

华熙生物 (688363)

证券研究报告

2019年11月17日

透明质酸优质赛道龙头，供需双振增长亮眼

全球透明质酸龙头。公司成立于2000年，2019年11月6日于科创板上市。公司是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。凭借微生物发酵和交联两大技术平台，建立从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。

原料产品以透明质酸为核心，广泛用于医药、化妆品、食品领域。公司依托生物发酵技术平台，拥有以透明质酸为核心的一系列生物活性物产品，透明质酸产品包括医药级、外用级和食品级三大品类，规格近200个。其他生物活性物产品包括γ-氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等。

核心技术产业化能力强，营收、业绩增长稳健。公司营业收入从2016年度到2019H1依次为7.33亿元、8.18亿元、12.63亿元和8.09亿元，2017年度到2019H1同比增速分别为11.58%、54.41%、44.33%，保持着较高的增长速度。2018年收入较上一年度增幅较大，主要归因于公司组织架构调整、引进高端人才的发展战略以及新技术新产品推广的带动作用。净利润从2016年度到2019H1依次为2.69亿元、2.22亿元、4.24亿元、2.65亿元，2017年到2019H1同比增速分别为-17.50%、90.70%、39.98%。

核心竞争力：凭借微生物发酵、交联两大科技平台，实现四大技术突破。公司已申请专利109项，获得多项国家级、省部级奖项，并逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至多种生物活性物质、医疗终端产品和功能性护肤品，覆盖透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司未来营收增长稳健，分业务看：
 ①原料产品：公司在透明质酸原料领域的技术优势突出，品质优势凸显，未来增速水平有望维持在15%左右；
 ②医疗终端产品：消费者对医美接受度提升，透明质酸在医疗领域应用愈加广泛，未来增速水平有望维持在40%左右；
 ③功能性护肤品：国内消费者健康护肤意识逐步增强的背景下，公司逐步涉入各类功能性护肤品的研发、生产及销售，功能性护肤品有望在低基数水平下维持50%的增速水平。预计19-21年净利润分别为6.0/8.7/12.6亿元，对应PE为79.46/54.81/37.86。考虑到科创板估值溢价和新股溢价，给予公司2020年63XPE，对应市值548亿元，目标价114.03元/股。

风险提示：行业竞争加剧风险，新技术/产品替代风险，下游不当宣传风险，境外经营风险，经营资质续期风险

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	99.35元
目标价格	114.03元

基本数据

A股总股本(百万股)	480.00
流通A股股本(百万股)	45.67
A股总市值(百万元)	47,688.00
流通A股市值(百万元)	4,536.88
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	14.48
一年内最高/最低(元)	103.88/78.00

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	818.05	1,263.15	1,896.26	2,750.72	3,989.06
增长率(%)	11.58	54.41	50.12	45.06	45.02
EBITDA(百万元)	356.93	585.48	751.29	1,080.77	1,553.58
净利润(百万元)	222.27	423.86	600.19	869.98	1,259.63
增长率(%)	(17.50)	90.70	41.60	44.95	44.79
EPS(元/股)	0.46	0.88	1.25	1.81	2.62
市盈率(P/E)	214.55	112.51	79.46	54.81	37.86
市净率(P/B)	29.12	27.77	20.15	14.73	10.61
市销率(P/S)	58.29	37.75	25.15	17.34	11.95
EV/EBITDA	0.00	0.00	62.31	42.61	29.18

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 全球透明质酸龙头	4
1.1. 原料产品：透明质酸为核心	4
1.2. 医疗终端产品：经销商体系完善	5
1.3. 功能性护肤品：旗下品牌口碑较高，线下线上销售相结合	5
1.4. 实际控制人持股 65.86%，股权结构相对集中	6
2. 供需两端齐发力，透明质酸规模扩张	7
2.1. 供给端技术升级叠加需求端消费升级，透明质酸市场复合增速超 20%	7
2.2. 世界透明质酸生产&销售企业龙头	9
2.2.1. 透明质酸产业化能力世界领先，资质齐全全球市场覆盖能力强	9
2.2.2. 医疗终端产品渐放量，市场影响力提升	10
2.2.3. 功能性护肤品产品特质突出	12
3. 财务：各类产品增长稳健，开拓境外市场再添新动力	12
3.1. 收入端：核心技术产业化应用带动业绩持续增长	12
3.1.1. 分结构：各类产品增长态势良好	12
3.1.2. 分地区：中国市场为收入主要来源，国外市场有待开拓	12
3.2. 毛利率、净利率保持稳定增长态势	13
3.2.1. 原料产品：毛利率整体稳定且处于较高水平	14
3.2.2. 医疗终端产品：骨科注射液销售增长带动毛利提升	14
3.2.3. 功能性护肤品：加大营销力度，促进销售，提升毛利	15
3.3. 期间费用：费用管控合理，维持在稳定区间	15
3.3.1. 销售费用：市场扩张致销售费用持续攀升	16
3.3.2. 管理费用：管理效率提升带动管理费用率大幅下降	17
3.3.3. 财务费用：境外销售汇兑损益变动致财务费用率不断波动	17
4. 核心竞争力：依托微生物发酵、交联两大平台，产业化能力突出	18
4.1. 四大核心技术	18
4.1.1. 全球领先的微生物发酵技术	18
4.1.2. 全球领先的酶切技术和分子量精准控制技术	19
4.1.3. 国际先进的透明质酸“梯度 3D 交联”技术	19
4.1.4. 玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌技术	19
4.2. 研发力度不断加大，夯实技术壁垒	19
5. 盈利预测与估值	20

图表目录

图 1：华熙生物股权结构图	6
图 2：透明质酸技术发展历程	7
图 3：化妆品级透明质酸销量最高	7
图 4：各类透明质酸销量复合增速	7
图 5：17 年医疗健康行业市场规模 1.77 万亿美元	8

图 6: 护肤品市场规模稳步扩张.....	8
图 7: 高端化妆品增速高于大众化妆品增速.....	8
图 8: 18 年公司透明质酸原料产量市占率接近 36%.....	9
图 9: 化妆品级透明质酸市占率超过 40%.....	9
图 10: 18 年皮肤类医疗产品市占率为 11.5%.....	11
图 11: 18 年骨科注射液产品市占率为 9.1%.....	11
图 12: 分业务营收情况 (亿元) 及增速.....	12
图 13: 2016 年-2019Q1 主营业务收入产品结构.....	12
图 14: 按地区划分销售收入情况 (亿元).....	13
图 15: 2018 年销售收入地区构成情况.....	13
图 16: 公司综合毛利率及主要产品综合毛利率变动情况.....	13
图 17: 公司净利润 (亿元)、净利率变动情况.....	13
图 18: 原料产品毛利率细分产品类别情况.....	14
图 19: 医疗终端产品毛利率细分产品类别情况.....	15
图 20: 华熙生物期间费用率变动情况.....	15
图 21: 华熙生物分业务销售费用率.....	16
图 22: 销售费用主要子成分变动情况 (亿元).....	16
图 23: 核心技术及其介绍	18
图 24: 微生物发酵技术流程	19
图 25: 2018 年度公司研发费用构成.....	20
图 26: 公司研发人员数量及人均年工资变动情况.....	20
表 1: 公司发展历程.....	4
表 2: 主要原料产品及应用.....	4
表 3: 公司医疗终端产品情况.....	5
表 4: 品牌 logo 与明星产品图.....	5
表 5: 提取法 VS 发酵法, 发酵法纯度、收率高, 成本低.....	7
表 6: 医药级透明质酸资质齐全.....	10
表 7: 规模优势突出, 原料产品出口价格优势明显.....	10
表 8: 医疗终端产品售价具有吸引力.....	11
表 9: 华熙生物原料业务与可比公司毛利率对比情况.....	14
表 10: 华熙生物医疗终端产品业务与可比公司毛利率对比情况.....	15
表 11: 华熙生物功能性护肤品业务与可比公司毛利率对比情况.....	15
表 12: 同行业可比公司销售费用率情况.....	16
表 13: 同行业可比公司管理费用率情况.....	17
表 14: 同行业可比公司财务费用率情况.....	18
表 15: 公司盈利预测.....	20
表 16: 可比公司估值.....	21

1. 全球透明质酸龙头

公司成立于 2000 年，2019 年 11 月 6 日于科创板上市。公司是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。凭借微生物发酵和交联两大技术平台，建立从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。

表 1: 公司发展历程

时间点	大事件
1998 年	核心创始团队开始创业并开始透明质酸产品的研发、生产和销售业务
2000 年	收购、建厂并全国首发性实现以发酵法大规模生产 HA
2008 年	成功在香港联交所主板上市
2011 年	实现酶切法生产寡聚透明质酸（纳诺 HA®）
2012 年	成功推出 HA 终端产品润百颜，业务向产业链下游扩展
2014 年	200 吨级新厂正式投产
2015 年	与 Medytox 达成战略合作，国际化转型
2017 年	全资收购法国高端皮肤管理公司 Revitacare 战略退出香港资本市场
2018 年	参与各类活动、大会，推出新品，获得奖项

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 原料产品：透明质酸为核心

原料产品以透明质酸为核心，广泛用于医药、化妆品、食品领域。公司依托生物发酵技术平台，拥有以透明质酸为核心的一系列生物活性物产品，透明质酸产品包括医药级、外用品级和食品级三大品类，规格近 200 个。其他生物活性物产品包括 γ 氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等。

表 2: 主要原料产品及应用

产品应用领域	产品分类	产品名称	产品应用
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
	注射级	Hyature®玻璃酸钠	眼科黏弹剂，软组织填充剂，防粘连剂，膝关节炎、骨关节炎和肩周炎改善用药等
	医疗器械级	Hyature®透明质酸钠	伤口愈合外用制剂，腔道润滑剂，药物载体等；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
		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
		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
		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
		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

	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
食品领域	HAPLEX®透明质酸钠	改善皮肤水份，增加骨密度，抗氧化，对胃黏膜损伤有辅助保护作用；用于胶囊、片剂、冲剂、口服液等保健食品或饮料、糖果等普通食品

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

国内采用直接销售为主、经销商销售为辅的销售模式；境外市场采用经销商销售的模式。为最大程度覆盖境外客户，公司在美国、欧洲等地设有子公司，在日本设有办事处，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 1,000 多家，在某些国家和地区与客户合作已超过 15 年，关系稳固，客户粘性高。

1.2. 医疗终端产品：经销商体系完善

公司自主研发生产透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品，主要包括软组织填充剂、眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品，主要应用于治疗肩周炎、骨关节炎以及注射真皮组织、纠正皱纹。

表 3：公司医疗终端产品情况

产品分类	产品名称	注册类别	产品图示	主要品牌	主要用途	核心技术应用情况
骨科注射液	玻璃酸钠注射液	化学药品		海力达	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎	终端湿热灭菌技术
眼科黏弹剂	医用透明质酸钠凝胶	Ⅲ类医疗器械		海视健	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术	终端湿热灭菌技术
软组织填充剂	注射用修饰透明质酸钠凝胶	Ⅲ类医疗器械		润百颜	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇	交联技术
	注射用修饰透明质酸钠凝胶（含利多卡因）			润致	部皱纹	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司终端医疗产品主要采用经销商销售的模式，辅以直销方式销售。针对经销方式，公司将产品以卖断方式销售给经销商，经销商再另行向终端客户进行销售；与此同时，也会向公立医院、民营医疗机构进行直接销售，但销售规模及占比相对较小。目前公司拥有完善的销售体系，覆盖全国目标市场。

1.3. 功能性护肤品：旗下品牌口碑较高，线下线上销售相结合

功能性护肤品旗下品牌丰富。公司以市场需求为导向，依托微生物发酵技术、交联技术两大平台为核心的研发体系，开发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 (QUADHA)”、“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。

表 4：品牌 logo 与明星产品图



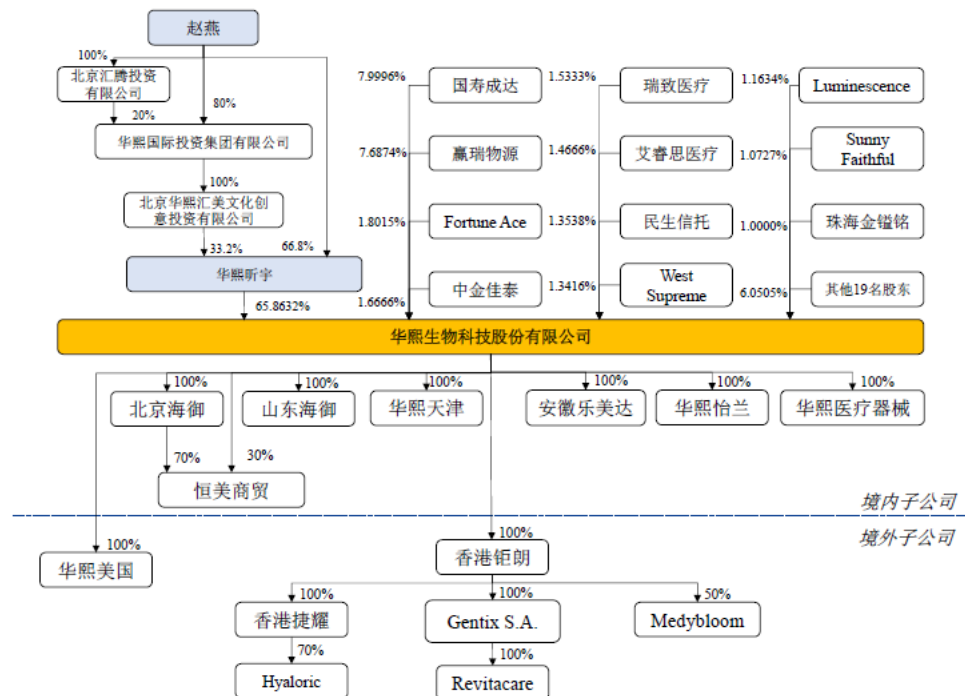
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司功能性护肤品采用灵活的线上与线下相结合的销售方式。线下渠道公司采用经销商销售为主的模式，线上渠道采用直销和经销相结合的模式。公司直销主要为个人客户，与天猫、淘宝、小红书等平台签订平台服务协议，在平台开设店铺（旗舰店、专卖店等）面向终端用户进行销售；经销则主要面向京东自营商城等线上平台销售。

1.4. 实际控制人持股 65.86%，股权结构相对集中

实际控制人为赵燕，通过华熙昕宇间接持有 65.86% 股份。华熙昕宇为公司控股股东，其实际控制人赵燕通过华熙昕宇间接持有公司 65.86% 股权，股权结构较为集中。

图 1：华熙生物股权结构图



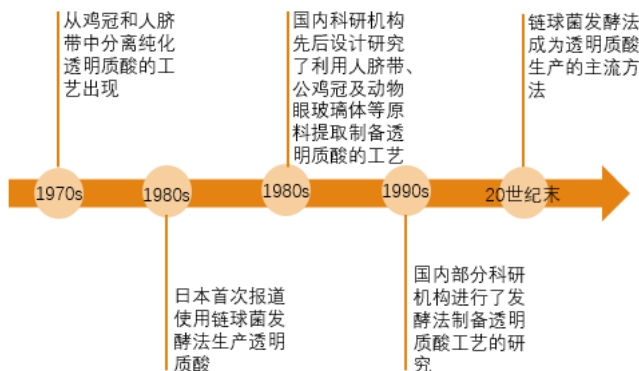
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 供需两端齐发力，透明质酸规模扩张

2.1. 供给端技术升级叠加需求端消费升级，透明质酸市场复合增速超 20%

从提取法到发酵法，技术进步推动生产规模扩张。透明质酸是一种由 N-乙酰氨基葡萄糖和 D-葡萄糖醛酸为结构单元的天然高分子粘多糖，具有独特的黏弹性和优良的保水性、组织相容性和非免疫原性，在临床和日常生活中有着广泛的应用。20 世纪 70 年代，从鸡冠和人脐带中分离纯化透明质酸的工艺出现，但仅小范围使用，未能达到量产的标准；20 世纪末，链球菌发酵法成为透明质酸生产的主流方法，透明质酸的生产规模得以迅速扩大，质量显著提高，生产成本降低。

图 2：透明质酸技术发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 5：提取法 VS 发酵法，发酵法纯度、收率高，成本低

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

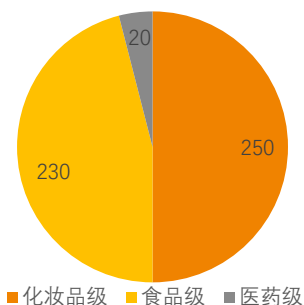
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

发酵技术为大规模生产与应用领域扩张保驾护航，近 5 年透明质酸销量规模复合增速高达 22.8%。2018 年，全球透明质酸原料销量达到 500 吨，2014-2018 年复合增长率为 22.8%，预计未来五年将保持 18.1%的高复合增长率；其中食品级、化妆品级和医药级透明质酸原料 18 年销量分别为 230 吨、250 吨和 20 吨，2014-2018 年对应复合增速分别为 29.4%、18.0%和 22.1%。

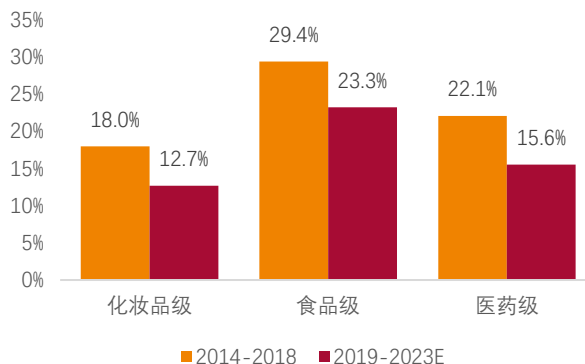
图 3：化妆品级透明质酸销量最高

图 4：各类透明质酸销量复合增速

2018年全球透明质酸销量（吨）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

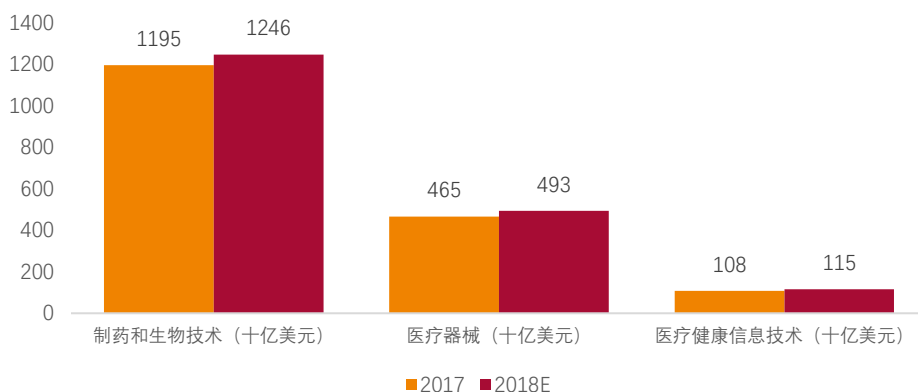


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

应用领域市场空间广泛，透明质酸长期发展大有可为。透明质酸主要应用领域医疗健康行业和护肤品行业均为稳步增长的行业，依托于此，透明质酸需求持续扩张有保障。分别来看：

①**医疗健康行业：全球经济水平发展、医疗水平提升、老龄化程度加深，医疗健康市场规模稳步增长。**2017 年全球医疗健康行业市场规模 1.77 万亿美元，2018 年预计为 1.85 万亿美元，同比增长 4.7%。

图 5：17 年医疗健康行业市场规模 1.77 万亿美元

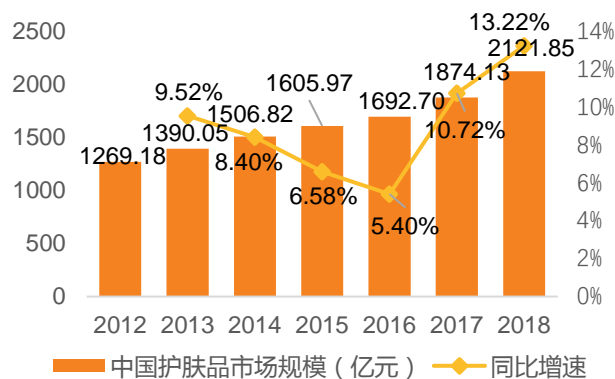


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

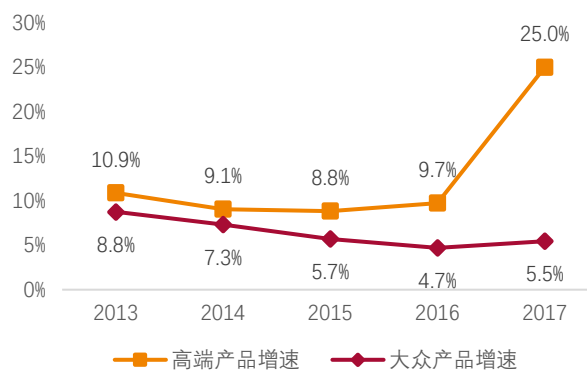
②**护肤品行业：消费升级护肤品品类丰富、规模扩大。**护肤品为化妆品最大细分品类，17 年占比 50.1%，伴随居民可支配收入增长与护肤理念的普及与升级，消费者对护肤品功效要求提升，对产品成分辨别能力提升，国内护肤品品类有望持续扩充，品质有望由低档向中高端升级。18 年我国护肤品市场规模为 2121.85 亿元，同比增长 13.22%。从化妆品整体市场看，高端化妆品增速远高于大众化妆品，消费者对品质关注度提升的趋势凸显。

图 6：护肤品市场规模稳步扩张

图 7：高端化妆品增速高于大众化妆品增速



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所



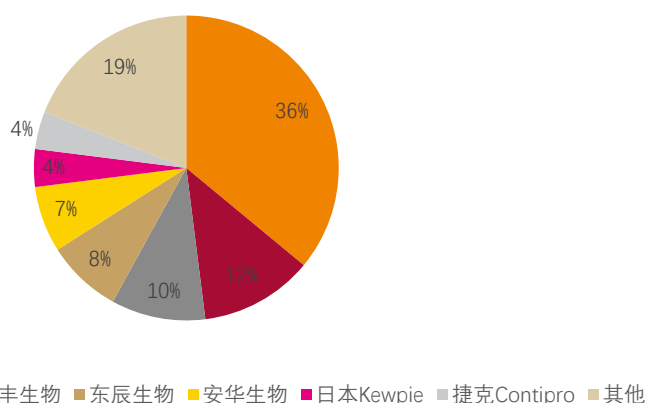
资料来源：欧睿国际，中商产业研究院，天风证券研究所

2.2. 世界透明质酸生产&销售企业龙头

2.2.1. 透明质酸产业化能力世界领先，资质齐全全球市场覆盖能力强

透明质酸产业化规模位居世界前列。依托透明质酸微生物发酵生产技术以及交联技术平台，公司建立从原料到医疗终端产品及功能性护肤品的全产业链业务体系，有效实现透明质酸产业化，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。18年，公司透明质酸原料产品产量近180吨，全球市占率接近36%。

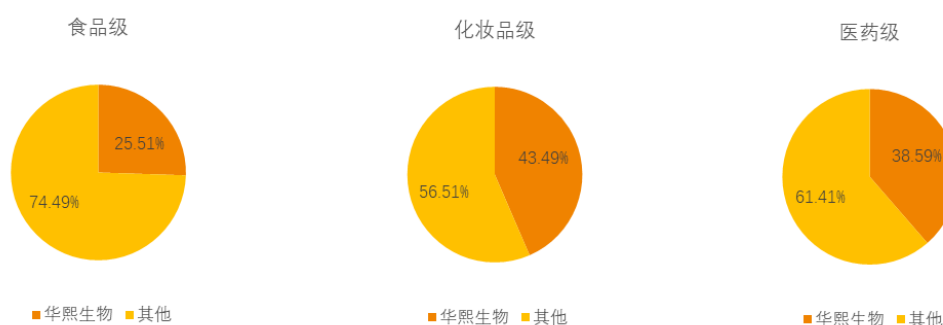
图8：18年公司透明质酸原料产量市占率接近36%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分级别看，化妆品级透明质酸市占率超过40%。18年食品级、化妆品级和医药级透明质酸原料销量分别为58.68吨、108.72吨和7.72吨，市占率分别为25.51%、43.49%和38.59%。

图9：化妆品级透明质酸市占率超过40%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

医药级透明质酸资质齐全。公司可生产出医药级、外用级、食品级等多种规格的透明质酸原料产品以及其他生物活性物质产品，原料产品规格已达 200 余种，产品线布局、国际范围内的产品注册相较同行业公司更为全面，在中国、美国、欧盟、日本、韩国、俄罗斯等国家和地区均取得注册资质。

表 6：医药级透明质酸资质齐全

中国							
地区及公司	批准文号	CDE 登记号	美国 DMF	欧盟 CEP	日本 MF	韩国 DMF	俄罗斯注册证
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	1
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，天风证券研究所

规模优势突出，原料产品出口价格优势明显。我国为透明质酸生产大国，18 年销量占全球的 86%，而公司又为国内透明质酸生产企业中的佼佼者，依托两大技术平台，研发与产业化能力突出，规模化生产成本优势凸显，出口价格低于境外可比公司。

表 7：规模优势突出，原料产品出口价格优势明显

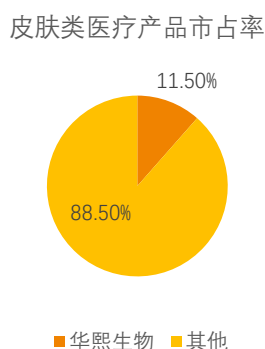
	产品	价格 (2018 年度)
华熙生物	原料产品-注射级	113,831.19 元/KG
	原料产品-滴眼液级	18,798.96 元/KG
	原料产品-化妆品级	2,440.81 元/KG
	原料产品-食品级	1,258.36 元/KG
中国企业出口均价	医药级透明质酸原料	2,700-25,000 美元/KG
	其它级别透明质酸原料	150-500 美元/KG
海外企业	医药级透明质酸原料	7,000-50,000 美元/KG
	其它级别透明质酸原料	400-1,200 美元/KG

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.2. 医疗终端产品渐放量，市场影响力提升

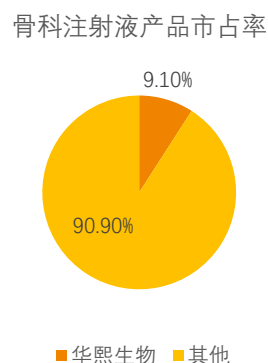
2012 年以来发力医疗终端产品，市场知名度稳步提升。公司于 2012 年开始陆续推出医疗终端产品，目前皮肤类和骨科类产品已具有一定的市场规模，“润百颜®”注射用修饰透明质酸钠凝胶 2012 年获得 CFDA 批准上市，是国内首家获得批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂；随后于 2013 年推出眼科用医用透明质酸钠凝胶，于 2014 年推出玻璃酸钠注射液（骨科），于 2016 年推出含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶。随着医疗终端产品线的不断扩充，公司市场知名度稳步提升，18 年皮肤类医疗产品市场占有率为 11.5%，骨科注射液产品市场占有率为 9.1%。

图 10：18 年皮肤类医疗产品市占率为 11.5%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：18 年骨科注射液产品市占率为 9.1%



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

医疗终端产品售价具有吸引力。公司自主研发生产透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品，主要包括注射用修饰透明质酸钠凝胶、医用皮肤保护剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品。从售价上看，公司注射用修饰透明质酸钠凝胶低于爱美客，玻璃酸钠注射液低于昊海生科。

表 8：医疗终端产品售价具有吸引力

公司	产品线布局	产品特性	平均售价（2018 年度）
华熙生物	注射用修饰透明质酸钠凝胶	Ⅲ类医疗器械，适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	266.95 元/ml
	医用皮肤保护剂	Ⅰ类医疗器械，适用于皮肤保护，阻碍外部刺激对皮肤的伤害	26.16 元/ml
	Cytocare-透明质酸无源植入物	Ⅲ类医疗器械，用于改善面部细小皱纹	15.96 元/ml
	玻璃酸钠注射液	化学药品，适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎	45.88 元/支
昊海生科	整形美容与创面护理产品（玻尿酸）	Ⅲ类医疗器械，适用于面部真皮组织下中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟及鼻唇沟皱纹	285.35 元/支
	玻璃酸钠注射液	主要成份为玻璃酸钠，适应症为膝关节退行性关节炎	64.67 元/支
爱美客	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	Ⅲ类医疗器械，注射层次为皮肤真皮深层至皮下浅层，适用范围为额部、鼻唇部	300.52 元/支
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	Ⅲ类医疗器械，注射层次为皮肤真皮中层至深层，适用范围为鼻唇沟	315.63 元/支
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	Ⅲ类医疗器械，注射层次为皮内真皮层，适用范围为颈部	2,316.32 元/支
	注射用透明质酸钠复合溶液	Ⅲ类医疗器械，注射层次为皮肤真皮深层至皮下浅层，适用范围为额部、鼻唇部	1,264.68 元/支
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	Ⅲ类医疗器械，注射层次为皮肤皮下浅层至深层之间，适用范围为额部、鼻唇沟	1,009.85 元/支

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2.3. 功能性护肤品产品特质突出

公司以自产透明质酸等生物活性物质及其交联衍生物为核心成分，研制开发次抛原液、面膜、“故宫系列”口红、各类膏霜乳液等一系列功能性护肤品，目前产品线规格已超过 400 项。公司功能性护肤品拥有针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等皮肤问题的产品特性，与同行业公司相比拥有较强的特质性，产品因规格和功能性差异具备不同的单价。

3. 财务：各类产品增长稳健，开拓境外市场再添新动力

3.1. 收入端：核心技术产业化应用带动业绩持续增长

公司营业收入从 2016 年度到 2019H1 依次为 7.33 亿元、8.18 亿元、12.63 亿元和 8.09 亿元，2017 年度到 2019H1 同比增速分别为 11.58%、54.41%、44.33%，保持着较高的增长速度。2018 年收入较上一年度增幅较大，主要归因于公司组织架构调整、引进高端人才的发展战略以及新技术新产品推广的带动作用。

3.1.1. 分结构：各类产品增长态势良好

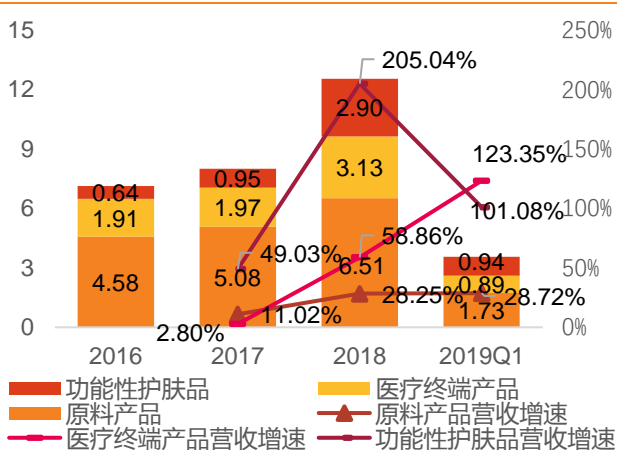
公司原料、医疗终端产品、功能性护肤品等均实现快速增长，且医疗终端产品、功能性护肤品等消费者使用的产品增速高于原料业务增速，两者占主营业务收入的比例由 2016 年的 35.16% 提高至 2018 年度的 47.86%，并在 2019 年 Q1 进一步提高至 51.39%。

①原料产品包括透明质酸类原料和其他生物活性物质，是公司主营收入的主要来源，所占比重最大，现在保持在 50% 左右的水平。公司凭借在透明质酸原料领域的技术优势和品质优势，与众多国内外知名品牌建立战略合作关系，客户源稳定，故原料产品销售收入能够保持稳定增长的趋势。

②医疗终端产品主要包括骨科关节腔注射剂、皮肤科医疗产品等，是公司第二大收入来源，营收占比基本保持稳定，位于 24%-26% 之间，2016-2018 年营收 CAGR 为 27.79%。得益于透明质酸在医疗领域愈加广泛的应用，公司注射用修饰透明质酸钠凝胶产品及骨科产品市场反响良好，故公司医疗终端产品营收增长较快。2018 年之后公司终端产品业务的增速显著提升，这是因为公司自 2018 年起更加重视终端产品的市场开拓、研发及资源投入。

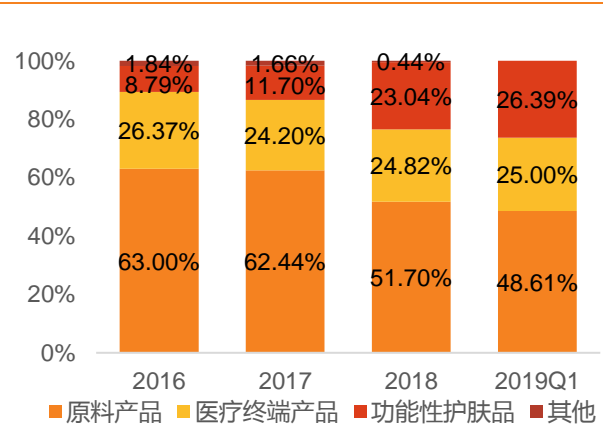
③功能型护肤品主要包括次抛原液和面膜等，是公司目前增长最快的业务，收入占比从 2016 年的 8.79% 提升到 2019Q1 的 26.39%，2018 年/2019Q1 同比增长率为 205.04%/101.08%。凭借透明质酸原料的供应优势，在国内消费者健康护肤意识逐步增强的背景下，公司开始逐步涉入各类功能性护肤品的研发、生产及销售，并取得较好成绩。2018 年 12 月公司与故宫博物院合作推出“故宫系列”产品，继续推动功能性护肤品营收高速增长。

图 12：分业务营收情况（亿元）及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 13：2016 年-2019Q1 主营业务收入产品结构

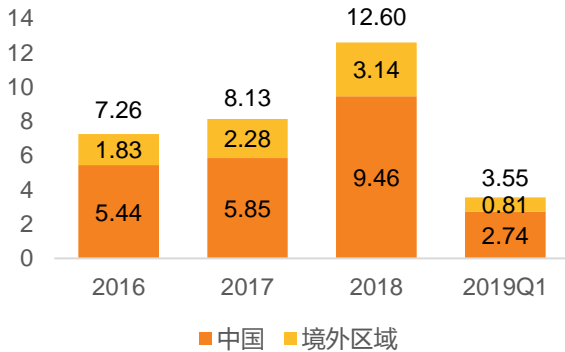


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 分地区：中国市场为收入主要来源，国外市场有待开拓

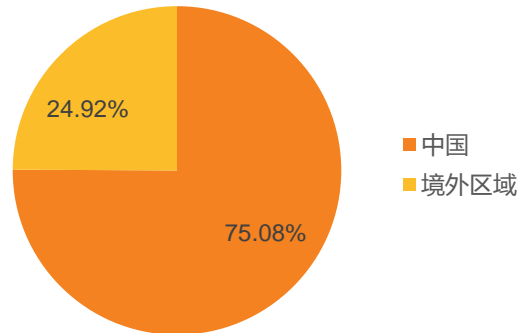
2018年，公司在中国地区营收达9.46亿元，占比为75.08%，境外地区收入达3.14亿元，占比为24.92%，公司在境内外的销售收入均实现稳步增长。2016年至2019年Q1公司在中国地区的营业收入分别为5.44亿元、5.85亿元、9.46亿元和2.74亿元，2016-2018年度CAGR为31.92%，这主要受益于终端消费者对透明质酸成分的功能认知度不断提高，产品应用领域和适应症不断扩大，故公司透明质酸相关医疗终端产品及添加透明质酸成分的护肤品、功能性食品在国内的销售规模不断增长。与此同时，公司原料产品的销售区域遍布欧美日等多个国家和地区，Revitacare是成立于法国的公司，且主营业务也是研发及销售，在欧洲积累了稳定的客户源，2017年公司收购Revitacare后，功能类护肤品对欧洲市场的覆盖率进一步提高，推动境外市场销售的增长。

图 14：按地区划分销售收入情况（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 15：2018 年销售收入地区构成情况



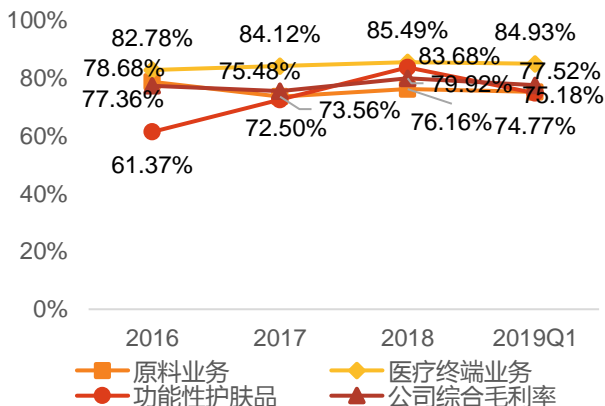
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 毛利率、净利率保持稳定增长态势

得益于公司多年在透明质酸原料领域积淀的较高技术壁垒，并聚焦于医疗终端产品、原液类高端产品，形成较强的差异化竞争优势，公司毛利率、净利率整体保持稳定增长态势。2018年度毛利率较2017年度提高4.55pct，主要系公司功能性护肤品受到市场认可，收入占比及毛利率显著提升，规模效应带动公司综合毛利率大幅提升；2017年度毛利率较2016年度下降1.82pct，主要系原料产品业务的毛利率下降所致。

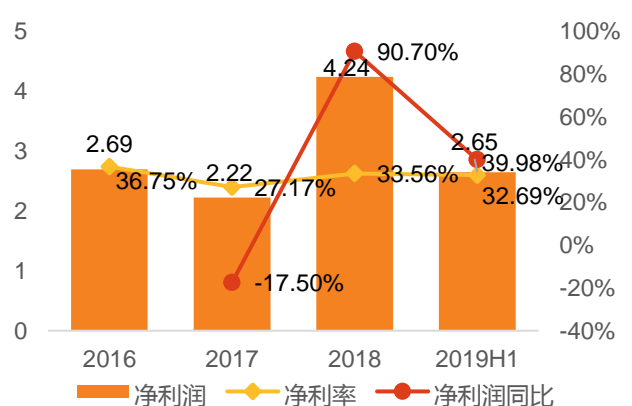
公司净利润从2016年度到2019H1依次为2.69亿元、2.22亿元、4.24亿元、2.65亿元，2017年到2019H1同比增速分别为-17.50%、90.70%、39.98%。公司2018年度净利率较2017年度提高6.39pct，主要系，主要系公司销售规模扩大带来的利润增长；2017年度净利率较2016年度下降9.58pct，主要是因为2017年收购Revitacare、开曼华熙私有化后实施的激励政策致管理费用大幅增加，以及2017年人民币升值产生汇兑损失致财务费用大幅增加。

图 16：公司综合毛利率及主要产品综合毛利率变动情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17：公司净利润（亿元）、净利率变动情况

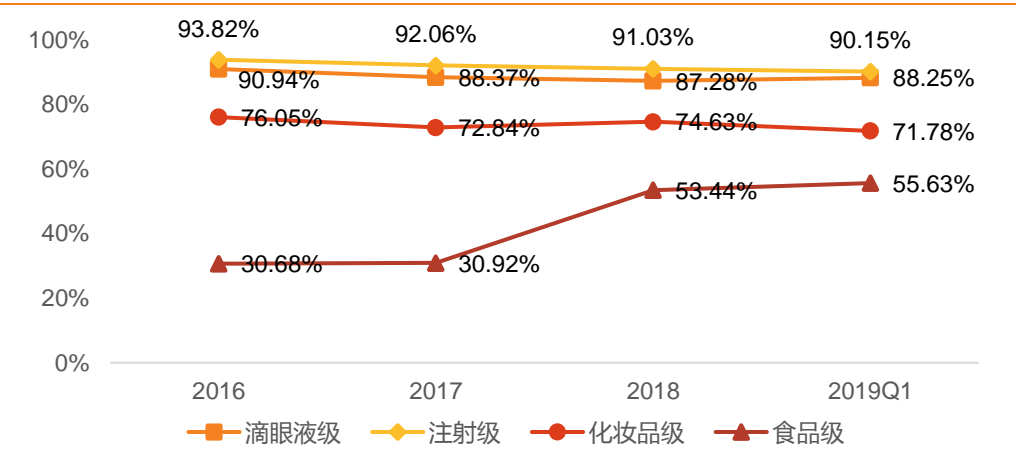


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.1. 原料产品：毛利率整体稳定且处于较高水平

凭借技术优势带来的成本优势和定制化优势，以及医药级原料的资质壁垒，公司原料产品毛利率始终保持着 70%以上的较高水平。公司原料产品 2018 年毛利率有所提升，主要系 2018 年度公司产能相对紧张，主要生产毛利率较高且订单额较大的产品，优先保证核心客户的供货，除医药级原料外的各级别原料产品毛利率均有所提升。同时，2018 年度食品级原料产品销售规模大幅增长，特别是毛利率较高的出口型规格的食品级原料销售收入占比提高，进一步带动了原料产品毛利率的提升。与通化东宝、未名医药等技术含量较高、创新性较强的生物科技类公司相较来看，由于该类公司所处行业具有较高的技术、资金壁垒，华熙生物原料产品毛利率略低于翰宇药业等掌握核心生产技术、具有明显市场地位的龙头企业，但与通化东宝、安科生物等公司较为接近，总体保持在较高水平。

图 18：原料产品毛利率细分产品类别情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 9：华熙生物原料业务与可比公司毛利率对比情况

公司名称	证券代码	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019Q1
通化东宝	600867.SH	75.89%	74.68%	72.33%	75.02%
	其中：胰岛素（含原料药）	87.79%	88.61%	86.72%	-
未名医药	002581.SZ	76.33%	78.01%	85.17%	87.20%
安科生物	300009.SZ	74.19%	77.72%	80.08%	79.30%
翰宇药业	300199.SZ	80.18%	84.21%	85.56%	86.91%
	其中：原料药	80.12%	79.25%	82.66%	80.33%
	平均值	79.61%	80.90%	83.66%	82.28%
	华熙生物原料业务	78.68%	73.56%	76.16%	75.18%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.2. 医疗终端产品：骨科注射液销售增长带动毛利提升

公司骨科注射类产品带动公司医疗终端产品毛利率持续提升，从 2016 年度的 82.78% 上升至 2018 年度的 85.49%，2019Q1 毛利率达 84.93%，远高于行业平均水平（61.68%）。

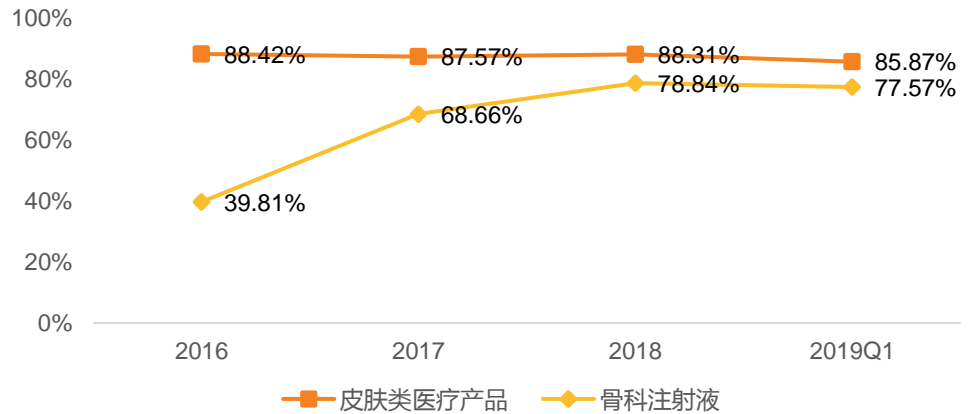
①骨科注射类产品毛利率增长幅度较大，由 2016 年的 39.81% 逐步提升至 2018 年的 78.84%，主要原因是：公司骨科业务逐步调整渠道转型，配送直销型模式收入占比提升；随着出货量的逐步增长及产能的释放，生产成本有所降低。

②皮肤类医疗终端产品毛利率基本保持在 88% 左右的水平，在 2018 年有所提高，主要是当年新推出的含利多卡因的“润致”系列凝胶产品价格和毛利率相对较高所致。

与同行业可比公司相较来说，受终端产品结构不同的影响，尽管公司与可比公司的毛利率

存在差别，但总体均处于较高的水平，且变动趋势存在部分相似性。

图 19：医疗终端产品毛利率细分产品类别情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 10：华熙生物医疗终端产品业务与可比公司毛利率对比情况

公司名称	证券代码	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019Q1
昊海生科	688366.SH	83.50%	78.75%	78.51%	-
爱美客	已申报	89.34%	86.15%	89.34%	-
景峰医药	000908.SZ	78.82%	78.62%	75.66%	61.68%
平均值		83.89%	81.17%	81.17%	61.68%
华熙生物医疗终端产品业务		82.78%	84.12%	85.49%	84.93%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.3. 功能性护肤品：加大营销力度，促进销售，提升毛利

公司功能型护肤品毛利率以良好态势持续增长，从 2016 年度的 61.37%持续提升至 2018 年度的 83.68%。随着公司功能性护肤品（特别是原液类产品）在消费者中口碑的增强，公司一方面充分利用线上直销渠道，增大营销力度，打造爆款产品，细分原液类产品组合；另一方面借此推出主打透明质酸、氨基丁酸等核心成分的多个护肤品子品牌，产销量迅速扩大，发挥规模效应，推动功能性护肤品业务毛利率呈逐年上升趋势，2018 年达 83.68%，与可比公司欧舒丹毛利率基本一致。

表 11：华熙生物功能性护肤品业务与可比公司毛利率对比情况

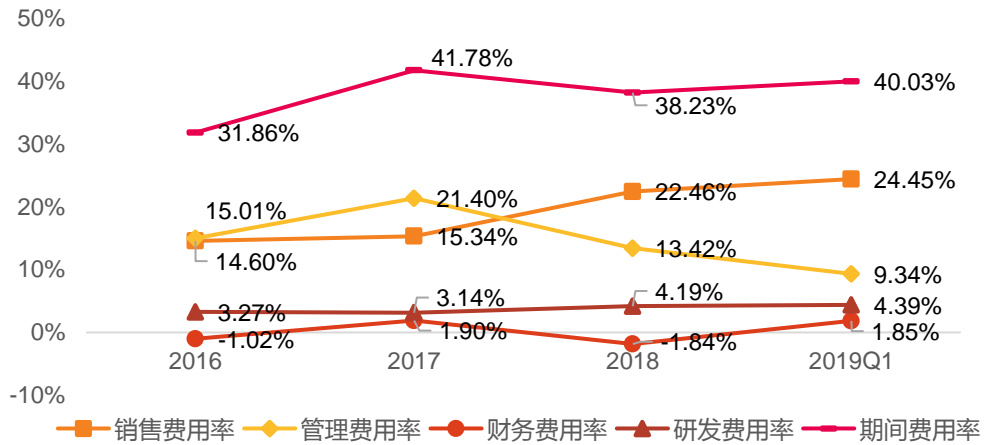
公司名称	证券代码	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019Q1
欧舒丹	0973.HK	83.32%	83.25%	82.39%	-
华熙生物功能性护肤品业务		61.37%	72.50%	83.68%	74.77%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 期间费用：费用管控合理，维持在稳定区间

公司 2016 年度至 2019Q1 的期间费用率分别为 31.86%、41.78%、38.23%、40.03%，2018 年度期间费用率较上期同比下降 3.55pct，主要系管理费用和财务费用的下降所致。

图 20：华熙生物期间费用率变动情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

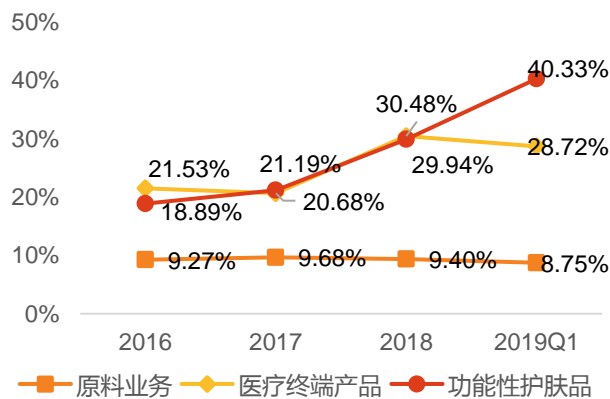
3.3.1. 销售费用：市场扩张致销售费用持续攀升

公司 2016 年度至 2019Q1 的销售费用分别为 1.07 亿元、1.25 亿元、2.84 亿元和 8690.77 万元，占当期营业收入的比例分别为 14.60%、15.34%、22.46%和 24.45%，呈持续上升趋势。

2018 年销售费用率相较于上一年度增长较明显，同比增加 7.13pct，主要原因包括：①公司不断加强营销团队建设，销售人员数量增长较多，员工薪酬上升；②为打造全新的企业形象、树立更高的品牌知名度，触及更多终端消费者，华熙生物以央视广告等宣传方式加强品牌推广，相应广告宣传费用提高了较大比例；③公司采取多种营销手段进一步开拓医疗终端与功能性护肤品业务，特别是 2018 年以来，公司推出更多功能性护肤品子品牌，市场开拓费也随之增加较多；④功能性护肤品产品覆盖更多电商平台，且加强线上推广力度，因而线上推广服务费有所增长。

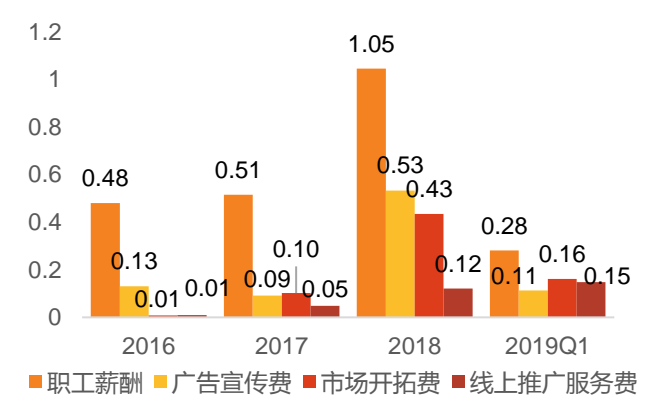
2019Q1 公司销售费用率较 2018 年度提升 1.99pct，主要系公司终端产品业务收入占比及增速较高，相应销售费用投入快速增长，因终端产品的销售费用率显著高于原料业务的销售费用率，导致公司整体销售费用率有所上升。

图 21：华熙生物分业务销售费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 22：销售费用主要子成分变动情况（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

与部分业务和行业地位相似的企业相较来看，公司销售费用率水平处于合理水平。其中原料业务作为面向企业级客户的 B2B 业务，销售费用率稳定且相对较低，并且明显低于行业可比上市公司；医疗终端产品及功能性护肤品业务，最终向消费者提供终端产品，销售费用率相对较高，华熙生物医疗终端产品业务的销售费用率介于可比公司之间，总体处于偏低水平，不存在显著差异；公司护肤品业务因更多采用线上销售模式，可比公司欧舒丹则以直销模式为主，故销售费用率有显著不同。

表 12：同行业可比公司销售费用率情况

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019Q1
原料业务					
600867.SH	通化东宝	24.23%	24.47%	26.03%	21.94%
002581.SZ	未名医药	32.31%	33.49%	59.37%	62.94%
300009.SZ	安科生物	31.58%	33.87%	43.83%	41.65%
300199.SZ	翰宇药业	21.16%	32.79%	47.76%	32.02%
平均值		27.32%	31.16%	44.25%	39.64%
华熙生物原料业务		9.27%	9.68%	9.40%	8.75%
医疗终端产品					
688366.SH	昊海生科	33.41%	30.57%	31.77%	-
已申报	爱美客	21.07%	18.83%	19.44%	-
000908.SZ	景峰医药	47.09%	52.24%	46.33%	37.66%
平均值		33.86%	33.88%	32.51%	37.66%
华熙生物终端医疗产品业务		21.53%	20.68%	30.48%	28.72%
功能性护肤品					
0973.HK	欧舒丹	59.92%	62.05%	69.60%	-
华熙生物功能性护肤品业务		18.89%	21.19%	29.94%	40.33%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3.2. 管理费用：管理效率提升带动管理费用率大幅下降

公司 2016 年度至 2019Q1 的管理费用分别为 1.10 亿元、1.75 亿元、1.70 亿元和 3318.48 万元，占当期营业收入的比例分别为 15.01%、21.40%、13.42%和 9.34%，初显下降趋势。公司 2018 年管理费用较上一年度下降 7.98pct。其中，因股份支付确认的管理费用系当年 12 月员工持股平台天津文徽入股而导致。扣除股份支付费用对 2017 年和 2018 年管理费用的影响，2018 年公司管理费用较 2017 年增长 2249.43 万元，与公司的经营规模相适应。公司整体管理费用率已呈下降趋势，并开始低于行业平均水平，说明公司经营管理效率有所提升。

表 13：同行业可比公司管理费用率情况

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019Q1
600867.SH	通化东宝	11.21%	10.25%	9.70%	8.01%
002581.SZ	未名医药	9.41%	9.94%	24.99%	27.06%
300009.SZ	安科生物	15.68%	14.57%	12.72%	13.69%
300199.SZ	翰宇药业	15.41%	16.52%	19.70%	23.41%
688366.SH	昊海生科	10.33%	14.25%	15.42%	-
已申报	爱美客	13.17%	11.55%	13.14%	-
000908.SZ	景峰医药	10.81%	12.24%	15.32%	32.46%
0973.HK	欧舒丹	9.66%	9.33%	10.49%	-
平均值		11.96%	12.33%	15.19%	20.93%
华熙生物		15.01%	21.40%	13.42%	9.34%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3.3. 财务费用：境外销售汇兑损益变动致财务费用率不断波动

公司 2016 年度至 2019Q1 财务费用分别为 747.52 万元、1557.36 万元、2323.90 万元和 657.22 万元，财务费用率分别为-1.02%、1.90%、-1.84%和 1.85%，波动较大，主要受境外销售汇兑损益影响。公司的出口贸易主要以美元定价及结算，故 2017 年度财务费用较上年度上升 2.92pct，主要归因于 2017 年以来人民币兑美元基本呈单边升值趋势，相应产生汇兑损失；2018 年财务费用率较上年度下降 3.74pct，伴随人民币贬值，形成汇兑收益，

故 2018 年度财务费用为负；2019 年 1-3 月，人民币基本维持升值趋势，相应产生汇兑损失。剔除公司境外销售汇兑损益对财务费用的影响，公司财务费用率与其他可比公司相当。

表 14：同行业可比公司财务费用率情况

证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019Q1
600867.SH	通化东宝	2.29%	0.55%	0.29%	0.91%
002581.SZ	未名医药	-0.49%	-0.42%	5.94%	2.51%
300009.SZ	安科生物	0.29%	0.17%	0.19%	0.29%
300199.SZ	翰宇药业	4.29%	1.29%	0.70%	3.61%
688366.SH	昊海生科	-6.96%	-3.67%	-3.99%	-
已申报	爱美客	-0.31%	-0.31%	-0.53%	-
000908.SZ	景峰医药	2.46%	3.57%	3.17%	7.52%
0973.HK	欧舒丹	0.06%	0.06%	0.28%	-
	平均值	0.22%	0.17%	1.02%	2.97%
	华熙生物	-1.02%	1.90%	-1.84%	1.85%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 核心竞争力：依托微生物发酵、交联两大平台，产业化能力突出

4.1. 四大核心技术

凭借微生物发酵、交联两大科技平台，实现四大技术突破。公司已申请专利 109 项，获得多项国家级、省部级奖项，并逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至多种生物活性物质、医疗终端产品和功能性护肤品，覆盖透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。

图 23：核心技术及其介绍

两大科技平台	四大核心技术	奖项与认证	专利/许可	产业化能力
微生物发酵技术平台	国际领先的微生物发酵法生产透明质酸技术	国家科技进步二等奖； 国家重点新产品； 国家火炬高技术产业项目； 山东省重点研发计划	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了 7 项注册备案资质； 国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 21 项	透明质酸发酵产率达到 10-13g/L，年产量已达近 180 吨，产品规格近 200 项； 酶切寡聚透明质酸的年产量达到 10 吨以上； 除透明质酸外，γ-氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、小核菌胶、纳豆提取物、糙米发酵滤液等均已实现产业化
	国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸	山东省科技进步奖； 山东省专利奖； 山东名牌产品 山东省科技发展计划项目		
梯度 3D 交联技术平台	透明质酸高效交联技术突破	国家重点新产品； 山东省重大专项； 国产交联透明质酸软组织填充剂首家获得 CFDA 批准； 欧盟三类医疗器械 CE 证书	医疗终端产品在国内取得药械类认证 21 项，国际认证 11 项	拥有专利凝胶制剂技术及设备，软组织填充剂、骨关节注射液、眼科黏弹剂产品年产能合计可达近 400 万支
	玻璃酸钠注射液国内率先采用终端灭菌技术	山东省技术创新项目； CFDA 把终端灭菌工艺作为同类产品的标准灭菌方式		

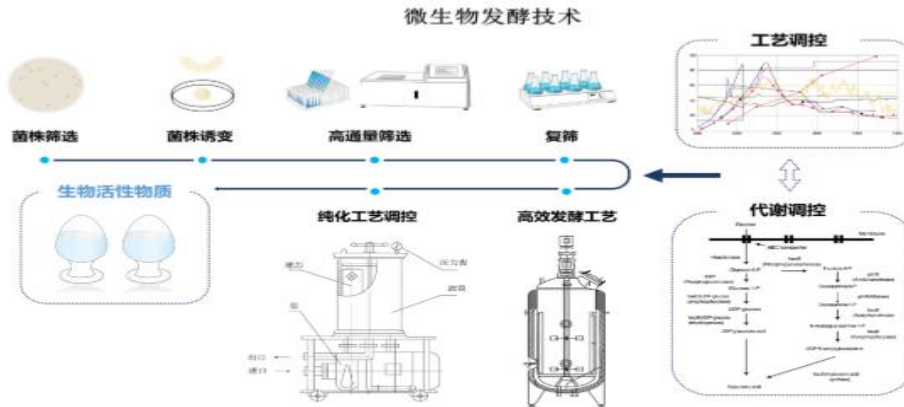
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.1.1. 全球领先的微生物发酵技术

优秀菌株大规模发酵，发酵产率为行业的近两倍。公司持续开展对微生物发酵法生产透明质酸的技术研发，通过野生菌种诱变和高通量筛选，得到透明质酸产率最高的优质菌株，

并实现大规模发酵生产。目前公司透明质酸发酵产率达到 10-13g/L，远高于文献报道的行业最优水平 6-7 g/L，生产成本也得以大幅降低。

图 24：微生物发酵技术流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.1.2. 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 2kDa 至 400kDa 分子量范围不同分子量段范围透明质酸的生产化技术突破。一方面，公司自主研发透明质酸酶的规模化生产，酶活比行业水平高十倍以上，基于公司自产酶的生产的透明质酸能够发挥更高的生物活性和生物利用度。另一方面，华熙生物通过诱变筛选得到能够生产高分子透明质酸的优质菌株，实现分子量高达 400kDa 透明质酸的产业化生产。

4.1.3. 国际先进的透明质酸“梯度 3D 交联”技术

公司深耕交联技术，解决透明质酸交联过程中的三大技术难题：定向交联问题、有效交联问题和交联过程中调控交联条件实现对交联度的精确控制。依托交联技术开发的“Hyaluronan Soft Tissue Filling Gel”于 2011 年取得欧盟 III 类医疗器械 CE 认证，进入国际市场；开发的“润百颜®”注射用修饰透明质酸钠凝胶 2012 年获得 CFDA 批准上市，是国内首家获得批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂，打破国外品牌对国内市场的垄断局面。

4.1.4. 玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌技术

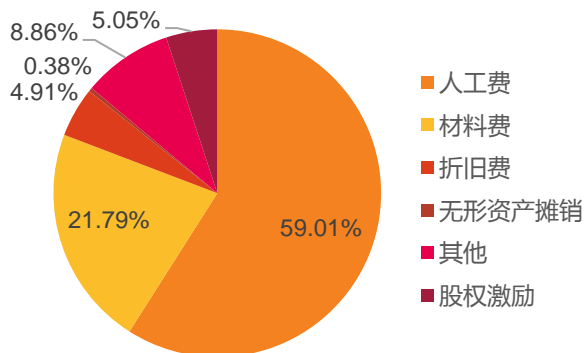
终端湿热灭菌提升产品安全性。公司率先对玻璃酸钠注射液采用终端湿热灭菌，将产品的无菌水平提高至百万分之一，显著提高产品安全性。利用此技术开发的治疗骨关节炎的“海力达®”玻璃酸钠注射液于 2013 年取得欧盟三类医疗器械 CE 认证，2014 年取得中国 CFDA 药品批文，成功进入国内外骨科市场。

4.2. 研发力度不断加大，夯实技术壁垒

公司 2016 年度至 2019Q1 的研发费用分别为 2396.30 万元、2571.85 万元、5286.59 万元和 1561.23 万元，占当期营业收入的比例分别为 3.27%、3.14%、4.19%和 4.39%，呈不断上升趋势，主要系公司研发人员数量增加及工资水平提升。公司研发费用以人工费为主，2016 年度至 2019Q1 人工费分别占研发费用的 56.69%、56.26%、59.01%和 61.05%；2018 年度研发费用率较上年度提升 1.05pct，主要系公司研发人员数量增加及研发人员工资上升所致。得益于前期技术积累、聚焦研发领域及高效优秀的研发团队及研发机制，公司研发

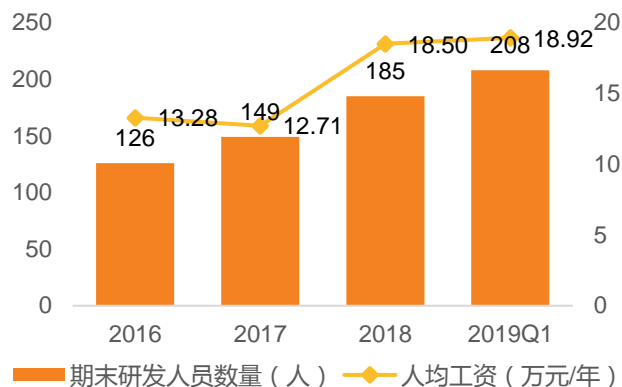
效率较高，故公司研发费用率虽略低于行业平均水平，其研发投入足以支持公司的产品储备、业务发展和持续盈利能力。

图 25：2018 年度公司研发费用构成



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 26：公司研发人员数量及人均年工资变动情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

预计公司未来营收增长稳健，分业务看：①原料产品：公司在透明质酸原料领域的技术优势突出，品质优势凸显，未来增速水平有望维持在 15%左右；②医疗终端产品：消费者对医美接受度提升，透明质酸在医疗领域应用愈加广泛，未来增速水平有望维持在 40%左右；③功能性护肤品：国内消费者健康护肤意识逐步增强的背景下，公司逐步涉入各类功能性护肤品的研发、生产及销售，功能性护肤品有望在低基数水平下维持 50%的增速水平。

表 15：公司盈利预测

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	818.05	1263.15	1896.26	2750.72	3989.06
YOY	11.6%	54.4%	50.1%	45.1%	45.0%
毛利率	75.48%	79.92%	79.68%	79.80%	79.80%
原料产品	507.91	651.38	810.87	990.63	1196.09
YOY	11.0%	28.2%	24.5%	22.2%	20.7%
毛利率	73.56%	76.16%	75.0%	74.5%	74.2%
滴眼液级					
收入	105.81	130.65	152.51	172.51	194.18
YOY	-10.6%	23.5%	16.7%	13.1%	12.6%
注射级					
收入	60.96	87.40	103.31	113.97	125.73
YOY	6.0%	43.4%	18.2%	10.3%	10.3%
化妆品级					
收入	280.02	342.82	450.12	581.92	734.67
YOY	14.8%	22.4%	31.3%	29.3%	26.3%
食品级					
收入	51.37	73.84	89.93	104.98	122.53
YOY	53.8%	43.8%	21.8%	16.7%	16.7%
医疗终端产品	196.84	312.70	479.62	731.14	1,080.76
YOY	2.8%	58.9%	53.4%	52.4%	47.8%
毛利率	84.1%	85.5%	85.5%	85.5%	85.5%
功能性护肤品	95.16	290.29	596.13	1,018.34	1,700.53

YOY	49.0%	205.0%	105.4%	70.8%	67.0%
毛利率	72.5%	83.7%	82.7%	81.7%	80.7%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

预计 19-21 年净利润分别为 6.0/8.7/12.6 亿元，对应 PE 为 79.46/54.81/37.86。选取化妆品行业、医药行业代表公司作为可比公司，参照可比公司估值，考虑到科创板估值溢价和新股溢价，给予公司 2020 年 63XPE，对应市值 548 亿元，目标价 114.03 元/股。

表 16：可比公司估值

公司名称	PE		
	19E	20E	21E
珀莱雅	48	37	28
丸美股份	59	49	41
恒瑞医药	79	62	49
均值	62	49	39

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示：

- ①公司在生产透明质酸及其他生物活性物质的发酵技术及交联技术方面具有一定技术优势，但随着近年来生物技术的快速发展，公司竞争对手的综合实力有所提高，可能使行业的竞争加剧。
- ②公司主要产品为透明质酸原料及相关终端产品，如果未来出现更为先进的革新原料或产品，在理化性能和生物功能上更具优势，或成本更加低廉，或在部分应用领域存在独特优势，仍可能使得公司核心产品存在被新产品替代、淘汰的风险。
- ③部分下游客户在采购公司医疗器械或功能性护肤品后，可能存在对产品使用方法、使用范围宣传不当，或超范围、超区域违规使用的风险，最终造成影响公司的品牌声誉并对公司的经营造成不利影响。
- ④公司在香港、美国、欧洲等境外地区拥有多家子公司，2016/17/18/19Q1 公司境外收入占主营业务收入的比例分别为 25.14%、28.06%、24.92%及 22.77%，占比较高，如果境外业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化，或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力等情形，可能对公司境外业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。
- ⑤公司产品的生产、销售及出口，需要取得相应的产品注册、生产及出口批准文件。若公司无法在证书到期前及时办理完成续期，将对公司部分医疗器械等产品的生产及销售、出口等造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	331.87	853.92	709.58	1,501.44	2,244.03
应收票据及应收账款	221.17	223.89	526.68	499.12	988.48
预付账款	7.33	16.51	13.84	33.80	35.65
存货	140.12	176.67	288.40	436.19	552.13
其他	469.27	25.99	283.37	290.25	315.75
流动资产合计	1,169.76	1,296.98	1,821.87	2,760.79	4,136.04
长期股权投资	0.00	14.52	14.52	14.52	14.52
固定资产	373.96	376.21	412.87	454.87	487.08
在建工程	4.34	85.67	87.40	100.44	90.26
无形资产	90.27	162.89	155.90	148.91	141.91
其他	244.73	134.73	234.92	203.24	187.50
非流动资产合计	713.29	774.02	905.61	921.98	921.28
资产总计	1,883.05	2,071.00	2,727.48	3,682.77	5,057.32
短期借款	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	63.68	61.37	142.27	170.72	255.06
其他	118.13	190.01	163.01	214.91	246.54
流动负债合计	181.82	291.38	305.28	385.63	501.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.54	62.18	55.42	60.38	59.33
非流动负债合计	63.54	62.18	55.42	60.38	59.33
负债合计	245.35	353.56	360.70	446.01	560.92
少数股东权益	0.00	0.21	0.21	0.21	0.21
股本	88.80	430.44	480.00	480.00	480.00
资本公积	487.25	807.19	807.19	807.19	807.19
留存收益	1,550.59	1,286.39	1,886.58	2,756.56	4,016.19
其他	(488.94)	(806.78)	(807.19)	(807.19)	(807.19)
股东权益合计	1,637.69	1,717.44	2,366.78	3,236.76	4,496.39
负债和股东权益总	1,883.05	2,071.00	2,727.48	3,682.77	5,057.32

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	222.27	423.86	600.19	869.98	1,259.63
折旧摊销	43.61	48.11	28.60	31.95	34.96
财务费用	12.94	(15.90)	(3.53)	(5.20)	(8.80)
投资损失	(15.22)	(10.37)	(10.37)	(12.00)	(15.00)
营运资金变动	(272.21)	559.77	(722.15)	(30.04)	(502.06)
其它	352.04	(563.17)	0.13	0.04	(0.07)
经营活动现金流	343.42	442.30	(107.14)	854.74	768.65
资本支出	106.11	219.39	66.76	75.04	51.05
长期投资	0.00	14.52	0.00	0.00	0.00
其他	(434.61)	(268.43)	(116.64)	(143.13)	(85.91)
投资活动现金流	(328.50)	(34.52)	(49.88)	(68.08)	(34.86)
债权融资	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	151.91	686.92	52.68	5.20	8.80
其他	(382.67)	(641.70)	(40.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(230.76)	85.22	12.68	5.20	8.80
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(215.84)	493.00	(144.34)	791.85	742.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	818.05	1,263.15	1,896.26	2,750.72	3,989.06
营业成本	200.59	253.58	385.37	555.67	805.97
营业税金及附加	18.63	27.34	41.05	59.54	86.35
营业费用	125.47	283.75	425.96	659.17	1,015.75
管理费用	175.05	169.53	263.99	341.68	435.67
研发费用	25.72	52.87	66.99	97.17	140.92
财务费用	15.57	(23.24)	(3.53)	(5.20)	(8.80)
资产减值损失	(0.08)	0.71	0.71	0.71	0.71
公允价值变动收益	0.38	0.00	0.13	0.04	(0.07)
投资净收益	15.22	10.37	10.37	12.00	15.00
其他	(42.82)	(36.22)	(21.00)	(24.08)	(29.86)
营业利润	284.30	524.45	726.21	1,054.01	1,527.42
营业外收入	0.08	1.23	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.32	10.70	2.00	2.00	2.00
利润总额	284.06	514.98	729.21	1,057.01	1,530.42
所得税	61.79	91.12	129.03	187.03	270.79
净利润	222.27	423.86	600.19	869.98	1,259.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	222.27	423.86	600.19	869.98	1,259.63
每股收益(元)	0.46	0.88	1.25	1.81	2.62

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	11.58%	54.41%	50.12%	45.06%	45.02%
营业利润	-11.28%	84.47%	38.47%	45.14%	44.92%
归属于母公司净利润	-17.50%	90.70%	41.60%	44.95%	44.79%
获利能力					
毛利率	75.48%	79.92%	79.68%	79.80%	79.80%
净利率	27.17%	33.56%	31.65%	31.63%	31.58%
ROE	13.57%	24.68%	25.36%	26.88%	28.02%
ROIC	34.75%	36.40%	70.66%	57.74%	77.88%
偿债能力					
资产负债率	13.03%	17.07%	13.22%	12.11%	11.09%
净负债率	-20.26%	-47.39%	-29.98%	-46.39%	-49.91%
流动比率	6.43	4.45	5.97	7.16	8.25
速动比率	5.66	3.84	5.02	6.03	7.15
营运能力					
应收账款周转率	3.72	5.68	5.05	5.36	5.36
存货周转率	5.60	7.97	8.15	7.59	8.07
总资产周转率	0.46	0.64	0.79	0.86	0.91
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.88	1.25	1.81	2.62
每股经营现金流	0.72	0.92	-0.22	1.78	1.60
每股净资产	3.41	3.58	4.93	6.74	9.37
估值比率					
市盈率	214.55	112.51	79.46	54.81	37.86
市净率	29.12	27.77	20.15	14.73	10.61
EV/EBITDA	0.00	0.00	62.31	42.61	29.18
EV/EBIT	0.00	0.00	64.78	43.91	29.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

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