况 (百万)	26
图 54: 功能性护肤品线上营收增速高于线下 (百万)	27

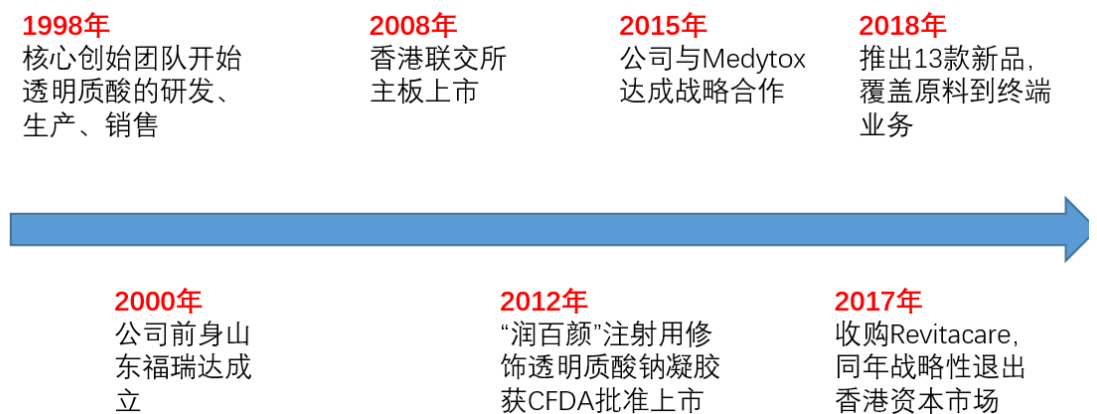
图 55: 功能性护肤品线上销售额占比不断增加.....	27
图 56: 公司功能性护肤品销售费用率低于欧舒丹.....	28
图 57: 公司功能性护肤品不同销售模式下毛利率情况.....	28
图 58: 功能性护肤品线上渠道营收占比.....	28
图 59: 公司在四大核心技术基础上衍生相关新技术.....	30
图 60: 公司发酵、交联两大科技平台.....	30
图 61: 生物研发中心提升改造项目研发方向.....	31
图 62: 原料业务产能利用率.....	33
图 63: 医疗针剂产品产能利用率.....	33
图 64: 次抛原液产能利用率.....	33
表 1: 公司核心技术人员情况.....	7
表 2: 透明质酸生产技术对比.....	12
表 3: 公司产品质量高于欧洲药典、日本药典及中国药品质量标准.....	13
表 4: 公司全球注册资质比同行竞争对手更全面.....	13
表 5: 透明质酸原料不同产品类别有不同特性.....	14
表 6: 目前市场上主要的玻尿酸填充产品.....	16
表 7: 行业内主要竞争对手情况.....	20
表 8: 公司产品质量高于国家标准.....	20
表 9: “次抛原液”关键词下近 30 天销量前 20 产品中 17 个为公司旗下产品.....	28
表 10: 未来三年公司主要终端产品在研项目.....	30
表 11: 华熙天津透明质酸钠及相关项目新增产能情况.....	34
表 12: 华熙生物生命健康产业园项目新增产能情况.....	34
表 13: 公司主营业务经营预测明细 (单位: 百万)	35
表 14: 可比公司估值情况.....	36
表 15: 主要假设.....	36
表 16: FCFE 估值结果 (单位: 百万)	37
表 17: 敏感性分析.....	37

1. 全球透明质酸原料龙头，下游产业链拓展带动营收净利双升

1.1. 透明质酸原料龙头，布局下游产业链

深耕行业近 20 年，从原料市场走向终端。公司前身是成立于 2000 年的山东福瑞达，其核心创始团队 1998 年就开始透明质酸的研发、生产和销售业务，2008 年在香港联交所主板上市。公司 2012 年“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶获 CFDA 批准上市，业务向产业链下游拓展。2015 年，公司与韩国知名肉毒素企业 Medytox 达成战略合作，布局肉毒素业务，2017 年公司收购法国知名皮肤管理机构 Revitacare，同年公司战略性退出香港资本市场。2018 年公司推出 13 款新品，覆盖原料到终端业务。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，安信证券研究中心

公司主要业务覆盖透明质酸产业链上下游。公司的主要业务为透明质酸原料业务（占比 51.6%），医疗终端产品业务（占比 24.8%）和功能性护肤品业务(23.0%)。原料业务是公司的传统优势业务，根据应用领域不同，可划分为医药级、化妆品级和食品级，销往医药、化妆品和食品制造企业。公司 2012 年业务拓展至医疗终端产品业务，目前主要包括皮肤类医疗产品，骨科注射液，Cycocare 透明质酸无源植入物等。此外，公司还开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝等皮肤问题的功能性护肤品，旗下拥有“润百颜”“丝丽”“米蓓尔”“润月雅”等多个品牌系列，产品包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜等。

图 2：公司主要业务

透明质酸原料业务	医疗终端产品	功能性护肤品
B2B 占比51.6% 医药级： 包括医药外用级，注射级和医疗器械级 化妆品级： 包含透明质酸原料及其衍生物 食品级： 主要为 HAPLEX®透明质酸钠 其他生物活性物质： 如γ-氨基丁酸、依克多因、纳豆提取液等	B2B2C 占比24.8% 骨科注射液： 玻璃酸钠注射液，品牌为“海力达” 眼科黏弹剂： 医用透明质酸钠凝胶，主要品牌为“海视健” 软组织填充剂： 注射用修饰透明质酸钠凝胶，包含“润百颜”和“润致”（含利多卡因）	B2C 占比23.0% 旗下拥有“润百颜”“丝丽”“米蓓尔”“润月雅”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

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

核心研发团队实力雄厚，18 年末引入前上海家化技术总监助力公司 C 端转型。截至 18 年 3 月，公司共有研发人员 208 人，占员工比重 15%，其中核心技术人员 7 人。公司首席科学家郭学平曾任山东省生物药物研究院副院长，获国务院特殊贡献专家等称号，凭借自身在透明质酸领域 30 年的经验，逐渐建立透明质酸发酵技术平台和交联技术平台。公司 18 年 12 月引入上海家化技术总监李慧良先生加入公司，担任首席技术官。李慧良先生多年潜心于中国化妆品技术创新和研发理论等研究，是我国化妆品著名品牌六神、佰草集主创者，将为公司向 C 端护肤品领域转型提供新动力。

表 1：公司核心技术人员情况

姓名	职务	学历	专业资质	科研成果及奖项
郭学平	副总经理、首席科学家	博士	工程技术研究员、执业药师；山东大学药学院研究生导师、中国药学会生化与生物技术药物专业委员会委员等	获得国务院特殊贡献专家，山东省有突出贡献的中青年专家、山东省优秀青年知识分子等称号；1990 年首先在国内开始透明质酸的发酵生产技术研究；2012 年主导研究实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化发酵法生产等。
刘爱华	副总经理	本科	主任药师、执业药师、山东省药理学学会理事会理事等	获得国务院特殊贡献专家，山东省有突出贡献的中青年专家等荣誉称号；主持的“盐酸布替萘芬及其制剂的研究与开发”项目，分别获国家科技进步二等奖和山东省科技进步一等奖等。
栾贻宏	副总经理	硕士	执业药师、工程技术研究员、中国药学会会员，山东省药学会生化药物专业委员会委员	2000.10，作为第一位研究人员，“微生物发酵法工业化生产 CoA 新工艺研究”，获山东省科技进步三等奖；产品辅酶 A 获国家经贸委颁发的《国家级新产品》证书；2009.3，新型整形美容用生物材料交联透明质酸钠填充凝胶的研发及产业化，获山东省自主创新项目立项等。
李慧良	副总经理、首席技术官	本科	高级工程师、中国香化协会专家委员会副主任	是我国化妆品著名品牌六神、佰草集主创者。他研发的如六神花露水、佰草集和美加净等系列产品，曾多次获得国家、全国轻工系统和上海市政府的嘉奖。
石艳丽	原料研发总监	硕士	主任药师、执业药师	因在透明质酸工艺技术领域的贡献，获济南市“奖、比”优秀科技项目一等奖、技术创新优秀成果二等奖、中国商业联合会科学技术奖一等奖、山东省科技进步三等奖、山东省专利三等奖、芳典奖—工程师、济南市专利三等奖等奖项。
刘	药械研	硕士	高级工程师	负责研制Ⅲ类医疗器械注射用修饰透明质酸钠凝胶（2 个产品，其

建 发总监
建

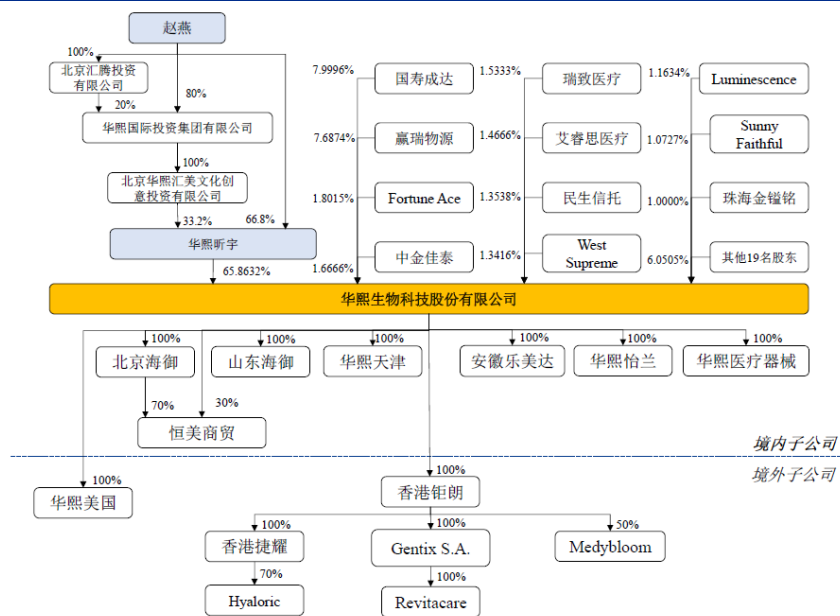
中一个为国内首家获得CFDA批准的用于软组织填充的产品)、医用透明质酸钠凝胶及其国内注册;负责研制玻璃酸钠注射液及药品获得注册批件;

黄思玲	研发中心总监	硕士	高级工程师、PMP、齐鲁医学院创业教育导师、山东省药学会会员、ISO 9001质量管理体系内审员、ISO 13485质量管理体系内审员	围绕透明质酸及医药领域的研究工作,获得全国商业科技进步一等奖4项、二等奖1项;获得山东省科技进步奖企业科技创新项目二等奖1项;获得济南市优秀创新团队项目1项;济南市“讲·比”活动优秀科技创新项目1项,山东高等学校优秀科研成果(自然科学类)三等奖1项等。
------------	--------	----	---	--

资料来源:招股说明书,安信证券研究中心

股权结构集中,实控人赵燕女士持股占比65.9%。华熙昕宇为公司控股股东,公司董事长兼总经理赵燕女士是公司实控人,间接持有公司65.86%的股份。其他持有公司5%以上股份的股东为国寿成达(持股8.00%)和赢瑞物源(持股7.69%)。子公司主要从事公司透明质酸原料及终端产品的研发、生产及销售。

图3:公司股权结构图

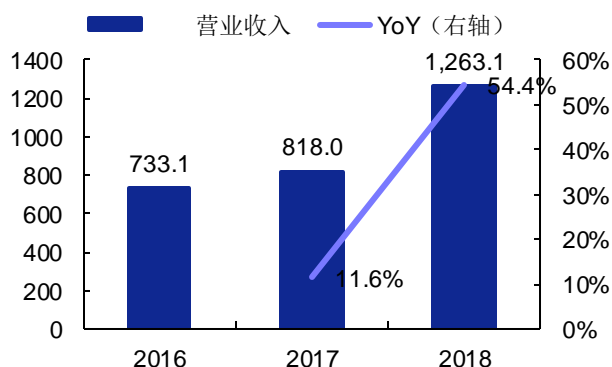


资料来源:招股说明书,安信证券研究中心

1.2. 终端业务带动业绩快速增长,毛利率、净利率保持稳定

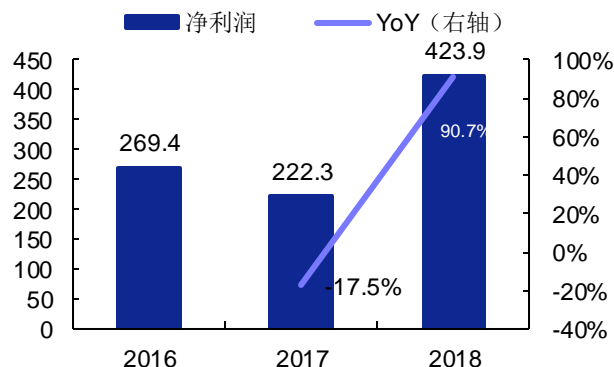
2018年营收、净利保持快速增长。2016-2018年公司营收保持增长势头,从7.33亿元升至12.63亿元,18年营收增速高达54.4%,主因公司功能性护肤品和医疗终端产品业务发展较快。2018年公司实现净利润4.24亿元,同比增长90.7%。

图 4：公司营业收入稳定增长（百万）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 5：公司净利润 18 年增长迅速（百万）

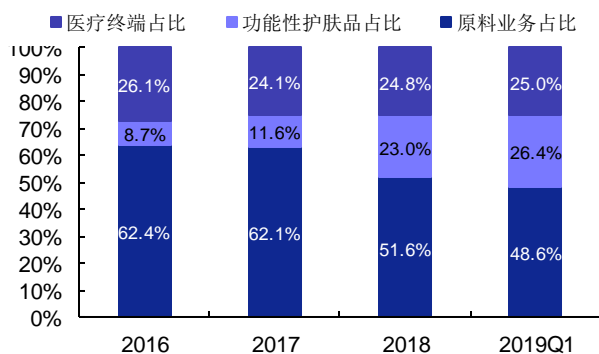


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

分业务来看，原料业务占比最高，18 年营收占比 51.6%；功能性护肤品营收增速较快，收入占比不断提高，从 2016 年的 8.7% 提升至 26.4%；医疗终端产品占比基本保持稳定，为 25% 左右。

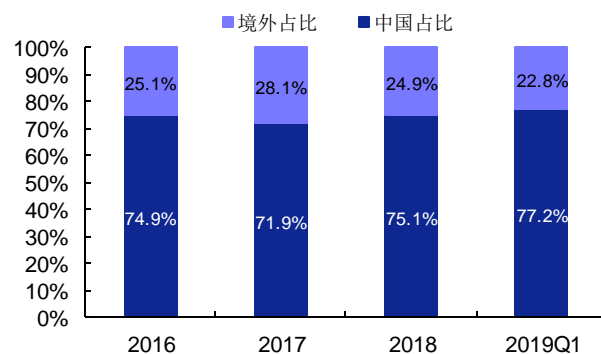
分地区来看，中国是公司的主要销售市场，2018 年营收 9.46 亿元，占比 77.2%，16-18 年复合增速 31.92%。公司 18 年境外营收 3.14 亿元，占比 24.9%，16-18 年 CAGR 为 31.13%。公司原料产品的销售区域遍布美国、日本韩欧洲等。公司原料产品的销售区域遍布美国、日本、韩国、欧洲等多个国家和地区，2017 年公司收购 Revitacare 后，对欧洲市场的覆盖率进一步提高，推动了境外市场销售的增长。

图 6：2016-2019Q1 不同业务占比变化



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

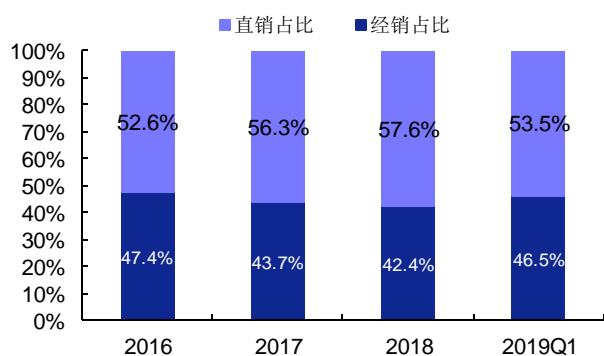
图 7：2016-2019Q1 不同地区业务占比变化



资料来源：安信证券研究中心

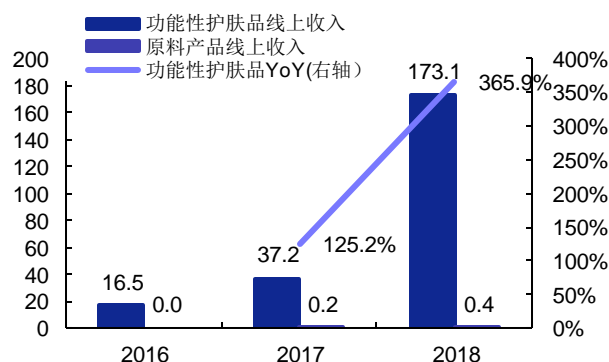
从销售渠道来看，公司整体以直销渠道为主，18 年占比 57.6%，经销渠道占比 42.4%。公司 16-18 年线上收入不断提升，以功能性护肤品尤其是次抛原液为主。2018 年功能性护肤品线上实现营收 1.73 亿元，同比增长 366%。

图 8：2016-2019Q1 不同经销模式占比变化



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

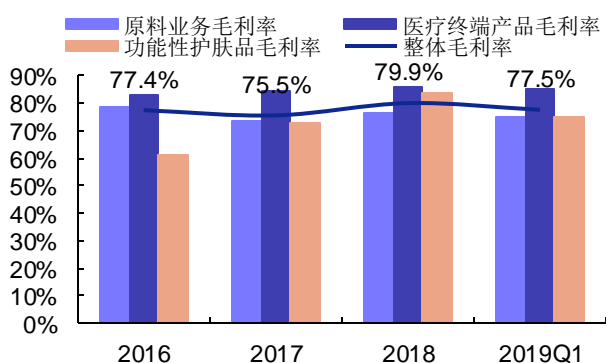
图 9：线上渠道销售情况（百万元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

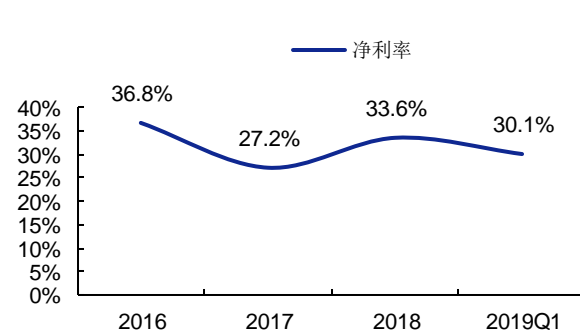
净利率、毛利率保持稳定。2016-2018 年公司毛利率、净利率基本稳定，2018 年为毛利率为 79.9%，净利率为 33.6%。分业务看，凭借技术优势带来的成本优势、定制化优势及资质壁垒，原料产品毛利率保持在 75%左右；医疗终端产品毛利率稳步上升，从 16 年的 82.8% 上升至 2018 年的 85.5%，主因公司骨科业务配送直销模式收入占比提升，以及 18 年新品“润致”系列产品毛利率相对较高；功能性护肤品毛利率逐年上升，由 2016 年的 61.37% 逐步提升至 2018 年的 83.68%，主要原因为公司的次抛液系列护肤品受到市场认可，借此推出多个护肤品子牌，规模效应带来单位成本降低，同时线上销售占比提升，带动平均价格升高。

图 10：公司毛利率情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

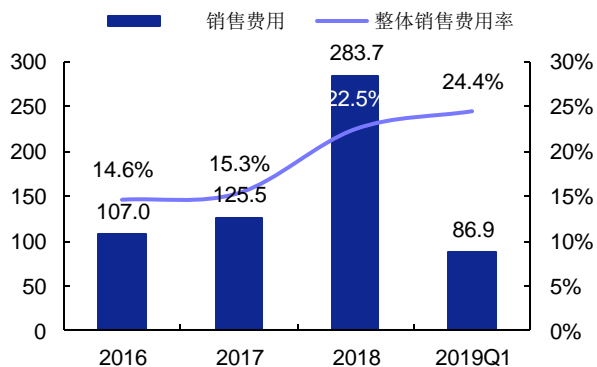
图 11：公司净利率保持稳定



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

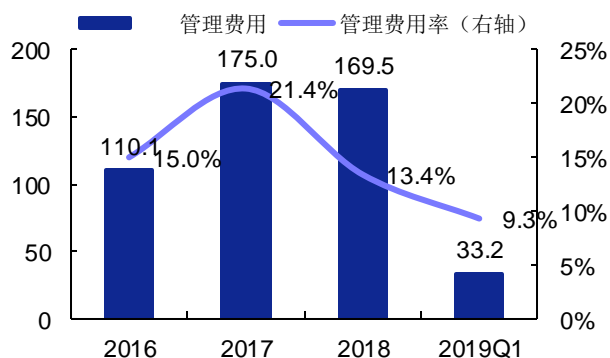
销售费用率小幅上升，18 年管理费用率有所下降。2016-2018 年，公司销售费用率呈现小幅上升态势，2018 年整体销售费用率为 22.5%，较 17 年上升 7.2pct，主因公司销售人员数量增长较多，以及加大线上线下市场开拓和营销力度。公司 17 年管理费用率较高，为 21.4%，主因收购 Revitacare 全部股权后，公司核心人员工资计入管理费用，以及开曼华熙私有化时高管人员期权一次性加速行权。18 年管理费用率下降至 13.4%。

图 12: 公司销售费用率小幅上升 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

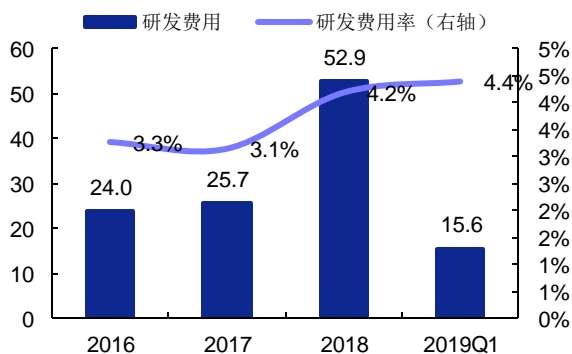
图 13: 公司管理费用率有所下降 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

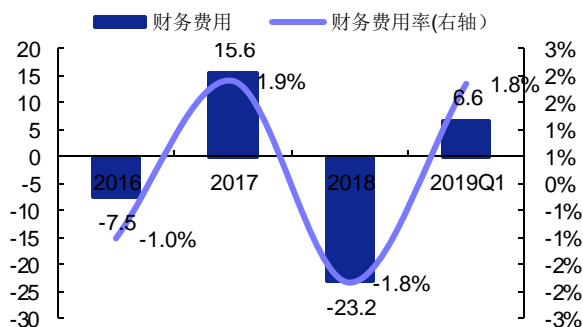
研发费用率呈现上升趋势, 财务费用小幅波动。2018 年增加 1.1pct 至 4.2%, 主因公司不断加大研发投入, 研发人员数量也在不断增加; 公司财务费用率呈现波动状态, 2017 年财务费用率上升主因 2017 年以来人民币兑美元呈现单边升值态势, 2018 年人民币贬值, 形成汇兑收益, 当年财务费用率为负, 2019Q1 人民币维持升值趋势, 产生汇兑损失。

图 14: 公司研发费用率逐渐上升 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 15: 公司财务费用情况 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2. 原料业务：全球老牌龙头，成本、资质、渠道三大壁垒稳固 C 位

2B 原料业务是公司传统的业务领域，入局较早，市占率高。B 端市场具备客户更重视性价比而非品牌，渠道粘性大，壁垒较高（主要指医疗产品）等特点，公司利用成本、资质、渠道三大壁垒稳固市占率，收入确定性高。

2.1. 核心技术构筑壁垒，成本优势稳固

国内率先采用发酵法代替提取法生产透明质酸，目前产率 10-13g/L 全行业领先。透明质酸生产技术主要包括动物提取法和生物发酵法。动物提取法主要从鸡冠、脐带等动物组织中提取，该方法原料来源有限，产品质量低，生产成本很高，价格昂贵。发酵法在生物培养基中进行，原材料易得，工艺提纯相对容易，且成本较低，目前已基本取代提取法。

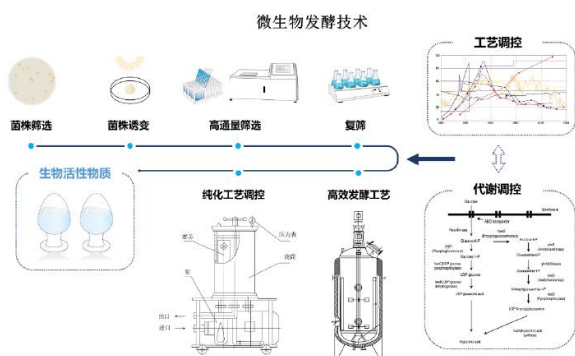
公司 1990 年首先在国内开始透明质酸发酵生产技术的研发，结束了我国只能使用鸡冠提取法的落后局面，在此基础上，运用多尺度过程优化技术对透明质酸发酵进行定向代谢调控，显著提高发酵产率。目前，公司大规模生产透明质酸的发酵产率已达 10-13g/L，远高于文献报道的行业最优水平 6-7g/L，在相同人力、设备、原辅料、能源的投入下，透明质酸产量接近翻番，单位透明质酸生产成本大约是行业平均成本的二分之一，实现了透明质酸生产规模迅速扩大。

表 2：透明质酸生产技术对比

项目	提取法	发酵法
原材料	动物原材料（人脐带、动物的玻璃体、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

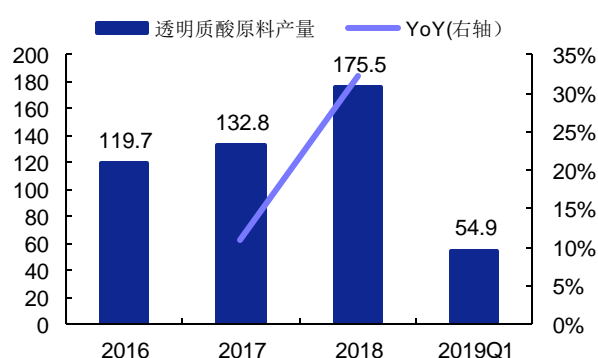
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 16：发酵法生产透明质酸流程



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 17：公司透明质酸生产规模不断扩大（吨）

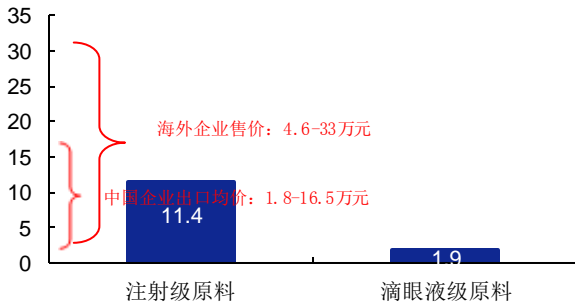


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

同级别原料产品公司单价更低，建立起牢固的成本壁垒。基于公司技术优势带来的规模化优势，公司生产的透明质酸原料产品售价更低。2018 年公司医药级透明质酸中，注射级原料产品售价 11.4 万元/KG，滴眼液级原料产品售价 1.9 万元/KG，同时期中国企业医药级透明质酸出口均价为 2700-25000 美元/KG(合 1.8-16.5 万元/KG)，包括日本 Kewpie、捷克 Contipro 在内的海外企业平均售价为 7000-50000 美元(合 4.6-33.1 万元/KG)。其他级别透明质酸中，公司化妆品级原料售价 2.4 千元/KG，食品级原料售价 1.3 千元/KG，同时期中国企业出口均

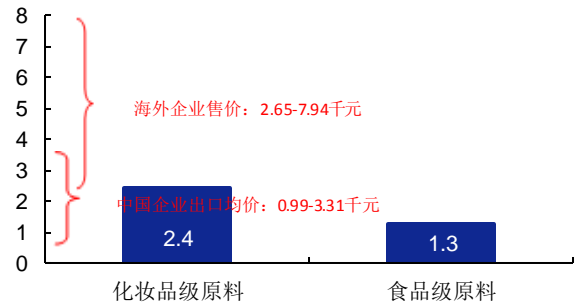
价为 150-500 美元/KG (合 1.0-3.3 千元/KG)，海外企业平均售价为 400-1200 美元/KG (合 2.7-7.9 千元/KG)。公司产品相比于同行业尤其是海外企业具备显著的价格优势。

图 18: 2018 年医药级透明质酸原料价格对比 (万元)



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心 注: 中国企业出口均价及海外企业售价以 2018 年美元兑人民币平均汇率 (6.6174) 换算。

图 19: 2018 年其他级别透明质酸原料价格对比 (千元)



资料来源: 安信证券研究中心 注: 中国企业出口均价及海外企业售价以 2018 年美元兑人民币平均汇率 (6.6174) 换算。

2.2. 医疗原料市场资质把控较严，公司全球注册资质领先行业

产品质量远高于欧洲药典、日本药典及中国药品质量标准。通过对发酵、纯化、精制等工艺优化，公司产品核酸、内毒素等杂质水平分别为 0.01 和 0.0025EU/mg，是欧洲药典国际标准规定值的 1/50 和 1/20，也远高于日本药典和国家药品标准规定。公司拥有符合美国 cGMP，中国 GMP，ICH Q7 要求的高标准生产线，其生产的产品拥有高安全，高纯度，高稳定性的独特优势。

表 3: 公司产品质量高于欧洲药典、日本药典及中国药品质量标准

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

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心 注: 1IU/mg = 1EU/mg

全球注册资质全面，医药级原料因各国标准要求高，准入壁垒难以打破。优质的产品品质引领公司医药级原料产品在国内取得 7 项注册备案资质，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。在国际上取得了包括欧盟、美国、韩国在内的注册备案资质 21 项。与同行业主要公司相比，公司全球取得注册资质更全且数量更多，具有全球注册资质全面的独特优势。相比于化妆品级，食品级原料，医药级原料对生产技术、质量控制的要求更高，各国对医药级原料的市场准入都具有严格标准，外来竞争者想进入市场竞争需要突破较高的准入壁垒，难度较大。

表 4: 公司全球注册资质比同行竞争对手更全面

地区及公司	中国		美国 DMF	欧盟 CEP	日本 MF	韩国 DMF	俄罗斯注册证
	批准文号	CDE 登记号					
华熙生物	3	4	5	7	2	4	1
Kewpie (日本)	1	2	3	-	5	3	-
资生堂 (日本)	-	-	1	1	1	1	-
Kikkoman Biochemifa (日本)	-	-	2	1	2	1	-

Seikagaku (日本)	-	-	-	-	1	-
Maruha (日本)	-	-	1	1	1	2
Contipro (捷克)	-	-	2	2	-	1
Fidia Farmaceutici (意大利)	-	-	1	5	-	1
HTL (法国)	-	-	-	4	2	3
LG life(韩国)	-	-	-	1	-	2
Genzyme (美国)	-	-	-	-	3	1
Lifecore (美国)	-	-	1	1	1	1

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心 注：表中数字为各厂家医药级透明质酸在各个国家取得的注册资质的数量，数据自各国资质监管公开网站查询所得。

高水准生产下，产品规格覆盖全面，定制化优势显著。透明质酸产品基于不同的质量标准有不同的产品特性，医药级产品透明质酸钠含量最高，对杂质含量要求也最高。公司生产水平可以满足要求最高的医药级生产，在医药级产品下，同时覆盖了外用级、食品级等多种规格的透明质酸原料产品和其他生物活性物质产品。公司原料业务需根据按照客户要求的细分规格生产产品，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。

表 5：透明质酸原料不同产品类别有不同特性

原料产品类别	售价	盈利能力	性能	公司产品质量	
				透明质酸钠含量	杂质水平
医药级	高	强	粘弹性 润滑性	95%-105%	内毒素<0.5IU/mg (滴眼液级) 内毒素<0.05IU/mg (注射级)
化妆品级	中等偏高	中等	保湿性 成膜性 生物活性	≥95%	无内毒素控制；蛋白质≤0.05%
食品级	低	低	溶解性 堆积密度	≥91%	无内毒素、无蛋白控制

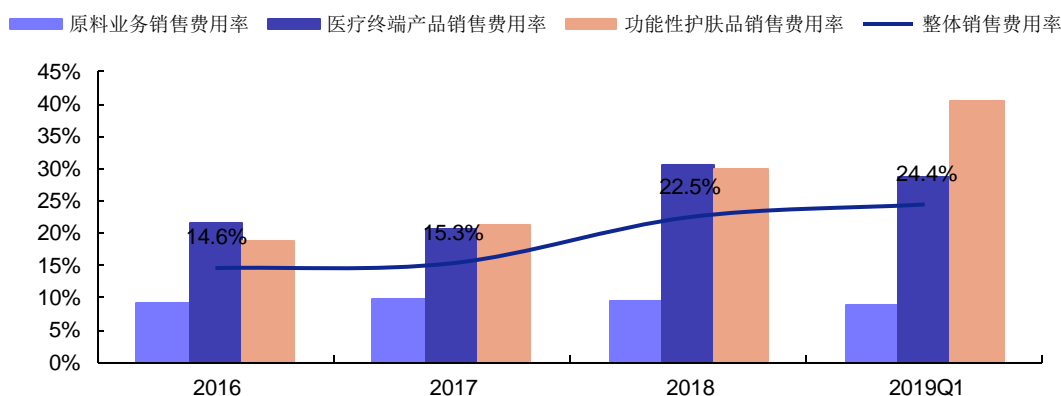
资料来源：安信证券研究中心 注：透明质酸钠含量按照硫酸唑法测定

2.3. 客户转换成本高，渠道粘性大

客户积累已建立先发优势。公司原料销售采用经销商和直接销售两种渠道，公司在美国、欧洲等地设有子公司，日本设有办事处，最大程度覆盖境外客户。目前，公司在全球 40 多个国家和地区拥有医药、化妆品、食品等行业的经销渠道，全球客户超过 1000 多家，在某些国际和地区的客户合作已超过 15 年，关系稳固。

销售渠道主要为 2B 直销，渠道维护费用低，粘性大。原料业务的客户主要是医药、化妆品、食品等行业的制造商，公司客户包括乐敦、雅诗兰黛等知名企业，该类客户具有极高的粘性，一方面价格敏感度低，另一方面注重产品质量稳定性和供应链管控，不会轻易更换供应商，以规避供应商改变需重新认证带来高昂转换成本。并且根据海外行业相关准则，重换供应商的观察期至少在两年。这种特点下，公司渠道维护费用低，原料业务整体销售费用率保持在 10% 以下(公司 C 端业务销售费率一般在 20% 左右)，且易于客户保持长久稳定的合作关系。

图 20: 原料业务渠道粘性大, 维护成本较低

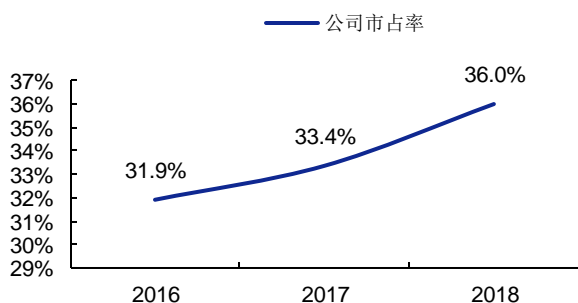


资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2.1. 行业龙头地位稳固

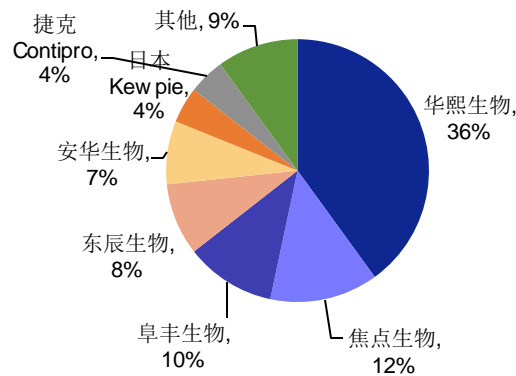
公司作为行业龙头市占率保持上升趋势。从行业格局来看, 全球透明质酸原料市场中销量占比前五均为中国企业, CR5 占比 73%, 较为集中。其中华熙生物以 36% 销量占比位居龙头。从近年发展趋势看, 公司具备成本、资质和渠道三大壁垒, 行业龙头地位稳固, 市占率稳步提升。14-18 年销量从 111.7 吨提升至 175.1 吨, 复合增速 25.25%, 同期全球市场销量复合增速为 19.54%, 公司市占率从 2016 年的 31.9% 增至 36%, 保持稳定的上升趋势。

图 21: 公司作为龙头市占率不断提升



资料来源: Frost&Sullivan, 安信证券研究中心

图 22: 2018 年全球玻尿酸原料市场竞争格局 (以销量计)



资料来源: Frost&Sullivan, 安信证券研究中心

3. 医疗终端产品：市占率尚存提升空间，低价+技术攫取市场份额

医疗终端产品市场作为 2B2C 业务，兼具医疗领域 B 端 C 端市场特点。一方面面对的是医院等非 C 端渠道，营销及渠道管理方式同时医疗器械领域壁垒较高（我国玻尿酸认证周期为 3-5 年），进入市场需要具备一定的资质，市场内竞争对手较稳定，短期不会出现新的竞争者；另一方面，作为终端产品，面对 C 端消费者重视品牌和产品体验，产品周期较 B 端更短等特点。这种特点意味着公司进入医疗终端市场时，面临着原有入局较早，品牌更强，渠道稳固的竞争对手。为提高市占率，公司结合自身原料商优势和行业发展趋势，主要采取低价+技术抢占消费者心智。

3.1. 皮肤类：行业价格、技术均存改善空间，公司技术+合理价位顺应市场趋势

3.1.1. 行业进口品牌市占率及溢价双高，技术是各品牌竞争焦点

进口品牌 2008 年最先进入国内市场。我国玻尿酸认证周期为 3-5 年，目前市场上拿到药监局审批的共有十余个品牌，进口品牌主要有瑞兰（瑞典）、伊婉（韩国）、乔纳登（美国）、艾莉薇（韩国），台湾品牌有法思丽和肤美登，内地品牌有润百颜、海薇、宝尼达等。瑞蓝 2 于 2008 年获批，是我国最早拿到批文的纯玻尿酸产品，逸美 2009 年拿到药监局批文，是国内首个拿到批文复合玻尿酸注射产品，润百颜 2012 年获批，是国内首个获批的纯玻尿酸产品，伊婉也随后在 2013 年获批。

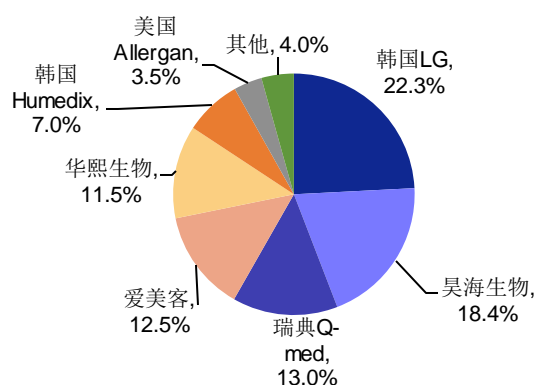
表 6：目前市场上主要的玻尿酸填充产品

产品类别	具体产品	CFDA 批准时间	生产商	生产地点
进口	瑞兰 2 号	2008 年 12 月	Q-Meb AB	瑞典
	伊婉	2013 年 7 月	LG Life Sciences, Ltd.	韩国
	艾莉薇	2015 年 1 月	Humedix Co.,Ltd	韩国
	乔雅登	2015 年 6 月	Allergan	美国
	逸美	2009 年 10 月	北京爱美客	北京
	润百颜	2012 年 7 月	华熙福瑞达	山东
国产	宝尼达	2012 年 10 月	北京爱美客	北京
	海薇	2013 年 9 月	上海其胜	上海
	舒颜	2014 年 2 月	北京蒙博润	北京
	法思丽	2014 年 4 月	科妍	台湾
	爱芙莱	2015 年 4 月	北京爱美客	北京
	欣菲聆	2015 年 7 月	杭州协和	杭州
	润致	2016 年 5 月	华熙福瑞达	山东

资料来源：中国食品药品监督管理局，德勤咨询，安信证券研究中心

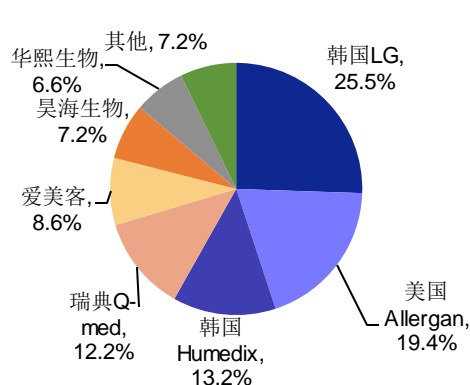
先发优势+现阶段消费者偏爱进口品牌，进口品牌市占率及价格双高。瑞蓝等进口品牌国内获批较早，加上行业发展初期消费者对产品认知较少，注射效果除了跟产品本身相关外，与医生技术也有很大关系，消费者难以准确判断不同产品好坏，因此偏爱进口品牌。从 2018 年市场竞争格局看，韩国 LG（旗下“伊婉”品牌）、美国 Allergan（乔纳登）、韩国 Humedix（旗下“艾莉薇”品牌）、和瑞典 med（旗下“瑞兰”品牌）四家外国厂商占据前四大市场份额，CR4 合计占比 70.3%。进口产品价格相对较高，乔纳登属于高端产品（每毫升 12000-17000 元），瑞蓝二号（每毫升 4000-7000 元）及艾莉薇（每毫升 3500-6800 元）属于中高端，伊婉（每毫升 2000-4000 元）定位中端，其余国产品牌中除逸美和宝尼达（均为非纯玻尿酸）价格较高外，基本位于每毫升 1000-4000 价格区间，进口产品比国产产品价格高出 60%-300% 不等。

图 23：2018 年我国透明质酸填充销量市场竞争格局



资料来源：中为咨询，安信证券研究中心

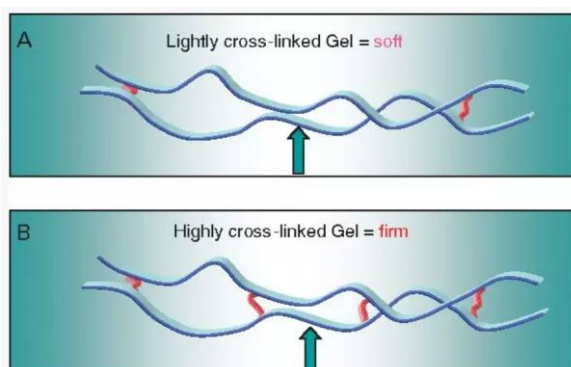
图 24：2018 年我国透明质酸填充销售额市场竞争格局



资料来源：中为咨询，安信证券研究中心

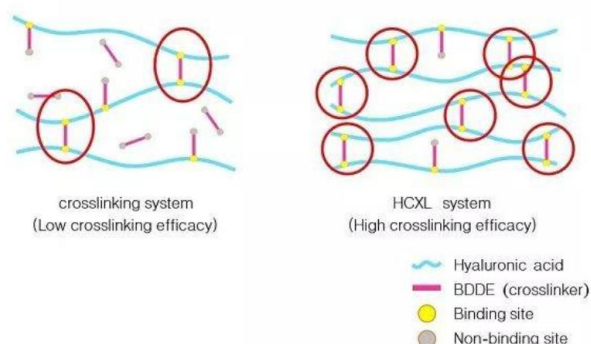
透明质酸凝胶产品竞争的焦点在交联技术，尚未有数据验证高价产品更加安全。非交联的玻尿酸在人体内只能保持 2-7 天，而经交联修饰的玻尿酸具有更优异的物理化学特性和机械强度，体内存留时间更长，更适用于面部填充。交联过程中需要使用交联剂（目前主流使用 BDDE），由于交联剂具有一定的毒性和致癌性，因此交联反应发生后要经过洗脱过程以防引起人体不良反应。从安全性方面，交联技术成为各个产品竞争焦点，也是各公司产品专利的重要一环。目前，由于交联剂代谢路径尚不明确，注射后效果受个人体质及医生技术影响较大，尚未有权威数据证明高价产品安全性更强。

图 25：交联技术让玻尿酸性质更稳定



资料来源：李博士整形，安信证券研究中心

图 26：交联剂的作用部位

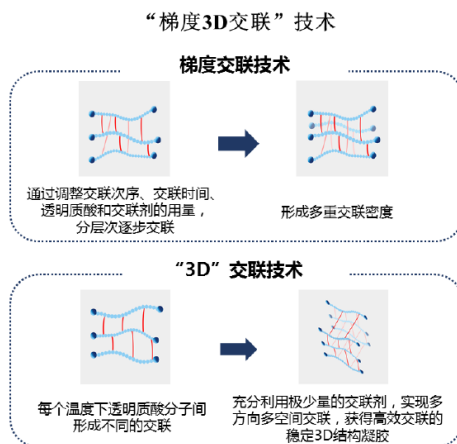


资料来源：李博士整形，安信证券研究中心

3.1.2. 3D 交联技术+合理价位寻求突破

“梯度 3D 交联技术”可用极少量交联剂获得不同性质凝胶，与国际先进水平同步。公司 2006 年开始交联技术的研究，采用“梯度 3D 交联”技术，解决了透明质酸定向交联、有效交联和交联度精准控制三大技术难题，实现了不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制，可利用极少量的交联剂获得质地致密、具有不同粘弹性、内聚性、机械强度、体外酶解性和体内代谢速度的交联凝胶。目前公司的交联技术与国际先进技术水平保持同步。依托该技术开发的“润百颜”注射用修饰透明质酸凝胶 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，打破了国外品牌对国内市场的垄断局面。2016 年，公司含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶率先通过 CFDA 认证，进一步提高了公司在填充剂领域的市场地位。

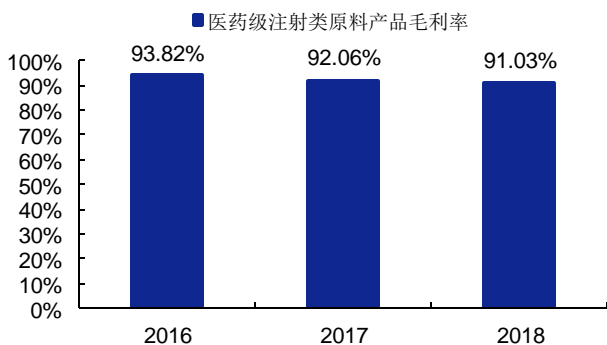
图 27: 公司的梯度 3D 交联技术



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

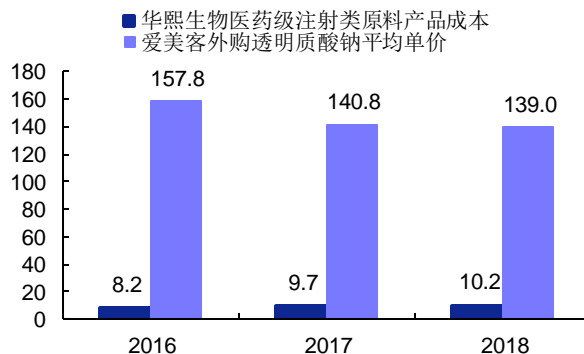
坐拥原料商成本优势，领先技术下价格面向大众市场。作为全球最大的透明质酸生产厂商，华熙生物充分利用上下游联动优势，终端产品成本优势显著。生产透明质酸填充物所需的透明质酸原料本身毛利率较高，公司 16-18 年医药级注射类原料产品毛利率均在 90%以上，自产相比外购原料具备极大的价格优势。2016-2018 爱美客（旗下“逸美”“宝尼达”“爱芙莱”玻尿酸填充剂）外购透明质酸钠原料单价 140-160 元/g，而华熙生物生产的医药级注射类原料成本仅为 8-10 元/g，相差 15 倍左右。成本优势使得公司能在保证产品品质的情况下，以较低的价格切入市场。从目前市场终端价格来看，公司旗下主要玻尿酸填充产品“润百颜”价格在 1000-2500 元每毫升，相比其他品牌尤其是进口品牌处于大众价格区间。

图 28: 玻尿酸原料产品毛利率较高



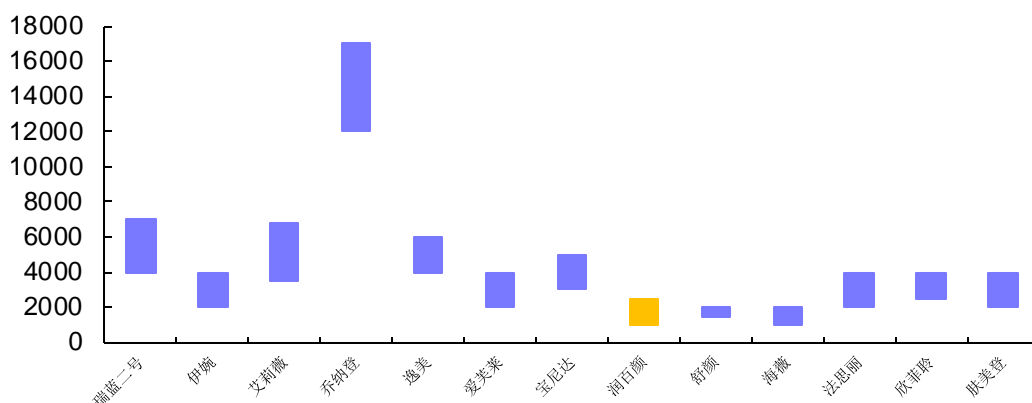
资料来源：华熙生物招股说明书，安信证券研究中心

图 29: 华熙生物相比其他外购原料厂商成本优势明显(元/g)



资料来源：爱美客招股说明书，华熙生物招股说明书，安信证券研究中心

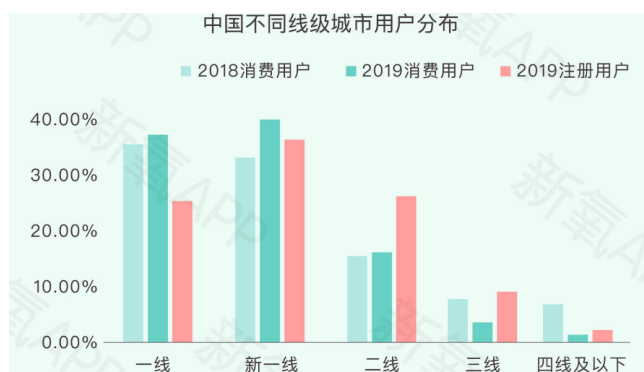
图 30：市场上主要玻尿酸填充品牌终端价格区间对比（单位：元/ml）



资料来源：安信证券研究中心整理

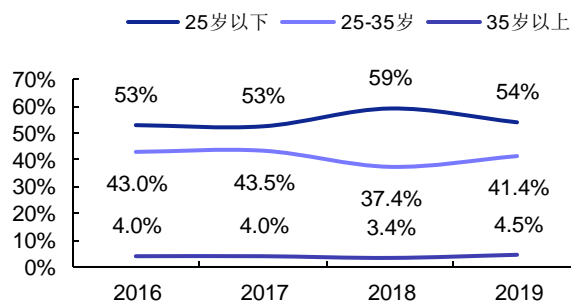
医美行业大众化趋势利好中低价位产品，公司产品技术领先市占率有望取得突破。根据新氧大数据，中国医美市场呈现从高线到低线城市的慢渗透过程，预计未来五年二线城市消费用户将反超新一线城市，同时 90 后已成为绝对主力军，2019 年中国医美消费者平均年龄 24.45 岁，25 岁以下消费者占比超过 50%。低线城市以及年轻消费者对价格相对敏感，将推动医美行业趋向大众化，而不只聚焦中高端群体，预计未来大众价位的玻尿酸填充剂将更受消费者青睐。公司产品技术领先叠加价格低，未来市占率有望提升。

图 31：医美市场从高线城市向低线城市渗透



资料来源：新氧大数据，安信证券研究中心

图 32：医美消费呈现年轻化趋势



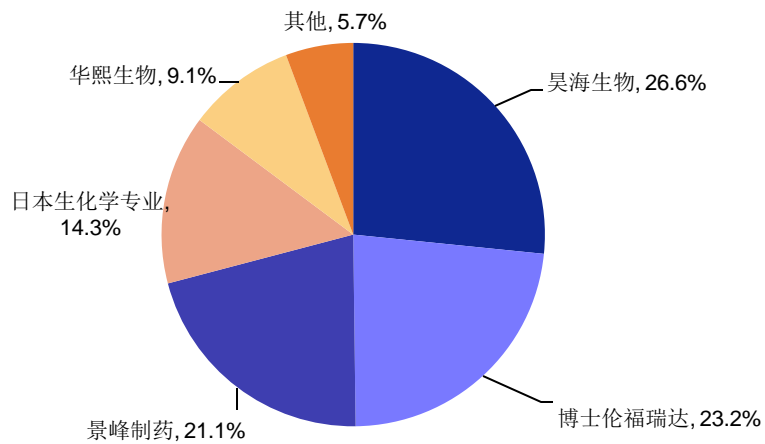
资料来源：新氧大数据，安信证券研究中心

3.1. 骨科：公司入局较晚，技术+成本助力下市占率提升明显

3.1.1. 行业龙头先发优势明显，渠道已全国铺开

公司骨科类针剂产品进入市场较晚，“海力达”玻璃酸钠注射液 2014 取得 CFDA 药品批文。市场中昊海生物 2005 年获批，景峰制药 2000 年获批，博士伦福瑞达 2006 年获批，具备先发优势，已建立起覆盖全国的营销网络。从市场竞争格局看，昊海生物、博士伦福瑞达和景峰制药占据前三大市场份额，CR3 合计占比 70.9%。

图 33：2018 年中国骨关节炎注射液玻璃酸钠竞争格局



资料来源：Frost&Sullivan，安信证券研究中心

表 7：行业内主要竞争对手情况

品牌	产品地位	产品销售模式	企业营销网络规模
施沛特（博士伦福瑞达）	自产自销，企业主要产品之一	自建队伍与招商代理相结合	30 多个办事处，营销网络覆盖全国
佰备（景峰制药）	自产自销，企业主要产品之一	自建队伍与招商代理相结合	覆盖 31 个省市自治区，专业化营销团队 900 人，近 3500 家医院，150 余家主流商业渠道，终端合作伙伴 1200 人。
吴海生科	自产自销，企业主要产品之一	自建队伍与招商代理相结合	1000 多家经销单位，覆盖 30 个省市自治区，与 2300 家左右二级甲等以上医院建立长期稳定联系
阿尔治	进口，昆明贝克诺顿制药为中国代理商	自建队伍与招商代理相结合	直销客户 100 多家，一级经销商 700 多家，覆盖全国大部分省市

资料来源：上海景峰医药权益评估说明，安信证券研究中心

3.1.2. 终端湿热灭菌技术+低成本提升市占率，渠道推广已开始发力

率先采用终端湿热灭菌技术使产品无菌水平由千分之一提高至百万分之一，造就唯一高于国家标准的玻璃酸钠注射液。玻璃酸钠注射液在高温灭菌过程中分子量显著降低，易体积膨胀导致爆炸问题，一般采用无菌灌装工艺生产，无菌保证水平为千分之一。公司玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌的方式，取代了同类其他产品无菌灌装的保障方式，使产品无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一。不仅彻底解决该产品终端湿热灭菌的技术难题，还被 CFDA 作为该类产品的标准灭菌方式。通过工艺控制，公司玻璃酸钠注射液产品内毒素限值小于 0.03EU/ml，达到国际先进水平，是国家药品标准限值 1EU/ml 的 1/30，显著降低注射后副反应发生。公司“海力达”玻璃酸钠注射液 2013 年取得欧盟三类医疗器械认证，2014 年取得中国 CFDA 药品批文，进入国内外骨科市场，是唯一高于国家标准的玻璃酸钠注射液（执行标准 YBH01302014）。

表 8：公司产品质量高于国家标准

质量指标	国家标准	公司注册标准	公司产品
吸光度（A257nm 核酸、A280nm 蛋白质）	A257nm≤0.3 A280nm≤0.3	A257nm≤0.2 A280nm≤0.2	A257nm=0.044 A280nm=0.024
细菌内毒素	0.1EU/mg（1EU/ml）	≤0.03EU/ml	≤0.03EU/ml

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心 注：国家标准中玻璃酸钠注射液的细菌内毒素限值为 0.1EU/mg，玻璃酸钠注射液产品中玻璃酸钠的含量为 10mg/ml，内毒素限值折算为 1EU/ml。

原料优势助力公司突破行业价格底线。市场内竞争对手多采用外购原材料，价格较高。吴海

生科外购 HA 粗粉和精粉单价分别约为 35 元/g 和 150 元/g（华熙生物是其供应商之一），远高于华熙生物自产玻璃酸钠原料成本。公司凭借成本优势以较低价格切入市场，从终端价格看，阿尔治定价最高，一般为 179-230 元/支价格区间，其次是施沛特和佰备，一般在 90-140 元/支价格区间，昊海生科和海力达价格较低，每支低于 100 元。从出厂售价来看，2018 年华熙生物玻璃酸钠注射液平均售价 45.88 元/支，同期昊海生科售价 64.67 元/支，华熙生物价格低 29% 左右。

图 34: 华熙生物相比其他外购原料厂商成本优势明显(元/g)

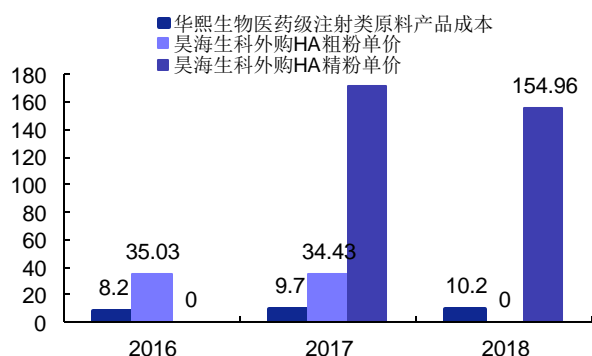
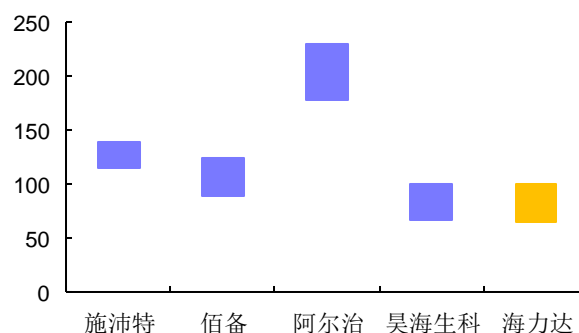


图 35: 各品牌玻璃酸钠注射液价格对比 (元/支)



资料来源: 昊海生科招股说明书, 华熙生物招股说明书, 安信证券研究中心

资料来源: 315 网, 安信证券研究中心

终端产品培训推广已开始发力，公司渠道方面差距有望进一步收窄。公司 2013 年开始举办华熙学院项目，主要培训医疗从业者了解公司产品特性并掌握使用相关临床应用知识，对于公立医疗机构，公司按照“两票制”的要求，采用配送商模式进行销售，主要由公司组织相关人员自行向相关医生介绍产品特点；对于民营医疗机构，公司骨科类产品主要由推广经销商进行销售，并主要由经销商通过举办学术会议、论坛等方式，向相关医生介绍产品的特点及竞争优势，通过此种方式提高产品的应用效率。随着公司持续加大市场投入和各省的药物采购投标，2016-2018 年公司陆续中标省份累计达 8、16 和 20 个，市场覆盖区域和公立医疗机构客户逐步增加。

2016 年-2018 年，公司玻璃酸钠市占率从 0.6% 提升至 9.1%，未来随着公司技术不断改进+渠道继续铺开，市占率有望进一步提升。

图 36: 公司累计中标省份不断增加

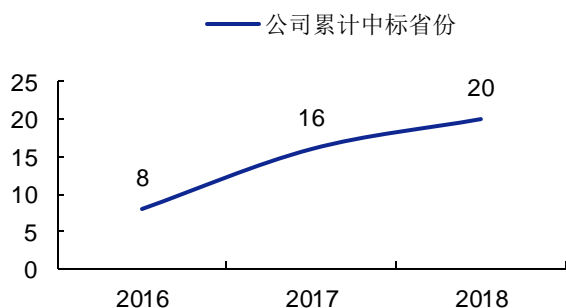
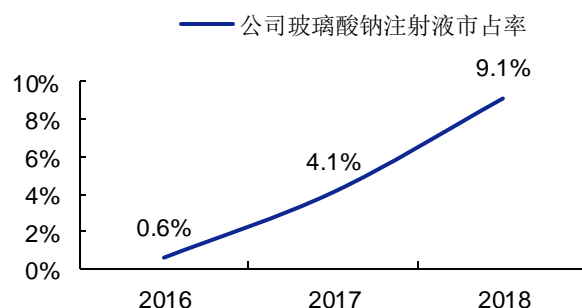


图 37: 公司玻璃酸钠注射液市占率不断提升



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

资料来源: Frost&Sullivan, 安信证券研究中心

4. 功能性护肤品：原料商转型优势显著，“故宫口红”凸显营销潜力

直接面对C端的护肤品市场与公司传统B端的原料市场有较大区别,C端市场产品周期更短,客户需求变化更快。原料商布局C端通常具备技术和成本优势,但通常在品牌运营和营销方面面临挑战。公司充分利用自身禀赋选择优质赛道,发挥技术优势,同时在品牌营销方面持续发力,未来发展空间可期。

4.1. 与传统护肤品厂商相比,原料商身份入局具备四大优势

赛道更优: 结合自身禀赋选择高端原液类市场,次抛包装率先进入消费者心智。公司深耕玻尿酸原料市场多年,从自身擅长的主推原料切入,避开大众护肤品市场,相对聚焦于原液类高端产品。该市场相对竞品较少,但近年来越来越受到消费者关注。根据CBNData消费大数据,2018年原液产品线上消费增速超过50%。公司原液产品为无菌、无防腐剂的小包装,采用吹封灌一体化技术开发生产,其“一次一抛”的使用特点具备较高产品辨识度,并较早市场进行推广教育,已取得先发优势。

图 38: 原液类产品受到消费者关注



资料来源: CBNData 消费大数据, 安信证券研究中心

图 39: 公司产品次抛包装具备较高辨识度



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

成分更聚焦: 配方目标明确,硬核精简直指功效。许多品牌的护肤品出于以下几个原因,原料表内成分繁复凌乱: 1) 产品本身定位不明确,美白、保湿、祛斑等各种功能集一体; 2) 许多大牌护肤品为避免配方被抄袭,常常会在配料表内加入多种非核心配方,以隐藏核心功效物; 3) 主打原料(通常为广告主推原料)效能未能完全发挥,添加效能更强的其他成分弥补短板; 4) 出于防腐、降低成本等目的。

公司产品定位功能性护肤品,产品目的性较强,叠加原料商专业性强,配方成分简单直接。以米蓓尔3号面霜为例,主打温和和保湿,配料表中两种透明质酸钠,角鲨烷和牛油果树脂起保湿作用,乳化剂及防腐剂较温和,还有一些植物提取成分。除此之外没有其他原料。公司核心产品润百颜蜂巢玻尿酸次抛原液原料中除两种核心成分透明质酸钠外,只含另外7种保湿成分,1种抗氧化成分,功能较为专一,直指保湿。我国消费者对化妆品成分的认识不断加深,根据微博数据中心,2018年1-10月化学原料护肤成分发博量同比增长133%,随着护肤“成分党”崛起,消费者将对产品有更深度的认知,专一温和直接的护肤品配方将更受欢迎。

图 40: 公司护肤品成分较为专一直接

成分	到百级玻尿酸水剂次抛原液:“水”,“丁二醇”,“甘油”,“1,2-戊二醇”,“甜菜碱”,“透明质酸钠”,“水解透明质酸钠”,“甘油,甘油内酯酸酯/内酯酸共聚酯,丙二醇,PVP/MA 共聚物”,“甲基葡萄糖胺-20”,“肌酸”,“尿囊素”]
上为华熙生物润百颜次抛原液配方, 下为另外两家对比配方	
成分	美白 保湿 测试配方:“水”,“丁二醇”,“烟酰胺”,“1,3-丙二醇”,“甜菜碱”,“(聚季铵盐 15)/聚季铵盐 15”,“透明质酸”,“透明质酸钠交联聚合物”,“聚谷氨酸”,“EDTA 二钠”,“腺苷”,“甘草酸二钾”,“尿囊素”,“对羟基苯乙酮”,“卡波姆”,“1,2-己二醇”,“1,2-己二醇”,“甘油内酯酸酯/内酯酸共聚酯,甘油,PVP/MA 共聚物”,“(水,丁二醇,苯丙氨酸,赖氨酸,亮氨酸,异亮氨酸,脯氨酸,丙氨酸,甘氨酸,酪氨酸,精氨酸,天冬氨酸,苏氨酸,丝氨酸,谷氨酸)”,“(水,棕榈酰寡糖,1,2-己二醇,水解胶原,乙基己基甘油)”,“(乙基己基甘油,生物醇-胺-1,水,1,2-己二醇)”]
成分	保湿 香粉安中-葡聚糖护肤次抛原液:“水”,“甘油”,“1,3-丙二醇”,“乙氧基二甘醇”,“仙桃仙人掌 (OPUNTIA FICUS-INDICA) 茎提取物”,“透明质酸钠”,“双丙甘醇”,“肌毛根藻 (CORDILIA TOMENTOSA) 提取物”,“乳糖”,“忍冬 (LONICERA JAPONICA) 花提取物”,“氯化淀粉水解物”,“葡萄糖”,“葡聚糖内酯”,“欧洲山栎 (POPULUS TREMBLOIDES) 树皮提取物”,“母菊 (CHAMOMILLA RECUTITA) 花提取物”,“茎生草叶忍冬 (LONICERA CAPRIFOLIUM) 花提取物”,“麦芽寡糖葡萄糖苷”,“萝卜 (RAPHANIS SATIVUS) 根提取物”,“红没药醇”,“抗敏剂”,“丁二醇”,“丙二醇”,“D-葡聚糖”,“1,2-戊二醇”,“1,2-己二醇”,“EDTA 二钠”,“乙基己基甘油”]

资料来源: 国家药品监督管理局官网, 安信证券研究中心

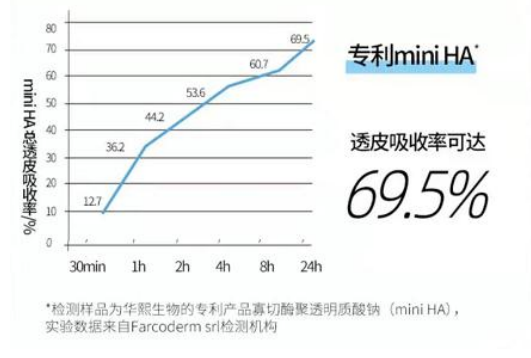
图 41: 我国消费者护肤“成分党”崛起



资料来源: 《2018 中国时尚美妆热点趋势报告》，安信证券研究中心

技术更前沿: 上游前沿研发成果更快应用产品, 医药级别生产技术直接嫁接。研发成果方面, 公司在国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸, 凭借酶切技术和高、中、低多种分子量段的分段控制发酵和纯化精准控制技术, 公司产品分子量范围实现 2kDa-4000kDa 的产业化技术突破。公司基于酶切法制备 miniHA 透皮吸收率 24 小时内可达 69.5%, 已取得专利权并率先应用于 HA4D 玻尿酸系列产品中; 酶切法制备的 microHA (熙敏修), 是全球唯一可以达到 3kDa 分子量以下的超微分子玻尿酸, 可在 24 小时内达到 90%透皮吸收率, 已应用于主打 5D 玻尿酸的夸迪系列产品中。目前市场上同类竞品主打小分子, 但未见相应专利技术及其具体参数。

图 42: 公司专利 miniHA 透皮吸收率达 69.5%



资料来源: 安信证券研究中心

图 43: 夸迪 5D 玻尿酸运用公司多种前沿专利技术



资料来源: 淘宝, 安信证券研究中心

生产技术方面,常见的护肤品和化妆品生产线采用半自动化生产流程, 人工协助过程中不可避免会受到一定程度的污染。公司凭借医药级原料生产商的生产优势, 将医药级别的生产技术嫁接到化妆品生产上, 采取更高标准的生产流程。公司拥有国内唯一合法的次抛生产线, 引进国际先进的灌装设备, 实现高度自动化生产采用无菌技术 12 秒内完成吹塑灌装, 真空密封, 生产标准远高于行业普通化妆品生产商。

图 44：普通化妆品生产线通常需要人工协助



资料来源：VJshi，安信证券研究中心

图 45：无菌灌装技术流程



资料来源：制药机械技术网，安信证券研究中心

产业链具备协同效应：上下游协同+终端产品线联动，协同作用明显。公司产品以玻尿酸为主线，横向跨食品级、化妆品级和医药级产品，纵向覆盖产业链上下游。①上下游业务协同：公司业务覆盖上中下游，不同业务均围绕玻尿酸为核心，产生协同作用。上游原料业务的品牌力和口碑会对下游产品销售起到带动作用；医疗终端玻尿酸注射产品与玻尿酸护肤品消费人群有所重叠，可以起到相互促进转化作用；润百颜“故宫口红”的产品成功对“油分散透明质酸钠”原料销售起带动作用；随着含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶受到市场认可，氨基丁酸、依可多因等新原料产品也得到逐步推广。②横向产品联动：普通护肤品公司玻尿酸类产品通常仅为一个类别，公司作为原料商，围绕玻尿酸建立起多 SKU 产品体系，从分子类型，功能，使用方法细分极为深入。以次抛原液为例，产品包括润百颜蜂巢玻尿酸紧致次抛原液、润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛原液、华熙颐宝深透水润次抛原液、华熙颐宝长效防护次抛原液、华熙颐宝提拉紧塑次抛原液等横跨 5 个品牌十几种 SKU，随着公司原液类护肤产品取得消费者认可，大幅带动同系列原液类护肤终端产品收入。

4.2. 与其他原料商转型厂家相比，更好应对品牌、渠道方面挑战

传统原料商做终端产品，受长期 B 端市场影响，往往更重原料，重质量，而品牌、渠道意识较弱。公司在生产护肤品之前已较早涉足医疗终端产品，品牌、渠道意识相比其他原料商更强。

4.2.1. 调整内部架构，多品牌战略下文化营销初现成效

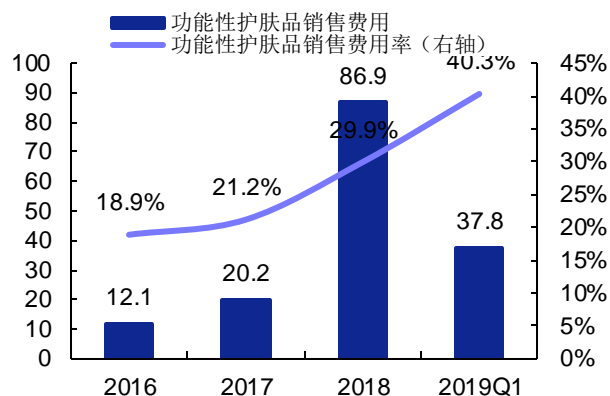
调整内部架构实施多品牌战略布局，重视品牌建设投入。2018 年公司调整内部架构并重新梳理产品线，实现前台多品牌多事业部协作，大力引进高端人才和加强团队建设。公司实施多品牌策略，2018 年在原有润百颜、等品牌基础上相继推出夸迪、米蓓尔、润月雅等新品牌，华熙颐宝主打玻尿酸次抛原液，德玛润针对不同肌肤“量肤定制”，米蓓尔主打修护，夸迪主打 5D 高端护肤。2018 年公司以央视播出宣传短片，并通过微信、微博等媒体扩大公司知名度，并对新品进行相关产品设计、推广及市场开拓活动。2016 年以来，公司不断加大品牌建设投入，功能性护肤品业务销售费用相应提升。

图 46：公司实行多品牌战略布局



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 47：公司更加重视销售投入（单位：万元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

收购欧洲高端品牌 Revitacare，提升企业品牌形象。Revitacare 是法国知名皮肤管理机构，核心产品为透明质酸终端产品，经过多年经营积累形成高端产品形象。2017 年，公司收购 Revitacare 100% 股权，全面掌握其在皮肤管理领域的先进技术和新产品，同时利用其技术优势及产品研发的延展性，不断扩充产品组合。同时，通过 Revitacare 多年经营积累形成的高端品牌形象拓展更多市场，增强企业信任力，提升品牌形象。

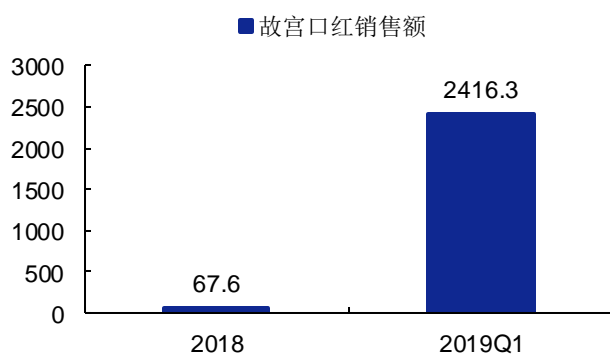
“故宫口红”营销注重文化内涵而非产品功效，走红验证验证公司 C 端营销实力。2018 年，公司以专利产品“油分散透明质酸钠”为核心原料，与故宫博物院合作推出“故宫口红”，口红营销的重点在于中国传统文化，绕开产品功效的激烈竞争。该营销策略在当下“国风复苏”，国风文化群体不断壮大的背景下，大获成功，产品一经推出就登上微博热搜，上线三小时销量近 9000 支，2018 年及 2019Q1 公司分别实现营收 67.6 万元和 2416.3 万元。

图 48：故宫口红重视文化营销



资料来源：故宫博物馆文化创意馆，安信证券研究中心

图 49：故宫口红销售额（万元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

未来文化营销继续发力，成长空间可期。当下年轻人在文化意识层面特立独行，审美多元，抓住时代的文化层面的创新机遇有助于公司品牌价值建立，文化价值相较于功效价值更难被追赶和模仿。“故宫口红”之后，公司未来继续在文化领域开放性尝试，2019 年公司与知名涂鸦团队“北京喷子”的艺术家合作，推出三款 PBC 小罐喷，在瓶身上创作涂鸦形象，彰显潮流文化。同时公司已经启动了一些城市的线下“不颜而遇”快闪店，并参加文创类的展会，在集中的时间点和地标性的位置，进行品牌曝光，为进军线下零售市场奠定基础。

图 50：“不颜而遇”线下快闪店



资料来源：闺蜜网，安信证券研究中心

图 51：润百颜尝试与潮流文化合作



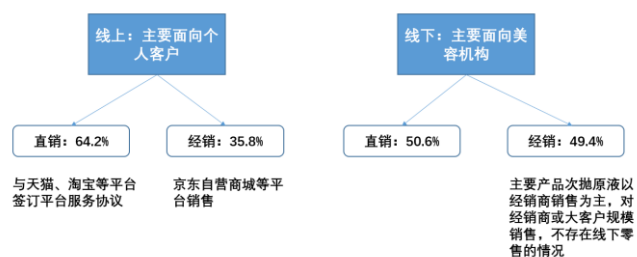
资料来源：时尚中国，安信证券研究中心

4.2.1. 线上渠道重点布局，快速抢占消费者心智

直销经销相结合，线上渠道是公司重点发力方向。公司功能性护肤品结合线上、线下两种渠道进行销售，线下渠道 18 年直销占比 50.6%，经销占比 49.4%，通过直销或经销商最终销售给医疗美容、生活美容等机构，其中主要产品次抛原液以经销商销售为主，对经销商或大客户规模销售，不存在线下零售的情况；线上渠道公司直销与经销相结合，2018 年线上营收直销占比 64.2%，经销占比 35.8%。直销模式主要面向个人客户，公司与天猫、淘宝等平台签订平台服务协议，经销模式主要是京东自营商城等平台销售。

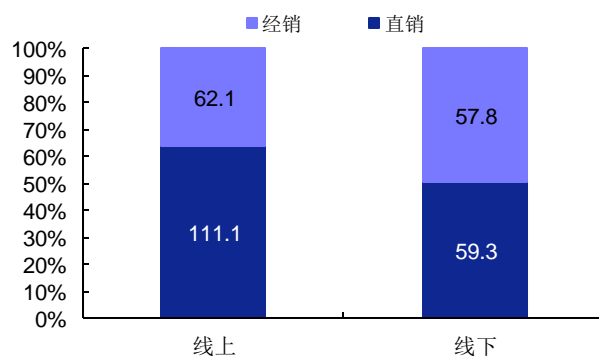
公司近年来大力布局线上渠道，2018 年，公司除了在淘宝、天猫美妆、有赞平台自营销外，陆续与主要电商平台京东商城、小红书、辣妈学院合作。2016-2018 年，公司功能性护肤品线上营收 CAGR 达 223.9%（线下 CAGR57.3%），线上销售占比从 16 年的 25.8% 提升至 18 年的 59.6%，2018 年线上营收 1.73 亿元。

图 52：公司功能性护肤品的销售渠道



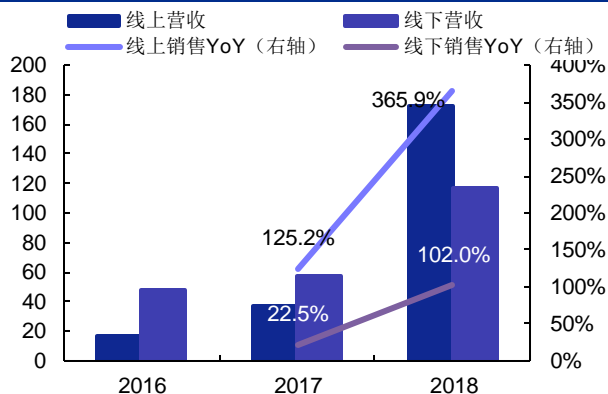
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 53：2018 年公司功能性护肤品不同渠道营收情况（百万）



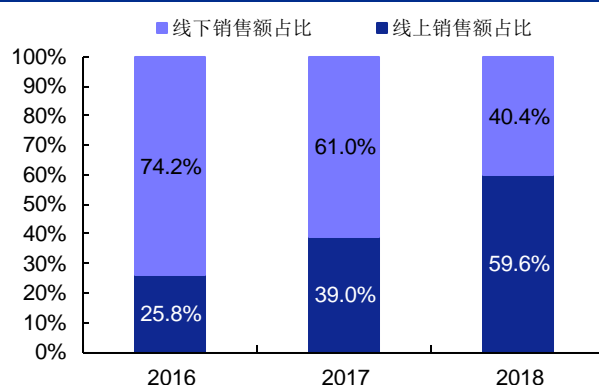
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 54：功能性护肤品线上营收增速高于线下（百万）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 55：功能性护肤品线上销售额占比不断增加



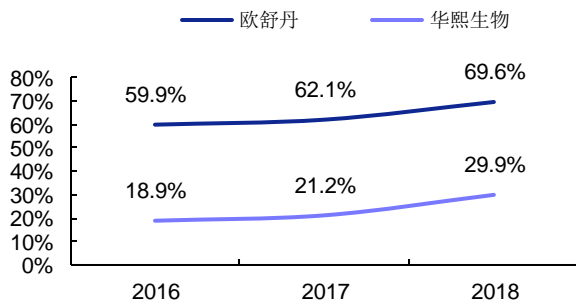
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

零售线上渠道推广费用低，传播效率高，有利于公司产品前期快速进入消费者心智。护肤品线上渠道与线下渠道相比有以下几个特点：

- ① 线上渠道推广费用较线下更低。公司定位中高端功能性护肤品，线下渠道主要有自营门店、百货商场、CS 渠道和专业美容机构。自营门店需要较大前期投入，在中高档百货商场设置专柜费用包括进场费、专柜租金及装修、管理费、陈列费、促销活动费等各种费用，渠道开拓费用也较高。同行业可比公司中，欧舒丹经营规模较大且与公司同样具备特色定位，但以直销模式为主，线下门店运营费用相对较高，因此销售费用率远高于公司，欧舒丹 16-18 年护肤品销售费用率为 60%-70%，同期华熙生物仅为 20%-30%。
- ② 线上渠道较线下开拓、传播效率更高。线下实体渠道铺设环节多，门槛较高，产品曝光率相比线上有限。线上渠道开拓环节流程相对简单，门槛较低，且借助社交平台品牌可得到迅速推广传播，2018 年公司“润百颜”护肤品经范冰冰推荐后，知名度迅速提升，百度搜索“润百颜 范冰冰”相关结果 15.7 万个。
- ③ 线上渠道更易于做毛利率更高的直销模式。直销模式线上相比线下运营更加容易，线下直销选址、装修、产品摆放各环节都较网店运营流程复杂，网点运营门槛更低。直销模式相比经销模式毛利率高，2019Q1 公司功能性护肤品直销毛利率 80.16%，经销毛利率 66.85%。

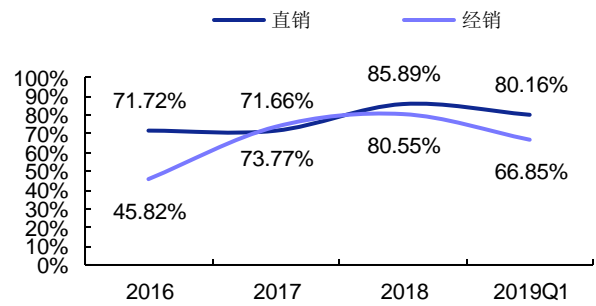
公司的功能性护肤品业务尚处于前期推广发力阶段，选择开拓、传播速度更快，费用更低的线上渠道有助于公司产品快速进入消费者心智，提升品牌知名度。

图 56: 公司功能性护肤品销售费用率低于欧舒丹



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心 注: 欧舒丹 2018 年数据为中报数据。

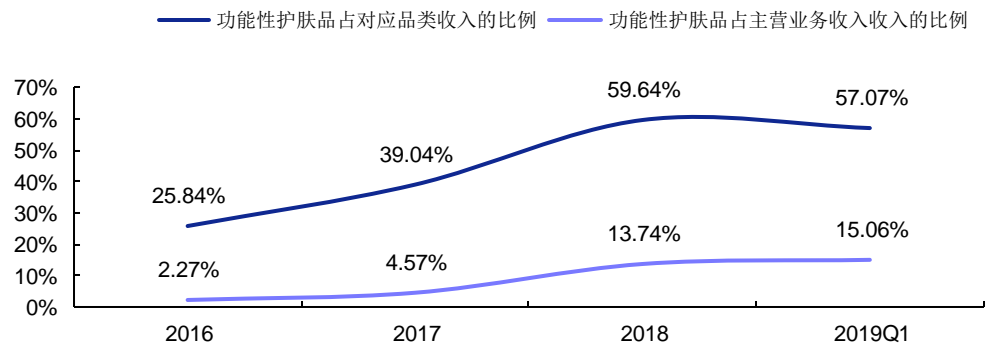
图 57: 公司功能性护肤品不同销售模式下毛利率情况



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心 注: 17 年直销毛利率较低主因当年线上销售刚刚起步, 固定成本相对较高。

功能护肤品线上收入占比不断提升, 明星产品次抛原液线上表现亮眼。线上渠道开拓的带动下, 公司 C 端业务功能性护肤品线上占比不断上升, 线上销售占本品类营收比重从 2016 年的 25.84% 提升至 2019Q1 的 57.07%, 同期占主营业务收入比重从 2.27% 提升至 15.06%。公司线上销售主要产品为次抛原液, 根据淘宝数据, “次抛原液” 关键词下近 30 天销售额前 20 商品中, 润百颜、米蓓尔、夸迪等公司旗下品牌占据 17 个, 同品类产品中表现亮眼。

图 58: 功能性护肤品线上渠道营收占比



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

表 9: “次抛原液” 关键词下近 30 天销量前 20 产品中 17 个为公司旗下产品

宝贝标题	掌柜	收藏量	累计评价	标价	30 天销量
润百颜玻尿酸次抛原液正品精华液补水保湿肌底液女软安瓶 1ml*30 支	润百颜旗舰店	189874	28049	788	3323
润百颜玻尿酸次抛原液正品面部精华液补水保湿肌底液女软安瓶 5 支	润百颜旗舰店	100986	23090	115	2992
润百颜蜂巢玻尿酸提拉紧致补水非安瓶次抛原液面部精华液 1ml*30 支	润百颜旗舰店	830	382	818	1667
小猪姐姐! 润百颜水光盈润次抛原液水光针精华 5 只装 1.5ml	月光之凤尾竹	722	714	69	1445
润百颜玻尿酸次抛原液正品精华液补水保湿肌底液女软安瓶 30 支	润百颜旗舰店	4412	1399	788	1252
狮老板强烈推荐润百颜盈透保湿水光次抛原液 月光肌必入 不白才怪	kenxu888	90	245	59	1183
米蓓尔玻尿酸次抛原液精华液女面部补水保湿肌底液小安瓶	medrepair 旗	6542	1544	118	1024

5支正品	旗舰店				
润百颜蜂巢玻尿酸提拉紧致补水非安瓶次抛原液面部精华液 1ml*30支	润百颜旗舰店	38508	7839	818	977
【颐和仙境】颐莲次抛原液涂抹式水光针安瓶玻尿酸补水保湿日抛	颐莲旗舰店	97000	13407	499	619
润百颜水光盈润次抛原液水光针精华升级版 5只装 1.5ML 提亮肤色	仇仇 1121	722	1045	69	508
葆仙玻尿酸水润次抛原液面部精华 1ml*5支装 保湿补水水光针安瓶	仙颜靓丽	162	365	79	354
滕雨佳 润百颜水光盈润次抛原液水光针精华升级版 5只装 1.5ML 提亮	jackleonlc	366	624	69	346
FUT 神经酰胺次抛原液面部精华液修护易敏肌角质层补水保湿女安瓶	芳丹薄罗旗舰店	2030	472	497.8	345
润百颜蜂巢玻尿酸舒敏次抛原液 1ml*5支 补水保湿精华修护润肤水	润百颜旗舰店	4124	1107	128	322
华熙生物夸迪 5D 玻尿酸清润次抛原液补水保湿收缩毛孔面部精华液	夸迪旗舰店	1114	442	30.8	219
采尼美妆 润百颜水光盈透玻尿酸次抛原液面部精华补水保湿肌底液	采尼美妆	9344	713	119	180
润百颜润百颜安瓶/原液蜂巢玻尿酸水光盈透保湿次抛原液 1.5ml*5	天猫超市	60	6	89	156
沙漠肌补水优选 润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛原液保湿补水精华液	卡杂菲	56	27	65	155
为你肌肤定制的精华原液~米蓓尔玻尿酸次抛原液精华液 1号2号3号	于 bbjj	98	61	63	149

资料来源：淘数据，安信证券研究中心 注：数据采集自 2019 年 10 月 9 日，阴影部分为公司旗下产品

公司正逐步增加在天猫平台的直通车、钻展、品销宝的投放和京东品牌精准通的投放，并新增小红书、辣妈学院等新的电商客户，随着未来多个电商平台发力，线上渠道收入有望进一步提升。

5. 依托研发平台布局，产品线横纵延伸支撑未来想象空间

5.1. 内生外延核心技术持续扩展

核心技术成熟，网络效应横向衍生出更多新技术。公司借助已经较为成熟的4大核心技术进行深入基础研究，衍生出更多新技术，丰富核心技术平台。公司围绕“梯度3D交联透明质酸技术”又进行了巯基化HA的制备研究（18年已完结）、乙酰化透明质酸钠中试以及试生产工艺优化（预计2021年结项）、交联透明质酸钠隔离凝胶关键技术的研发（预计2022年结项）等；围绕微生物发酵技术又进行了发酵法生产四氢嘧啶、稀有氨基酸、小核菌胶等关键技术的开发；围绕酶切技术进行miniHA生产工艺优化；围绕玻璃酸钠终端灭菌技术进行玻璃酸钠注射液一致性评价研究等。技术研发具备网络效应，每衍生出一个新技术都增加了平台的经验储备，让整个平台更具备价值，有助于未来更快打造新产品。

未来布局更多增长点，现有两大核心技术平台有望继续延伸。为拓展更多生物医药领域产品的研发，公司将以生物发酵平台和交联技术平台为基础，储备新的研发方向和技术，主要包括：①基因工程平台，利用生物工程菌和基因技术优化现有生物活性物质制备过程与工艺，同时研发更多应用领域与适应症的生物医用材料与药品；②酶合成平台，利用酶合成法取代传统化学合成路径制造多种小分子活性物质与制剂；③药物传递系统（DDS），深入研究生物材料作为药物媒介对促进药物吸收、药物靶向、提高药物生物利用度的作用，缓解药物副作用的影响，开发一系列具有不同治疗用途的药物制剂产品。

图 59：公司在四大核心技术基础上衍生相关新技术

梯度3D交联透明质酸技术	微生物发酵技术	酶切技术	玻璃酸钠终端灭菌技术
巯基化HA的制备研究	发酵法生产四氢嘧啶	miniHA生产工艺优化	玻璃酸钠注射液一致性评价研究
乙酰化透明质酸钠中试以及试生产工艺优化	发酵法生产稀有氨基酸
交联透明质酸钠隔离凝胶关键技术的研发	发酵法生产小核菌胶
y-PGA交联水凝胶的开发	HA在计生用品领域的应用研究
.....

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 60：公司发酵、交联两大科技平台



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

5.1. 研发+收购不断丰富产品线

依托上层技术平台产品打造更快，多项终端产品孵化中。公司作为已实现核心技术产业化的生物技术型企业，底层核心技术成熟，依托公司微生物发酵、交联两大技术平台，在产品研发方面无需实施探索型、试错型的大规模研发投入，生产周期较短，终端产品打造更快。从公司2019年Q1在研项目看，未来三年公司有4项功能性护肤品项目，6项注射透明质酸钠凝胶产品，2项食用级产品，1项医用海绵项目有望落地，终端产品线将进一步丰富。

表 10：未来三年公司主要终端产品在研项目

在研项目名称	对应核心技术	立项时间	预计/实际结项时间
注射用修饰透明质酸钠凝胶（HAFG-SX20Ⅲ）	梯度3D交联透明质酸技术、玻璃酸钠注射液终端灭菌技术	2011.11	2020.5
透明质酸葡萄糖酸锌口服液	微生物发酵法生产透明质酸技术	2012.11	2020.12
透明质酸修复凝胶系列Ⅲ	微生物发酵法生产透明质酸技术、酶切法规模化生产低分子量透明质酸	2018.3	2019.7

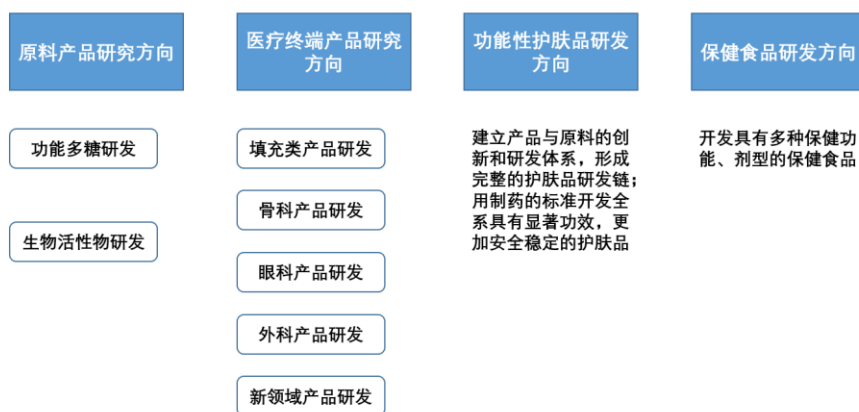
透明质酸钠凝胶产品的开发	梯度 3D 交联透明质酸技术	2014.7	2020.3
蜂巢面部抗衰系列产品	微生物发酵法生产透明质酸技术、酶切法规模化生产低分子量透明质酸、梯度 3D 交联透明质酸技术	2016.2	2019.7
透明质酸修护凝胶系列 I	微生物发酵法生产透明质酸技术、酶切法规模化生产低分子量透明质酸	2018.3	2019.7
透明质酸抗炎修护凝胶系列 II	微生物发酵法生产透明质酸技术、酶切法规模化生产低分子量透明质酸	2018.3	2019.7
注射用修饰透明质酸钠凝胶 (HAFG-DX15)	梯度 3D 交联透明质酸技术、玻璃酸钠注射液终端灭菌技术	2013.11	2022.1
改善睡眠胶囊	微生物发酵技术	2013.11	2020.12
注射用修饰透明质酸钠凝胶 (HAFG-SX20II)	梯度 3D 交联透明质酸技术、玻璃酸钠注射液终端灭菌技术	2011.11	2020.4
注射用交联透明质酸钠凝胶 (HAFG-P)	梯度 3D 交联透明质酸技术、玻璃酸钠注射液终端灭菌技术	2016.4	2022.6
注射用修饰透明质酸钠凝胶 (HAFG-SX12)	梯度 3D 交联透明质酸技术、玻璃酸钠注射液终端灭菌技术	2013.11	2020.6
医用透明质酸钠无菌海绵 (三类)	梯度 3D 交联透明质酸技术	2013.7	2020.9
注射用修饰透明质酸钠凝胶 (HAFG-DX20)	梯度 3D 交联透明质酸技术、玻璃酸钠注射液终端灭菌技术	2013.11	2020.5

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

多种新型原料产品已上市，有望进一步应用于下游终端产品。公司依托微生物发酵平台及产业化优势，开发出多种活性物质，已开发上市的产品包括 γ -氨基丁酸、银耳多糖、聚谷氨酸、神经酰胺、糙米发酵滤液、纳豆提取液、乙酰壳糖钠、依克多因等多元生物活性物质产品。这些原料产品应用范围广阔， γ -氨基丁酸可用于药品、保健品、食品、护肤品等多领域，纳豆提取物不仅具备很高的营养价值，还在排毒养颜，美容祛斑方面有良好效果。公司目前终端产品仍以玻尿酸为主，但已开始尝试应用更多的生物活性物质，含依克多因的注射用透明质酸钠凝胶已受到市场认可，未来更多生物活性物质有望在医药、食品、功能性护肤品等多个领域的进一步应用，丰富产品线。

生物研发中心提升改造项目在现有资源基础上布局更多产品线。在现有研发资源的基础上，公司拟对研发体系进行全面升级，进一步增强公司技术和研发优势，促进公司核心技术的产业化转化。公司拟投入 4 亿元建设华熙生物研发中心提升改造项目，针对原料产品、医疗终端产品、保健食品四大研究方向，开发相关产品，加强应用研究和产品开发的联系，完善产业链，目前已布局 92 项在研项目，其中注册检验及临床阶段 12 项、注册阶段 4 项。

图 61：生物研发中心提升改造项目研发方向



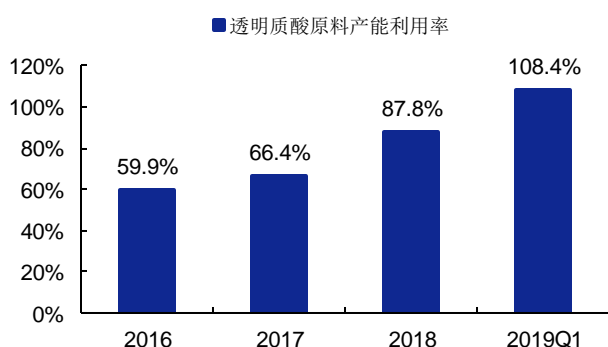
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

收购 **Medybloom**，进军肉毒素产品市场。2018 年 8 月，华熙生物看好肉毒素市场的发展前景，通过子公司香港钜朗收购韩国 Medytox Inc. 公司持有的境外联营公司 50% 股权，Medybloom 主要从事肉毒素产品的研发及销售，公司希望未来肉毒素能成为医疗终端产品线的有效补充，利用公司现有国内销售渠道，快速实现推广和销售。

6. 产能接近瓶颈，天津+产业园项目落地助推业绩

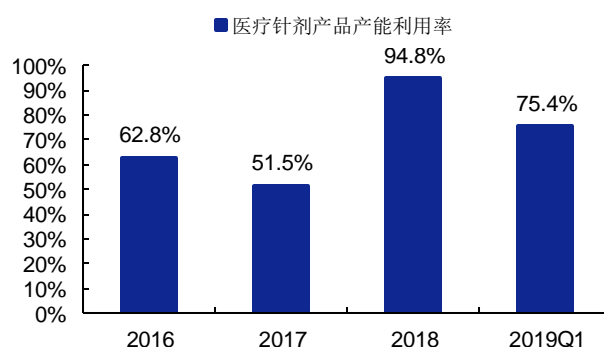
公司主要业务产能利用率均接近饱和状态。公司透明质酸原料生产线（一厂区生产线）设计产能 50 万吨/年，山东海御透明质酸原料生产线的设计产能为 150 吨/年，合计设计产能 200 吨/年；2018 年随着公司设备技改，针剂类产品生产线产能从原来的 300 万支/年提升至 400 万支/年；2017 年，公司购置次抛原液生产机器，当年产能 1900 万支，2018 年全部投入生产后产能为 4000 万支。随着公司业务规模快速扩张，各类产品产能利用率持续提升，2018 年，公司透明质酸原料、针剂类医疗产品和次抛原液的产能利用率达到 87.8%，94.8%和 80.4%，接近饱和状态。2019Q1 因元旦、春节假期停工影响，医疗针剂产品和次抛原液产能利用率相对较低。

图 62：原料业务产能利用率



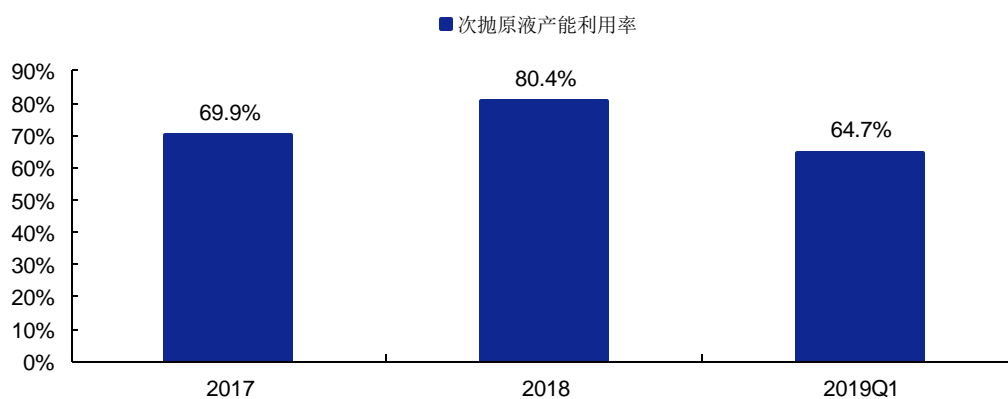
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 63：医疗针剂产品产能利用率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 64：次抛原液产能利用率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司布局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，项目完成后，原料产能增加 476%，医疗针剂产品产能增加 2500%。

- ① **华熙天津透明质酸钠及相关项目**：为缓解产能瓶颈，丰富终端产品类型，公司拟于天津经济技术开发区中区建设办公楼、生产调度中心、发酵车间、纯化车间、精制车间、厂区管网等，扩大公司透明质酸原料和透明质酸终端产品的产能，提升公司的主营业务规模和综合竞争实力。该项目预计投资总额 11.1 亿元，计划建设期一年，投产后前四年达产率分别为 30%/50%/70%/100%，项目建成后将新增透明质酸原料产能 952 吨/年，为

原来产能的 476%，新增次抛原液产能 2 亿支/年，透明质酸洗眼液产能 1000 万支/年。根据招股说明书公布的目前项目实施进度，预计 2020 年 Q1 进入投产期，原料和功能性护肤品产能将逐步释放。

表 11：华熙天津透明质酸钠及相关项目新增产能情况

产品规格	产品名称	设计产能
透明质酸原料	透明质酸原料（食品级、外用级）	300 吨
	透明质酸衍生物	152 吨
	透明质酸溶液类	500 吨
功能性护肤品	透明质酸次抛原液	2 亿支
	透明质酸洗眼液	1000 万支

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

- ② 华熙生物生命健康产业园项目：该项目拟于济南市高新区新建药品及医疗器械产品车间、功能性护肤品车间、立体库、配套设施及辅助设施等，预计投资总额 16.5 亿元，计划建设期两年，投产后前三年达产率分别为 40%/70%/100%，项目主要新增医疗终端产品和护肤品产能，其中将新增医疗针剂产品 10000 万支/年，为原来产能的 2500%，新增透明质酸次抛类产品 5 亿支/年（包含原液，膏霜，乳液等）。根据招股说明书公布的目前项目实施进度，预计 2021 年 Q2 进入投产期，医疗终端产品和护肤品产能将逐步释放。

表 12：华熙生物生命健康产业园项目新增产能情况

产品规格	产品名称	设计产能
医疗终端产品	1、医疗针剂产品	10000 万支/年
	2、医用次抛原液	6000 万支/年
	3、玻璃酸钠滴眼液	5000 万支/年
	4、医用敷料	2700 万支/年
	5、医用透明质酸润滑剂	2000 万支/年
	6、玻璃酸钠原液	1000 万支/年
护肤品	1、透明质酸次抛类产品（原液、膏霜、乳液等）	5 亿支/年
	2、飞机瓶（原液、膏霜、乳液等）	1 亿支/年
	3、面膜	1 亿片/年
	4、水乳膏霜	5000 万支/年
	5、洗眼液	500 万支/年
	6、喷雾	2000 万瓶/年
	7、彩妆粉单元	2000 万瓶/年
	8、口红	2000 万支/年

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测

原料业务地位稳固+终端业务市占率不断提升，我们对主要业务板块的核心假设如下：

- 1) 原料业务：公司原料业务龙头地位稳固，目前产能接近瓶颈，预计 2020 年起产能逐步释放，假设未来三年滴眼液级原料收入增速为 16.52%/14.22%/21.3%，注射级原料收入增速为 16.15%/24.88%/25.33%，化妆品级原料收入增速为 10.53%/23.57%/22.4%，食品级原料收入增速为 21.88%/23.38%/25.46%。我们预计公司原料业务在 2019~21 年营收增速预计分别为 14.9%/22.5%/23.6%，对应毛利率分别为 75.0%/74.6%/74.1%；
- 2) 医疗终端产品业务：公司医疗终端产品业务正处于提升阶段，预计产业园项目将于 2021 年起补充现有产能，缓解产能不足问题，假设未来三年主要注射用修饰透明质酸钠凝胶收入增速为 1.39%/0.09%/27.75%，骨科注射液收入增速为 28.44%/20.25%/41.64%。医疗终端产品板块 2019~21 年营收增速预计分别为 21.4%/16.5%/26.2%，对应毛利率分别为 85.2%/85.2%/85.5%；
- 3) 功能性护肤品业务：功能护肤品业务随着线上渠道的开拓收入不断提升，核心产品次抛原液销售情况亮眼，假设未来三年次抛原液收入增速为 68.16%/93.01%/54.97%，面膜产品收入增速为 57.72%/52.92%/34.79%。该板块在 2019~21 年营收增速预计分别为 66.1%/81.1%/52.9%，对应毛利率分别为 85.0%/86.0%/86.4%。

表 13：公司主营业务经营预测明细（单位：百万）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
主要原料业务收入	453.2	498.2	634.7	722.7	880.0	1082.2	1333.1
原料业务-其他	4.3	9.7	16.7	26.1	37.4	51.1	69.2
原料业务营收	457.5	507.9	651.4	748.7	917.3	1133.4	1402.4
YoY		11.0%	28.3%	14.9%	22.5%	23.6%	23.7%
原料业务毛利	359.9	373.61	496.11	561.56	683.9	840.19	1025.5
毛利率	78.7%	73.6%	76.2%	75.0%	74.6%	74.1%	73.1%
皮肤类医疗产品-注射用修饰透明质酸钠凝胶	120.1	91.4	131.2	144.6	155.8	189.9	231.6
皮肤类医疗产品-医用皮肤保护剂	44.6	33.9	49.6	61.1	70.0	81.7	95.2
皮肤类医疗产品-Cytocare 透明质酸无源植入物		38.4	54.2	71.1	92.2	115.9	143.4
皮肤类医疗产品-其他	5.3	5.0	10.3	13.2	16.7	21.1	26.6
皮肤类医疗产品	170.1	168.7	245.3	290.0	334.8	408.7	496.7
骨科注射液	18.7	24.3	59.3	76.2	91.6	129.8	184.8
其他	2.8	3.8	8.1	13.4	15.8	19.6	24.3
医疗终端产品业务营收	191.5	196.8	312.7	379.7	442.1	558.0	705.9
YoY		2.8%	58.9%	21.4%	16.5%	26.2%	26.5%
医疗终端产品业务毛利	158.5	165.59	267.32	323.36	376.7	477.15	605.61
毛利率	82.8%	84.1%	85.5%	85.2%	85.2%	85.5%	85.8%
次抛原液收入	38.1	43.5	179.2	301.4	581.7	901.4	1342.4
面膜	11.6	12.2	31.4	49.6	75.8	102.2	145.6
其他	14.2	39.5	79.6	131.2	215.5	331.2	500.7
YoY		178.4%	101.7%	64.8%	64.2%	53.7%	51.2%
功能性护肤品业务营收	63.9	95.2	290.3	482.2	873.0	1334.8	1988.7
YoY		49.0%	205.0%	66.1%	81.1%	52.9%	49.0%
功能性护肤品业务毛利	39.19	68.99	242.92	409.65	750.4	1153.0	1721.4
毛利率	61.4%	72.5%	83.7%	85.0%	86.0%	86.4%	86.6%

其他主营业务	13.4	13.5	5.6	8.3	6.8	5.7	5.0
主营业务收入	726.2	813.4	1260.0	1618.9	2239.3	3031.8	4101.9
YoY		12.0%	54.9%	28.5%	38.3%	35.4%	35.3%
其他业务	6.9	4.7	3.2	3.0	3.0	4.0	3.0
总营业收入	733.1	818.0	1263.1	1621.9	2242.3	3035.8	4104.9
YoY		11.6%	54.4%	28.4%	38.3%	35.4%	35.2%
总毛利	567.2	617.5	1009.6	1298.1	1814.6	2474.3	3355.7
毛利率	77.4%	75.5%	79.9%	80.0%	80.9%	81.5%	81.7%

资料来源：安信证券研究中心预测

7.2. 估值水平

7.2.1. 相对估值

根据公司招股说明书，与公司原料业务相近的可比公司有通化东宝、未名医药、安科生物和翰宇药业；与公司医疗终端业务相近的同行业上市公司有昊海生科、爱美客及景峰制药；公司功能性护肤品业务的同行可比公司为欧舒丹。因此此处选取这几家公司估值做对比分析。考虑到 1) 公司技术行业领先，市场地位为透明质酸产业链原料龙头；2) 与可比公司通常专注于产业链单一业务相比，公司打通透明质酸产业链，具备全产业链协同优势，应享有一定的估值溢价，因此在可比公司平均估值基础上，给予公司 45-50 倍的估值，对应价格区间为 53.1-59.0 元/股。

表 14：可比公司估值情况

代码	公司名称	股价	EPS/元			P/E		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
原料业务								
600867.SH	通化东宝	17.34	0.48	0.58	0.71	35.95	29.69	24.52
002581.SZ	未名医药	8.07						
300009.SZ	安科生物	15.99	0.35	0.47	0.6	46.32	34.28	26.47
300199.SZ	翰宇药业	7.36	0.4	0.49	0.58	18.39	15.07	12.59
医疗终端产品业务								
A17233	爱美客	-	-	-	-	-	-	-
688366.SH	昊海生科	-	2.56	3.04	3.66	-	-	-
000908.SZ	景峰医药	4.46	0.17	0.18	0.2	25.52	24.71	22.27
功能性护肤品								
0973.HK	欧舒丹	16.2	0.09	0.1	0.11	21.23	18.49	16.31
平均值						29.48	24.45	20.43

资料来源：Wind，安信证券研究中心 注：数据为 wind 一致预期，股价时间为 2019 年 10 月 11 日收盘；欧舒丹股价单位为港元，其余公司为人民币。

7.2.2. 绝对估值

关于基本假设的说明：

- 1) β 值：采用申万行业分类医药生物行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 2) 永续增长率：假设永续增长率为 4%（以 $\pm 0.5\%$ 做敏感性测算）。

表 15：主要假设

主要假设	
无风险利率	3.16%
风险溢价	7.13%

β系数	1.03
Rm	10.29%
Ke	10.50%
半显性期增长率	15.00%
永续增长率	4.00%

资料来源：安信证券研究中心

根据 FCFE 绝对估值法，以永续增长率 ±0.5%，及 Ke ±0.5% 做敏感性测算，得到公司的价格区间为 52.8-70.5 元/股，对应 P/E 为 44.7-59.7 倍。

表 16: FCFE 估值结果 (单位: 百万)

显性预测	705.0	2.7%
半显性预测	9,090.2	35.0%
永续价值	16,173.3	62.3%
权益价值	25,968.5	100.0%
总股本	430.4	
每股权益价值	60.33	
股价	-	

资料来源：安信证券研究中心

表 17: 敏感性分析

60.33	永续增长率				
Ke	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
11.50%	47.00	48.74	50.71	52.97	55.57
11.00%	50.75	52.81	55.17	57.89	61.07
10.50%	55.01	57.48	60.33	63.66	67.59
10.00%	59.90	62.89	66.37	70.49	75.43
9.50%	65.57	69.22	73.53	78.70	85.03

资料来源：安信证券研究中心

综合相对估值法和绝对估值法的结果，得到公司价格区间为 53.1-59.0 元/股。

投资建议：公司传统透明质酸原料业务依托成本、资质和渠道壁垒龙头地位稳固，医疗终端产品业务依靠领先技术和合理价位快速抢占市场份额，功能性护肤品业务相比传统护肤品生产商和其他转型原料商优势突出，叠加公司核心技术不断扩展带动下游产品线丰富，未来发展潜力巨大。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 28.5%、38.3%、35.4%，净利润增速分别为 35.0%、39.3%、37.9%，成长性突出。相对估值法给予公司 45-50 倍的估值，对应价格区间为 53.1-59.0 元/股，绝对估值法得到公司的价格区间为 52.8-70.5 元/股，综合得到公司价格区间为 53.1-59.0 元/股。

8. 风险提示

（1）新技术替代风险

公司是典型的研发和技术驱动型企业，业务发展起源于其成立初期在以生物酶法产透明质酸技术领域的工艺技术突破，如果未来出现革命性的新技术，公司技术存在被替代风险。

（2）经销商管理风险

公司通过与经销商签订经销合同对经销商进行规范管理。若经销商不能较好理解公司发展目标，或营销推广能力跟不上公司发展要求，或违反合同约定，将导致营销管理难度，对公司产品、品牌产生不利影响。

（3）行业监管风险

国家药品监督管理局负责对全国医药、医疗器械和护肤品市场进行监督管理，若公司未来不能持续满足我国以及进口国行业准入政策，或公司出现违法违规行为，可能受到我国及进口国相关部门的处罚，对公司生产经营不利。

（4）募集资金投资项目实施风险

本次的募集资金投项目包括“华熙生物研发中心提升改造项目”、“华熙天津透明质酸钠及相关项目”、“华熙生物生命健康产业园”三个项目。

相关项目 in 实施过程中，存在产品市场需求波动、国家政策法规变化或自然灾害等的可能性，从而使公司相关项目面临终止、停滞无法按计划实施的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	818.0	1,263.1	1,621.9	2,242.3	3,035.8	成长性					
减:营业成本	200.6	253.6	323.8	427.7	561.6	营业收入增长率	11.6%	54.4%	28.4%	38.3%	35.4%
营业税费	18.6	27.3	35.2	50.0	66.5	营业利润增长率	-11.3%	84.5%	32.9%	38.8%	37.4%
销售费用	125.5	283.7	368.8	514.4	701.6	净利润增长率	-17.5%	90.7%	34.1%	38.8%	38.4%
管理费用	175.0	169.5	213.0	293.9	390.4	EBITDA 增长率	-4.0%	64.0%	66.4%	37.5%	29.4%
财务费用	15.6	-23.2	1.0	5.2	1.2	EBIT 增长率	-6.8%	71.5%	29.6%	39.3%	36.8%
资产减值损失	-0.1	0.7	0.7	0.7	0.5	NOPLAT 增长率	-8.2%	75.8%	38.5%	38.5%	37.9%
加:公允价值变动收益	0.4	-	0.1	0.0	-0.1	投资资本增长率	67.8%	-25.7%	243.3%	23.4%	0.9%
投资和汇兑收益	15.2	10.4	17.3	16.9	15.4	净资产增长率	29.9%	4.9%	35.9%	33.8%	34.9%
营业利润	284.3	524.4	697.0	967.3	1,329.4	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	-9.5	-3.0	2.0	1.3	毛利率	75.5%	79.9%	80.0%	80.9%	81.5%
利润总额	284.1	515.0	694.0	969.3	1,330.7	营业利润率	34.8%	41.5%	43.0%	43.1%	43.8%
减:所得税	61.8	91.1	125.8	180.7	239.4	净利润率	27.2%	33.6%	35.0%	35.2%	35.9%
净利润	222.3	423.9	568.2	788.7	1,091.3	EBITDA/营业收入	43.6%	46.4%	60.1%	59.7%	57.1%
						EBIT/营业收入	38.4%	42.6%	43.0%	43.4%	43.8%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	164	107	282	385	308
货币资金	331.9	853.9	129.8	179.4	500.2	流动营业资本周转天数	202	121	80	104	96
交易性金融资产	0.4	-	0.1	0.2	0.1	流动资产周转天数	473	352	246	173	175
应收账款	192.6	211.9	299.8	389.9	558.1	应收账款周转天数	89	58	57	55	56
应收票据	68.6	21.6	116.7	98.7	157.2	存货周转天数	64	45	43	45	42
预付账款	7.3	16.5	9.0	27.7	20.7	总资产周转天数	785	563	618	621	526
存货	140.1	176.7	214.1	343.7	360.2	投资资本周转天数	398	281	414	518	425
其他流动资产	428.9	16.4	152.6	199.3	122.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.6%	24.7%	24.3%	25.3%	25.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.8%	20.5%	16.3%	18.6%	23.6%
长期股权投资	-	14.5	14.5	14.5	14.5	ROIC	34.8%	36.4%	67.9%	27.4%	30.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	374.0	376.2	2,168.9	2,632.1	2,565.0	销售费用率	15.3%	22.5%	22.7%	22.9%	23.1%
在建工程	4.3	85.7	-	-	-	管理费用率	21.4%	13.4%	13.1%	13.1%	12.9%
无形资产	90.3	162.9	155.9	148.9	141.9	财务费用率	1.9%	-1.8%	0.1%	0.2%	0.0%
其他非流动资产	244.7	134.7	234.9	203.2	187.5	三费/营业收入	38.6%	34.0%	35.9%	36.3%	36.0%
资产总额	1,883.0	2,071.0	3,496.3	4,237.6	4,628.1	偿债能力					
短期债务	-	40.0	419.5	424.7	-	资产负债率	13.0%	17.1%	33.2%	26.3%	8.9%
应付账款	63.7	61.4	109.7	131.2	165.5	负债权益比	15.0%	20.6%	49.7%	35.7%	9.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	6.43	4.45	1.36	1.71	4.86
其他流动负债	118.1	190.0	149.1	168.7	188.5	速动比率	5.66	3.84	1.04	1.24	3.84
长期借款	-	-	427.7	329.1	-	利息保障倍数	20.16	-23.18	711.22	186.43	1,107.83
其他非流动负债	63.5	62.2	55.4	60.4	59.3	分红指标					
负债总额	245.4	353.6	1,161.5	1,114.1	413.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	0.2	0.2	0.2	0.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	88.8	430.4	480.0	480.0	480.0	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	1,550.6	1,286.4	1,854.6	2,643.3	3,734.6						
股东权益	1,637.7	1,717.4	2,334.8	3,123.5	4,214.8						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	222.3	423.9	568.2	788.7	1,091.3	EPS(元)	0.52	0.98	1.18	1.64	2.27
加:折旧和摊销	43.6	48.1	276.1	367.1	403.5	BVPS(元)	3.80	3.99	4.86	6.51	8.78
资产减值准备	-0.1	0.7	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-0.4	-	0.1	0.0	-0.1	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	12.9	-15.9	1.0	5.2	1.2	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-15.2	-10.4	-17.3	-16.9	-15.4	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-274.4	585.1	-448.6	-189.4	-90.9	CAGR(%)	52.5%	37.1%	28.2%	52.5%	37.1%
经营活动产生现金流量	343.4	442.3	379.6	954.7	1,389.8	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-328.5	-34.5	-1,959.1	-806.5	-313.9	ROIC/WACC	57.2	59.9	111.7	45.0	50.3
融资活动产生现金流量	-230.8	85.2	855.3	-98.5	-755.0	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、马帅、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034