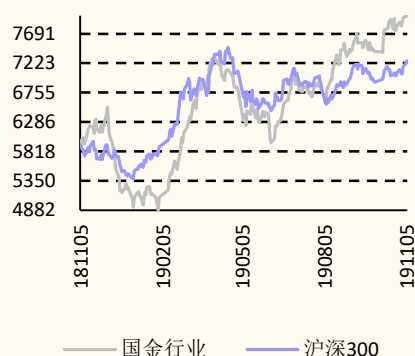


## 市场数据(人民币)

国金生物制药指数	7969.10
沪深300指数	4002.81



## 相关报告

1. 《2019H1 疫苗批签发整理与行业回顾-疫苗行业深度研究》，2019.8.4
2. 《生物制品行业 2018 年报 2019 一季报总结及批签发分析...》，2019.5.5
3. 《血制品行业投资框架演变和未来趋势分析-血液制品行业深度研究》，2019.3.18

王麟

联系人  
(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

## 玻尿酸原料龙头，延伸拓展医用+化妆品新秀

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	2.503	0.985	1.293	1.721	2.203
每股净资产(元)	18.44	3.99	9.77	11.49	13.69
每股经营性现金流(元)	3.87	1.03	1.36	1.67	2.11
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-17.50%	90.70%	46.48%	33.02%	28.05%
净资产收益率(%)	13.57%	24.68%	13.23%	14.97%	16.08%
总股本(百万股)	88.80	430.44	480.00	480.00	480.00

来源：公司年报、国金证券研究所，注：发行价格预计 47.79 元，对应 2019-2020 年 PE 为 37/28/22 倍。

## 投资逻辑

- **玻尿酸原料龙头掌握核心技术，已实现全产业链延伸及覆盖：**公司以透明质酸微生物发酵生产技术为核心，透明质酸产业化规模位居国际前列，2018 年产量近 180 吨，销往欧美日韩等 40 余个国家和地区。目前除原料业务，已向下游延伸至医疗端产品和功能性护肤品，实现成为围绕玻尿酸全产业链覆盖的国际龙头公司。
- **玻尿酸原料基石业务，质量、成本、资质三壁垒：**玻尿酸原料为公司基础业务，化妆品级原料占比约 50%，且占比较为稳定。其次滴眼液级原料占比约 20%；食品级原料药销售占比低于 10%，占比稳步提升。酶切技术及“梯度 3D 交联”技术领先市场，产率 10-13g/L 高于行业平均，同时具备资质壁垒，整体业务版块预计稳定增长 15-20%，且壁垒护城河相对明显。
- **医疗终端快速放量，医美、骨科、眼科版块业绩亮眼：**公司临床系列的主要业务聚集在骨科、眼科领域，其产品在骨科方面主要用于骨关节炎治疗，在眼科方面着重于手术，目前收入体量较小，快速增长期。医美市场凭借玻尿酸原料优势，潜力较大，未来还有肉毒素产品作为补充，该板块预计保持较高速稳定增长，预计约 30-50% 增速。
- **功能性护肤品打造驱动第二极，卖点清晰品牌影响力已提现：**公司旗下拥有“润百颜”、“BIO-MESO”、“丝丽”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、喷雾等。其中次抛原液预计凭借成本优势和品质吸引消费者，加以公司营销渠道发力，未来将打造公司第二极业绩驱动，短期带来业绩高增速，预计今年有望翻倍高增长。
- **募投项目情况：**公司此次发行价格约 47.79 元/股，发行总量约 4956.26 万股，总募资金额约 23.69 亿元。此次募投资拟投资于产能建设和研发中心升级改造项目，全部用于主营业务，进一步提升公司产品竞争力，增厚业绩。

## 盈利预测与估值

- 我们预测 2019-2021 年归母净利润约 6.2/8.3/10.6 亿，EPS 分别为 1.29/1.72/2.20 元，对应增速分别为 46.5%/33%/28%。我们主要采用市盈率法 (PE)，并参考了市销率法 (PS) 对公司进行了估值，参照可比公司，取 2020 年合理估值区间为 30-35 倍 PE，2020 年目标价约 51.6-60.2 元，目标市值约 248-289 亿元。

## 风险提示

- **存货周转的风险：**公司存货较高，存在下游医疗及化妆品产品存货周转波动的风险。行业竞争格局变差：公司下游品种竞争较多。费用率提升，影响利润增速风险。医疗产品和功能性护肤品随着竞争加剧，价格可能下降风险。

## 内容目录

以核心技术为基础，全产业链延伸 .....	6
品牌力量凸显，成就“玻尿酸”龙头地位 .....	6
财务稳健，终端业务打造第二增长级 .....	10
透明质酸应用广泛，公司为全产业链覆盖的国际龙头 .....	14
全球透明质酸原料市场规模平稳增长，公司稳居龙头 .....	15
透明质酸广泛应用于医疗、化妆、食品等领域，公司已实现全覆盖 .....	17
透明质酸原料：基石业务，掌握核心技术 .....	22
四项核心技术构建质量、成本和资质三大竞争壁垒 .....	24
医药级透明质酸国内第一，具备国际竞争力 .....	28
化妆品级溢价可观，胜于同类厂家 .....	30
医疗终端产品之临床系列：聚焦骨科眼科，业绩增速亮眼 .....	30
骨科：受益于老龄化市场总量增长+产品更替带来的增量 .....	31
眼科：小而美的市场，公司市占率逐渐提升 .....	34
医疗终端产品之医美系列：产品多元，依托原料优势高潜力 .....	35
国内“规范医美”市场发展潜力大，透明质酸和肉毒素拔得头筹 .....	35
透明质酸，原料药制剂一体化优势产品 .....	38
肉毒素有望成为增长新动力 .....	43
功能性护肤品业绩增长指日可待 .....	46
护肤系列打造公司增长第二级 .....	46
次抛原液：明星产品，依托原料药优势品质取胜 .....	48
依托故宫超级 IP，提升公司品牌影响力 .....	50
效果佳+价格亲民+低成本，促进公司面膜系列快速放量 .....	50
盈利预测与投资建议 .....	53
风险提示 .....	55

## 图表目录

图表 1：依托透明质酸原料优势，医美终端产品线快速扩张 .....	6
图表 2：公司整体收入拆分 .....	7
图表 3：公司整体收入拆分 .....	7
图表 4：公司 B2B2C 市场的商业模式 .....	8
图表 5：公司两大技术平台及相关产品 .....	9
图表 6：股权结构 .....	10
图表 7：华熙生物营业收入（百万元）及增速（%） .....	11
图表 8：华熙生物扣非归母净利润（百万元）及增速（%） .....	11
图表 9：公司主营业务构成（百万元） .....	11
图表 10：公司主营业务构成（%） .....	11
图表 11：研发投入（百万元）及增速（%） .....	12

图表 12: 公司分产品毛利 (%)	12
图表 13: 公司总毛利率与净利率	12
图表 14: 医疗终端产品业务毛利率	13
图表 15: 公司原料药业务与可比上市公司比较	13
图表 16: 公司主营业务收入按地域划分构成 (%)	13
图表 17: 公司主营业务收入按地域划分(百万元)	13
图表 18: 公司整体收入构成 (%)	14
图表 19: 公司整体收入拆分 (百万元)	14
图表 20: 透明质酸行业产业链	15
图表 21: 2014-2018 年全球透明质酸原料市场情况	16
图表 22: 透明质酸原料药价格 (元/公斤)	16
图表 23: 透明质酸原料药价格 (元/公斤)	16
图表 24: 2018 年全球透明质酸竞争格局	17
图表 25: 透明质酸原料药终端市场广阔, 公司已经实现原料药和终端产品全产业链覆盖	18
图表 26: 医药级明显高于化妆级和食品级	19
图表 27: 医药级原料附加值高, 以低销量贡献高销售额	19
图表 28: 公司医药级透明质酸钠原料药应用	19
图表 29: 公司透明质酸医疗终端重点产品概览	20
图表 30: 公司化妆品级原料药透明质酸钠产品	21
图表 31: 公司透明质酸终端护肤品——润百颜护肤系列主要产品	21
图表 32: 公司食品级透明质酸钠产品	22
图表 33: 化妆品级分类	22
图表 34: 公司透明质酸原料产品	23
图表 35: 透明质酸原料药销售金额 (百万元)	23
图表 36: 透明质酸原料药销售占比	23
图表 37: HA 原料企业核心竞争要素	24
图表 38: 微生物发酵法 HA 原料分类	24
图表 39: 公司微生物发酵法生产技术的竞争优势	25
图表 40: 全球领先的酶切技术和分子量精准控制技术	26
图表 41: 生产寡聚透明质酸的降解时间	26
图表 42: 寡聚透明质酸的纯度测定 (HPLC 法)	26
图表 43: 透明质酸交联技术难题	27
图表 44: “梯度 3D 交联”技术	27
图表 45: 公司“梯度 3D”交联技术在终端产品上的应用	27
图表 46: 公司产品 (海力达) 与国家标准关键质量指标对比	28
图表 47: 2014-2018 年全球透明质酸原料市场情况	28
图表 48: HA 原料盈利能力	29
图表 49: 2014-2018 年我国医药级透明质酸终端市场	29

图表 50: 公司医药级透明质酸原料药认证资格 .....	29
图表 51: 全球眼药水级 HA 原料销售格局 (2014) .....	30
图表 52: 全球注射级原料销售格局 (2014) .....	30
图表 53: 华熙生物化妆品 HA 原料销售情况及竞争格局 .....	30
图表 54: 医疗终端产品之医疗类销售额 (百万) .....	31
图表 55: 医疗终端产品之医疗类销售额占比 .....	31
图表 56: 退化性关节炎常见治疗方法 .....	31
图表 57: 中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场增速 .....	32
图表 58: 中国治疗骨关节炎注射类药物市场 (亿元) .....	32
图表 59: 骨科关节腔粘弹补充剂市场规模 (亿元) .....	32
图表 60: 中国骨科治疗玻璃酸钠注射液市占率 .....	32
图表 61: 医疗终端产品收入拆分 .....	33
图表 62: 医疗终端产品收入构成 (百万元) .....	33
图表 63: 玻璃酸钠注射液全国中标情况 .....	33
图表 64: 玻璃酸钠注射液全国中标情况 .....	33
图表 65: 公司透明质酸粘弹剂产品 .....	34
图表 66: 中国眼科手术治疗透明质酸产品市场规模 (亿元) .....	34
图表 67: 中国眼科手术透明质酸产品市场竞争格局 .....	35
图表 68: 公司眼科手术透明质酸产品销售额 (百万元) .....	35
图表 69: 中国医疗美容市场规模及增速 (亿元) .....	35
图表 70: 2011 年全球每千人接受医美服务数量对比 .....	36
图表 71: 中国渗透率较国外仍有较大提升空间 .....	36
图表 72: 医疗美容分类 .....	37
图表 73: 中国医疗美容市场 CAGR .....	37
图表 74: 中国地区非手术类项目案例数和收入占比 .....	37
图表 75: 全球内非手术项目肉毒素和玻尿酸案例数最多 .....	38
图表 76: 全球玻尿酸市场规模及预测 (亿美元) .....	39
图表 77: 中国医疗美容市场 HA 注射针剂市场快速扩容 (单位: 万 ml) .....	39
图表 78: 正品增速高于 假货走私货将是未来大趋势 .....	39
图表 79: 已上市透明质酸注射剂情况 .....	40
图表 80: 2018 年我国透明质酸填充销量市场竞争格局 .....	41
图表 81: 2018 年我国透明质酸填充销售额市场竞争格局 .....	41
图表 82: 打破国外品牌垄断, 持续推陈出新 .....	42
图表 83: 华熙生物——润百颜玻尿酸针剂 .....	42
图表 84: 同类公司医疗终端业务采用经销商情况 .....	43
图表 85: 全球肉毒素市场规模及预测 (十亿美元) .....	43
图表 86: 不同国家和地区批准的适应症 .....	44
图表 87: 2017 年全球非手术医科美容注射剂使用情况 .....	44
图表 88: 中国已上市合法肉毒素产品比较 .....	45

图表 89: 中国肉毒素销售额 (亿元) .....	45
图表 90: 肉毒素市场竞争格局.....	45
图表 91: 韩国肉毒素厂商 MEDYTOX 发展历程 .....	46
图表 92: 公司功能性护肤品产品线.....	47
图表 93: 公司电商收入的情况及变动情况(百万元) .....	47
图表 94: 公司主流电商渠道销售占比逐渐加大 .....	47
图表 95: 公司大力发展线上销售渠道.....	48
图表 96: 公司功能护肤品销售额 (百万元) .....	48
图表 97: 功能性护肤品销售量与平均售价.....	48
图表 98: 次抛原液品牌对比.....	49
图表 99: 2018 年次抛原液销售额迅速增加 .....	49
图表 100: 润百颜获众多流量明星推荐 .....	49
图表 101: 2018 年化妆品的跨界合作流量增长 77 倍 .....	50
图表 102: 公司成功利用故宫元素打响公司知名度.....	50
图表 103: 我国面膜市场规模 (亿元) .....	51
图表 104: 面膜使用频次/月 .....	51
图表 105: 面膜产品不同价格消费者接受程度 .....	51
图表 106: 国内主要品牌贴片面膜价格区间.....	51
图表 107: 公司面膜定价逐年下降, 扩大受众范围 (元/张) .....	52
图表 108: 面膜系列产品以价换量战略效果明显, 且毛利率稳定于高位.....	52
图表 109: 公司收入拆分及预测.....	53
图表 110: 可比公司 PE 估值及公司目标估值表格.....	54
图表 111: 可比公司 PS 估值及公司目标估值表格.....	54



## 以核心技术为基础，全产业链延伸

### 品牌力量凸显，成就“玻尿酸”龙头地位

#### ■ 深耕行业二十年，成就玻尿酸“隐形冠军”

- 华熙生物，前身山东福瑞达成立于2000年1月3日。公司以透明质酸微生物发酵生产技术为核心，透明质酸产业化规模位居国际前列，2018年产量近180吨，销往欧美日韩等40余个国家和地区。
- 公司是全球领先的高新技术企业，最早开发出透明质酸微生物发酵生产技术，并以此为核心建立了位居国际前列的透明质酸产业化规模。透明质酸具有优良的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性、生物相容性等理化性能和生物活性，在医药的众多分支领域、化妆品及功能性食品中有丰富应用。公司瞄准透明质酸巨大的潜在市场，以菌种诱变、高通量筛选等技术极大提升了透明质酸的生产规模和质量，降低了生产成本，实现了该领域产业化的突破，改变了我国长期局限于动物组织提取法且主要依赖进口的落后局面。公司因在透明质酸发酵技术上丰硕的创新成就得到外界的广泛认可，并多次获得国家和省科技进步奖励。

图表 1：依托透明质酸原料优势，医美终端产品线快速扩张

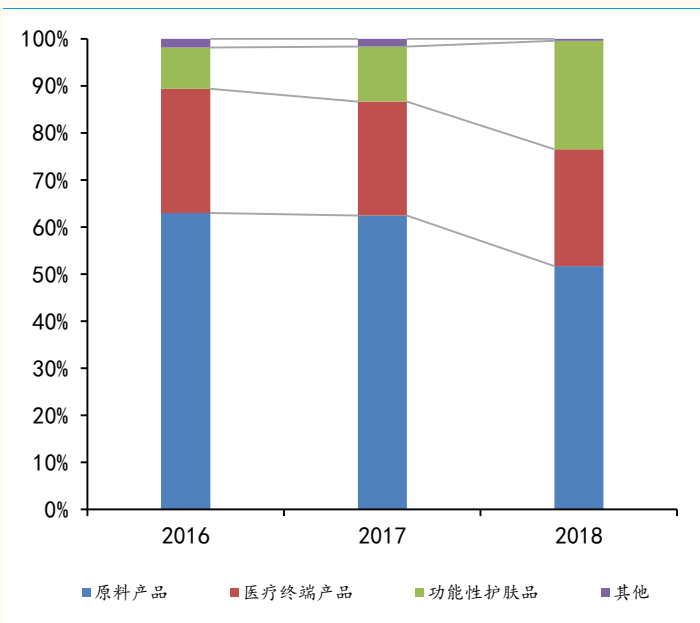
主营业务	时间	事件
原料供应	1998年	核心创始团队开始从事透明质酸产品的研发生产和销售业务
	1999年	前身山东福瑞达公司成立，注册资本36.14万美元
	2000年	收购、建厂并全国首发性实现以发酵法大规模生产寡聚透明质酸
	2006年	采用“梯度3D交联技术”，形成了国际先进透明质酸交联技术平台
	2008年	成功在香港联交所主板上市，融资金额0.78亿港元
		国家卫生部批准透明质酸钠作为新资源食品用作保健食品原料 取得医疗器械生产企业许可证
原料供应+终端产品	2011年	微生物发酵平台实现酶切法生产寡聚透明质酸（纳诺HA），并获国家专利
		依托交联技术开发的“Hyaluronan Soft Tissue Filling Gel”获得欧盟三类医疗器械CE认证，进入国际市场
	2012年	成功开发的注射美容填充剂“润百颜”（注射用修饰透明质酸钠凝胶），该产品是我国首款通过CFDA认证的国产交联透明质酸填充剂 山东福瑞达更名为华熙福瑞达
	2013年	“海力达”玻璃酸钠注射液获得欧盟三类医疗器械CE认证
	2014年	扩产能，200吨级新厂正式投产 玻璃酸钠注射液取得中国CFDA药品批文，进入骨科市场
原料供应+终端产品+分销业务	2015年	与韩国Medytox成立合资公司，联手开发、拓展注射用A型肉毒毒素的中国市场
		与欧洲顶尖透明质酸注射填充剂品牌商Vivacy战略合作
	2016年	“名德蔓”（含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶率）通过CFDA认证。该产品以“润百颜”为基础增加麻醉药，不仅有效减少了注射痛感，增加顾客依从性，还降低了医生操作难度，为产品向更广阔的医美市场推广奠定了基础
	2017年	公司从港交所退市
	2017年	2515万欧元全资收购法国高端皮肤管理公司Revitacare，拓展皮肤修护类及生发类高端产品线
	2018年	“润百颜”进入传统医药零售渠道-德威治大药房
		推出多项医美终端产品，如糙米发酵滤液、纳豆提取液、透明质酸类等。
		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”，成功提升了公司品牌影响力
透明质酸原料类产品年产量近180吨，并销往美国、欧盟、韩国、日本、俄罗斯、中东等40余个国家和地区		
2019年	收购山东海御、华熙医疗器械、北京海域的100%股权，Medyloom50%股权，进一步理顺公司架构 申请科创板上市	

来源：公司资料，招股说明书，公开资料，国金证券研究所

■ 透明质酸原料及相关终端产品全产业链覆盖

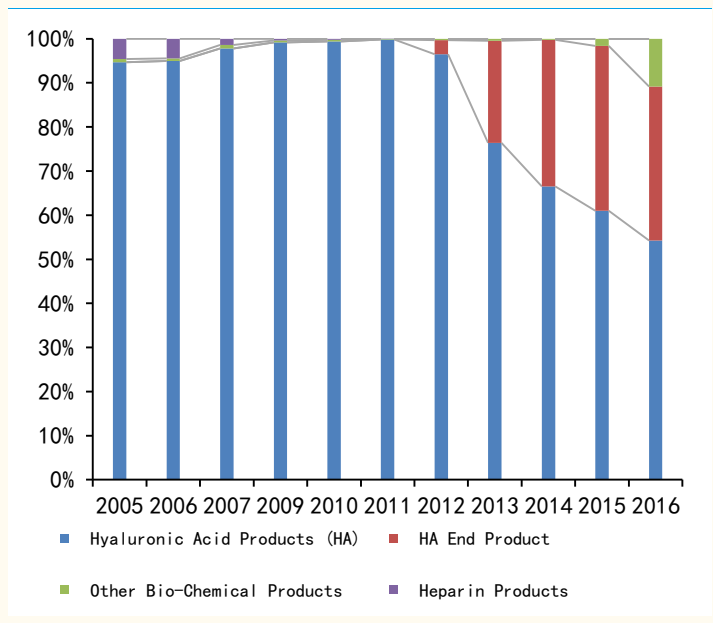
- 公司于 1998 年至 2010 年期间主要进行透明质酸产品研发、销售及其作为保健食品和医疗器械原料的供应业务，自 2011 年起，接连开发出“润百颜”、“海力达”等终端产品，进军骨科市场，形成原料供应和终端产品销售齐头并进的局面。从 2015 年开始，公司在透明质酸产品基础上增加麻醉功能，并与韩国 Medyox 合作，拓展注射用 A 型肉毒毒素领域。2017 年从港交所退市后，公司将“润百颜”等透明质酸终端产品对接进入传统医药零售渠道，并积极拓展皮肤修复及生发类高端产品线，推出多项医美终端产品，形成原料供应、终端产品销售和分销业务相辅相成的业务格局。

图表 2：公司整体收入拆分



来源：WIND，国金证券研究所

图表 3：公司整体收入拆分

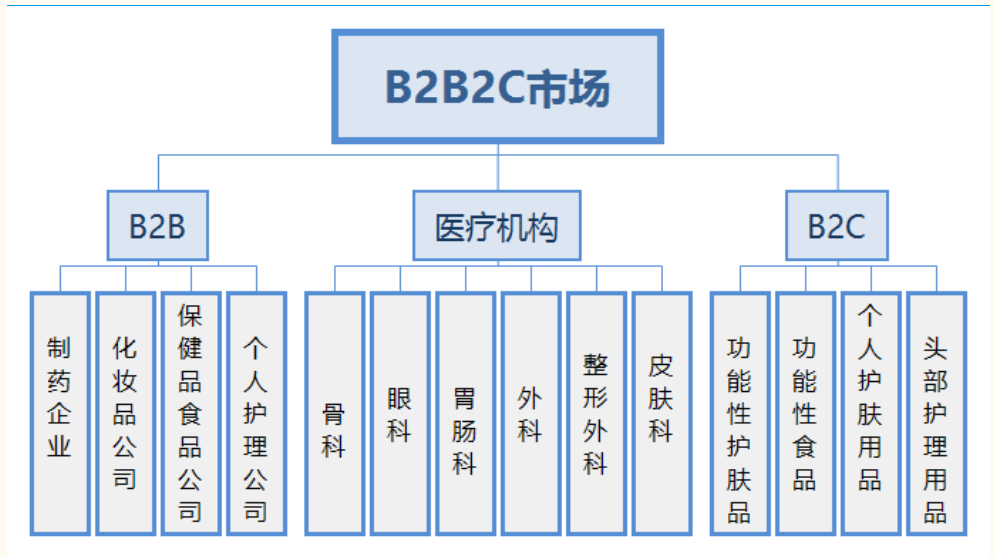


来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：该统计口径为港股上市时统计口径

- B2B2C 商业模式实现全产业链覆盖：**公司以 B2B 模式服务于制药企业、化妆品公司等下游公司，以 B2C 模式向终端消费者销售功能性护肤品、功能性食品等产品，并且与医疗机构在骨科、眼科等众多细分科室达成合作。三种模式相辅相成，共同构成公司的商业模式。

图表 4：公司 B2B2C 市场的商业模式

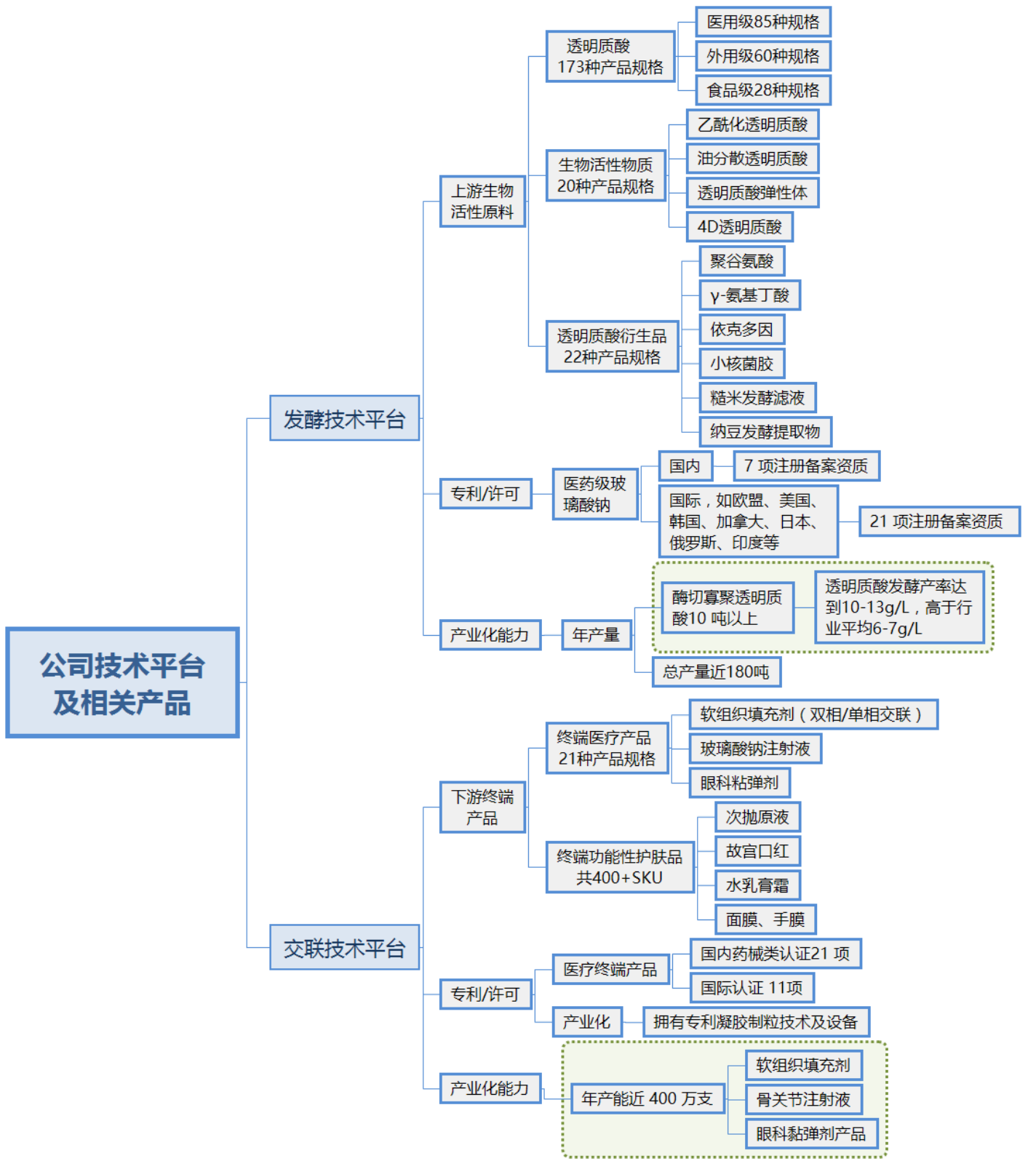


来源：公司资料，国金证券研究所

- 稳固核心技术优势，建立全产业链业务体系：**公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，分别聚焦上游生物活性原料和下游终端产品，依靠专利/许可在国内和国际上稳固技术优势，形成一定的产业化生产能力，在产品数量和种类上力求丰富，最终建立了以透明质酸原料为主体，医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品快速发展的全产业链业务体系。



图表 5：公司两大技术平台及相关产品

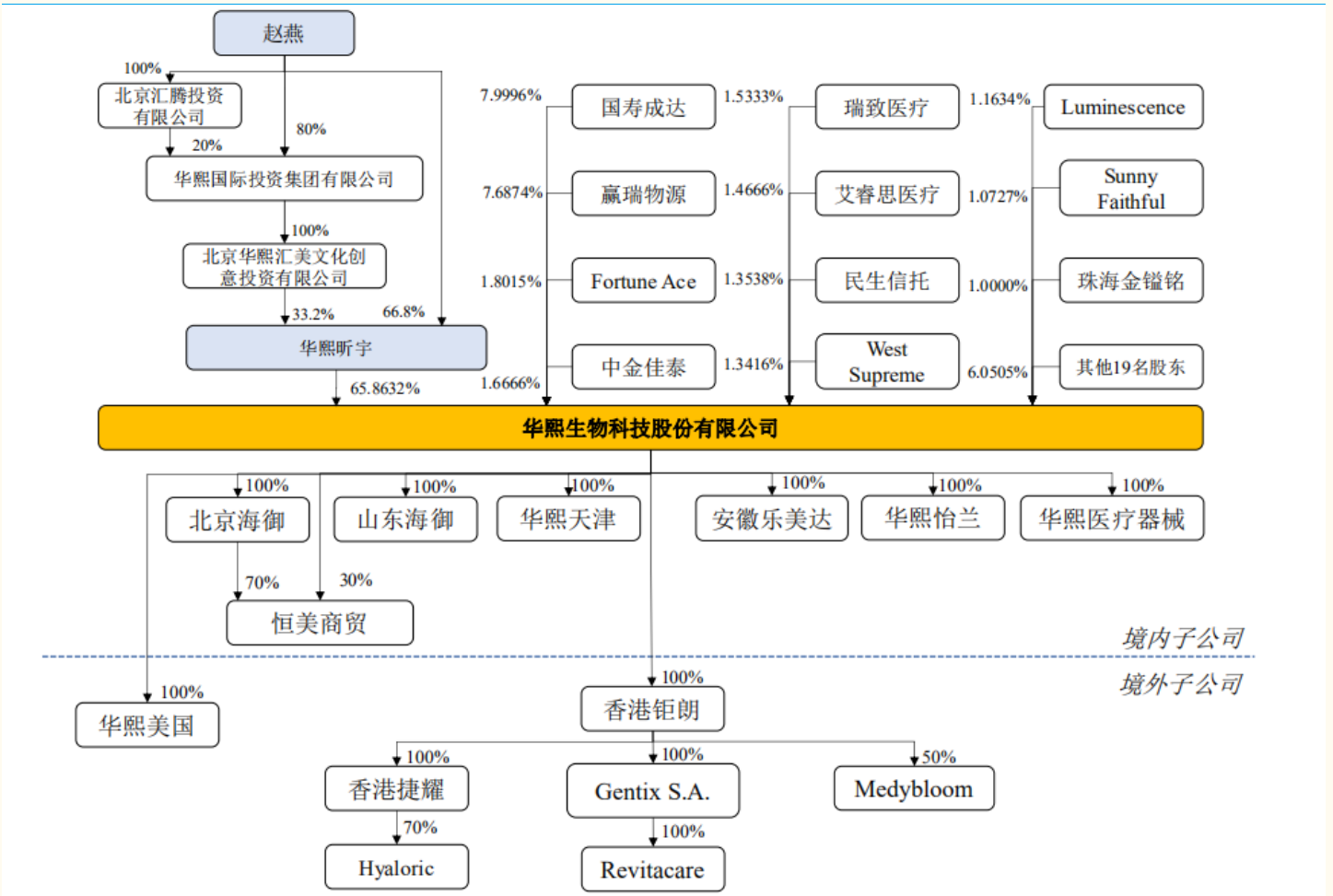


来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

■ 公司股权结构较为集中，大股东持有约 66%

- 华熙生物股权结构较为集中，公司实际控制人，董事长兼总绊理赵燕女士通过华熙昕宇间接持有华熙生物共计约 65.86% 的股权。
- 中国人寿旗下国寿成达持股近 8% 股权为第二大股东。此外，还有赢瑞物源、中金佳泰、民生信托、艾睿思医疗、瑞致医疗及珠海金锚铭等十几家机构均在股东行列。

图表 6：股权结构



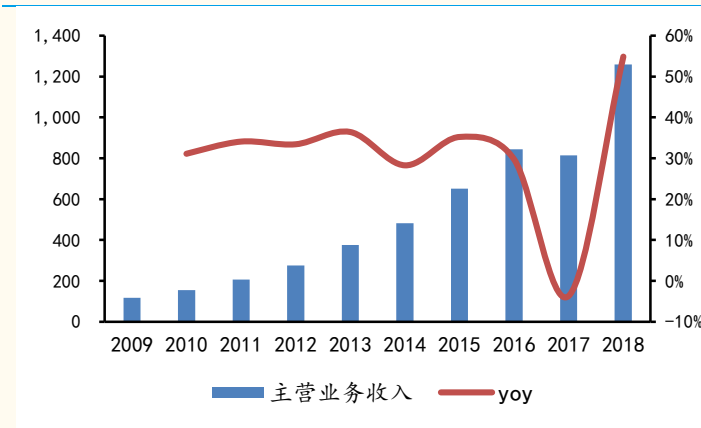
来源：公司招股书，国金证券研究所

### 财务稳健，终端业务打造第二增长级

#### ■ 营收稳步增长，终端产品占比逐渐增加

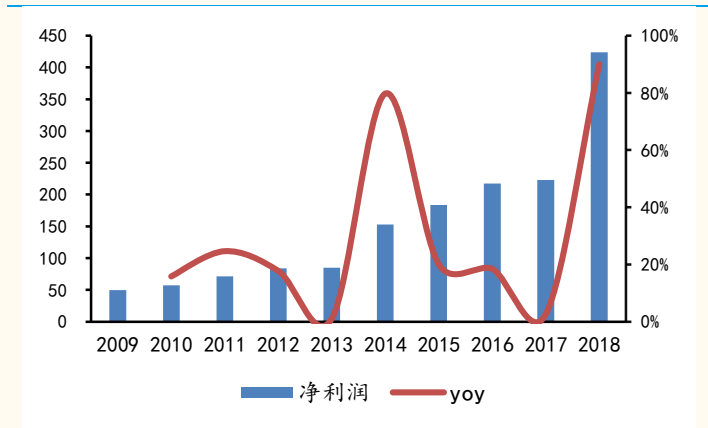
- 从短期来看，公司 2018 年整体营业总收入达到 12.63 亿元，同比增长 54.41%；实现扣非净利润达到 4.24 亿元，同比增长 90.01%；业绩增长亮眼。从长期来看，公司 10 年营收 CAGR 为 30.2%，10 年扣非净利润 CAGR 为 30.0%，保持长期稳定增长趋势。

图表 7：华熙生物营业收入（百万元）及增速（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

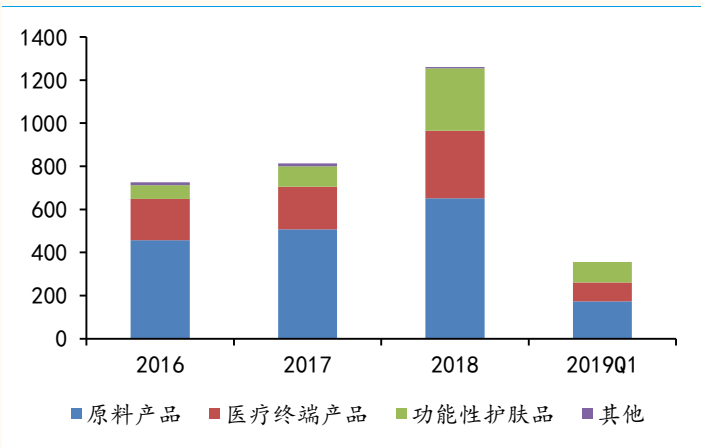
图表 8：华熙生物扣非归母净利润（百万元）及增速（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

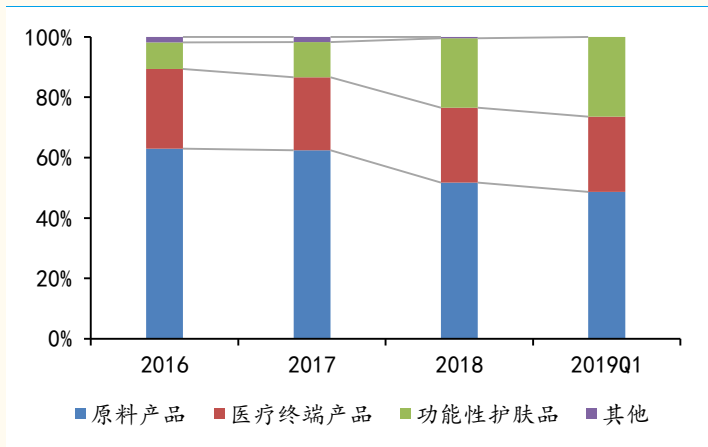
- **营收稳步增长，终端产品占比逐渐增加：**作为公司基本盘的原料产品增速稳健，同时随着公司逐步发力终端医美、护肤品市场，终端业务占比不断增加，为公司提供第二级增长动力。

图表 9：公司主营业务构成（百万元）



来源：国金证券研究所

图表 10：公司主营业务构成（%）

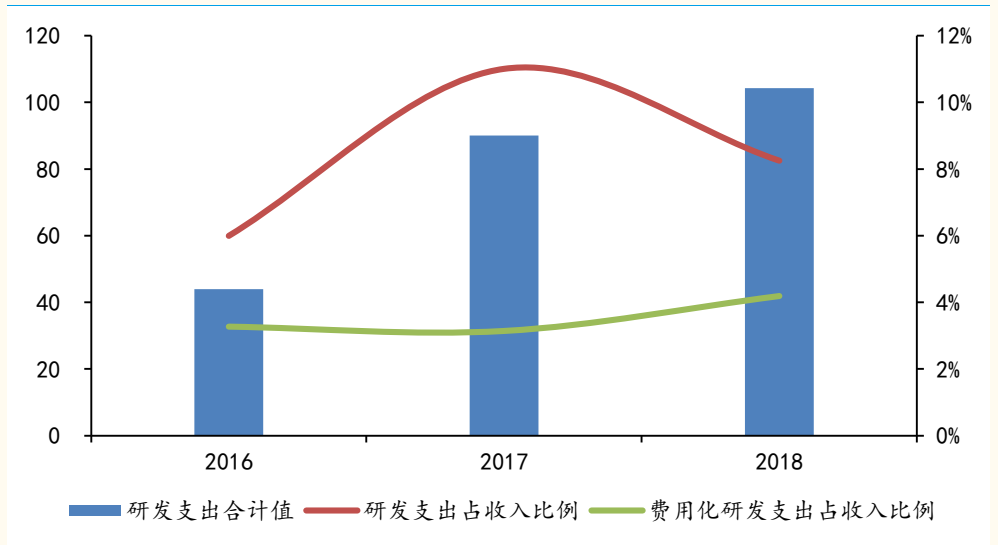


来源：国金证券研究所

■ **较低的研发投入占比符合公司业务结构**

- 公司的研发支出自 2016 至 2018 年不断增加，2018 年过亿。整体研发支出在收入的占比约 6%~11%，其中，费用化研发支出在收入的占比三年来保持相对稳定，约 3%~4%。
- 公司的研发支出占收入比略低于国内创新药企，与公司“医药”属性较弱、“医美”属性较强的业务结构特点基本符合。一方面，公司主导产品透明质酸原料药生产技术已经比较成熟且无需临床试验，后期研发投入较低。另一方面，公司旗下护肤品和医美终端产品有别于传统医药制剂（处方药）的研发途径，临床研究和临床试验费用相对较低，因此研发投入较低。

图表 11: 研发投入 (百万元) 及增速 (%)

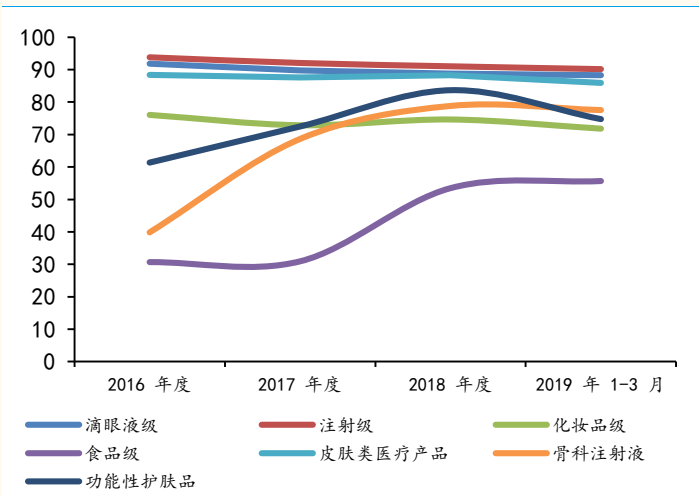


来源: WIND, 国金证券研究所

■ 毛利率较高, 与生物制药行业处于同一梯队

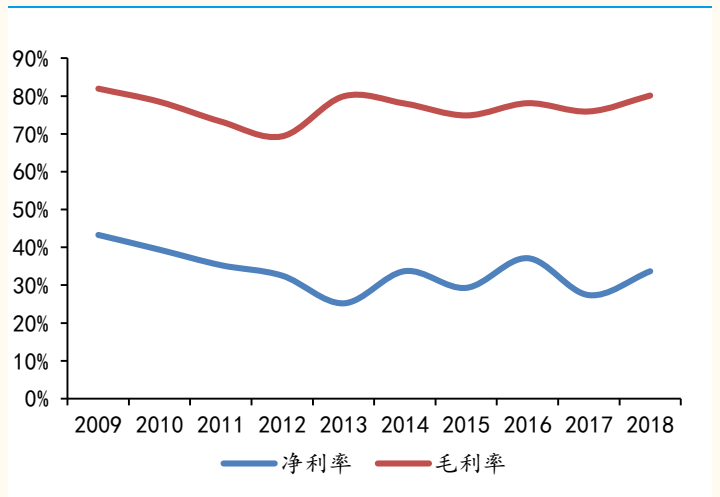
- 凭借技术优势带来的成本优势、定制化优势以及资质壁垒, 以及公司位居行业龙头的优势地位, 公司各版块业务的毛利率在报告期内维持在较高水平。

图表 12: 公司分产品毛利 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

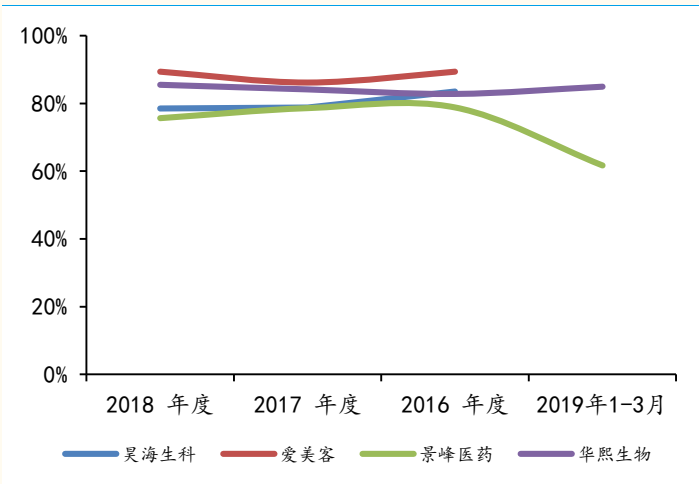
图表 13: 公司总毛利率与净利率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

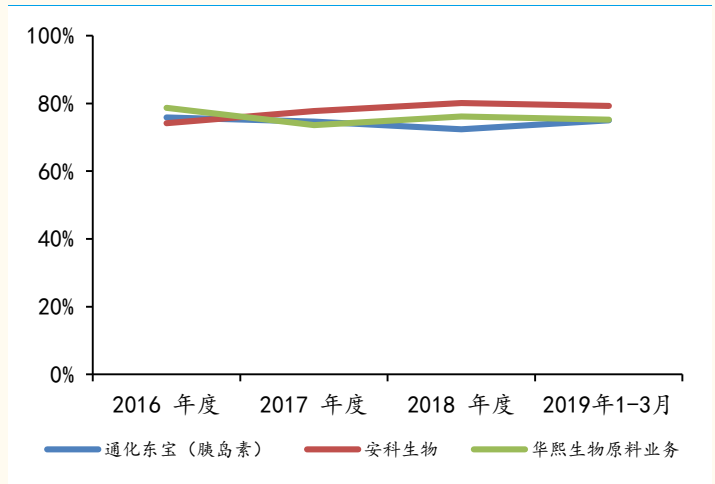
- 华熙生物原料药业务与通化东宝、未名医药、安科生物等技术含量较高、创新性较强的生物科技类公司毛利率较为接近, 终端业务毛利率与同类上市公司相似, 均处于高水平。

图表 14: 医疗终端产品业务毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 公司原料药业务与可比上市公司比较

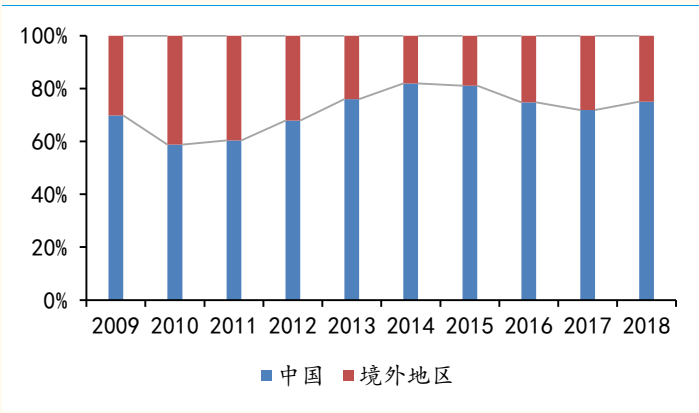


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 三大业务板块收入稳步增长: 原料产品主导, 医用及护肤快速提升

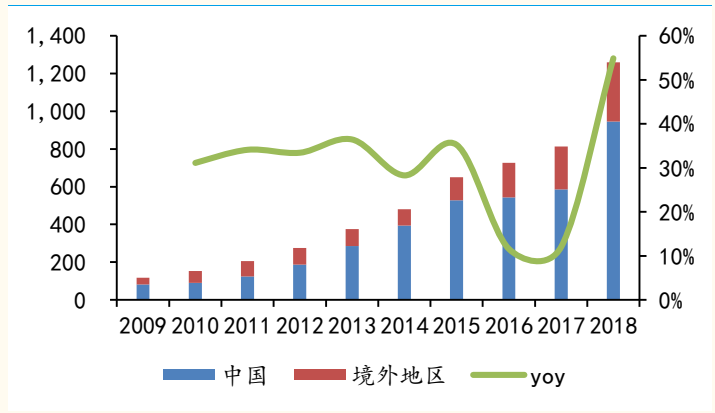
- 从 2009 年至 2018 年, 公司主营业务收入不断增长, 增速在 2017 年放缓, 但是在 2018 年存在显著提高, 其中, 来自境内、境外的收入均逐年增加。公司大部分主营业务收入来自中国境内, 境外地区收入在 20%~40% 区间内波动, 于近三年稳定在 25% 左右。

图表 16: 公司主营业务收入按地域划分构成 (%)



来源: Bloomberg, WIND, 国金证券研究所

图表 17: 公司主营业务收入按地域划分(百万元)

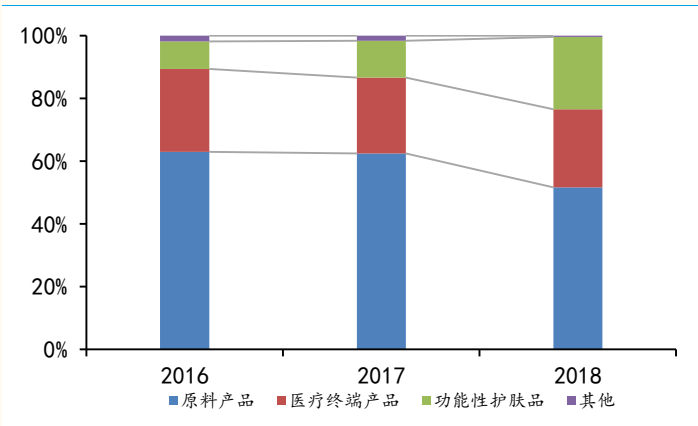


来源: Bloomberg, WIND, 国金证券研究所

- 公司产品线分为三大板块, 分别是透明质酸原料产品、医疗终端产品和功能性护肤品。目前公司产品以透明质酸原料产品为主导, 医疗终端产品和功能性护肤品近年来稳步增长, 占比快速提升, 公司业务结构进一步平衡优化。2018 年收入三类产品线占比分别为 51.70%、24.82%、23.04%; 毛利占比分别为 49.14%、26.48%、24.06%

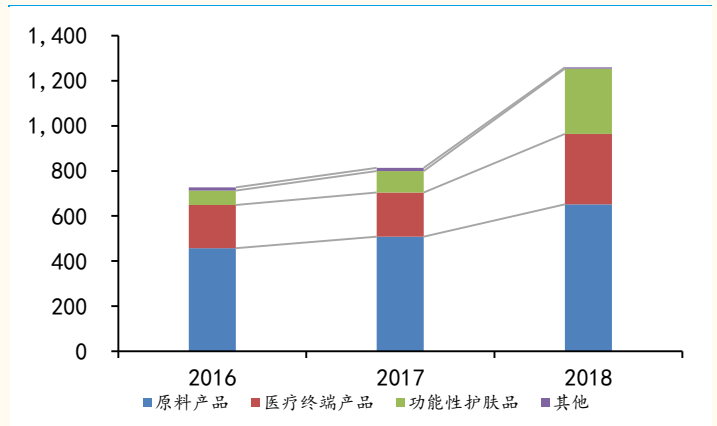


图表 18: 公司整体收入构成 (%)



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 19: 公司整体收入拆分 (百万元)



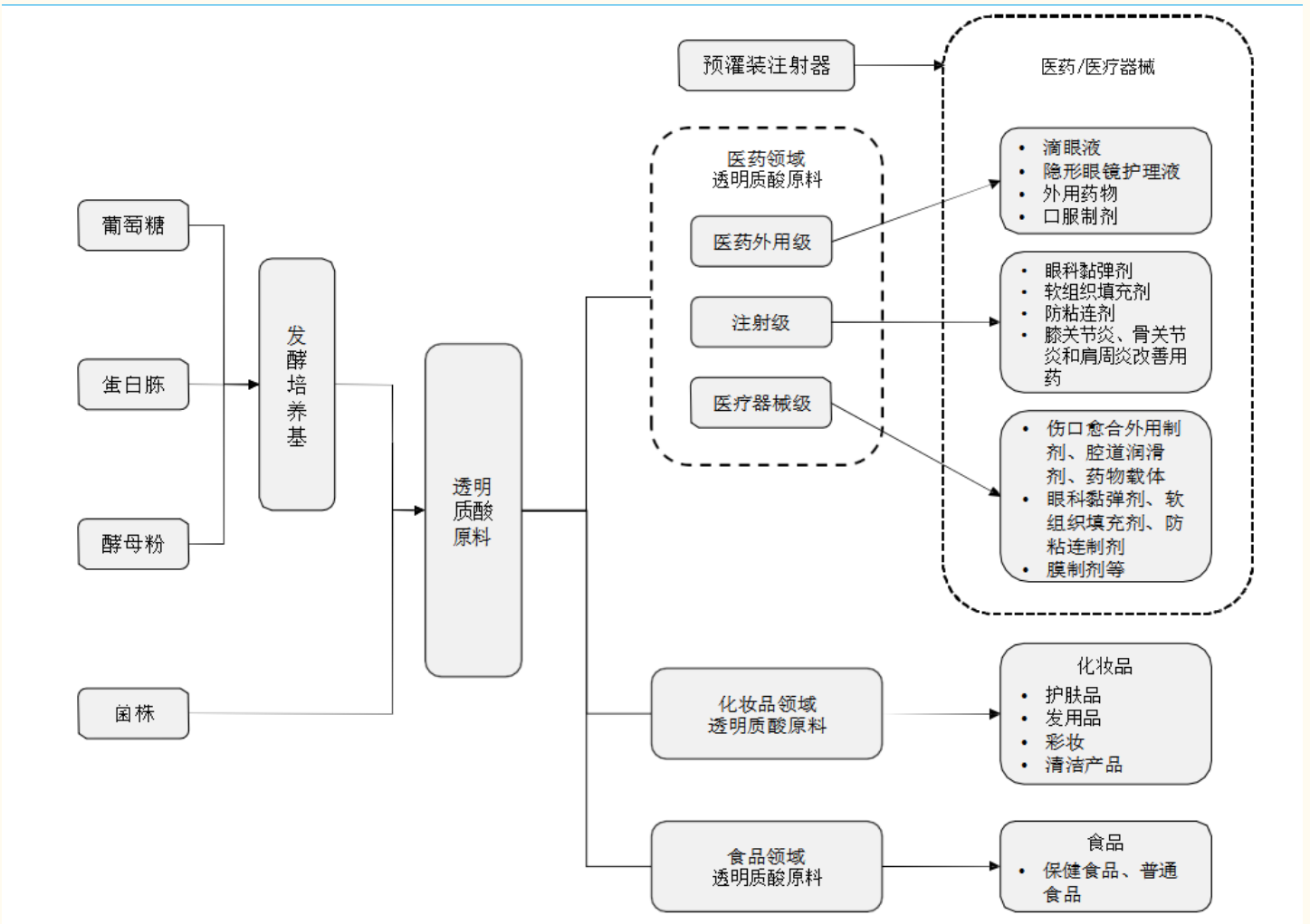
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

## 透明质酸应用广泛, 公司为全产业链覆盖的国际龙头

### ■ 人体固有成分, 透明质酸应用广泛

- 透明质酸俗称玻尿酸 (Hyaluronic Acid, HA), 是由双糖单位 D-葡萄糖醛酸和 N-乙酰葡糖胺组成的一种不含硫的直链黏多糖, 具有较高的临床应用价值, 是细胞基质和多种组织的重要组成成分, 广泛分布于人体的结缔组织、上皮组织和神经组织内, 能够调节细胞增殖、迁移和分化, 调节蛋白质合成; 调节炎症反应; 调节免疫功能; 促进伤口愈合; 润滑关节保护软骨。

图表 20：透明质酸行业产业链



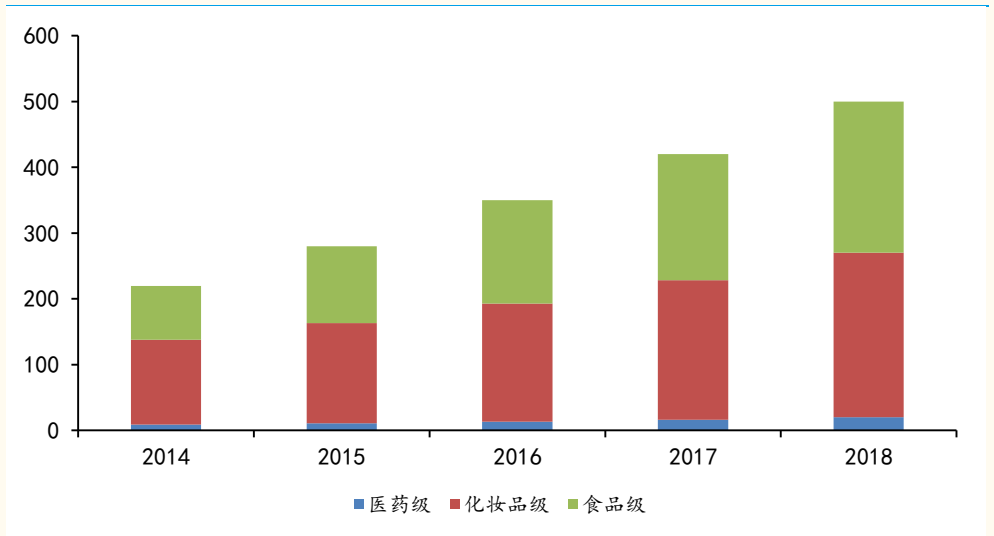
来源：公司公告，国金证券研究所

### 全球透明质酸原料市场规模平稳增长，公司稳居龙头

#### ■ 需求拉动全球透明质酸原料药市场高景气度

- 由于发酵法工艺的突破和完善，工业化生产成本下降，产率提升，全球透明质酸原料市场规模稳步提升，总体销量从 2014 年的 220 吨提升到 2018 年的 500 吨，年复合增速达 22.8%。其中，食品级、医药级和化妆品级年复合增速依次为 29.4%、22.0%和 18.0%。
- 随着终端市场需求增加，市场渗透率提高和应用场景的拓展，全球玻尿酸市场仍有望维持较高增速。根据 Frost&Sullivan 的预测，到 2023 年，全球玻尿酸原料市场有望达到 1150 吨，2018-2023 年复合增速预计保持在 18.1%。

图表 21: 2014-2018 年全球透明质酸原料市场情况

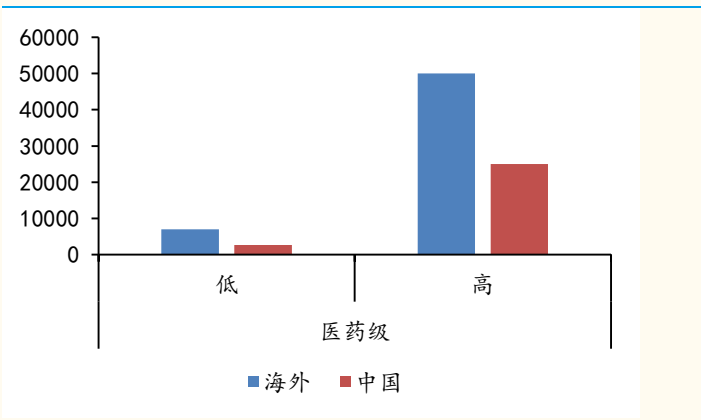


来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

■ 国内市场集中度较高, 公司稳居行业龙头

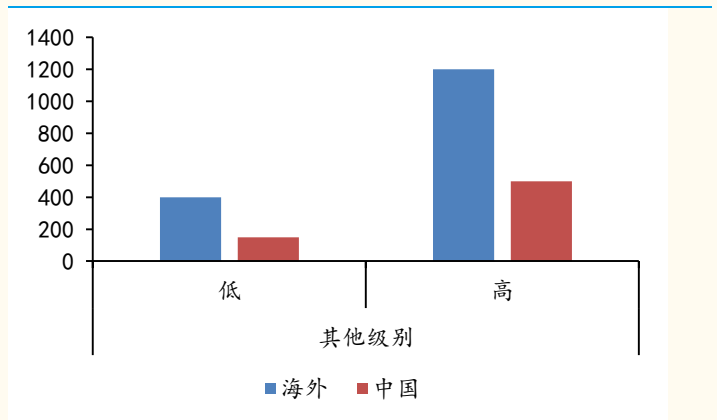
- 中国透明质酸原料药产业集中度高, 具备规模化成本优势, 出口价格低于国际企业同等产品, 在国际市场具有较强竞争力。

图表 22: 透明质酸原料药价格 (元/公斤)



来源: 公开资料, 国金证券研究所

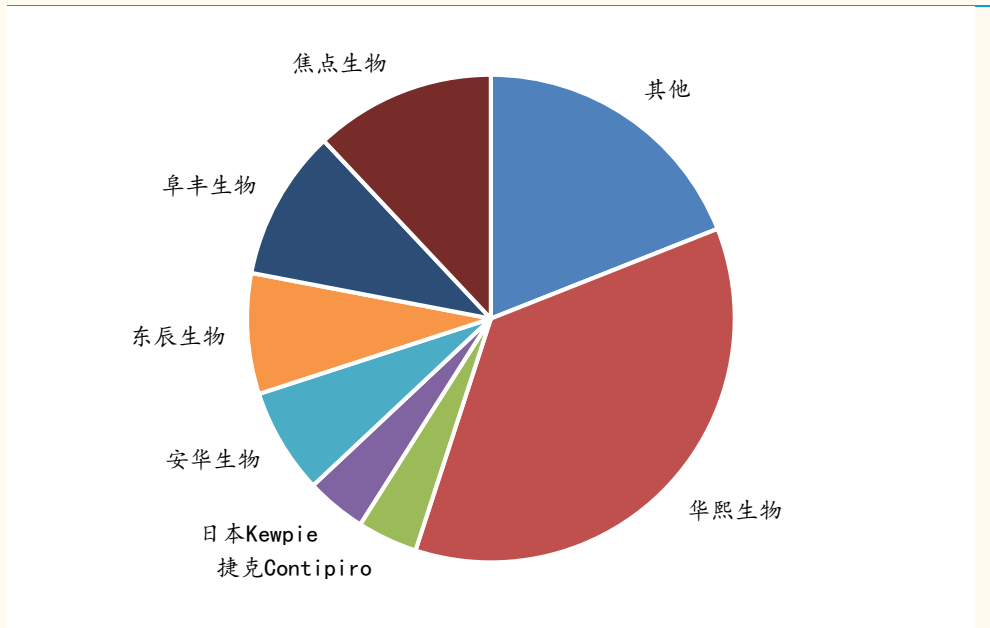
图表 23: 透明质酸原料药价格 (元/公斤)



来源: 公开资料, 国金证券研究所

- 从销量上来看, 全球透明质酸销量排名前五均为中国企业, 市场集中度相对较高, 华熙生物以 36.0% 的市占率遥遥领先, 后续依次为焦点生物 (12%)、阜丰生物 (10%)、东辰生物 (8%) 和安华生物 (7%)。

图表 24：2018 年全球透明质酸竞争格局

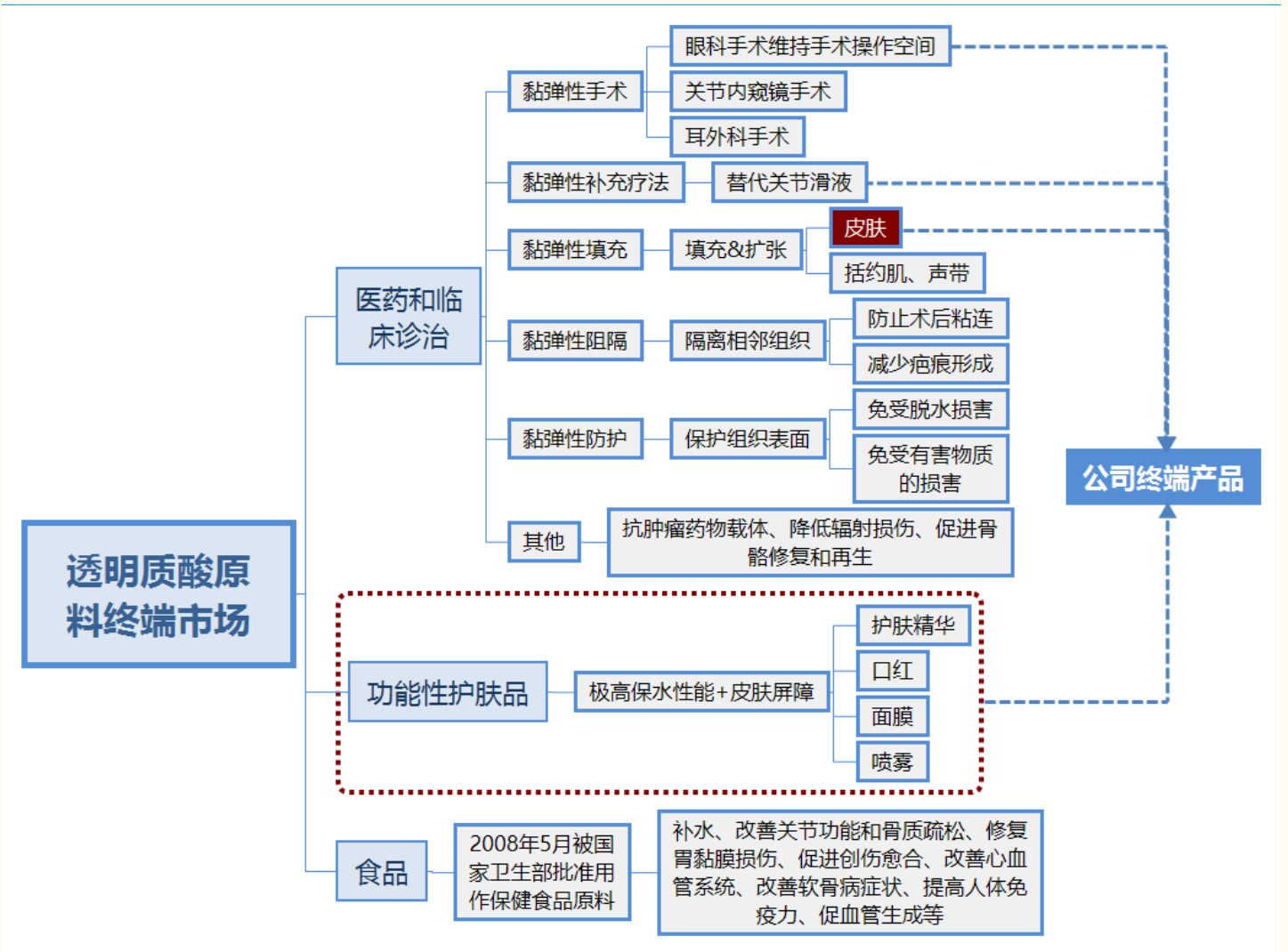


来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

透明质酸广泛应用于医疗、化妆、食品等领域，公司已实现全覆盖

- 医药级、化妆品级、食品级三类原料药，医药级盈利能力最强
  - 根据用途不同，透明质酸原料市场可分为医药级、化妆品级、食品级三类，对应的终端产品分别应用于医药和临床诊治领域、化妆品领域、和食品领域。

图表 25：透明质酸原料药终端市场广阔，公司已经实现原料药和终端产品全产业链覆盖

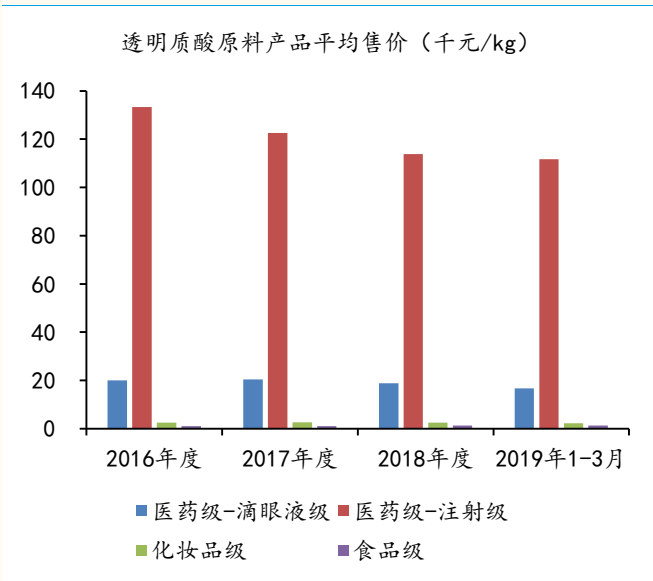


来源：招股书说明书，公开资料，CNKI，国金证券研究所

- 医药级原料出于工艺要求较高、技术专利和准入牌照的壁垒，毛利率和售价高于食品级和化妆品级。根据 Frost&Sullivan 披露，中国医药级透明质酸的出口价格为 2700-25000 美元/公斤，而其他级别则为 150-500 美元/公斤，价格差异在 10 倍到 100 倍不等。因此，从原料销售额分级来看，医药级以 4% 的销量对应了 70% 的销售额，而销量占比分别达到 50% 和 46% 的化妆品级和食品级原料仅创造了 22% 和 7% 的对应销售额。

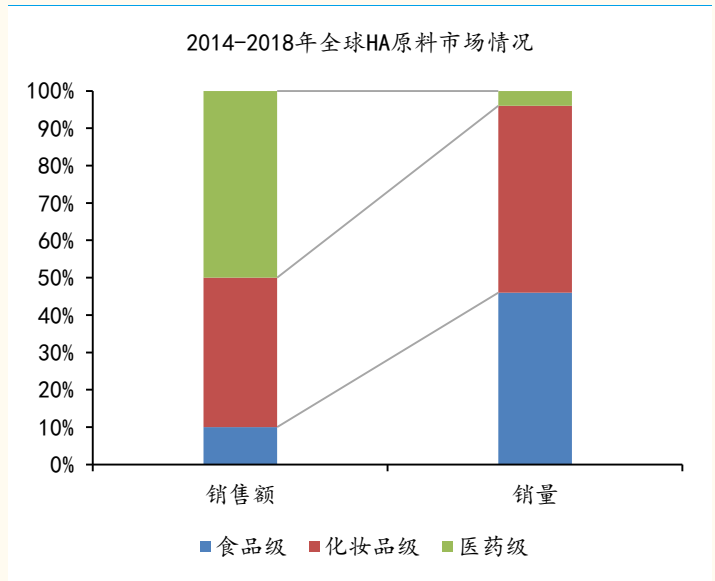


图表 26: 医药级明显高于化妆级和食品级



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 医药级原料附加值高, 以低销量贡献高销售额



来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

注: 销售额销量数字为估算值, 数字仅供逻辑参考

■ 医疗级产品: 骨科眼科临床刚需、医美高增速

- 透明质酸独特的黏弹性、生物相容性和可降解性使其在生物医学领域有广泛的应用。

图表 28: 公司医药级透明质酸钠原料药应用

Hyatru® 医药级玻璃酸钠		
产品规格	产品代码	应用
注射级玻璃酸钠	HA-EP2	非肠道制剂 (包括眼内、关节内注射剂) 用原料。可用作眼科黏弹剂, 关节内注射液, 真皮填充剂, 防粘连剂等。
	HA-EP1.8 (DMF & CEP & KDMF)	
	HA-EP3.0 (DMF & CEP & KDMF)	
滴眼液级玻璃酸钠	HA-EP1	非肠道制剂 (不包括眼内、关节内注射剂) 或口服制剂用原料。可用于药物载体/药物基质, 滴眼液, 隐形眼镜护理液, 伤口愈合外用制剂, 腔道润滑剂等。
	HA-E1 (国药准字F20040001)	
	HA-E2 (国药准字H20113379)	
注射级玻璃酸钠原料药	HA-I (国药准字H20133147)	眼科手术辅助用药, 膝关节炎、骨关节炎和肩周炎改善药。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 临床类终端产品: 包括作为眼科手术助剂、用于治疗骨关节炎的玻璃酸钠关节腔注射液、外科手术防粘连剂、皮肤创伤愈合再生助剂、药物载体、组织工程支架等。
- 医美类终端产品: 交联化透明质酸具有良好的生物组织相容性、体内降解时间较长、填充塑形效果好等特性, 且具有手术注射操作时间短、

术后恢复快等“快餐美容”属性，在目前的医美行业中，透明质酸作为美容填充剂广泛使用，通常以注射方式进入真皮层，发挥保湿润滑及塑型的作用。在微整形领域可作为隆鼻、下巴充盈、丰唇和抗皱等填充剂，或作为保湿水光针的注射产品，占据了医美填充剂市场的主要份额。

图表 29：公司透明质酸医疗终端重点产品概览

类别	产品名称	图片	产品说明	适用范围
骨科治疗透明酸产品	玻璃酸钠注射液		1、唯一高于国家标准的玻璃酸钠注射液	规格：2.5ml：25mg
			2、产品荣获国家科学技术进步二等奖。	膝关节骨关节炎
			3、产品采用美国BD最新一代预灌封注射器，配备进口针头。	肩关节周围炎
眼科治疗透明酸产品	医用透明质酸钠凝胶		1、产品通过欧盟CE认证。	用于白内障摘除及人工晶体植入术等。
			2、产品浓度为20mg/ml，支撑性更好，角膜内皮细胞保更优。	
			3、产品所用原料通过美国FDA和欧盟CEP认证。	
玻尿酸注射剂	透明质酸针剂		填充塑形，利多卡因缓释技术 - 舒适治疗，高效交联技术 - 卓越塑形	填充塑形
水光针	润致水光		4种玻尿酸黄金配比，高效补水	充盈储水
			纳诺HA®清除自由基，改善肌肤亮度 抗氧化成分升级补水效果	

来源：公司官网，国金证券研究所

### ■ 化妆品级：功能护肤品

- **极高保水性能：**透明质酸的保水作用是其最重要的生理特性之一，理论上能够最大吸收其重量 1000 倍的水分，是目前发现的自然界中保湿性最好的物质，被称为理想的天然保湿因子。与其他常用保湿剂相比，透明质酸的吸水量可根据环境湿度调节，这种独特的性质，可满足皮肤在不同季节、不同湿度环境下的保湿需求，因此又被称为理想的智能保湿剂。
- **皮肤屏障功能：**透明质酸还具备皮肤屏障的特性，可以减少紫外线透射，并通过促进表皮细胞增殖分化和清除氧自由基，修护紫外线所致的皮肤损伤，达到双重保护的目的。
- 随着透明质酸钠产业化和技术发展，公司已拥有高分子透明质酸钠、低分子透明质酸钠、油分散透明质酸钠、透明质酸钠弹性体等多种化妆品级原料药产品，其可广泛运用于护肤品、彩妆产品、清洁产品、发用品等终端产品领域，发展空间广阔。









图表 30：公司化妆品级原料药透明质酸钠产品

Freda® 化妆品级透明质酸钠			
产品名称	产品代码	分子量	应用
高分子透明质酸钠	HA-THM	≥1,800 kDa	护肤品：膏霜、乳液、化妆水、精华液、凝胶、面膜等；
透明质酸钠	HA-T	1,000 kDa ~ 1,800 kDa	
低分子透明质酸钠	HA-TLM	10 kDa ~ 1,000 kDa	
低分子透明质酸钠	HA-TLM 20-40	200 kDa ~ 400 kDa	
寡聚透明质酸	HA-Oligo	<10 kDa	彩妆产品：粉底、唇膏、眼影等；
酶切寡聚透明质酸钠	纳诺HA®	<10 kDa	
透明质酸钠1%溶液	HA-TL	—	清洁产品：洁面乳、沐浴露等；
低分子透明质酸钠1%溶液	HA-TLLM	—	
油分散透明质酸钠	Hyacolor™	—	发用品：洗发水、护发素、发胶、生发剂等。
透明质酸钠弹性体	Hyacross™ TL100&TG100	—	
高亲和性透明质酸钠	cationHA™ G\cationHA™-Clear1	—	

来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司透明质酸终端化妆品产品主要是“润百颜”系列。其旗下囊括了面膜、洗面奶、玻尿酸唇膏、面部精华补水液、保湿舒敏精华喷雾等多类产品，品种丰富，功能多元，价格区间覆盖面广，给消费者提供广阔的选择空间，增强了产品的竞争力。

图表 31：公司透明质酸终端护肤品——润百颜护肤系列主要产品

 <p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b> “3大成分 敷出水光肌”</p> <p>润百颜蜂巢玻尿酸水光高透肉内面膜5片 补水保湿高肤紧致</p> <p>¥139.00</p>	 <p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b> “mini分子玻尿酸 补水直达肌底”</p> <p>2019年度天猫金奖提名单品</p> <p>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30</p> <p>¥399.00</p>	 <p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b> “mini分子玻尿酸 补水直达肌底”</p> <p>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非安瓶5支</p> <p>¥79.00</p>	 <p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b> “每天一片 敷出牛奶肌”</p> <p>润百颜蜂巢玻尿酸原液舒润水感1湿面膜7片补水舒缓烟酰胺正品</p> <p>¥159.00</p>
 <p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b> “故宫口红·郎窑红”</p> <p>2019年度天猫金奖提名单品</p> <p>润百颜故宫口红郎窑红联名款玻尿酸唇膏保湿滋润6色可选</p> <p>¥199.00</p>	 <p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b> “添加3D水杨酸 清爽控油”</p> <p>润百颜玻尿酸原液面部精华水杨酸烟酰胺控油净痘印净肤次抛5支</p> <p>¥79.00</p>	 <p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b> “添加洋甘菊 舒缓易敏肌”</p> <p>润百颜玻尿酸补水保湿舒敏精华喷雾150ml 敏肌修护洋甘菊爽肤水</p> <p>¥149.00</p>	 <p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b> “玻尿酸&amp;氨基酸 温和洁面”</p> <p>润百颜蜂巢玻尿酸舒润水感洁面斯150ml 氨基酸洗面奶补水化妆</p> <p>¥129.00</p>

来源：“润百颜”旗舰店网站，国金证券研究所

■ 食品级：保健食品

- 透明质酸作为食品原料已在多个国家或地区得到认可。有研究表明，口服透明质酸具有补水、改善关节功能和骨质疏松、修复胃黏膜损伤、促进创伤愈合、改善心血管系统、改善软骨病症状、提高人体免疫力、促血管生成等功效。
- 2008年，中国将透明质酸批准为新食品原料，使用范围为保健食品原料，食用量≤200毫克/天。我国已上市的含透明质酸的保健食品有二十余种，申报功能大多为改善皮肤水分和增加骨密度。

图表 32：公司食品级透明质酸钠产品

HAPLEX® 食用级透明质酸钠			
产品规格	产品代码	分子量	应用
食用级透明质酸钠	HA-F	200 kDa-600 kDa	保健食品原料
		其他分子量范围(可根据要求定制)	

来源：公司官网，国金证券研究所

- 美国、英国、加拿大、捷克、日本等国家也有多款含透明质酸的食品级保健品上市。随着中国对于透明质酸性能的深入研究，未来透明质酸在食品领域的应用将逐渐丰富，需求量不断提高。
- 化妆品级海外：进入门槛较低，毛利率约为 60%-70%。可分为高端、普及型、低端三类。高端竞争格局尚好，普及型和低端竞争呈加剧态势。护肤品是该类 HA 的最大应用领域，其次是头发护理、沐浴露。彩妆产品对 HA 需求尚存在发展空间，未来将继续领跑市场增长。

图表 33：化妆品级分类

	产品规格	应用	中国客户	外国客户	中国	其他国家
高端	分子量范围广泛；符合国际标准	高端药妆，功能护肤产品	大型跨国公司；本土大型知名化妆品公司	大型跨国公司；本土知名化妆品公司	华熙生物	Kewpie、Shiseido
普及型	分子量在0.1~2M道尔顿之间，品质要求较高	面膜、护肤产品、彩妆	大型跨国公司；本土规模及以上化妆品公司；	大型跨国公司出口配送和贸易商	华熙生物、东辰、广龙、天晟等	Kewpie、Shiseido
低端	分子量在0.1~2M道尔顿之间，品质要求较低符合国内行业标准	护肤、护发、沐浴露类	OEM	N. A.	华熙生物、东辰、广龙、天晟等	N. A.

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 食品级海外：毛利率约为 10%左右，全球最大食品级 HA 消费国为日本和美国，占 80%，预计未来随着更多国家开放 HA 作为食品添加剂，该类 HA 销量将保持持续稳定增长。

透明质酸原料：基石业务，掌握核心技术

- 全产业链多领域覆盖：公司透明质酸产品拥有近 200 个规格，广泛应用于药品、医疗器械、化妆品及功能性食品领域，目前已经出口至美国、欧盟、日本等 40 余个国家和地区。

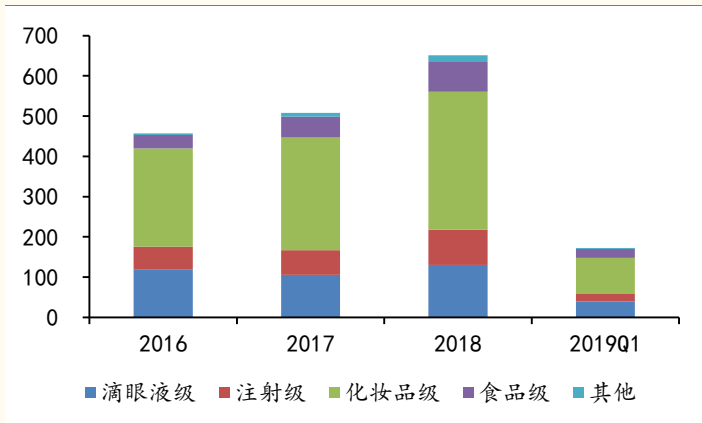
图表 34：公司透明质酸原料产品

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

来源：招股说明书，国金证券研究所

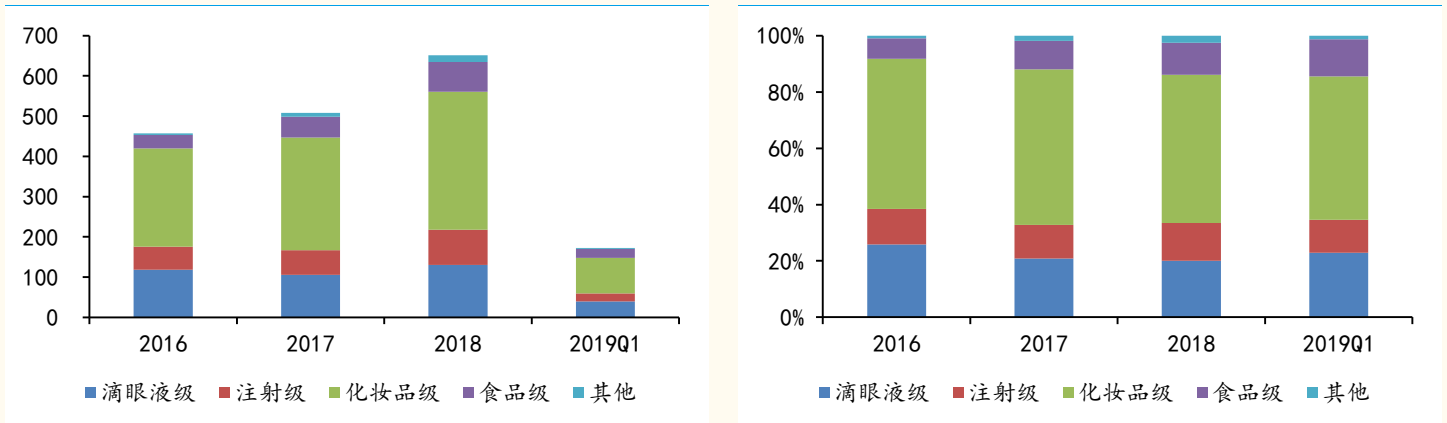
- 按照产品细分类别的公司收入分类情况：化妆品级透明质酸原料药销售占比约 50%，且占比较为稳定。其次滴眼液级原料药占比约 20%，增速较为稳定。食品级原料药销售占比低于 10%，占比稳步提升。

图表 35：透明质酸原料药销售金额（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：透明质酸原料药销售占比



来源：公司公告，国金证券研究所

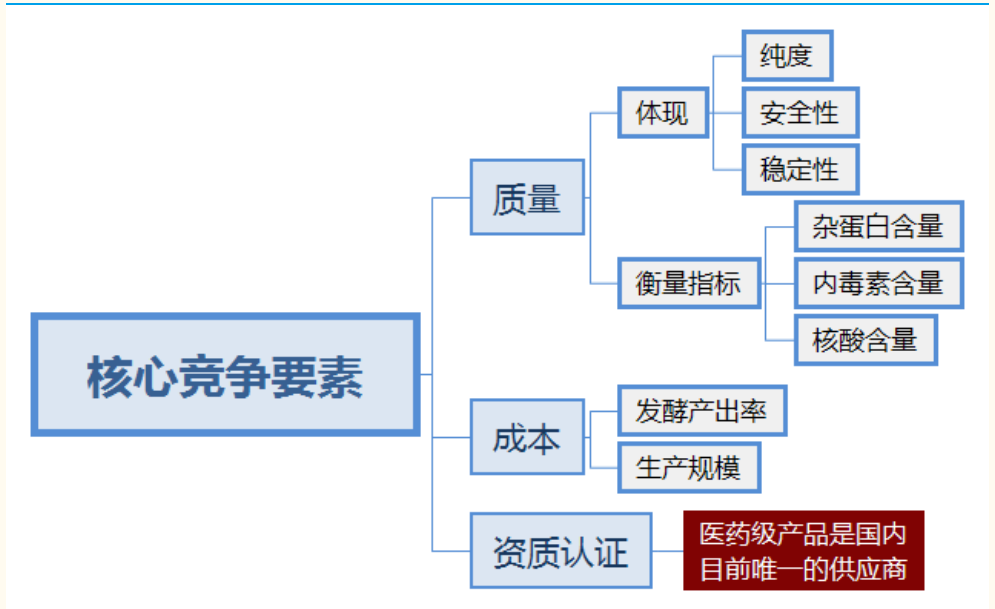


### 四项核心技术构建质量、成本和资质三大竞争壁垒

#### ■ 质量、成本和资质构建公司核心竞争壁垒

- 质量、成本和资质是 HA 原料企业的核心竞争要素，而公司依靠四项核心技术构建了坚实竞争壁垒。

图表 37: HA 原料企业核心竞争要素

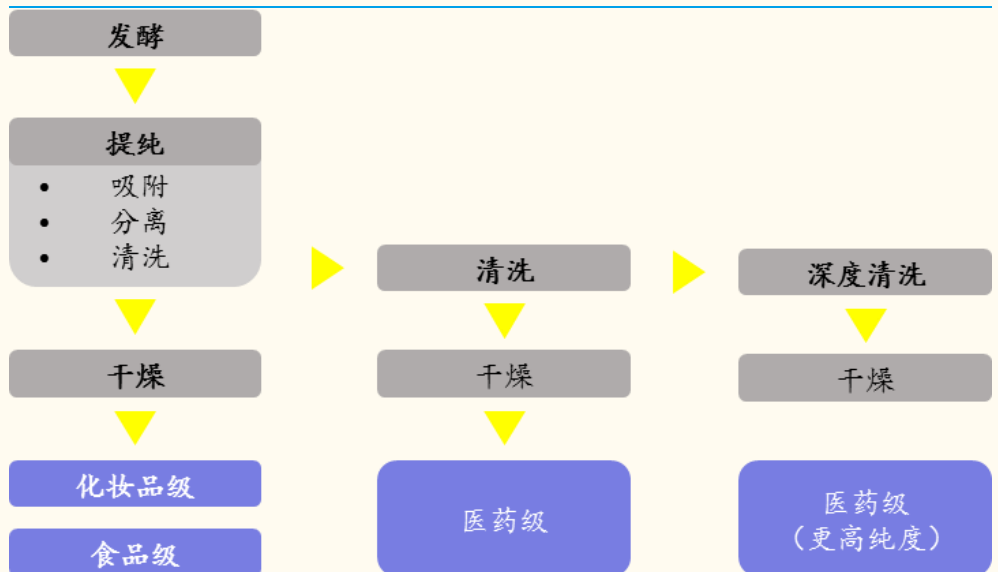


来源：国金证券研究所

#### ■ 质量、成本、市场准入：国内领先的微生物发酵法生产技术

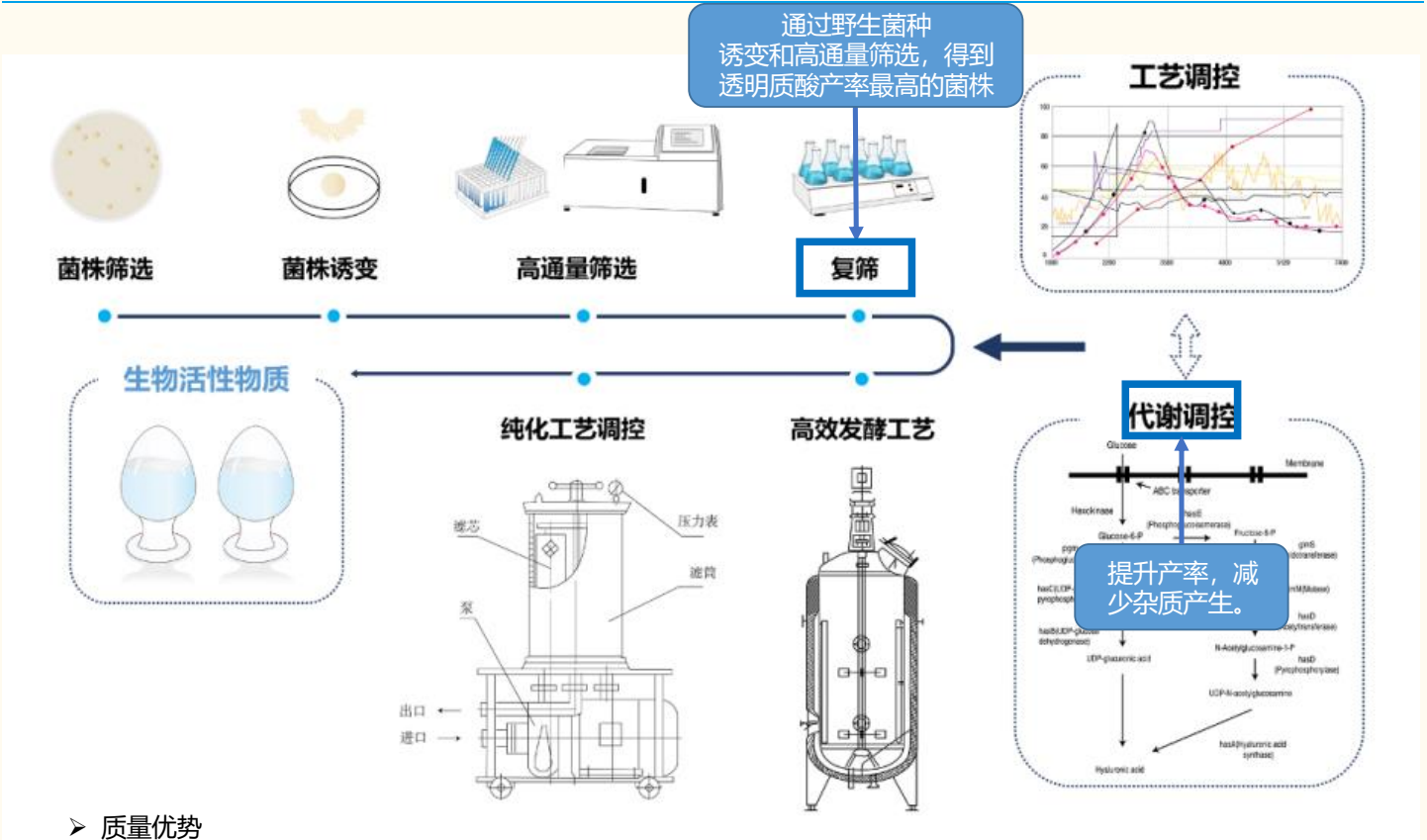
- 公司全面掌握了高产基因工程菌构建技术体系、微生物发酵代谢调控技术体系、活性物高效绿色分离纯化技术体系等一整套上下游生物工程体系，拥有质量、成本、市场准入等多重优势。

图表 38: 微生物发酵法 HA 原料分类



来源：Shiseido, 华熙, HTL 官网, 国金证券研究所

图表 39: 公司微生物发酵法生产技术的竞争优势



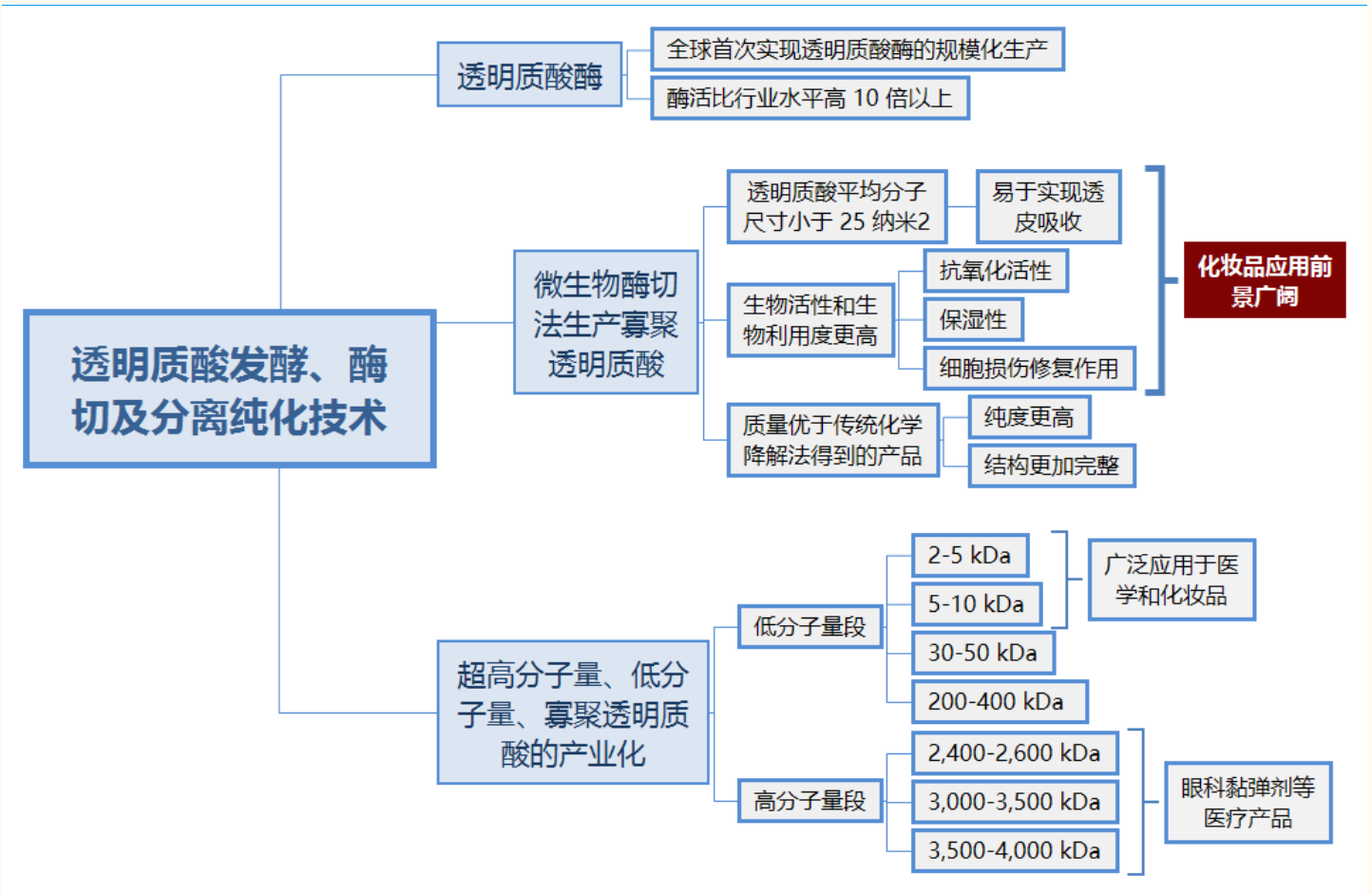
- 质量优势
  - 拥有符合美国 cGMP、中国 GMP、ICH Q7 要求的高标准生产线
  - 产品质量超过欧洲药典标准和日本药典标准
- 成本优势
  - 透明质酸发酵产率达到 10-13g/L, 高于文献报道的行业最优水平 6-7 g/L
- 市场准入优势
  - **医药级产品**在国内取得了 7 项注册备案资质, **是国内目前唯一供应商**
  - 国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 21 项, 供应给全球数家知名制药企业

来源：公司招股书, 国金证券研究所

■ 质量、成本：全球领先的酶切技术和分子量精准控制技术

- 公司采用全球领先的透明质酸发酵、酶切及分离纯化技术, 实现了 2 kDa 到 4000 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, 拥有生产 500 kDa 以下低分子量段以及 2000 kDa 以上高分子量段透明质酸的产业化优势。

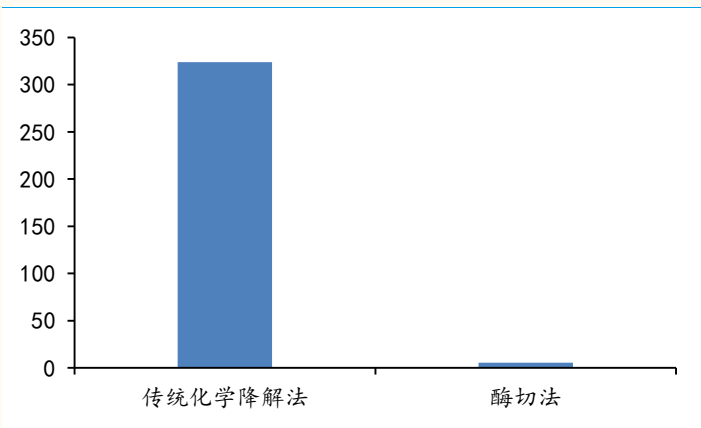
图表 40：全球领先的酶切技术和分子量精准控制技术



来源：招股说明书，国金证券研究所

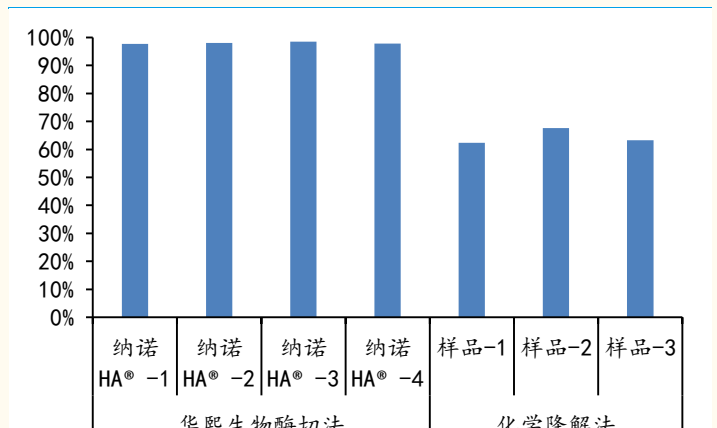
- 公司使用的酶切降解效率不仅远高于传统化学降解法，大大降低了批次产品的生产时间，生产周转率高。此外用酶切法生产出来的寡聚透明质酸纯度高，不仅降低了后期纯化的成本，也使得产品杂质残留少，公司产品具国际上乘。

图表 41：生产寡聚透明质酸的降解时间



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：寡聚透明质酸的纯度测定 (HPLC 法)

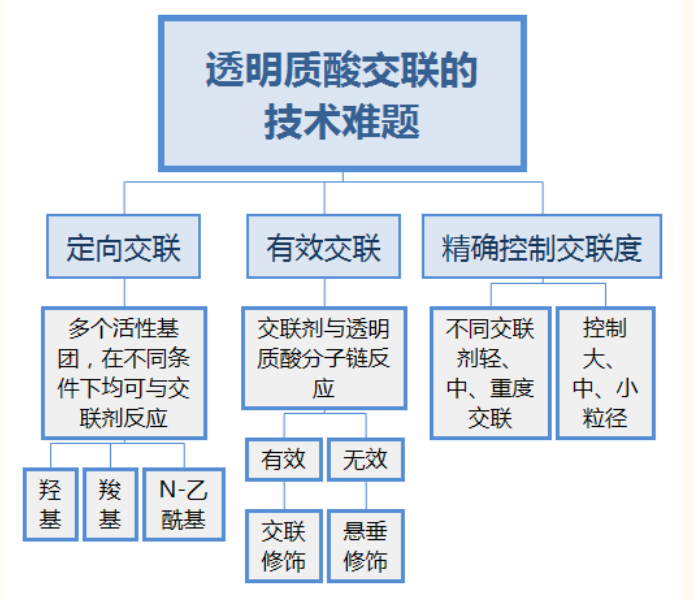


来源：公司公告，国金证券研究所

■ 质量、市场准入：国际先进的透明质酸“梯度 3D 交联”技术

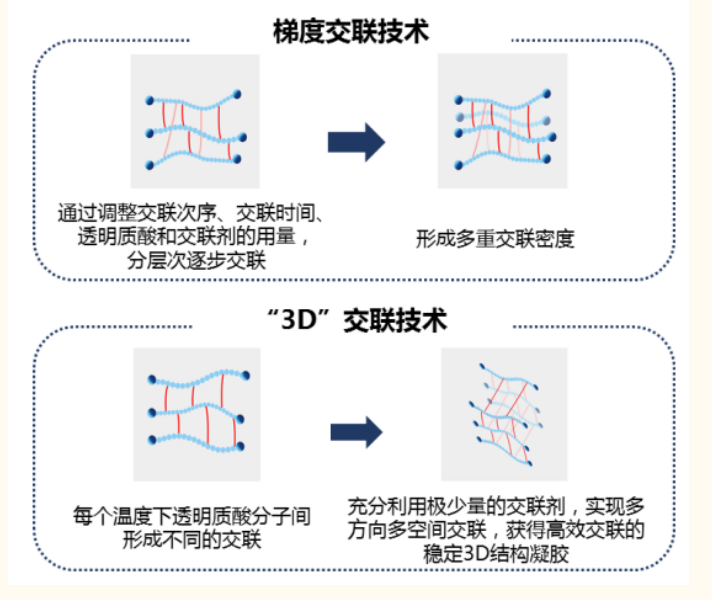
- 天然透明质酸需要采用交联技术进行结构性修饰，才可成为合格的生物医用材料，但其交联过程面临诸多技术难题。公司利用“梯度 3D”交联技术形成了国际先进的透明质酸交联技术平台。

图表 43：透明质酸交联技术难题



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 44：“梯度 3D 交联”技术



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司利用该平台取得了诸多成果，为公司向广阔医美市场进军奠定了坚实基础。

图表 45：公司“梯度 3D”交联技术在终端产品上的应用

时间	成果	影响
2011年	依托“梯度 3D”交联技术开发的“Hyaluronan Soft Tissue Filling Gel”于 2011 年取得了欧盟 III 类医疗	公司透明质酸终端产品进入国际市场
2012 年	润百颜（注射用修饰透明质酸钠凝胶）获 CFDA 批准上市	成为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 打破国外品牌对国内市场的垄断局面
2016 年	该产品以“润百颜”为基础增加麻醉药的名德曼（含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶率）通过 CFDA 认证。	有效减少了注射痛感，增加顾客依从性 降低了医生操作难度，为产品向更广阔的医美市场推广奠定了基础
现在	继续开发不同注射层次和注射部位的多种型号交联透明质酸软组织填充剂产品	充实产品线，进一步巩固公司在填充剂领域的市场地位

来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 质量、市场准入：玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌技术

- 显著提高产品安全性：（1）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，并被 CFDA 作为该类产品的标准灭菌方式。（2）使用终端湿热灭菌技术，产品的内毒素限值小于 0.03 EU/ml，达到国际先进水平，为国家药品标准限值 1 EU/ml 的 1/30。

图表 46: 公司产品（海力达）与国家标准关键质量指标对比

质量指标	国家标准	公司注册标准	公司产品
吸光度 (A <sub>257nm</sub> 核酸、 A <sub>280nm</sub> 蛋白质)	A <sub>257nm</sub> ≤ 0.3 A <sub>280nm</sub> ≤ 0.3	A <sub>257nm</sub> ≤ 0.2 A <sub>280nm</sub> ≤ 0.2	A <sub>257nm</sub> = 0.044 A <sub>280nm</sub> = 0.024
细菌内毒素	0.1EU/mg (1EU/ml)	≤ 0.03 EU/ml	≤ 0.03 EU/ml

来源：公司公告，国金证券研究所

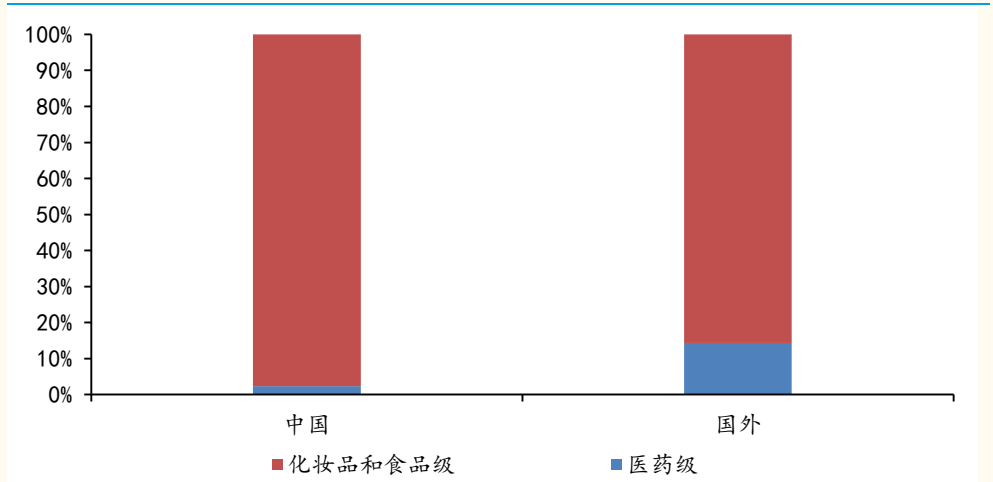
- **成功进入国内骨科市场：**利用此技术开发的治疗骨关节炎的“海力达”，于 2013 年取得欧盟三类医疗器械 CE 认证，2014 年取得中国 CFDA 药品批文。

### 医药级透明质酸国内第一，具备国际竞争力

#### ■ 医药级透明质酸原料药领跑市场

- 从产品结构上来看，国产透明质酸原料主要集中在低附加值的化妆品级和食品级，高附加值的医药级原料占比低。医美行业用透明质酸的原料及终端产品要求为医药级透明质酸，原料生产商需要获得医药级透明质酸原料生产资格，对原料产品的纯度、蛋白杂质及重金属含量等技术指标均有较高的要求，医药级原料仅占国内透明质酸原料总销量的 2.3%，远低于世界平均水平。

图表 47: 2014-2018 年全球透明质酸原料市场情况

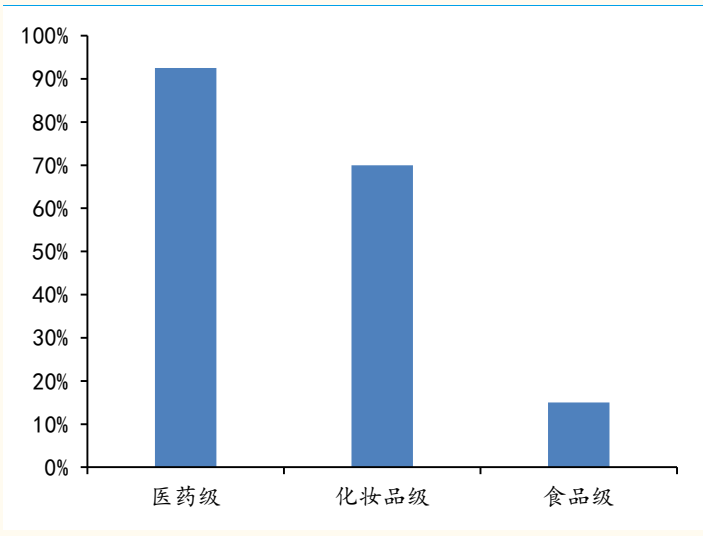


来源：公司公告，国金证券研究所

#### ■ 医药级：高准入门槛，强盈利能力

- 医药级 HA 产量低，但是由于较高的技术壁垒以及极高的认证难度，准入门槛高，竞争格局好，医药级的毛利率达到 90% 以上，公司是国内唯一供应商。预计未来 HA 在医疗美容产品运用将会越来越广，在护理领域的市场渗透率（关节内护理，微整形迅速增长）有望成为最大增长点。医美应用产品行业增速显著超过整体医用级其他领域应用，成为拉动医药级透明质酸市场的主要驱动力。

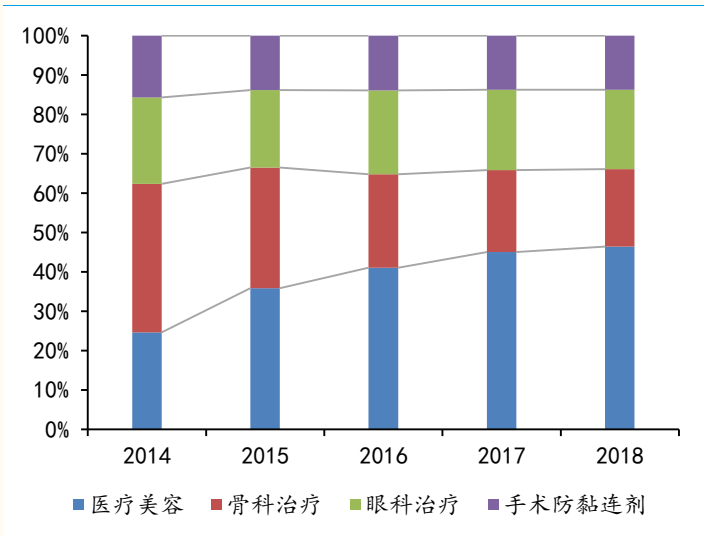
图表 48: HA 原料盈利能力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 销售额销量数字为估算值, 数字仅供逻辑参考。

图表 49: 2014-2018 年我国医药级透明质酸终端市场



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

- 目前, 华熙生物医药级产品主要质量参数核酸、内毒素等杂质水平分别是欧洲药典国际标准规定值的 1/50 和 1/20, 达到国际领先水平。华熙生物在国内取得 7 项注册备案资质, 在国际上取得包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 21 项; 公司负责起草透明质酸钠在化妆品、整形美容、组织工程等领域的四个行业标准; 拥有医药级、外用级及食品级透明质酸原料近 200 种产品规格, 为知名的医药、化妆品和功能性食品企业提供全方位的产品和技术服务, 满足各种定制化需求。

图表 50: 公司医药级透明质酸原料药认证资格

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	■	■	■	■	■	■	■
Kewpie (日本)	■	■	■	■	■	■	■
资生堂 (日本)			■	■	■	■	
KikkomanBiochemifa (日本)			■	■	■	■	
Seikagaku (日本)			■	■	■	■	
Maruha (日本)			■	■	■	■	
Contipro (捷克)			■	■		■	
Fidia Farmaceutici (意大利)			■	■		■	
HTL (法国)				■	■	■	■
LG life (韩国)				■		■	
Genzyme (美国)					■	■	
Lifecore (美国)			■	■	■	■	

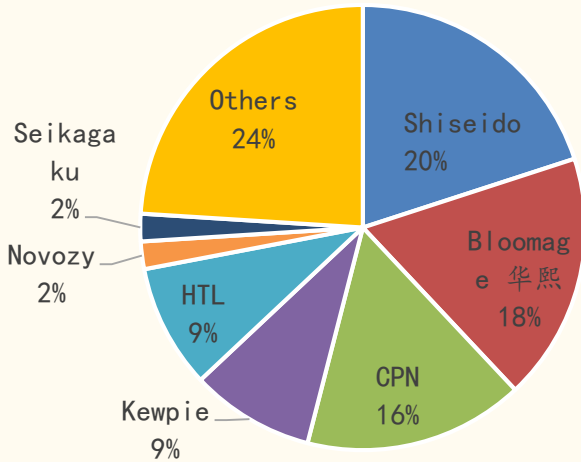
来源: 公司公告, 国金证券研究所

医药级: 高准入门槛, 强盈利能力

- 在眼药水级和注射级原料方面, 华熙产品的质量上与海外主要竞争对手持平, 价格上有 10%~20% 的优势, 和 Shiseido (资生堂) 稳居行业前二, 是中国唯一一家在全球医药级 HA 市场中占据较大市场份额的中国企业。

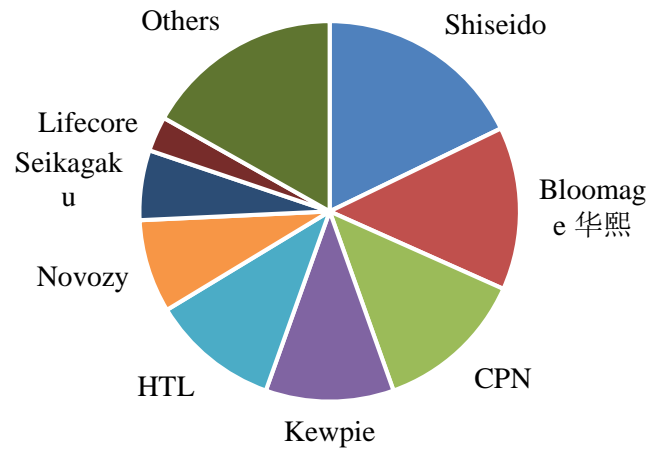


图表 51：全球眼药水级 HA 原料销售格局（2014）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：全球注射级原料销售格局（2014）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司医药级客户包括曼秀雷敦（MENTHOLATUM）、博士伦（Bausch & Lomb）、乐敦（Rohto）、雅培（Abbott Medical Optics）等知名企业，该类客户价格敏感度低，更注重产品质量和供应链管控，以规避供应商改变、相关产品需重新认证带来高昂的转换成本，具有高粘性。预计医药级 HA 原料的价格走势将因技术专利和牌照壁垒高、客户价格敏感度低、供应商转换成本高等原因而保持价格平稳。

### 化妆品级溢价可观，胜于同类厂家

- 化妆品级 HA 方面，公司产品与国内供应商相比拥有 20%~30%的溢价，毛利率区间在 60%~80%。公司化妆品级的客户包括雅诗兰黛、欧莱雅、雅芳等国际客户及国内上海家化、上美等化妆品企业。公司 2001 年以来，在医药和化妆品级市场的竞争中从未丢失任何重点客户。
- 未来，公司医药级原料将重点拓展北美和印度的跨国制药公司；化妆品级市场因价格下行将出现优胜劣汰，公司市占率有望进一步提升。预计 2016-18 年，公司原料药营业收入增速在 8%~10%。

图表 53：华熙生物化妆品 HA 原料销售情况及竞争格局

类型	产品规格	销售额	应用	中国客户	其他国家	中国	其他国家
高端	分子量范围广泛；符合国际标准		高端药妆，功能护肤产品	大型跨国公司；本土大型知名化妆品公司	大型跨国公司；本土知名化妆品公司	华熙生物	Kewpie、Shiseido
普及型	分子量在0.1~2M道尔顿之间，品质要求较高		面膜、护肤产品、彩妆	大型跨国公司；本土规模及以上化妆品公司；	大型跨国公司出口配送和贸易商	华熙生物、东辰、广龙、天晟等	Kewpie、Shiseido
低端	分子量在0.1~2M道尔顿之间，品质要求较低符合国内行业标准		护肤、护发、沐浴露类	OEM	N. A.	华熙生物、东辰、广龙、天晟等	N. A.

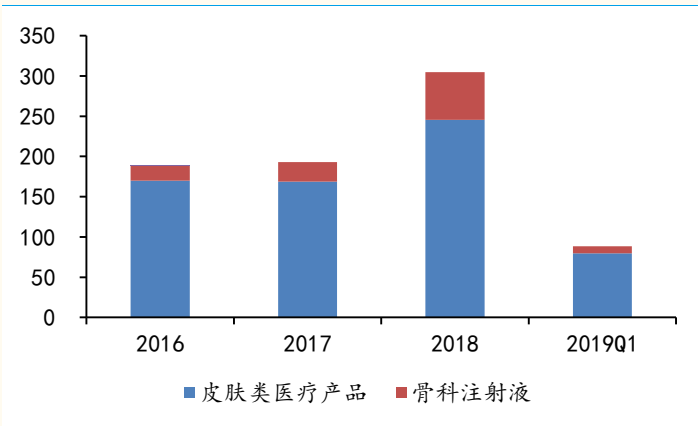
来源：公司资料，国金证券研究所

### 医疗终端产品之临床系列：聚焦骨科眼科，业绩增速亮眼

- 公司临床系列的主要业务聚集在骨科、眼科领域，其产品主要应用于骨关节炎治疗，在眼科方面着重于手术。公司临床业务增速均处于高位，但在骨科市场发展更为迅速，其产品种类更加丰富，收入占比更高。公司产品在眼科领域销售基数虽然尚小，但是未来发展潜力较大。

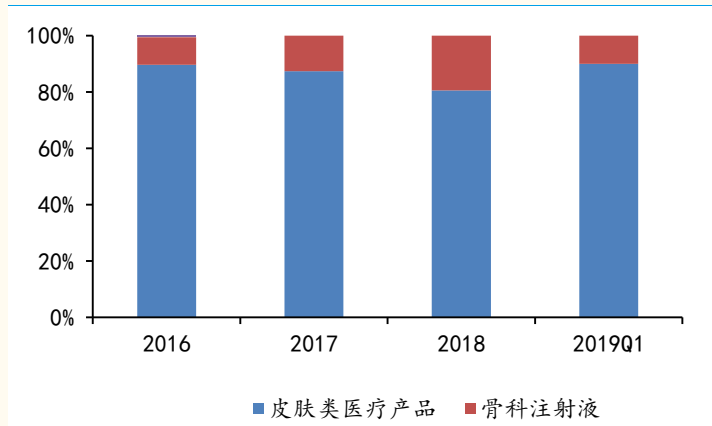


图表 54: 医疗终端产品之医疗类销售额 (百万)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 55: 医疗终端产品之医疗类销售额占比



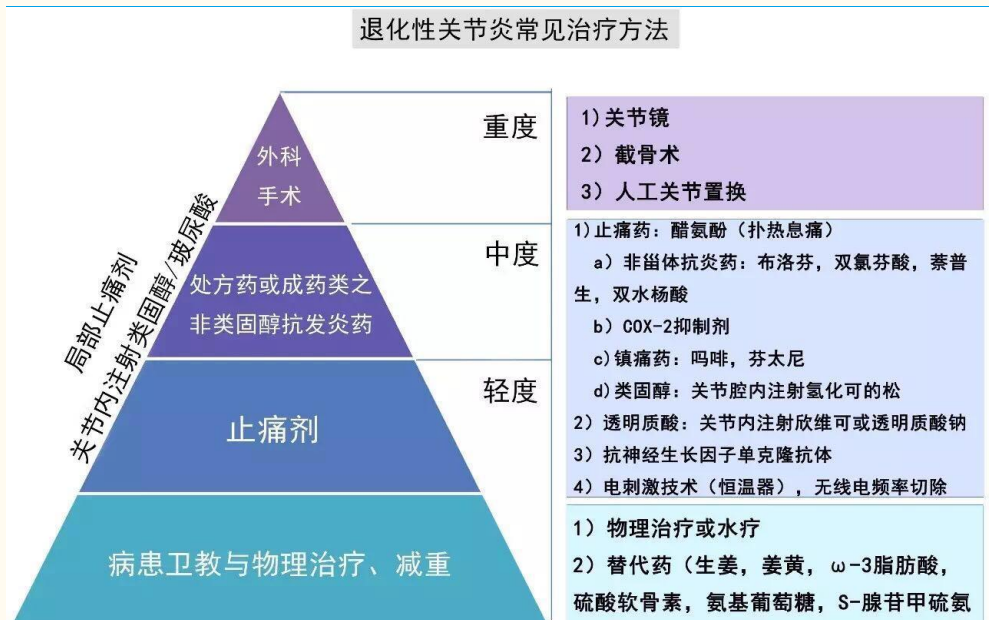
来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 骨科: 受益于老龄化市场总量增长+产品更替带来的增量

#### ■ 透明质酸广泛应用于骨关节炎的治疗

- 骨关节炎是一种中老年人群中的常见病, 总患病人数超过 1 亿, 主要侵害关节软骨、骨和滑膜组织, 导致关节疼痛、畸形和功能障碍, 影响病人的活动能力。
- 目前我国用于治疗骨关节炎的注射类药物有四类: 非甾体类抗炎药、镇痛药物、糖皮质激素和其它关节腔注射液 (包括透明质酸产品, 即玻璃酸钠注射液)。

图表 56: 退化性关节炎常见治疗方法

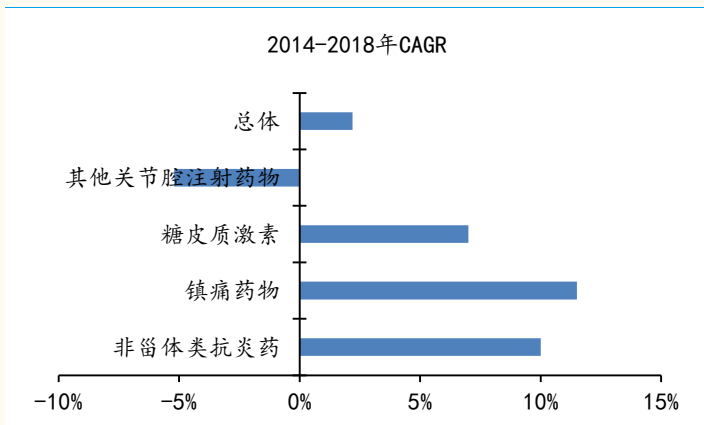


来源: CNKI, 国金证券研究所

- 治疗中国疗骨关节炎注射类药物整体市场规模在 2018 年达到 98.2 亿元人民币, 2014-2018 年复合增长率为 2.2%。其它关节腔注射药物整体市场从 2014-2018 年减少了约 9.5 亿元人民币, 主要原因是近年来国家对包括中药注射剂、生长因子及动植物蛋白提取物等辅助用药的处方管理限制增加。但其它关节腔注射药物中的玻璃酸钠注射液, 作

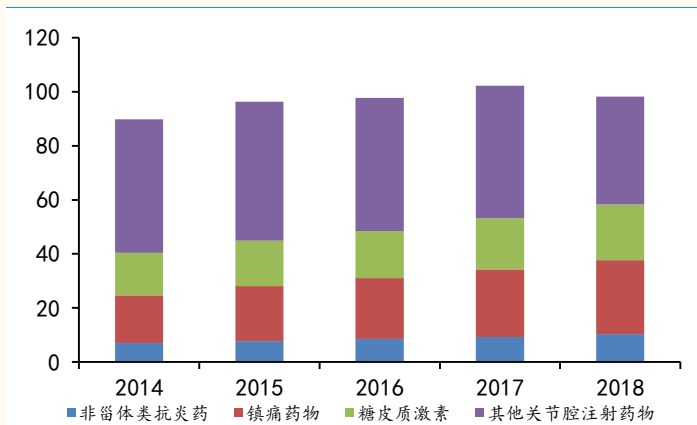
为关节补充滑液，可保护病损软骨，且具备良好的生物相容性，不良反应较少，其市场保持稳定增长，2014-2018 年复合增长率为 0.6%，展现了较好的市场前景。

图表 57：中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场增速



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

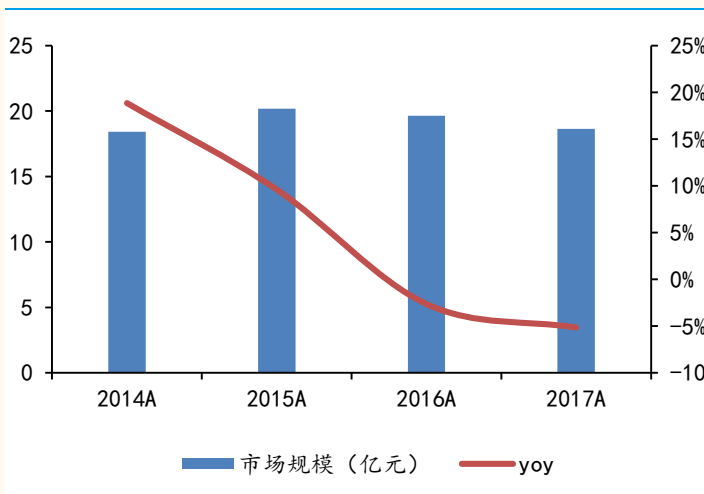
图表 58：中国治疗骨关节炎注射类药物市场（亿元）



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

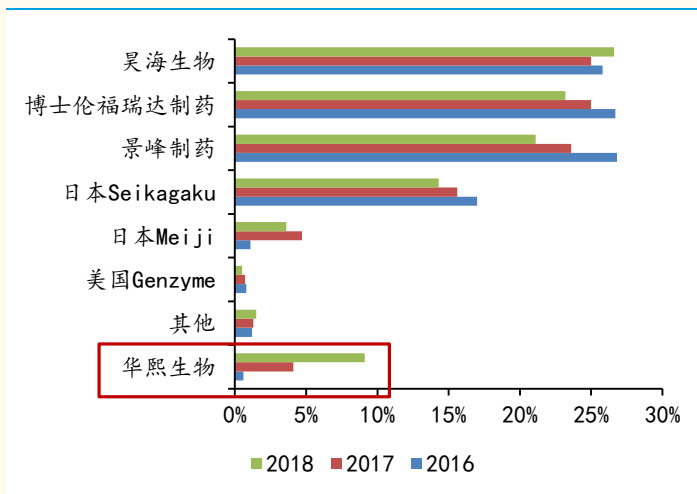
- 目前主流的玻璃酸钠注射液需要在一个疗程里进行三次或多次注射。未来随着一个疗程单次注射的普及，药物效果和病人依从性有望进一步提升。根据 Frost & Sullivan 分析预测，中国骨科治疗玻璃酸钠注射液的市场规模将在 2021 年达到约 20 亿元人民币。
- 目前，中国用于骨科治疗的透明质酸产品市场主要由国产品牌组成，2018 年国产品牌市场占有率超过 80%。从 2016 年起公司市占率迅速增加，我们预计随着公司持续加大推广力度，中标省份持续增加，华熙有望在该市场市占率持续增加。

图表 59：骨科关节腔粘弹补充剂市场规模（亿元）



来源：南方所，公开资料整理，国金证券研究所

图表 60：中国骨科治疗玻璃酸钠注射液市占率



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

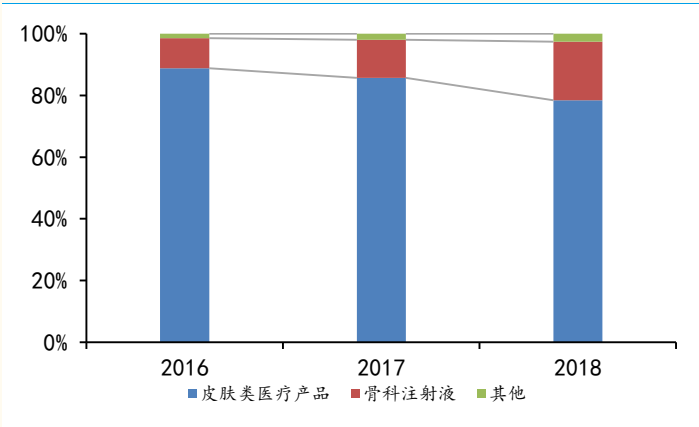
注：按销售金额占比

### ■ 透明质酸广泛应用于骨关节炎的治疗

- 骨科收入占比在医疗终端产品中不断增加。2017 年，在皮肤类医疗产品收入基本维持原水平的情况下，骨科收入同比有小幅增长，其在总收入中的占比在 10%左右的基础上略有上升。2018 年，医疗终端产品

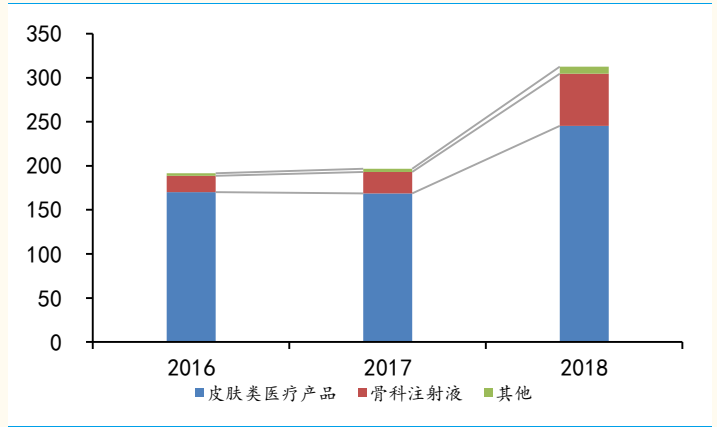
各类收入均大幅增加，但是骨科收入增速明显快于皮肤类医疗产品，其收入占比已经接近 20%。

图表 61：医疗终端产品收入拆分



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 62：医疗终端产品收入构成 (百万元)



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 华熙生物骨科注射液产品虽然上市时间较晚，但同规格相较其他厂家具备一定价格优势。

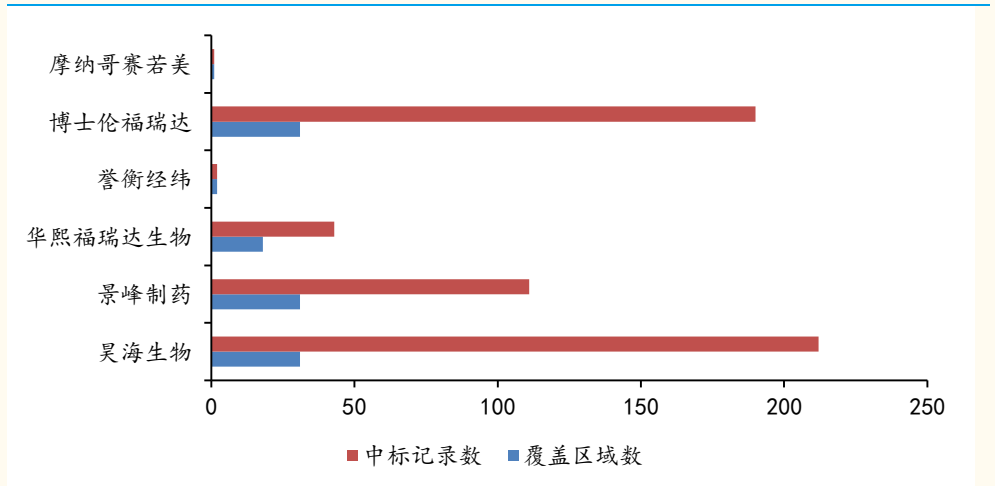
图表 63：玻璃酸钠注射液全国中标情况

公司	单价(最低)	单价(中值)	单价(最高)	规格数	最早中标时间	最新中标时间
摩纳哥赛若美	~10	~15	~20	1	2018年6月11日	2018年6月11日
誉衡经纬	~10	~15	~20	1	2014年8月8日	2016年10月18日
景峰制药	~10	~15	~20	2	2009年1月4日	2019年7月17日
华熙福瑞达生物	~10	~15	~20	1	2015年9月28日	2019年7月17日
博士伦福瑞达	~10	~15	~20	2	2009年1月4日	2019年7月17日
昊海生物	~10	~15	~20	4	2009年1月4日	2019年7月17日

来源：医药魔方，国金证券研究所

- 考虑到公司中标省份的逐步增加，以及公司在已中标省份渠道铺货力度的增强，预计未来骨科注射液板块高增速趋势有望持续。

图表 64：玻璃酸钠注射液全国中标情况




来源：医药魔方，国金证券研究所

### 眼科：小而美的市场，公司市占率逐渐提升

#### ■ 受益于眼科手术的推广，透明质酸的眼科终端市场增速强劲

- 透明质酸粘弹剂主要应用于白内障手术中，起到暂时性支撑手术空间，避免眼部受到手术器械损伤的作用。

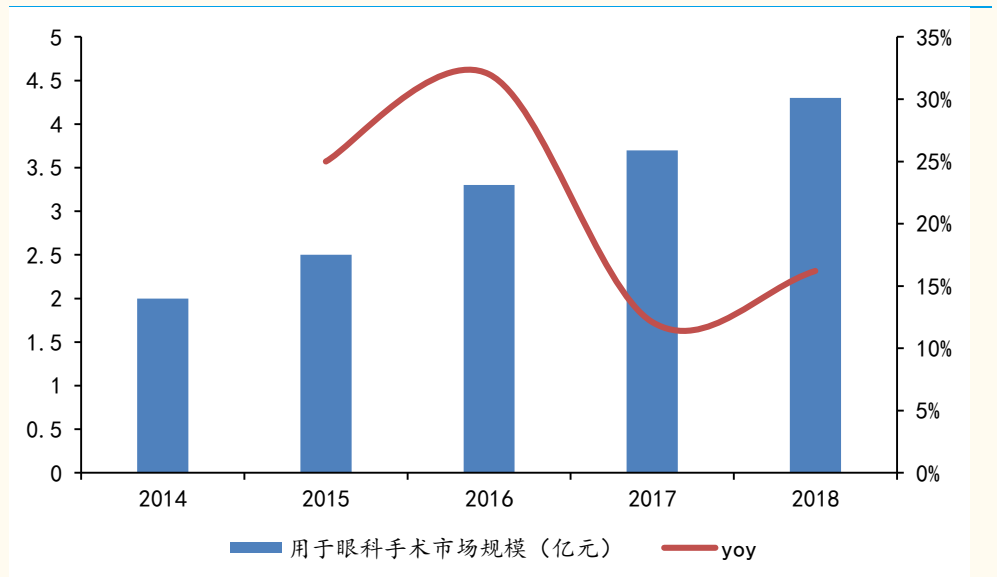
图表 65：公司透明质酸粘弹剂产品

产品名称	图片	产品说明	适用范围
医用透明质酸钠凝胶		1、产品通过欧盟CE认证。 2、产品浓度为20mg/ml，支撑性更好，角膜内皮细胞保更优。 3、产品所用原料通过美国FDA和欧盟CEP认证。	用于白内障摘除及人工晶体植入术等。

来源：公司官网，国金证券研究所

- 根据弗若斯特沙利文分析，2018 年中国 60 岁以上老龄化人口为 2.3 亿人，并将在 2023 年达到 2.5 亿人。受到人口老龄化，用眼方式不当等因素的影响，中国 2018 年有白内障患者 1.7 亿人，预计在 2023 年达到 2.3 亿人，而手术是治疗白内障的唯一方法。根据中国防盲治盲网数据，以 2017 年我国每百万人白内障手术率（CSR）为 2205 人推算，我国 2017 年白内障手术量在 300 万人次以上，并保持每年 10% 左右的市场增长，单从白内障手术来看潜力较大。
- 据 Frost & Sullivan 数据 2018 年中国眼科手术中使用的透明质酸粘弹剂市场规模有望超过 4 亿元人民币，2014-2018 年复合增长率达到超过约 21%。

图表 66：中国眼科手术治疗透明质酸产品市场规模（亿元）

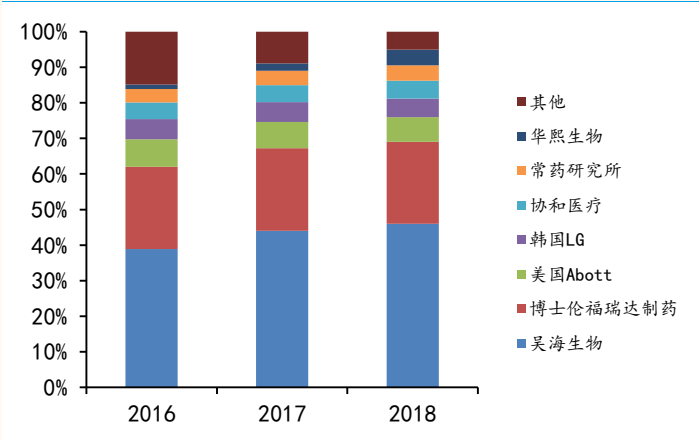


来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

注：市场规模根据终端产品入院价格进行统计

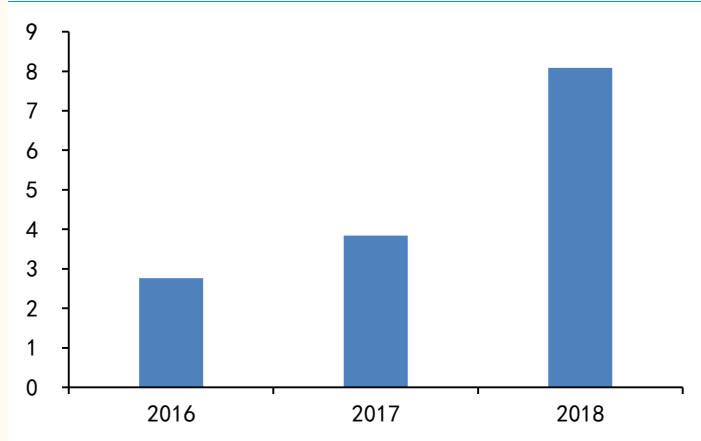
- 2018 年在中国透明质酸粘弹剂市场中，国产企业占主导地位。其中，昊海生物 2017 年完成对河南宇宙人工晶状体的收购和并表，因此市场占比较 2016 年有较大提升。公司眼科手术透明质酸产品销售额基数比较小，2016-2018 年 CAGR 约 43%，高于市场增速，市占率不断增加。

图表 67：中国眼科手术透明质酸产品市场竞争格局



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 68：公司眼科手术透明质酸产品销售额（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

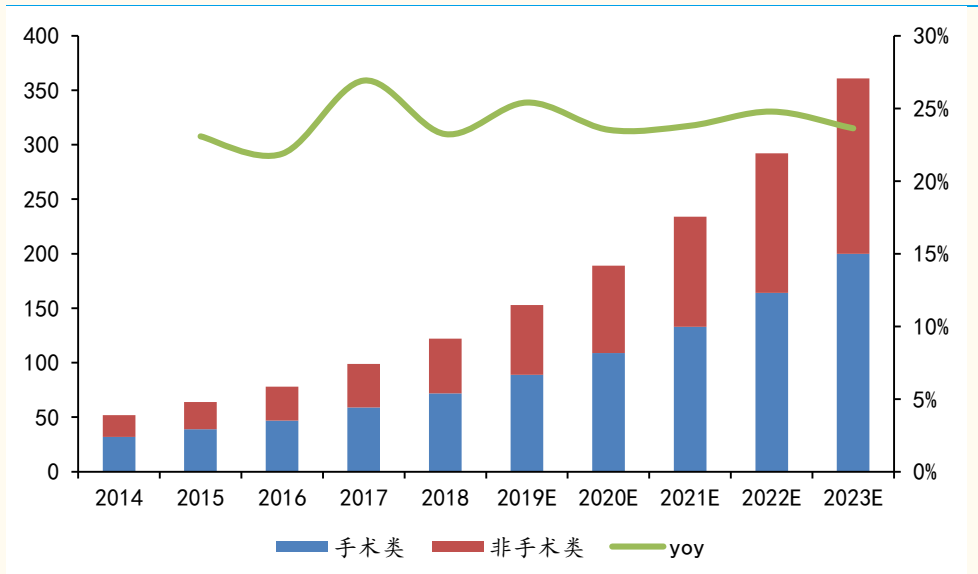
## 医疗终端产品之医美系列：产品多元，依托原料优势高潜力

### 国内“规范医美”市场发展潜力大，透明质酸和肉毒素拔得头筹

#### ■ 多重因素驱动我国医美市场快速发展

- 中国整体消费增速仍超过 10%，其中的新兴消费领域（诸如旅游、整形美容服务等）在以更高的速度崛起。随着城乡居民可支配收入的逐年增长，中产阶级人数逐渐增加，对医美接受程度随代际更替逐渐上升，医美技术进步加速医美消费潜在需求的释放等多重利好因素的叠加，医疗美容行业消费群体预计将在相当长的一段时期内保持较快增长势头。预计 2018-2023 年，中国医美市场仍将保持 24.2% 的高年复合增速。

图表 69：中国医疗美容市场规模及增速（亿元）

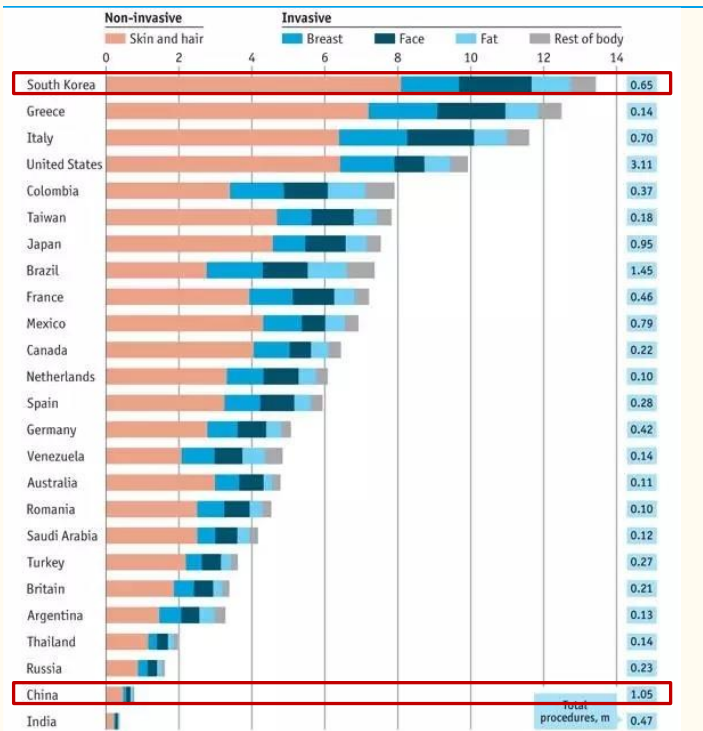


来源: Frost&Sullivan, 新氧招股说明书, 国金证券研究所

■ 中国医美市场仍有较大潜力可挖掘

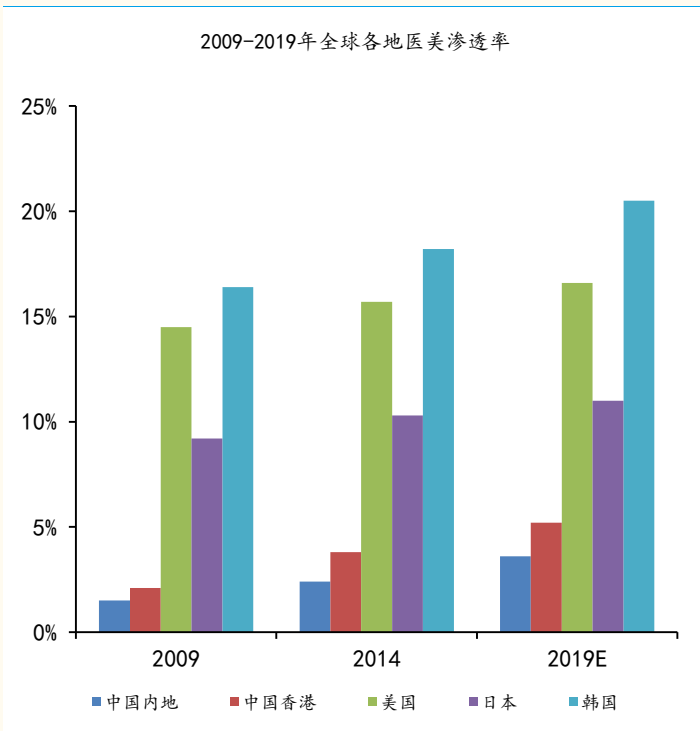
- 据 ISAPS (国际美容整形外科协会) 数据, 2011 年中国医疗美容渗透率远低于韩国、希腊、意大利、美国、日本等国家。

图表 70: 2011 年全球每千人接受医美服务数量对比



来源: ISAPS, The Economist, 国金证券研究所

图表 71: 中国渗透率较国外仍有较大提升空间



来源: 香港医美招股书, 国金证券研究所

■ 医美市场中非手术类项目发展前景更广阔

- 中国医美市场按照是否进行手术, 将医疗美容可分为手术类与非手术类。
- 手术类的经典项目包括面部手术(眼部、鼻部等)、美体手术(胸部、瘦身)等, 对手术技术要求较高, 国内一般纳入“美容外科”; 创伤较大, 恢复较慢, 可能存在隐私泄露的问题。
- 非手术类, 是指不需开刀, 对身体进行精准微调, 包含微创美容类(注射玻尿酸、肉毒素等)、皮肤美容类(激光、热玛吉、磨皮等), 一般纳入“美容皮肤科”统一管理, 创伤小, 只需 1-2 天即可恢复, 消费者无需担心隐私问题。



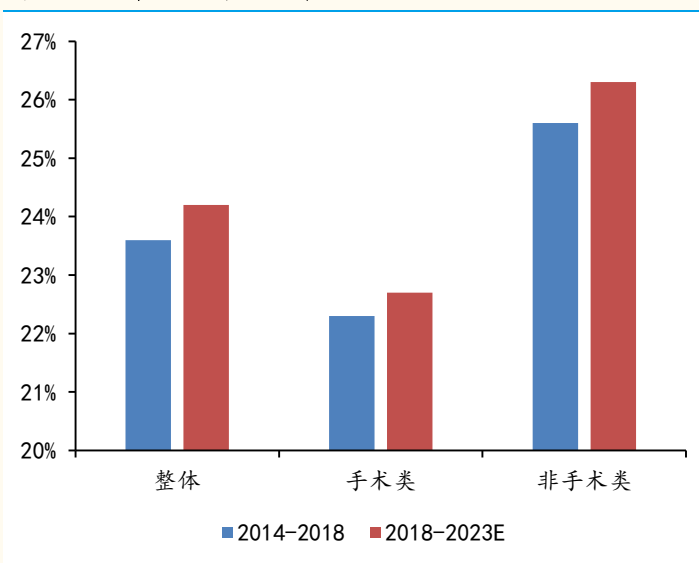
图表 72：医疗美容分类

类别	名称	包含项目
手术类医疗美容	眼部整形	眼睑整形术，填补泪沟，眉间纹去除术，填充下眼睑
	鼻整形术	隆鼻，歪鼻矫正，矫正鼻孔（朝天鼻），重建鼻，重塑鼻，鹰钩鼻
	胸部整形	丰胸，乳房下垂矫正，乳头乳晕整形
	吸脂手术	胸部吸脂，臀部吸脂，手臂和腿部吸脂
	面部重塑	瘦脸，突出面部轮廓，面部凹陷填充
	其他	唇裂、腭裂修复，植发
非手术类医疗美容	注射项目	面部年轻化，注射除皱，注射溶脂减肥
	皮肤护理	深蓝热塑射频除皱（面部皮肤紧致，深层皮肤回春，面庞，颈部，四肢，手臂的轮廓收紧，痤疮治疗，祛除晒伤，去除酒渣鼻，治疗血管病变，冷冻毛发清除，太田痣，绿褐斑处理，艺术纹绣）
个人护理	纹身艺术	纹眉，润唇，纹眼线
	香薰SPA	矿泉，牛奶浴，鲜花浴，中药浴
	皮肤护理	深层清洁，抗皱紧致，皮肤美白，去除粉刺和痣，激光嫩肤
	身体护理	全身美白，刮痧，按摩，背部按摩，淋巴引流，眼部护理，美体，产后瘦身，丰胸，瘦腿，美化胸部，疏通经络，身体护理

来源：ISAPS，国金证券研究所

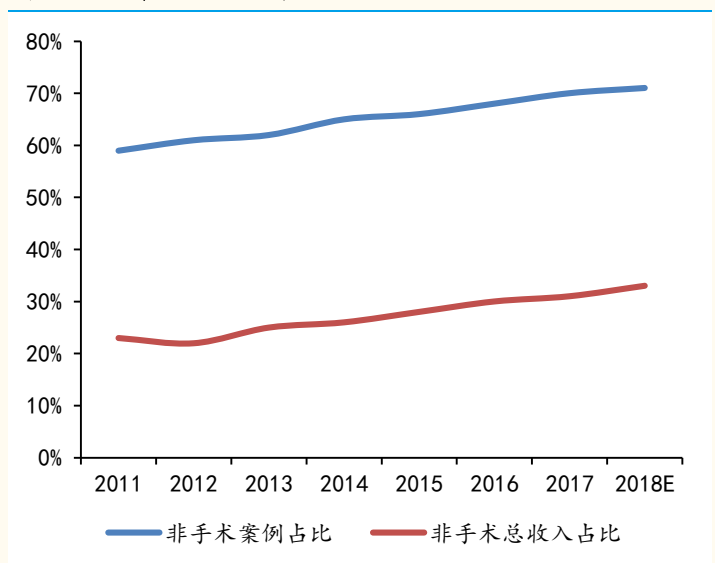
- 相比手术类项目，非手术类项目不具有永久性，不可逆转疗效风险相对较低，起始花费较低，操作更加简单，起效更快，更易被接受；一般经卫生部门行政许可设立的医疗美容机构均可开展上述两类项目，因此其年复合增长率较手术类项目更高。

图表 73：中国医疗美容市场 CAGR



来源：Frost&Sullivan，新氧招股说明书，国金证券研究所

图表 74：中国地区非手术类项目案例数和收入占比



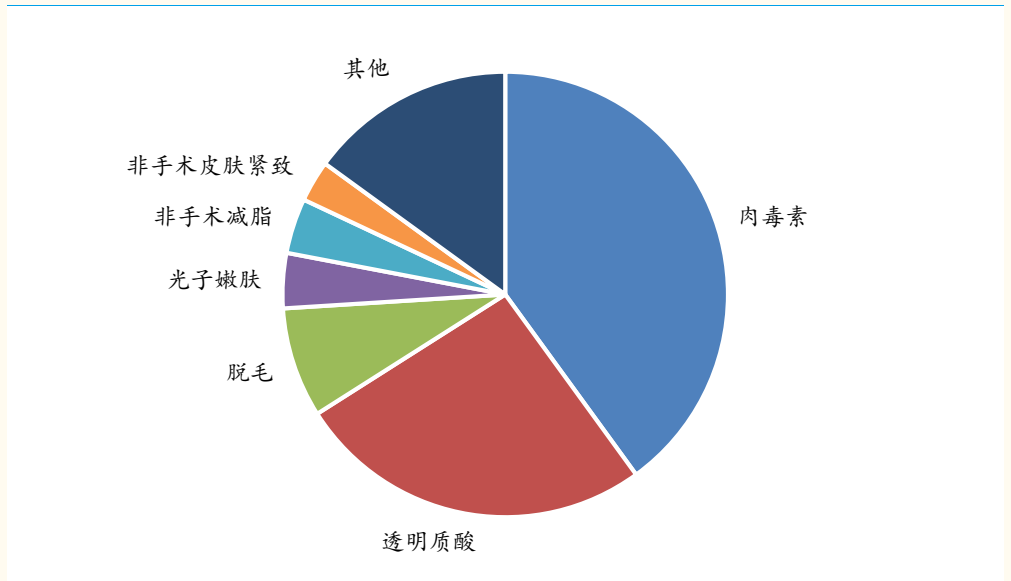
来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

- 透明质酸和肉毒素注射占据非手术医美主导地位，且二者具备互补性
  - 透明质酸和肉毒素注射占据非手术医美主导地位，两者案例数量在非手术项目中的占比已达到 60%~70%水平，单个占比均超过 25%。
  - 透明质酸治“静”：透明质酸去除的皱纹类型主要是不做任何表情，也会出现在脸上的“固定皱纹”，如法令纹、嘴角细纹等。
  - 肉毒素治“动”：肉毒素去除的皱纹类型主要是脸部有动作表情时才会出现的“动态皱纹”，如皱眉纹、鱼尾纹、抬头纹等。



- 肉毒素和玻尿酸的去皱作用不同，二者占据的美容细分市场市场不同，互补性较强，而竞争性较弱。

图表 75：全球内非手术项目肉毒毒素和玻尿酸案例数最多

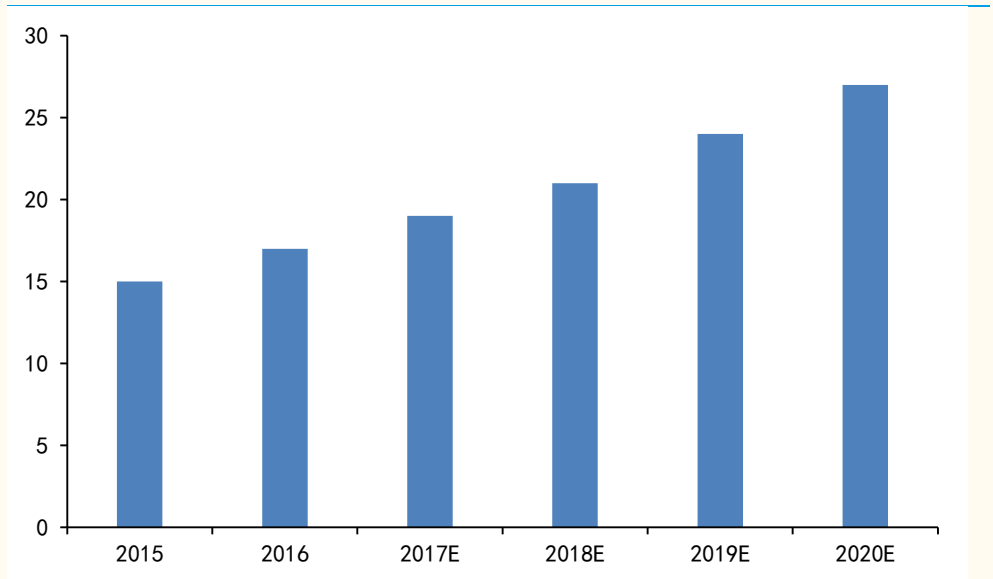


来源：更美 2018 白皮书，国金证券研究所

### 透明质酸，原料药制剂一体化优势产品

- 快捷、高频助力透明质酸长盛不衰
  - 透明质酸填充注射具有“快餐美容”属性。透明质酸填充手术注射操作时间一般在 10-20 分钟之间可完成，注射后 5-7 天即可恢复，消费者易于接受，通常作为医美整形入门级项目。
  - 透明质酸填充注射具有“高频重复消费”属性。目前中国市面上的透明质酸填充产品的浓度国产的产品大多在在 16mg/ml 到 20mg/ml 之间，进口的在 20mg/ml-24mg/ml 之间，维持时间从 3 个月到 24 个月不等，多数产品可维持半年到一年时间。透明质酸在体内可以正常被代谢，为了维持塑性效果，通常半年或一年就要再次进行填充，具有较高的重复消费频次。
  - 目前，有超过 90%的皮肤填充剂是由玻尿酸制成。据 CBI 研究，2015-2020 年全球玻尿酸填充剂市场将以 CAGR 12%的速度增长。

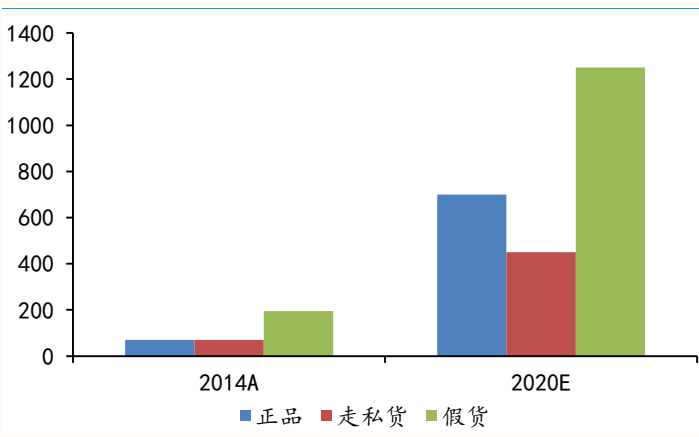
图表 76: 全球玻尿酸市场规模及预测 (亿美元)



来源: GBI 研究, 国金证券研究所

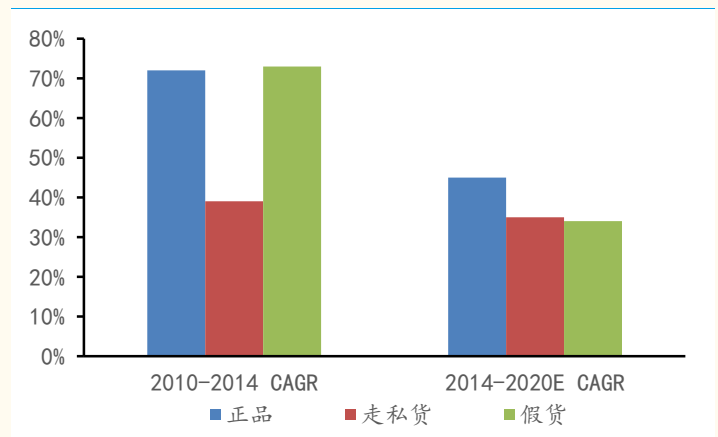
- **中国透明质酸填充注射仍处于起步高增速阶段:** 随着人均可支配收入的增加、医美消费意愿提升、医疗美容机构服务力提升、医疗新技术新材料的发展, HA 注射针剂市场快速扩容。
- **规范市场扩容助力正品取得超越行业的增速:** 根据当前市场走私货、假货频繁产生的乱象, 国家在不断推进行业规范化, 并已取得一定成效。正品的增速在 2014 年前不及假货, 但在 2014 年之后其增速增加, 超过了假货与走私货, 其高增速预计将持续。我国对于医疗美容制造与流通监管长期缺位, 以玻尿酸为例, 2014 年拥有中国 SFDA 核发生生产批件的产品消费量仅占总消费量的 20%, 水货、假货充斥市场。中国药监、海关、工商部门加强执法, 医疗美容流通市场环境有望逐步规范, 品质优异、定价合理的产品将成为市场主流。

图表 77: 中国医疗美容市场 HA 注射针剂市场快速扩容 (单位: 万 ml)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 78: 正品增速高于假货走私货将是未来大趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 国内透明质酸市场仍由进口产品主导。目前通过 NMPA 认证获批上市的注射用透明质酸钠产品有 26 种，归属于 14 家企业，包括 7 家进口和 7 家国产企业。

图表 79：已上市透明质酸注射剂情况

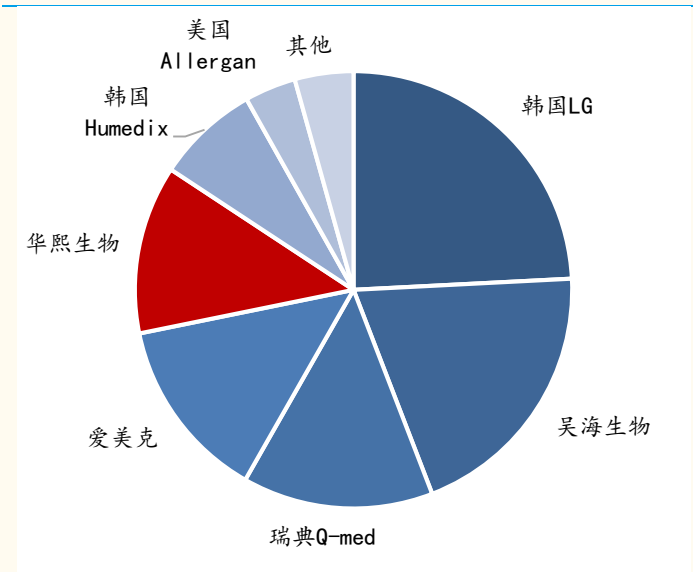
上市年份	产地	名称	性质	分子量	纯度 (mg/mL)	维持时间 (月)	最低价格	最高价格	生产单位
2008年	瑞典	瑞兰2 (Restylane)	双相	中					Q-Med AB
2009年	大陆	逸美	单相	大					爱美客
2012年	大陆	宝尼达 (长效)	双相			5-10年			爱美客
	大陆	润百颜白紫	双相	中					华熙福瑞达
	大陆	润百颜黑金	双相	大					华熙福瑞达
2013年	韩国	伊婉C	双相	中					LG
	韩国	伊婉V	双相	大					LG
	大陆	海薇	单相	中					上海其胜
2014年	大陆	舒颜	双相	中					北京蒙博润
	台湾	法恩丽 (靓致) FACILLE	双相	大					科妍
2015年	美国	乔雅登雅致	单相	中					Allergan
	美国	乔雅登极致	单相	大					Allergan
	韩国	艾莉薇 (Deep Line Plus)	单相	中					Humedix
	大陆	爱芙莱	单相	中					爱美客
2016年	大陆	欣菲聆	双相	中					杭州协和
	韩国	伊婉C plus	双相	中					LG
	韩国	伊婉V plus	双相	大					LG
	大陆	伊美一加一							北京
	台湾		双相	中					和康生技
	台湾	贝黎姿	双相	中					和康生技
	大陆	德曼	双相	中					华熙福瑞达
2017年	大陆	姣兰 (眼唇专用)	双相	小					上海其胜
	奥地利	公主 (Princess Volume)	单相	大					CROMA GmbH
	大陆	玻菲	双相	中					山东凯乐曾
2018年	大陆	润致	双相	大					华熙福瑞达
	大陆	碧萃诗	单相反相	中					常州药物研究所

来源：新氧，NMPA，国金证券研究所

注：上表价格来源于新氧平台，可能与实体店销售价格有出入，仅供参考

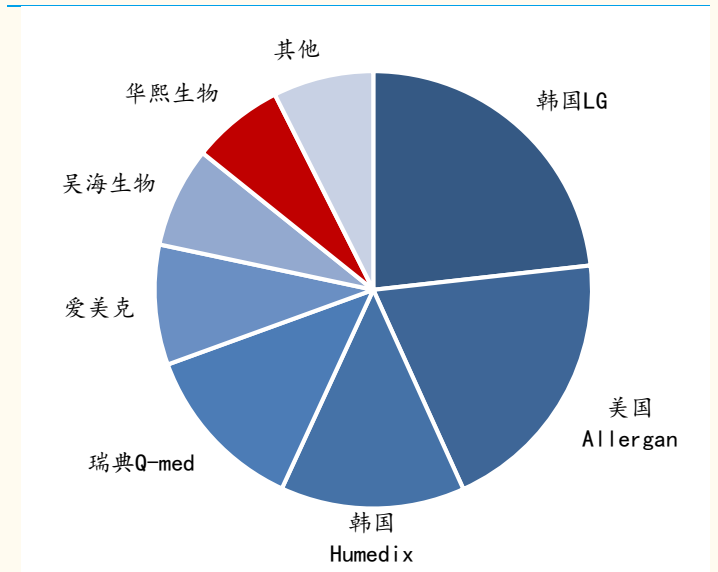
- 从销量来看，国内市场销量最大的韩国 LG 公司-伊婉系列，国产企业也已占据半壁江山，主要有昊海生物 (18.4%)、爱美客 (12.5%)、华熙生物 (11.5%)。
- 从销售金额来看，2018 年透明质酸医美终端市场的市场规模为 37 亿元，韩国企业 LG 和 Humedix 占比为 39.5%，欧美企业占比为 35.2%，而国产企业占比仅为 23.4%。

图表 80：2018 年我国透明质酸填充销量市场竞争格局



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

图表 81：2018 年我国透明质酸填充销售额市场竞争格局



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

#### ■ 国产品牌的定价大多低于进口品牌，国产替代空间广阔

- 同类产品中，国产产品价格一般较进口产品价格低 50%，部分产品甚至达到 80%，虽然国产产品拥有明显的价格优势，但规范终端大多数依旧是使用进口产品，是因为国内美容行业监管仍处于初级阶段，相应的监管政策少，落地执行难，行业乱象丛生，各种假冒伪劣产品横行市场，导致医疗事故频发。
- 随着国产厂商逐步加强品牌塑造和终端推广，未来有望进一步抢占市场份额。随着医疗美容透明质酸填充剂本土产品品类的增多，质量的逐步提高，以及技术的创新（如公司 2016 年推出的德曼是与利多卡因药械联用的透明质酸填充剂，可在操作过程中起到止痛效果），增加病人的接受程度，本土品牌的市场销售收入逐步提高。2014 年到 2018 年，中国美容注射类产品市场中，国产品牌的销售增速较快，年复合增长率达到 32.2%，超过进口品牌的 18.7%。
- 根据弗若斯特沙利文分析预测，中国医疗美容透明质酸终端产品市场规模将在 2021 年超过 50.0 亿元人民币，本土品牌占比将达到约 30.0%。

#### ■ 成本优势、迭代创新、直营销售是成就润百颜为本土第一品牌的主要原因。

- 公司透明质酸终端产品 2011 年取得认证成功进入国际市场，2012 年，依靠工艺上的突破，华熙生物成为国内首家获批生产玻尿酸“美容针”的厂商，并打破了国外品牌对国内市场的垄断，并逐渐成为本土第一品牌。

图表 82：打破国外品牌垄断，持续推陈出新

时间	成果	影响
2011年	依托“梯度 3D”交联技术开发的“Hyaluronan Soft Tissue Filling Gel”于 2011 年取得了欧盟 III 类医疗器械 CE 认证	公司透明质酸终端产品进入国际市场
2012 年	润百颜（注射用修饰透明质酸钠凝胶）获 CFDA 批准上市	成为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
		打破国外品牌对国内市场的垄断局面
2016 年	该产品以“润百颜”为基础增加麻醉药的名德曼（含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶率）通过 CFDA 认证。	有效减少了注射痛感，增加顾客依从性
		降低了医生操作难度，为产品向更广阔的医美市场推广奠定了基础
现在	继续开发不同注射层次和注射部位的多种型号交联透明质酸软组织填充剂产品	充实产品线，进一步巩固公司在填充剂领域的市场地位

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **成本优势：**公司具有全产业链、垂直整合优势，可以低成本获得优质透明质酸原料。华熙生物旗下一共有三款玻尿酸美容针，价格最贵的为 2800—4000 元每毫升，效果长达一年，价格最便宜的每毫升价格在 480—2800 元之间，效果半年左右，480—4000 的价格，相对 13800 元 0.8ml 美国的乔雅登牌玻尿酸来说，受众更广。
- **创新迭代：**润百颜上市以来，公司多次进行工艺、技术优化，在弹性模量、动力粘度、稳定性等方面持续提升，目前产品质量比肩进口品牌，而价格更具优势。此外公司在继续开发不同层次和型号的产品，以丰富产品线，不仅可以满足消费者多样化需求需求，同时可有效对冲终端价格下滑。

图表 83：华熙生物——润百颜玻尿酸针剂

上市年份	名称	性质	分子量	纯度 (mg/mL)	维持时间 (月)	最低价格	最高价格	特点
2012年7月	润百颜白紫	双相	中	20				除皱
2012年	润百颜黑金	双相	大	20				塑形
2016年	德曼	双相	中	16				无痛除皱
2018年	润致	双相	大	20				无痛塑形

来源：国金证券研究所

- **直营销售：**与公司 HA 原料药 70%以经销商销售，30%为自营销售的模式不同，终端产品以自有销售为主。公司组建了强大的自有销售团队，拥有约 120 名销售人员（进口品牌：平均约 80-100 名销售；本土其他品牌：平均约 30-50 名销售），覆盖全国约 800 家大中型医疗机构；小型终端机构则由经销商实现覆盖。公司终端产品直营销售占比约 70%。此外，相比竞争对手，公司对渠道的激励机制更为灵活，为医美终端和医生提供更全面的营销和专业技能培训。

图表 84：同类公司医疗终端业务采用经销商情况

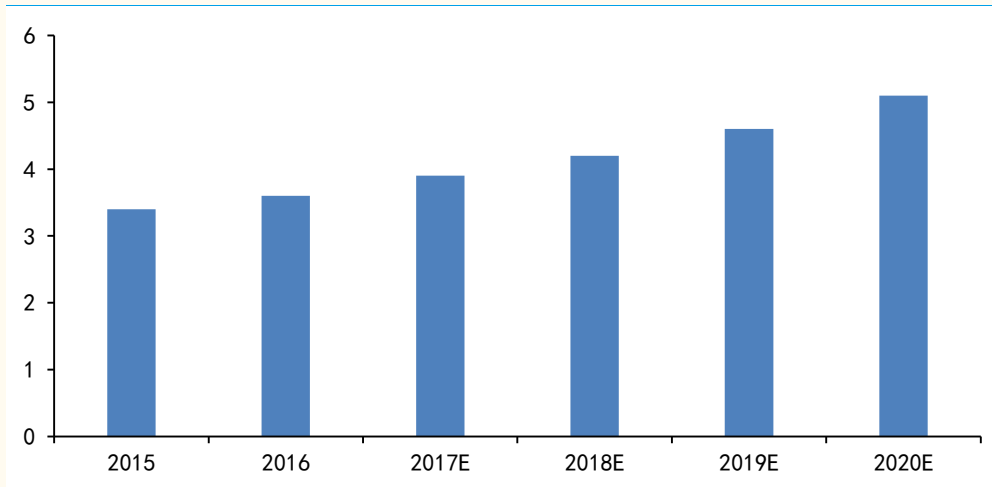
公司名称	采用经销商模式的情况
昊海生科	公司采取 <b>经销与直销并举</b> 的销售模式。公司与经销商之间属于购销关系，通常采用 <b>买断方式</b>
景峰医药	公司采取“ <b>代理+外包+自营</b> ”的混合经营模式，走专业化学术推广营销之路；同时参与各省的药品招标阳光采购，在产品中标后医疗机构可直接或间接的通过医药商业企业向公司采购产品
爱美客	公司采用 <b>直销为主、经销为辅</b> 的销售模式，在产品定价上差异不大，重点客户通过直销的方式直接销售，经销模式主要覆盖公司销售团队无法直接覆盖的医疗机构。部分地区采用买断方式经销

来源：上市公司年报，国金证券研究所

### 肉毒素有望成为增长新动力

- 肉毒素(BTX)是一种由肉毒杆菌分泌的毒性蛋白质，其使用范围广泛，因其不仅作用于横纹肌，还作用于内脏肌和胆碱能系统(如汗腺和唾液腺分泌物)，能够使皮肤皱纹以及由于肌张力障碍、多汗症和影响消化系统和泌尿系统等疾病带来的皮肤皱囊达到除皱的目的，因此广泛用于临床和美容领域。据美国透明市场研究公司的数据，2017 年全球肉毒毒素市场规模约为 45.27 亿美元，预计至 2026 年将达到 87.19 亿美元，年均复合增长率为 7.6%。

图表 85：全球肉毒毒素市场规模及预测（十亿美元）



来源：UBS 医药手册，国金证券研究所

- 除医美领域外，肉毒毒素还可以应用于肌张力障碍、面部痉挛、植体痉挛和震颤等临床治疗。肉毒毒素最早在 1989 年首次被 FDA 批准用于治疗眼睑痉挛、斜视，随后被应用于痉挛性斜颈、颈部肌张力障碍甚至是鱼尾纹等美容领域。2016 年 1 月 22 日，FDA 批准了 Botox 用于治疗下肢痉挛，至此肉毒毒素在全球范围内被 88 个国家批准了 29 个适应症。



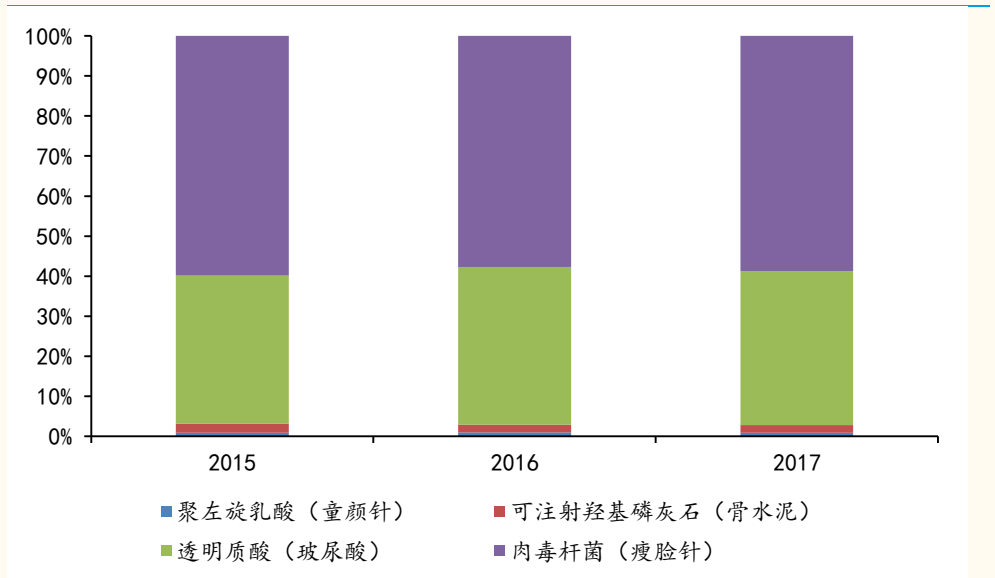
图表 86：不同国家和地区批准的适应症

适应症	英国	美国	澳大利亚	中国台湾	日本	印度	加拿大	中国
皱眉纹								
眼眶痉挛								
面肌痉挛								
鱼尾纹								
前额纹								
痉挛性斜颈								
脑卒中后上肢痉挛								
脑卒中后下肢痉挛								
腋窝多汗症								
手掌多汗症								
痉挛性脑瘫								
慢性偏头痛								
膀胱过度活动								
神经源性膀胱								
斜视								

来源：公开资料，国金证券研究所

- 全球市场肉毒毒素品类使用率最高：**肉毒毒素注射主要用于肌肉痉挛和除皱，是一种可逆的、反复消费的“快餐美容”产品。肉毒毒素在医美方面的应用主要是肌肉痉挛和除皱，由于肉毒毒素对肌肉的作用是暂时和可逆的，注射效果维持时间一般为 3-6 个月，在皱纹复发和肌肉增大后可再次注射，时隔时间一般在 6 个月左右。肉毒毒素在美容适应症的使用剂量一般在 100U 以下，能够保持较高的安全性，具备微整形的快餐式消费特点。根据 ISAPS 资料显示，2017 年全球整形注射类治疗项目中肉毒杆菌注射是最受欢迎的美美容注射项目，使用频次接近 60%。

图表 87：2017 年全球非手术医疗美容注射剂使用情况



来源：ISAPS，国金证券研究所

- 中国正规渠道肉毒毒素市场规模约在 10-15 亿元之间，**目前国内批准上市的肉毒毒素产品仅有兰州生物制品研究所生产的衡力和美国艾尔建生产的保妥适 Botox。保妥适定位高端人群，定价一般在衡力的 3-5 倍。衡力多定位为中高端群体，定价亲民，但因辅助赋形剂、生产工艺等方面的差异，保妥适无论是效果还是安全性均优于衡力。



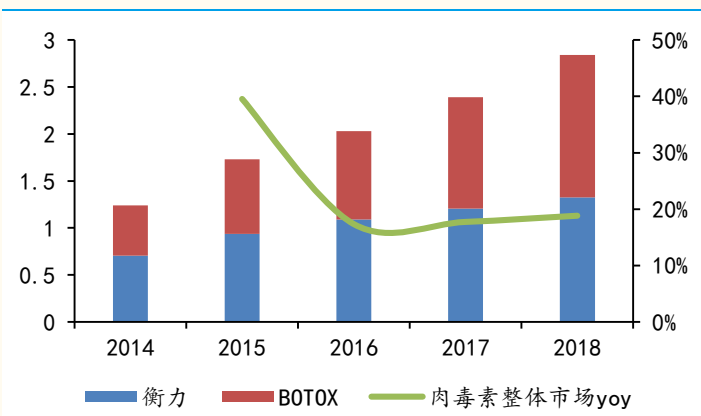
图表 88：中国已上市合法肉毒素产品比较

	BOTOX®	衡力™
品牌	全球最知名	唯一国产
生产工艺	真空干燥	冻干法
	不易产生抗体，患者不易因产生肉毒素抗体而失去抗皱效果。	较易产生类毒素，患者可能产生肉毒素抗体而失去抗皱效果。
辅料	人血白蛋白	明胶（动物来源）
	不容易产生过敏反应	较易产生过敏反应
医疗美容适应症批准	国际 FDA、CFDA	国内CFDA
分子量	900kDa	500-900kDa
弥散范围	5mm	10mm
	适合精准去皱，不易引起其他部位的表情僵硬	更适合瘦肩、瘦腿精准度要求较低的部位
效价 (ED <sub>50</sub> ±SEM)	3.4±0.3单位/kg	5.7±0.3单位/kg
BOTOX标准注射方法疗效和安全性综合评估	★★★★★	★★★★
其他注射方法疗效和安全性综合评估	★★★	★★
价格	★★	★★★★★
“偏侧面肌痉挛和眼睑痉挛”适应症获批时间	1999年	1997年
“改善成人中重度眉间纹的暂时性治疗”适应症获批时间	2012年	2009年

来源：WIND, CNKI, 公开资料, 国金证券研究所

- 由于较好的疗效和安全性，保妥适后来居上，目前保妥适的市场份额由2014年的43%增加到2018年的53%超过了衡力，占据主要的市场地位。

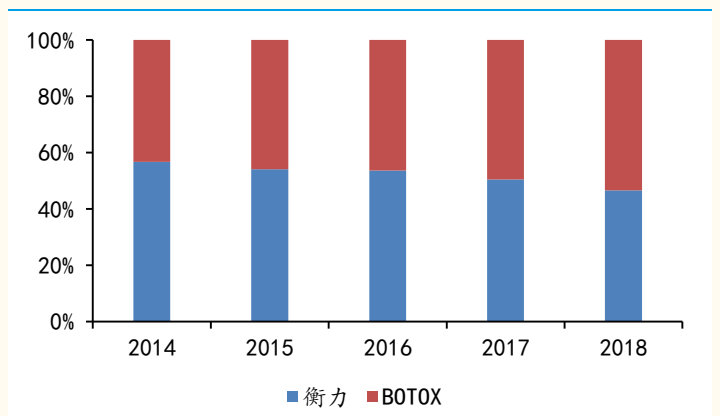
图表 89：中国肉毒素销售额（亿元）



注：该数据仅为样本医院销售额，可能与实际销售情况有较大差异，仅供逻辑参考

来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 90：肉毒素市场竞争格局



注：该数据仅为样本医院销售额，可能与实际销售情况有较大差异，仅供逻辑参考

来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

■ 华熙生物联合韩国肉毒素企业，进军中国市场

- Medytox Inc 公司是全球第四家成功研发出肉毒素的公司，在韩国市场中超过 BOTOX 占据最大的市场份额，并且在 20 多个国家和地区批准上市。华熙生物于 2015 年开始与其成立合资公司，主要开展肉毒素在中国的产品研发、临床试验及产品注册。华熙生物持有该合资公司 50% 的股权，并拥有合资公司第一代产品在中国大陆地区的独家代理权。
- 目前市面上，中国获批的肉毒素仅有美国艾尔建公司生产的高端定位 botox，以及低端定位的国产兰州衡力。价差在每 100 单位（约一次一个地方使用量）2000 元人民币左右。Neuronox 的进入，能弥补中国肉毒素市场缺少中端产品的局面。华熙生物在该领域已经储备多年，2016-2018 年累计投入达到 5000 万港币，未来肉毒素产品的获批上市将有望公司增长增添新的动力。

图表 91：韩国肉毒素厂商 MEDYTOX 发展历程

时间	重要事件
2000年5月	成立
2006年	Medytox肉毒毒素Neuronox获韩国食品药品监督管理局批准上市
2013年9月	艾尔建Allergan与Medytox签署3.62亿美元授权协议，获得其 <b>第二代肉毒毒素</b> 韩国区以外的全球独家研发与销售权
2015年2月	Medytox与曜亚国际合资成立台湾美德妥（Medytox Taiwan）
2015年7月	与华熙生物在香港成立合资公司Medybloom，占50%股份。主要在中国从事Medytox旗下 <b>第一代肉毒毒素产品Neuronox（韩国市占率第一的肉毒素）</b> 的销售
2018年2月	Medytox向CFDA提交了肉毒毒素新药申请，若获批将成为中国第三个获批的肉毒素。

来源：公开资料，国金证券研究所

功能性护肤品业绩增长指日可待

护肤系列打造公司增长第二级

■ 多品牌满足不同需求

- 随着透明质酸的产业化和技术发展，拥有不同物理与生物特性的透明质酸和透明质酸衍生物推向护肤与彩妆市场，如超低分子透明质酸钠（<10kDa）、透明质酸钠交联聚合物、乙酰化透明质酸钠（AcHA）、油分散透明质酸钠、透明质酸钠络合物等，被广泛应用于护肤精华、口红、水乳膏霜、面膜、喷雾等。公司依托原料药业务为基础，开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等皮肤问题的功能性护肤品。
- 公司旗下拥有“润百颜（BIOHYALUX）”、“BIO-MESO”、“丝丽（CYTOCARE）”、“米蓓尔（MEDREPAIR）”、“润月雅（PLUMOON）”、“夸迪（QUAD 透明质酸）”、“德玛润”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、喷雾等。

图表 92: 公司功能性护肤品产品线

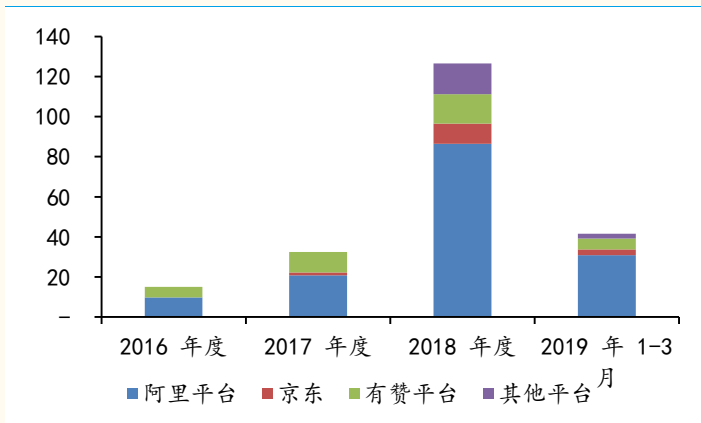
品牌	产品名称	图片	产品说明	产品类型
润百颜护肤	润百颜蜂巢玻尿酸紧致次抛原液		富含两种酵母精粹（二裂酵母发酵产物精萃+酵母提取物）协同人体同源蜂巢玻尿酸，为肌肤注入紧致力量。	次抛系列
	润百颜玻尿酸修护水喷雾		专门为受损、敏感肌设计，特别适用于微整术后，晒后损伤，重敏感肌	修护系列
	润百颜蜂巢玻尿酸润唇膏		含油分散蜂巢玻尿酸，提高唇部含水量，配合多种亲肤性油脂，形成保护膜，使唇	水润系列
华熙宝熙	华熙颐宝洋甘菊舒缓次抛原液		舒缓肌肤敏感，修护损伤肌肤，改善皮肤干燥、粗糙、脆弱	次抛原液系列
德玛润	德玛润多重玻尿酸水润灌注液		嘭弹莹润，迎接鲜活滋养！多重透明质酸配比，高纯度水润愈活屏障，深入密集补水，舒缓干纹，细致丰盈。	灌注液系列
	德玛润紧颜鲜肌烟酰胺次抛原液		狙击时间损伤，重塑年轻肌底！多重透明质酸配比，丰盈弹力润泽肌底。均匀提亮，减弱细纹。	次抛系列
O M B 肌 E i 活 S o	Bio-MESO肌活盈弹水光动力肌底液		功效：补水、保湿	动力肌底液系列
	Bio-MESO肌活玻尿酸脂质体修护面膜		皮脂膜修护，肌肤深度补水，肌肤唤醒赋能	面膜系列
润月雅	青春御龄精粹液		改善肌肤粗糙，修复肌肤，配合多种氨基酸，保持肌肤水分弹性；长期保湿，令肌肤呈现细腻光滑、紧致弹润状态	精粹液系列
	四维玻尿酸滋养液		由大中小微四维玻尿酸精准复配，多肽等多种有效成分直达肌底激活年轻态，改善岁月痕迹	滋养液系列

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 发力主流电商渠道，进入加速放量阶段

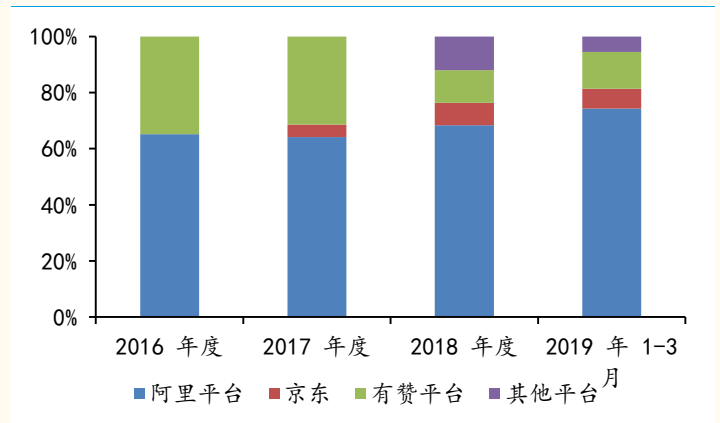
- 公司通过加大营销力度以及大力发展电商渠道等方式促使产品快速放量，其中面膜产品 2016-2018 年销售额 CAGR 达 67%，次抛原液产品 2016-2018 年销售额 CAGR 高达 117%。

图表 93: 公司电商收入的情况及变动情况(百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 94: 公司主流电商渠道销售占比逐渐加大



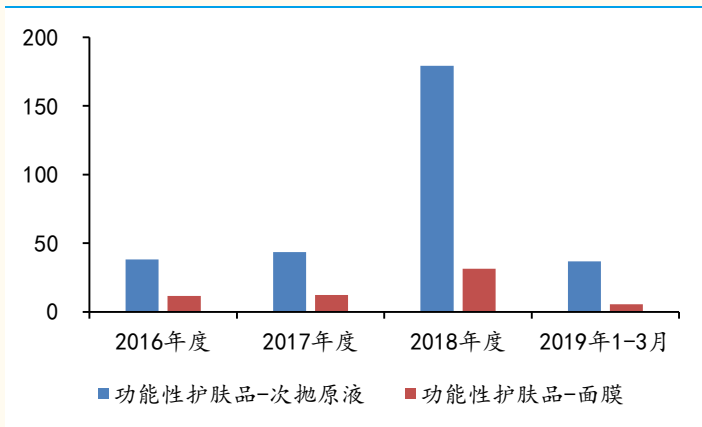
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 95：公司大力发展线上销售渠道

销售渠道		模式介绍	此渠道主要客户
线下销售	经销	主要客户为授权法人，个人客户较少。双方约定进货价格、销售价格	授权法人
	直销	主要客户为医疗美容机构。双方约定进货价格，按客户指定交付地点交货。产品供客户本单位经营使用	医疗美容机构
线上销售	经销	主要客户为线上经销商，为授权单位或个人，通过互联网和平台进行销售，包括但不限于淘宝CC店、微博、微信、陌陌、独立运营APP。双方约定进货价及销售价格，客户以包销方式销售。	高平（淘宝店主）
	电商平台入仓模式	公司与京东、小红书辣妈学院等等CB2C电商平台签署商品买卖合同，先行将商品销售给电商平台，电商平台再将商品销售给终端消费者	上海佑荟商贸有限公司（李员宝）
			王琳（淘宝店主）
			京东自营
			小红书（润百颜品牌店）
	直销	线上CB2C模式。主要通过在天猫、淘宝、有赞等电商平台开设的线上旗舰店或者通过自有线上平台直接向消费者销售商品。通常情况下，终端消费者直接通过电商平台下达订单、向第三方支付平台或电商平台支付货款后，公司发货，在相关条件满足后公司收取货款	辣妈学院（润百颜品牌店）
天猫（润百颜旗舰店） 淘宝（润百颜护肤品） 有赞（润百颜护肤品商城）			

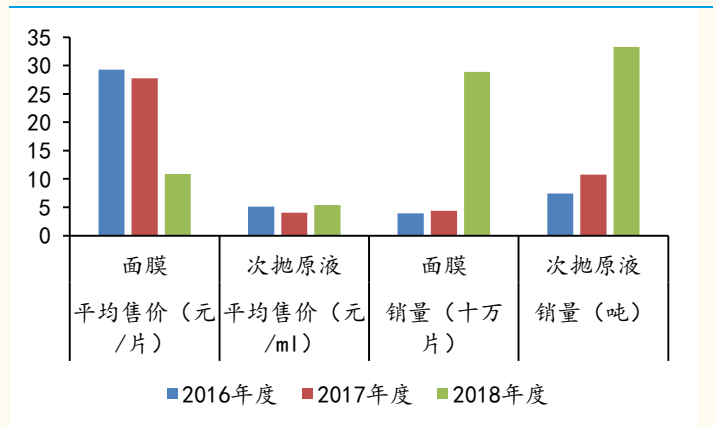
来源：国金证券研究所

图表 96：公司功能护肤品销售额（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 97：功能性护肤品销售量与平均售价




来源：公司公告，国金证券研究所

### 次抛原液：明星产品，依托原料药优势品质取胜

- **次抛原液高端功能性护肤品**：公司利用在生物医药行业多年的技术和经验积累，采用吹灌封一体化技术开发生产了一系列具有不同功效的无菌、无防腐剂的小包装“透明质酸次抛原液”产品（0.5-10ml/支）。次抛特殊 BFS 注塑罐装封口一体，能最大限度的保留原液的活性，开封即用保证了原液的新鲜，避免了精华成份长时间接触空气、变质，阻隔细菌滋生，方便携带。
- **产品梯队满足不同层次消费者需求**：华熙生物透明质酸功能护肤品定位高端，润百颜系列次抛原液价格处于头类产品头部，此外，公司针对细分市场人群推出了价格较低的夸迪 5D 次抛原液，满足不同层次消费者的需求。



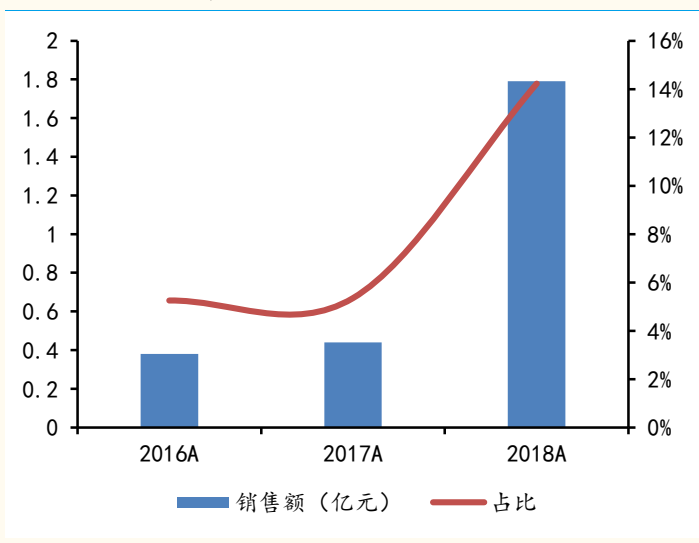
图表 98：次抛原液品牌对比

品牌	产品名称	成分	功能	上市日期	价格 (元/ml)	规格	图片
润百颜	水润次抛原液	玻尿酸	舒缓肌肤干燥紧绷感，有助淡化细纹，减缓日光、空气污染等带来的肌肤伤害	2016年		30ml	
	紧致次抛原液	玻尿酸，多种氨基酸、矿物质的酵母提取物	适合皮肤屏障受损肌肤的即刻修复使用，能改善脆弱、粗糙，调整肌肤状态	2017-5月		5ml	
云滋泉	云滋泉精纯玻尿酸水润次抛原液	透明质酸+酵母发酵产物提取物+甜菜碱	“酵母发酵产物提取物”浓度高达0.07%，对修复肌肤代谢机制，迅速改善皮肤状态，重现肌肤青春活力；甜菜碱抑菌消炎、保湿抗衰。	2018年		28g	
夸迪	夸迪5D玻尿酸清润次抛原液	透明质酸钠	增加皮肤弹性、补水、保湿、水油平衡（5D水通道蛋白技术）	2018年		2ml (7ml)	
梵蜜琳	梵蜜琳玻尿酸原液次抛面部精华	透明质酸钠，意大利蜡菊提取物，铁皮石斛茎提取物，蚕丝胶原蛋白	补水、保湿、紧致肌肤、水润饱满	2018年		30ml	
悦尔芙	胶原玻尿酸次抛原液	胶原原液（人源胶原蛋白），玻尿酸，医用甘油	痤疮、粉刺、痘痕、色素沉淀，闭合性软组织损伤降温冷敷	2017-2018年		10支 (1g/支)	

来源：润百颜等品牌旗舰店，国金证券研究所

- 次抛原液是新生高端功能护肤品，因其具有面霜、眼霜、化妆水、补水喷雾、面膜液等多重功效，逐渐成为爱美人士的刚需。公司次抛原液背靠强大优质原料药支持，主打高端高质路线，无论是成分配比、使用效果还是价格，都全方位媲美国际一线大牌。
- 营销策略方面，公司一方面通过主流高端媒体打造产品高端形象，如在央视投放广告。“华熙生物，我就要闪耀。”华熙生物 10 秒、15 秒品牌形象广告片分别亮相 CCTV-1《18 点精品节目》、CCTV-新闻《新闻直播间》，借助央视的权威性推广玻尿酸，宣传其作为玻尿酸龙头企业的地位，让更多的消费者知道华熙生物。另一方面，公司采用具备美妆话语权的流量明星推荐方式，为公司打开受众面的广度。

图表 99：2018 年次抛原液销售额迅速增加



图表 100：润百颜获众多流量明星推荐

2016 年黄晓明夫妇将润百颜作为婚礼伴手礼



2018 年著名美妆带货明星推荐润百颜次抛原液



首先呢，上车之前我要先把整个妆都卸干净，拍上爽肤水，上车以后先用精华油按摩个十分钟左右，怎么按摩呢？先用手按五分钟到十分钟，让精油渗透到皮肤里面，然后再用Rafa这个按摩滚轮（新出的哟！），反复做向上提升的提拉动作，推个五到十分钟。推完脸上的油也就吸收得差不多了，这个时候再涂一支或者两支玻尿酸精华。之后就可以开始敷面膜了。

来源：问询函回复文件，国金证券研究所

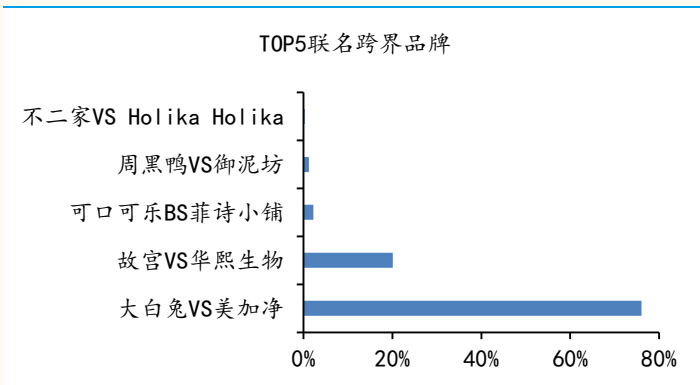
来源：公开信息，国金证券研究所

## 依托故宫超级 IP，提升公司品牌影响力

### ■ 爆款“故宫口红”迅速打开公司知名度

- 目前本土化妆品品牌的发展，越来越注重与传统文化的结合，如国货佰草集主打“现代中草药古方个人护理专家”，百雀羚在三生花系列产品包装主打中国风。而华熙生物借用故宫这一超级 IP，为公司功能性护肤品植入中华传统文化元素，迅速打造美妆市场知名度。2018 年 10 月 29 日，故宫博物院与北京海御就“故宫系列”达成共识并签署了《故宫博物院品牌合作合同》，故宫博物院同意与北京海御及其所属集团就其制作的“故宫系列”唇膏和口红、面膜进行品牌合作。合同有效期自 2018 年 11 月 10 日至 2021 年 11 月 9 日。
- 2018 年，公司以“油分散透明质酸铵”为核心原料，从故宫国宝瓷器中选择色号，与故宫博物院推出网红爆款“故宫口红”。故宫系列”口红产品 2018 年和 2019 年 1-3 月实现销售收入分别为 67.56 万元和 2416.30 万元。根据 360 大数据，公司与故宫联名推出的彩妆位居第二，成功推高公司产品知名度，有助于公司通过明星产品吸引客流，由此带动其他产品销售，提高连带销售量。

图表 101：2018 年化妆品的跨界合作流量增长 77 倍



来源：360 大数据，国金证券研究所

图表 102：公司成功利用故宫元素打响公司知名度



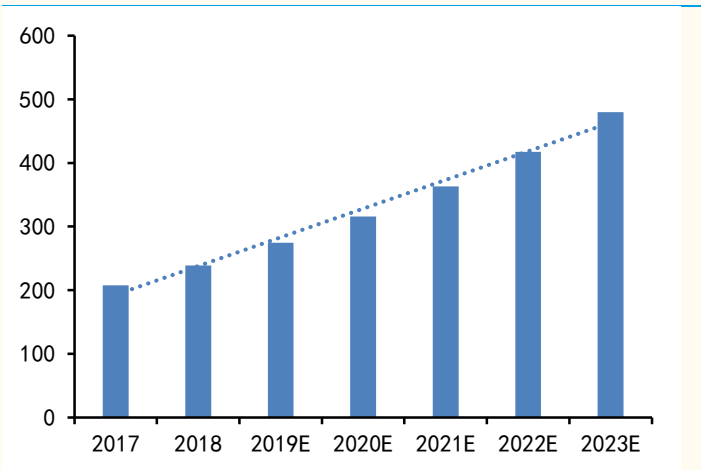
来源：公司官网，国金证券研究所

## 效果佳+价格亲民+低成本，促进公司面膜系列快速放量

- 我国面膜市场已经进入成熟期，成为全球最大面膜市场。2012-2017 年中国面膜市场处于高速发展期，年均复合增长率高达 15.8%，高于化妆品整体超 7pct，2017 年突破 207 亿元。
- 预计随着人均收入的稳定增长和美丽经济的普及，电商渠道增强购买便利性，微商培养面膜使用习惯，对标日韩，预期中国面膜使用频次和渗透率将进一步提升。未来五年内，我国面膜市场规模年均增速仍将保持约为 15% 的增速。

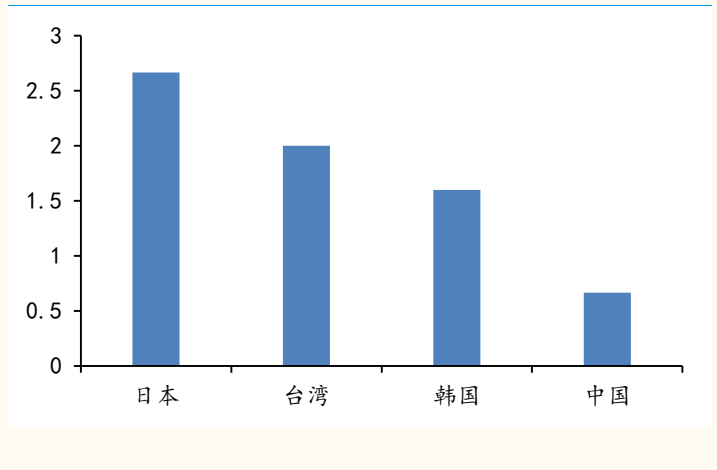


图表 103: 我国面膜市场规模 (亿元)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 104: 面膜使用频次/月

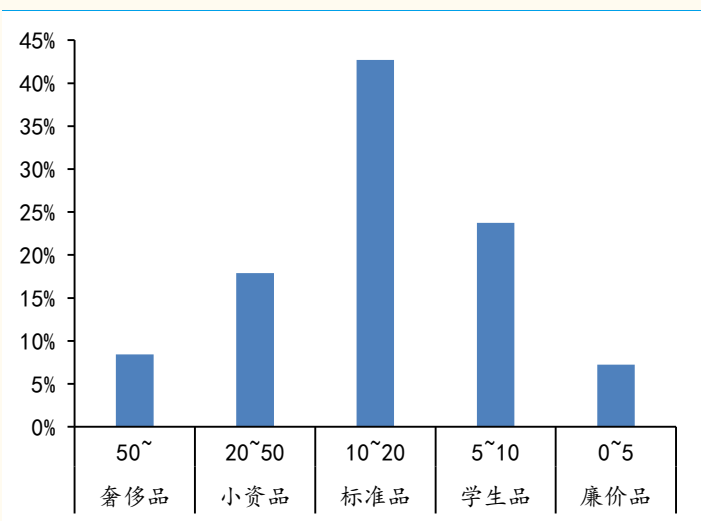


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

■ 对标大众市场定价亲民, 获取更广阔的市场空间

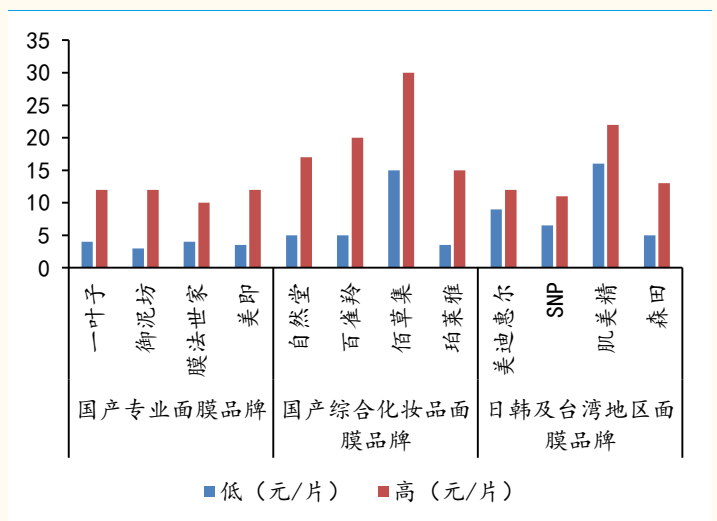
- 相对于口红, 口红可以在人前使用, 而面膜偏向于居家自用, 使得面膜带来的时尚感不及口红强烈。因此, 公司在面膜上选择低价、网红策略需要更符合消费者偏好才能收到更好效果。
- 国产专业面膜品牌主要包括电商起家的“淘品牌”与综合化妆品集团衍生的专业品牌, 价格定位较低, 贴片面膜定价多为 3-12 元/片。
- 国内各大综合化妆品企业, 如百雀羚、韩后、自然堂等, 凭借原有品牌知名度、成熟的渠道铺设及雄厚的资金保障, 相继进入面膜市场。国产综合品牌面膜线增长迅速, 在大众市场与国产专业面膜品牌形成分庭抗礼之势。该类面膜价格区间在 5-30 元/片之间, 整体略高于专业品牌, 与日韩及台湾品牌性价区间相近。

图表 105: 面膜产品不同价格消费者接受程度



来源: 前瞻经济学人, 国金证券研究所

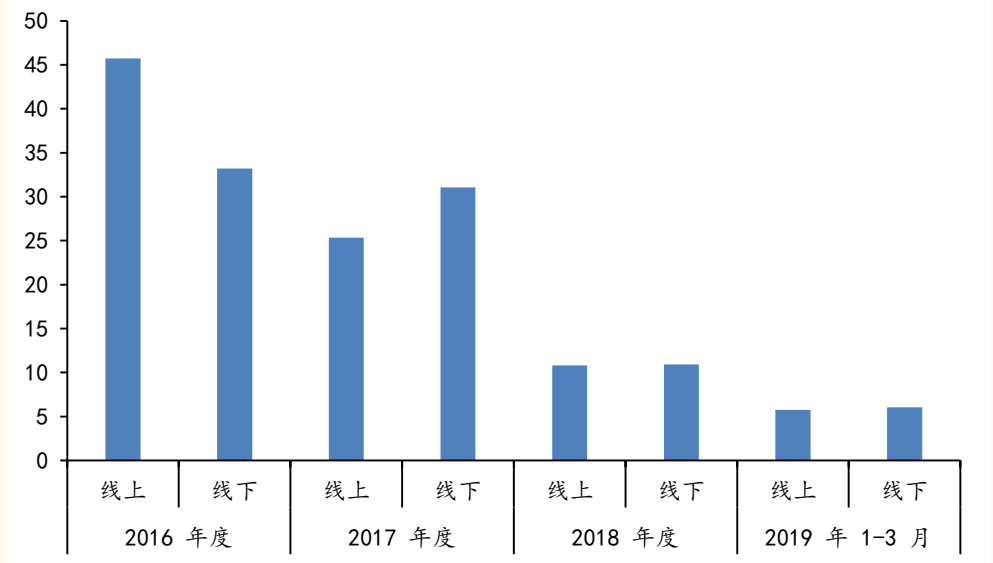
图表 106: 国内主要品牌贴片面膜价格区间



来源: 公开资料, 国金证券研究所

- 公司的面膜产品发力较晚, 2B 端知名度尚未转化 2C 端, 品牌附加值较小, 需求弹性较高。公司降低定价有利于进入更广阔市场, 以价换量效果显著。

图表 107: 公司面膜定价逐年下降, 扩大受众范围 (元/张)

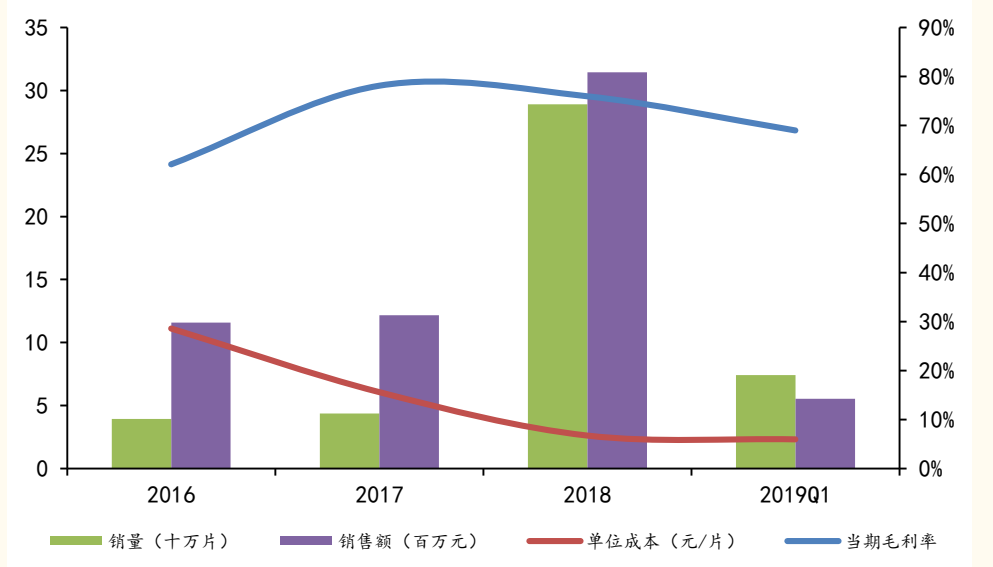


来源: 证监会问询函回复文件, 国金证券研究所

■ 一体化产生的低成本优势

- 面膜生产作业常用的贴片型面膜生产成本主要包括面膜纸、精华液、产品包装和加工费用。综合面膜材质、灌装、加工包装等开支, 单片面膜成本约在 2-10 元之间。
- 根据相关上市公司年报, 御家汇等品牌厂商毛利率在 55%-65%之间; 中端制造企业毛利率在 25-35%之间, 原料厂商毛利率在 15%-20%之间。

图表 108: 面膜系列产品以价换量战略效果明显, 且毛利率稳定于高位



来源: 证监会问询函回复文件, 国金证券研究所

■ 透明质酸塑造产品差异性

- 在化妆品产品中加入特定的功效是进行差异化竞争的有效方式之一。世界知名品牌 SK-II 利用独有专利成分 Pitera 独占鳌头，法国化妆品品牌雅漾以其独有的抗敏感概念广受消费者喜爱。公司对透明质酸的研发具有技术优势，有利于产品差异化竞争。

## 盈利预测与投资建议

### ■ 盈利预测：

- 玻尿酸原料业务板块：我们将其分为医药级 HA（包含注射级和眼液级原料）和非医药级 HA，考虑到外资竞争对手的退出，医药级 HA 未来维持三年 CAGR 约 20-25% 较高增速，非医药级 HA 维持三年 CAGR 约 15-20% 增速。
- 医疗终端业务板块：面部医疗产品预计未来由于产品竞争力可获得略高于行业增速的三年 CAGR 约 40% 增速；骨科及眼科产品由于体量较小，未来依然可维持较高增速。
- 功能性护肤品业务板块：考虑到产品本身成分属性、成本优势、渠道战略等多方面因素影响，未来三年仍有望 CAGR 增速高于 50%，预计未来仍需新品维持超高增速。
- 因此，考虑到玻尿酸原料药业务稳定增速，医疗终端板块稳定较高增长，以及功能性护肤品短期超高增速，我们给予 2019-2021 年归母净利润约 6.2/8.3/10.6 亿，对应增速分别为 46.5%/33%/28%。我们给予“买入”评级。

图表 109：公司收入拆分及预测

收入预测：	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>玻尿酸原料业务 (亿元)</b>	<b>4.6</b>	<b>5.1</b>	<b>6.5</b>	<b>7.9</b>	<b>9.3</b>	<b>10.8</b>
医药级 HA	1.8	1.7	2.2	2.7	3.3	3.9
非医药级 HA	2.8	3.4	4.3	5.2	6.0	6.9
<b>医疗终端业务 (亿元)</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>3.1</b>	<b>4.6</b>	<b>6.2</b>	<b>8.2</b>
皮肤类医疗产品	1.7	1.7	2.5	3.5	5.0	6.7
非皮肤类医疗产品	0.2	0.3	0.7	1.0	1.2	1.5
<b>功能性护肤品 (亿元)</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>2.9</b>	<b>6.1</b>	<b>9.8</b>	<b>14.8</b>
<b>其他</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
<b>YoY</b>						
<b>玻尿酸原料业务增速</b>		<b>11%</b>	<b>28%</b>	<b>22%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
医药级 HA		-5%	31%	25.1%	20.2%	19.8%
非医药级 HA		21%	27%	20.2%	14.9%	14.7%
<b>医疗终端业务增速</b>		<b>3%</b>	<b>59%</b>	<b>46%</b>	<b>36%</b>	<b>32%</b>
皮肤类医疗产品		-1%	45%	44.6%	40.4%	34.8%
非皮肤类医疗产品		31%	140%	49.7%	20.3%	19.6%
<b>功能性护肤品增速</b>		<b>49%</b>	<b>205%</b>	<b>110.8%</b>	<b>60.4%</b>	<b>50.5%</b>
<b>其他</b>		-11%	-52%	0%	0%	0%

来源：国金证券研究所

■ 估值:

- 我们主要采用市盈率法 (PE)，并参考了市销率法 (PS) 对公司进行了估值，参照可比公司，取 2020 年合理估值区间为 30-35 倍 PE，2020 年目标价约 51.6-60.2 元，目标市值约 248-289 亿元。
- 选择的可比公司及选择理由分别为：(1) 安科生物，该公司主要从事生物类似药物相关研发、生产及销售，拥有自主知识产权，并具备相关产业化能力，在细分行业当中处于前列，有较好的竞争地位，与华熙生物的行业地位较为匹配。(2) 景峰医药及昊海生科，在玻尿酸系列产品上与公司医疗端产品有一定相似性，所以选其作为可比公司。(3) 珀莱雅及上海家化，这两家化妆品龙头的业务，与公司功能性护肤品较为相似，故选其作为可比公司。
- PE 估值：参照可比公司的 PE 估值，考虑到公司玻尿酸原料优势、下游产品成本优势，以及功能性化妆品的爆款品种，我们给予 2020 年 30-35 倍 PE，2020 年目标价约 51.6-60.2 元，目标市值约 248-289 亿元。

图表 110: 可比公司 PE 估值及公司目标估值表格

代码	名称	股价 (元)	EPS			扣非PE	PE				扣非-亿元				归母净利润-亿元				市值	总股本
			2018A	2019E	2020E		2018A	2018A	2019E	2020E	2018A	2018A	2019E	2020E	2018A	2018A	2019E	2020E		
300009.SZ	安科生物	15.87	0.26	0.33	0.47	48.96	61.04	48.09	33.77	2.69	2.63	3.47	4.91	167.00	10.50					
000908.SZ	景峰医药	3.84	0.21	0.17	0.18	23.49	18.29	22.59	21.33	1.66	1.87	1.54	1.59	33.78	8.80					
688366.SH	昊海生科	89.86	2.59	2.56	3.04	39.43	34.69	35.10	29.56	3.76	4.15	4.56	5.40	160.00	1.78					
603605.SH	珀莱雅	93.90	1.43	1.92	2.41	31.48	65.66	48.91	38.96	2.78	2.87	2.87	4.85	189.00	2.01					
600315.SH	上海家化	33.46	0.81	1.05	1.12	39.53	41.31	31.87	29.88	4.57	5.40	7.07	7.51	225.00	6.71					
平均值			1.06	1.21	1.44	36.58	44.20	37.31	30.70	3.09	3.38	3.90	4.85	154.96						
688363.SH	华熙生物	47.79	0.99	1.29	1.72	48.54	48.52	37.05	27.78	4.24	4.24	6.21	8.26	229.39	4.80					
目标价与估值		51.60												247.68	4.80					
		60.20												288.96	4.80					

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 部分预测参照 wind 一致盈利预测。

- PS 估值 (辅助): 参照可比公司的 PS 估值，另 PS 估值区间仅作为参考估值区间。考虑到公司玻尿酸原料优势、下游产品成本优势，以及功能性化妆品的爆款品种，我们给予 2020 年 9-10 倍 PS 估值区间，对应目标价为 47.55-52.83 元，目标市值约 228-254 亿元。

图表 111: 可比公司 PS 估值及公司目标估值表格

代码	名称	股价 (元)	每股销售收入			PS			销售收入亿元			市值	总股本
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
300009.SZ	安科生物	15.87	1.39	1.70	2.16	11.40	9.31	7.36	14.62	17.90	22.66	167.00	10.50
000908.SZ	景峰医药	3.84	2.94	2.11	2.29	1.31	1.82	1.68	25.86	18.57	20.16	33.78	8.80
688366.SH	昊海生科	89.86	8.76	9.85	11.46	10.26	9.13	7.84	15.58	17.51	20.38	160.00	1.78
603605.SH	珀莱雅	93.90	11.73	14.83	18.13	8.01	6.33	5.18	23.61	29.85	36.49	189.00	2.01
600315.SH	上海家化	33.46	10.63	11.49	12.67	3.15	2.91	2.64	71.38	77.12	85.06	225.00	6.71
平均值			7.09	8.00	9.34	6.82	5.90	4.94	30.21	32.19	36.95	154.96	
688363.SH	华熙生物	47.79	2.63	3.90	5.28	18.16	12.27	9.05	12.63	18.7	25.36	229.39	4.80
目标价与估值		47.55										228.24	4.80
		52.83										253.60	4.80

来源: 国金证券研究所

注: 部分预测参照 wind 一致盈利预测。

## 风险提示

- 存货周转的风险：公司存货较高，未来医疗端及化妆品产品占比逐步提升，存在存货周转率较大波动的风险。
- 行业竞争格局变差：公司下游品种，尤其功能性护肤品，竞争企业较多，未来竞争格局可能加剧，存在较大波动性。
- 费用率提升，影响利润增速风险：公司下游医疗端产品及功能性护肤品产品需要较多营销费用投入，未来随着公司下游品种收入占比进一步提升，营销费用也将随之大幅增加，费用多投可能影响利润增速，存在不确定性。
- 毛利率下降风险：医疗端产品和功能性护肤品随着竞争加剧，价格可能下降，毛利率存在下降风险。
- 医药行业政策风险：公司下游医疗端品种可能受到医药行业政策影响，医药控费政策对于医疗端品种的影响存在不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>733</b>	<b>818</b>	<b>1,263</b>	<b>1,870</b>	<b>2,536</b>	<b>3,382</b>	货币资金	558	332	854	3,467	4,016	4,926
增长率		11.6%	54.4%	48.0%	35.6%	33.3%	应收款项	262	282	236	309	419	559
主营业务成本	-166	-201	-254	-383	-535	-739	存货	152	140	177	311	435	601
%销售收入	22.6%	24.5%	20.1%	20.5%	21.1%	21.8%	其他流动资产	10	416	30	38	53	74
毛利	567	617	1,010	1,487	2,001	2,643	流动资产	981	1,170	1,297	4,126	4,923	6,160
%销售收入	77.4%	75.5%	79.9%	79.5%	78.9%	78.2%	%总资产	58.3%	62.1%	62.6%	80.1%	80.2%	83.1%
营业税金及附加	-15	-19	-27	-25	-34	-46	长期投资	0	0	15	15	15	15
%销售收入	2.1%	2.3%	2.2%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	386	378	462	668	765	754
销售费用	-107	-125	-284	-486	-685	-930	%总资产	22.9%	20.1%	22.3%	13.0%	12.5%	10.2%
%销售收入	14.6%	15.3%	22.5%	26.0%	27.0%	27.5%	无形资产	70	165	242	342	438	484
管理费用	-110	-175	-170	-262	-355	-473	非流动资产	703	713	774	1,024	1,218	1,252
%销售收入	15.0%	21.4%	13.4%	14.0%	14.0%	14.0%	%总资产	41.7%	37.9%	37.4%	19.9%	19.8%	16.9%
研发费用	0	0	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>1,684</b>	<b>1,883</b>	<b>2,071</b>	<b>5,149</b>	<b>6,141</b>	<b>7,412</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	220	0	40	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	335	298	529	714	927	1,194	应付款项	93	102	99	264	369	507
%销售收入	45.7%	36.5%	41.9%	38.2%	36.6%	35.3%	其他流动负债	70	79	152	171	232	308
财务费用	7	-16	23	43	77	93	流动负债	383	182	291	435	601	814
%销售收入	-1.0%	1.9%	-1.8%	-2.3%	-3.1%	-2.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-8	0	-1	-3	-1	-2	其他长期负债	41	64	62	22	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>424</b>	<b>245</b>	<b>354</b>	<b>457</b>	<b>623</b>	<b>836</b>
投资收益	10	15	10	10	10	10	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,261</b>	<b>1,638</b>	<b>1,717</b>	<b>4,693</b>	<b>5,518</b>	<b>6,576</b>
%税前利润	2.9%	5.4%	2.0%	1.3%	1.0%	0.8%	其中：股本	89	89	430	480	480	480
营业利润	320	284	524	764	1,013	1,295	未分配利润	748	957	333	954	1,780	2,837
营业利润率	43.7%	34.8%	41.5%	40.9%	40.0%	38.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	9	0	-9	-10	-10	-10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,684</b>	<b>1,883</b>	<b>2,071</b>	<b>5,149</b>	<b>6,141</b>	<b>7,412</b>
税前利润	330	284	515	754	1,003	1,285	<b>比率分析</b>						
利润率	45.0%	34.7%	40.8%	40.3%	39.6%	38.0%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-60	-62	-91	-133	-178	-227	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.3%	21.8%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	每股收益	3.034	2.503	0.985	1.293	1.721	2.203
净利润	269	222	424	621	826	1,057	每股净资产	14.197	18.442	3.990	9.767	11.486	13.687
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.722	3.867	1.028	1.365	1.673	2.114
归属于母公司的净利润	<b>269</b>	<b>222</b>	<b>424</b>	<b>621</b>	<b>826</b>	<b>1,057</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	36.8%	27.2%	33.6%	33.2%	32.6%	31.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	21.37%	13.57%	24.68%	13.23%	14.97%	16.08%
							总资产收益率	16.00%	11.80%	20.47%	12.06%	13.45%	14.27%
							投入资本收益率	18.47%	14.20%	24.70%	12.52%	13.83%	14.94%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	N/A	11.58%	54.41%	48.04%	35.62%	33.35%
							EBIT 增长率	N/A	-10.94%	77.32%	35.00%	29.85%	28.77%
							净利润增长率	#DIV/0!	-17.50%	90.70%	46.48%	33.02%	28.05%
							总资产增长率	N/A	11.81%	9.98%	148.64%	19.26%	20.69%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	44.7	74.1	51.3	50.0	50.0	50.0
							存货周转天数	167.0	265.7	228.0	300.0	300.0	300.0
							应付账款周转天数	77.4	122.0	90.0	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	183.9	166.9	108.7	74.5	61.8	45.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-26.78%	-20.29%	-47.39%	-73.88%	-72.77%	-74.91%
							EBIT 利息保障倍数	-44.8	19.2	-22.8	-16.5	-12.0	-12.9
							资产负债率	25.15%	13.03%	17.07%	8.87%	10.14%	11.28%

来源：公司年报、国金证券研究所



**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH