

2021年01月22日

功能性食品对华熙意味着什么？——从中国制造到中国品牌，多品牌大集团可期

买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,886	2,397	3,300	4,235
同比（%）	49.3%	27.1%	37.6%	28.3%
归母净利润（百万元）	586	681	792	922
同比（%）	37.9%	16.4%	16.4%	16.3%
每股收益（元/股）	1.22	1.42	1.65	1.92
P/E（倍）	157.37	135.38	116.34	100.00

投资要点

- 自研 HA 获批添加至普通食品，功能性食品新品牌上市。** 公司是国内口服透明质酸钠先行者和推动者，十余年来致力于推动国内口服透明质酸钠的合法化。2021年1月7日，国家卫健委正式批准公司申报的食品级透明质酸钠（HA）原料可作为新食品原料用于普通食品添加，意味着我国透明质酸终端市场进一步放开。1月22日，公司发布首个终端食品品牌“黑零”，同时发布含透明质酸的咀嚼片、软糖、饮品等新品。
- 我国功能性食品方兴未艾，空间广阔，有望复制日本万亿市场成长之路。** 中国功能性食品涵盖功能性普通食品和保健食品，2019年保健食品近1800亿元，功能性普通食品发展尚处于初期。邻国日本近三十年来，在法规支持、政府资金投入、健康意识提升以及品牌创新宣传等因素刺激下，功能性食品总规模破万亿日元，其中主要归为普通食品的功能性标示食品规模预计超3000亿日元。参考日本人均水平，预计我国功能性普通食品终端市场短期/长期规模分别大于350/1200亿元，食品级HA原料市场短期/长期规模分别大于10亿元/50亿元。
- 多品牌战略笃定，布局功能性食品造新增长极，股权激励营收目标高增。**
 - （1）**原料：**2018年食品级销量占全球1/4以上，且不断扩产中，自研食品级原料品质优异；
 - （2）**医疗终端：**2020年上市新品润致“娃娃针”水光针，推广较为顺利，在合规性、舒适性、持久性等方面具有差异化优势；
 - （3）**功能性消费品：**2020年多个功能性护肤品牌呈现高速增长，润百颜/夸迪天猫旗舰店分别+188%/+10076%。公司在透明质酸新政推出之前即布局含透明质酸保健品和进口食品，新规后推出的新品牌“黑零”有望逐步放量；
 - （4）**股权激励：**2021年1月19日发布限制性股权激励计划，营收目标高增，有望推动各领域市占率进一步提升。
- 护城河深筑，看好具有一体化优势的功能性消费集团。** 护城河主要体现在扎实的原料端优势，以及由此赋能而高速发展的多品类、多品牌的功能性消费品。一方面，原料端是基础和土壤。另一方面，“强制造”为“强品牌”赋能，多板块、多品牌的大消费集团已初具模样。
- 盈利预测与投资评级：** 公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械、终端化妆品和食品等领域延伸，“四轮驱动”下一体化优势稳固，看好长期发展前景。我们预测公司2020-22年归母净利润分别为6.81/7.92/9.22亿元，同比增速分别为16.4%/16.4%/16.3%，对应135/116/100倍PE，鉴于测算得出长期公司收入体量有望超200亿元，空间十分广阔，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 竞争加剧，食品安全，行业监管风险，产品推广不及预期。

证券分析师 吴劲草
 执业证号：S0600520090006
 wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
 执业证号：S0600520120002
 zhangjx@dwzq.com.cn
证券分析师 朱国广
 执业证号：S0600520070004
 zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
 执业证号：S0600517050001
 tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元) 192.00
 一年最低/最高价 71.82/192.41
 市净率(倍) 18.24
 流通A股市值(百万元) 17921.66

基础数据

每股净资产(元) 10.03
 资产负债率(%) 9.28
 总股本(百万股) 480.00
 流通A股(百万股) 93.34

相关研究

- 1、《华熙生物 (688363)：收入业绩增速提升，品牌元年值得期待》2020-10-29
- 2、《华熙生物 (688363)：三位一体，产业链贯通的医美大玩家》2020-10-26

内容目录

1. 十六年之约终相见，华熙 HA 原料获批添加至普通食品，功能性食品新品牌上市，空间广阔	5
1.1. 边际变化：HA 获批添加至普通食品，功能性食品新品牌上市	5
1.2. HA(透明质酸钠) 可分为食品级、化妆品级和医药级	6
1.3. 功能性食品涵盖功能性普通食品和保健品	9
2. 功能性食品：方兴未艾，市场空间广阔，华熙有望带领国产品牌崛起，掘金广阔市场	12
2.1. 功能性普通食品增量空间大，终端和原料端有望双受益	12
2.2. 产业链配置齐全，消费者教育是关键	15
2.3. 我国功能性食品主要应用	16
2.4. 国内功能性食品代表性公司	21
3. 东瀛之镜：功能性食品三十年演变，消费升级下的万亿市场成长之路	22
3.1. 日本功能性食品分三大类，规模超万亿日元	22
3.2. 政策引领，日本功能性食品历经多阶段	26
3.3. 日本功能性食品主要应用	28
3.4. 日本功能性食品代表性公司	32
4. 华熙生物：从中国制造到中国品牌，多品牌强消费品集团模样已初具，功能性食品或打开新增增长极	37
4.1. 自研食品级原料功效优异，产能持续扩充	37
4.2. 医美市占率持续提升，“娃娃针”上市推广较为顺利	39
4.3. 功能性护肤品高速增长，抢滩功能性食品新赛道	40
4.4. HA 添加范围扩大后，营收受益情况敏感性分析	43
5. 护城河深筑，功能性消费品牌——中国品牌崛起的经典路径	44
6. 发布限制性股权激励方案，营收目标高增	45
7. 盈利预测与投资建议	46
7.1. 盈利预测	46
7.2. 估值比较	48
7.3. 投资建议	49
8. 风险提示	49

图表目录

图 1: 公司持续推动我国口服透明质酸钠合规化.....	5
图 2: 华熙生物首个终端食品品牌“HYALUR 黑零”的品牌主张及六类新品.....	6
图 3: 华熙生物两大研究方向&六大自主研发平台.....	6
图 4: 华熙生物 12 大原料品牌.....	6
图 5: 人体内 HA 含量随年龄增加逐渐减少.....	7
图 6: 透明质酸原料三大应用领域.....	7
图 7: 2015-2024E 全球透明质酸原料销量变化 (吨).....	8
图 8: 2015-2024E 全球透明质酸原料销量结构.....	9
图 9: 2019 年全球透明质酸原料竞争格局 (按销量).....	9
图 10: 我国功能性食品可分为功能性普通食品和保健食品.....	10
图 11: 进口 HUM 口服玻尿酸软糖玻尿酸含量远大于国内规定使用量.....	11
图 12: 2019 年我国保健食品行业市场规模为 1779 亿元.....	12
图 13: 2018 年我国人均保健品消费支出远低于世界主要国家.....	13
图 14: 我国功能性食品产业链.....	16
图 15: 我国保健食品主要应用.....	17
图 16: 促进消化、肠道健康品类的热门功能性食品.....	18
图 17: 护眼类功能性食品.....	18
图 18: 助眠类功能性食品.....	19
图 19: 抗疲劳类功能性食品.....	19
图 20: 健脑类功能性食品.....	20
图 21: 美容养颜类功能性食品.....	20
图 22: 减肥减脂类功能性食品.....	21
图 23: 日本食品分类示意图.....	23
图 24: 2013 年后日本特定保健用食品市场规模基本稳定.....	24
图 25: 1993-2019 特定保健用食品每年获批商品数量.....	24
图 26: 2017-2019 不同用途特定保健用食品获批数量 (个).....	24
图 27: 日本功能性标示食品规模 2015 年以来快速增长.....	25
图 28: 2015 年以来日本功能性标示食品受理件数 (截至 2021 年 1 月 20 日).....	25
图 29: 按剂型分类的上市 FFC 产品数量 (截至 2020 年 6 月).....	26
图 30: 按剂型分类的上市 FFC 产品结构 (截至 2020 年 6 月).....	26
图 31: 1987-2019 日本健康食品市场规模与三次政策调整.....	27
图 32: 近 10 年医疗保健支出占家庭总体支出比例呈上升趋势.....	28
图 33: 2019 年按功能分类的特定保健用食品市场规模.....	29
图 34: 1997-2019 按功能分类的特定保健用食品市场结构变化.....	29
图 35: 日本营养功能食品营养成分法定范围.....	29
图 36: 截至 2020 年 6 月按功能声称分类的上市 FFC 产品数量.....	30
图 37: 按原料分类的健康食品终端市场规模 (2018 年).....	30
图 38: 2017-2019 具备多功能宣称的 FFC 产品数量持续增长.....	31
图 39: 销售额 TOP15 的功能性标示食品产品和品牌 (2017 年).....	32
图 40: 格力高多元化食品业务一览.....	32
图 41: 格力高健康食品推新时间轴.....	33
图 42: FY2016-FY2020 Fancl 业务收入结构.....	34

图 43: Fancl 营养补充剂业务在 2016 财年实现 V 字形反转.....	34
图 44: FANCL 代表性系列产品图.....	35
图 45: 日本功能性标示食品备案件数 TOP10 企业 (截至 2019 年 7 月 31 日).....	36
图 46: 东洋新药独有核心原料.....	36
图 47: 东洋新药主要功能性标示食品.....	36
图 48: 2016-2018 年公司食品级透明质酸钠销量和销售收入增速 CAGR 均在各品类中 fastest.....	37
图 49: 2016-2018 年公司食品级原料营业收入达 0.74 亿元.....	37
图 50: 2018 年公司食品级原料占全球份额达 25.5%.....	37
图 51: 口服华熙生物自研食品级原料 HAPLEX®Plus 能够增加皮肤水分和弹性.....	38
图 52: 口服华熙生物自研食品级原料 HAPLEX®Plus 有助于抗氧化.....	38
图 53: 口服华熙生物自研食品级原料 HAPLEX®Plus 能够改善关节不适及增强骨质.....	39
图 54: 2018 年皮肤类医疗终端收入同增 45.4%.....	39
图 55: 2017 年以来注射类透明质酸市场份额不断提升.....	39
图 56: 润致“娃娃针”核心内容介绍.....	40
图 57: 公司功能性化妆品发展历程.....	41
图 58: 2016-2019 年公司功能性护肤品增速 CAGR 为 115%.....	41
图 59: 2020 年各月润百颜 GMV 规模及同比增速.....	42
图 60: 2020 年各月夸迪 GMV 规模及 YOY.....	42
图 61: 2020 年各月米蓓尔 GMV 规模及 YOY.....	42
图 62: 2020 年各月 BioMESO 肌活 GMV 规模及 YOY.....	42
图 63: 2020 年次抛原液在润百颜官方旗舰店月均销售占比超 50%.....	42
图 64: 公司销售的代表性功能性食品.....	43
图 65: 短期: 华熙生物食品级透明质酸钠业务 (终端+原料) 营收敏感性分析.....	44
图 66: 长期: 华熙生物食品级透明质酸钠业务 (终端+原料) 营收敏感性分析.....	44
图 67: 华熙生物由原料至终端消费品的多品类、多品牌布局.....	45
表 1: 口服透明质酸钠主要功效.....	8
表 2: 我国功能性普通食品按原料分类.....	11
表 3: 我国保健食品按原料分类.....	12
表 4: 中国功能性普通食品市场短期和长期规模测算.....	14
表 5: 中国代表性功能性普通食品类型产品短期和长期规模测算.....	14
表 6: 中国食品级透明质酸钠原料市场短期和长期规模测算.....	15
表 7: 国内功能性食品代表公司.....	22
表 8: 日本保健功能食品各细分分类比较.....	23
表 9: 日本功能性食品市场历经三次政策调整.....	27
表 10: 主要健康食品原料及其简介.....	31
表 11: 公司股权激励目标拆解.....	46
表 12: 核心品类营收及毛利率预测 (万元).....	47
表 13: 公司核心业务长期产值空间假设估计.....	48
表 14: 华熙生物与可比公司估值比较.....	49

1. 十六年之约终相见，华熙 HA 原料获批添加至普通食品，功能性食品新品牌上市，空间广阔

1.1. 边际变化：HA 获批添加至普通食品，功能性食品新品牌上市

边际变化一：2021 年 1 月 7 日，公司申报的透明质酸钠终获批添加至普通食品

公司是国内口服透明质酸钠先行者和推动者，十余年来始终致力于推动国内口服透明质酸钠的合法化。自 2004 年起即开始启动透明质酸钠作为新食品原料的申报，在公司的不断努力下，2008 年卫生部批准透明质酸钠添加至保健食品。2021 年 1 月 7 日，国家卫健委正式批准华熙生物申报的透明质酸钠原料作为新食品原料添加至普通食品中，使用范围得到进一步扩大。

图 1：公司持续推动我国口服透明质酸钠合规化



数据来源：华熙生物微信公众号，东吴证券研究所

边际变化二：抢占先机，首个终端食品品牌“黑零”上市

2021 年 1 月 22 日，发布首个专注个人健康的功能性食品品牌“HYALUR 黑零”。品牌主张“天然能量、科技养生、新鲜品味”。并发布了六类含透明质酸新品，新品以透明质酸为核心成分，结合中国传统“药食同源”理念，搭配白芸豆、西洋参、燕窝等多种可食用物质，为消费者带来全新饮食体验，覆盖纤体、健脑、修护、舒眠等多种需求，形成多维度、多场景的品类布局。

图 2: 华熙生物首个终端食品品牌“HYALUR 黑零”的品牌主张及六类新品



数据来源: 公司微信公众号, 中国新闻网, 东吴证券研究所

成立华熙生物研究院赋能产业链上下游, 创立 12 大原料品牌。华熙生物将其二十余年研发积累的万条研发数据汇编成涵盖六大维度(原料、配方、工艺、数据、商标、服务)的 13 位编码目录, 以规范透明的形式, 通过开放公司的六大研发平台(微生物发酵、交联技术、合成生物、分析检测、配方工艺、应用机理)和三十余个中试平台, 为产业链上下游的合作伙伴赋能, 充分建立起从技术到服务的全产业链合作体系。同时, 公司发布了包括透明质酸、GABA、聚谷氨酸、依克多因、麦角硫因在内的 12 大原料品牌, 大大丰富了产业链的应用场景和方向。

图 3: 华熙生物两大研究方向&六大自主研发平台



数据来源: 公司微信公众号, 中国新闻网, 东吴证券研究所

图 4: 华熙生物 12 大原料品牌

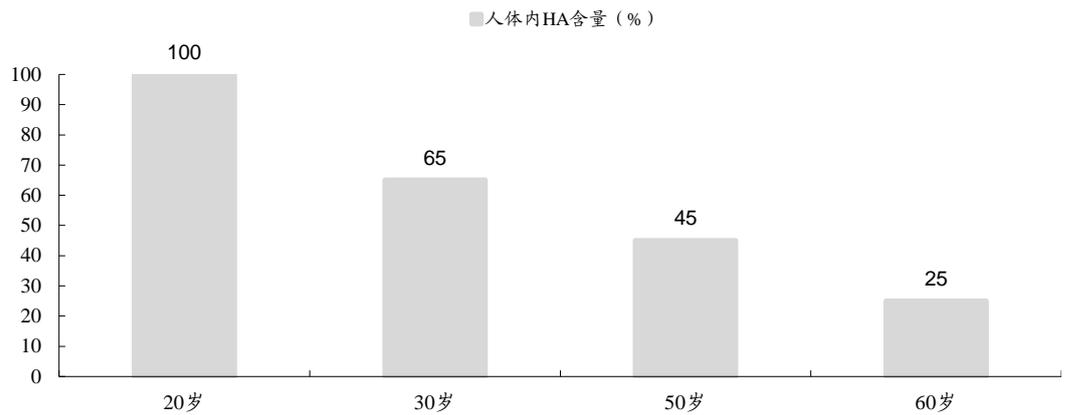
01 华熙玻尿酸	02 华熙γ-氨基丁酸	03 华熙红景天
04 华熙聚谷氨酸	05 华熙银耳多糖	06 华熙糙米发酵滤液
07 华熙活性肽	08 华熙依克多因	09 华熙麦角硫因
10 华熙寡糖	11 华熙纳豆提取物	12 华熙小核菌水凝胶

数据来源: 公司微信公众号, 中国新闻网, 东吴证券研究所

1.2. HA(透明质酸钠)可分为食品级、化妆品级和医药级

HA(透明质酸钠)是一种存在于人体的天然高分子粘多糖, 随着年龄增加相对含量降低。透明质酸是人体中天然存在的一种高分子粘多糖, 广泛存在于关节滑液、皮肤、眼玻璃体、软骨、脐带等组织中, 具有保湿、润滑、愈合伤口、修复组织和再生等多种功能。随着年龄的增长, 人体内的玻尿酸含量不断下降。如果将人 20 岁时的体内透明质酸的相对含量定为 100%, 到 30、50、60 岁时则分别下降为 65%、45%、25%。透明质酸的减少可能会导致关节僵化、皮肤老化、皱纹增多、眼花等诸多问题。

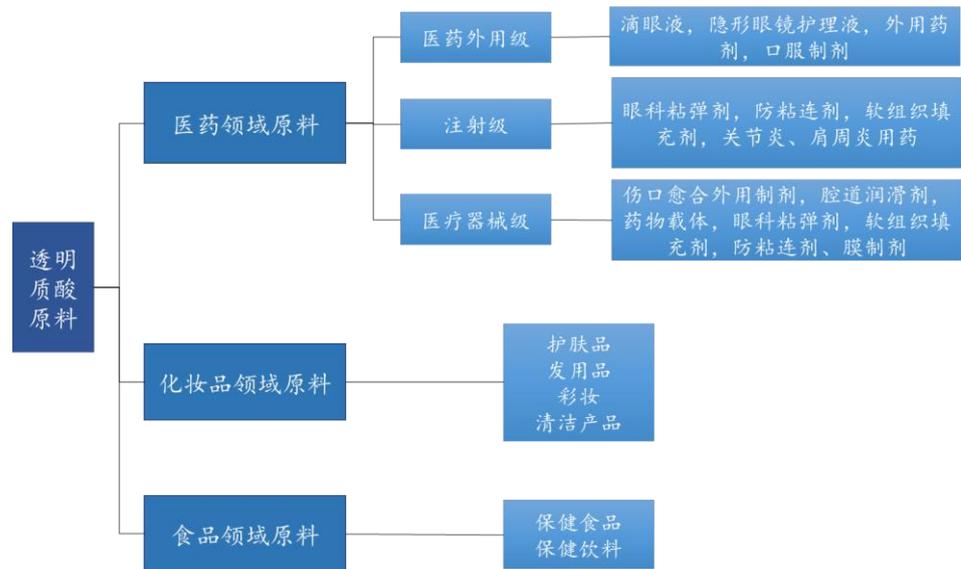
图 5：人体内 HA 含量随年龄增加逐渐减少



数据来源：凤凰网，东吴证券研究所

透明质酸广泛应用于医药、化妆品、食品领域。透明质酸由于具备良好的保湿性、润滑性、生物相容性、生物活性与生物降解性，其规模化生产有助于普及其在医药、生物医用材料、化妆品、功能性食品等领域的应用，并拓展至如肿瘤治疗、组织工程、药物载体、口腔、胃肠、耳鼻喉等新应用领域。

图 6：透明质酸原料三大应用领域



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

口服透明质酸可被吸收，具备多重功效。根据华熙福瑞达生物医药有限公司（公司前身）科学家宋永民、丁厚强、郭学平 2014 年发表在《食品与药品》的报告，由于透明质酸钠具备水溶性良好、线性分子易被吸收等众多特性，使得其能够在人体内被吸收。具体来看，国内外多项临床及动物实验表明，口服透明质酸钠功效主要表现为美容保健、改善关节功能和骨质疏松、修复胃粘膜损伤。除此之外，还具有一定的创伤愈合、改善心血管系统、改善软骨病症状、提高人体免疫力等其他功效。

表 1: 口服透明质酸钠主要功效

核心功效	试验证明
1. 美容保健	(1) Yamamoto 的人体临床研究表明, 服用 HA 产品 ECM-E 3~24 d, 多数受试者皮肤变得光滑润泽, 脸部及全身均显示了美容效果; (2) 华熙福瑞达生物医药公司进行了改善皮肤水分人体试食功能试验, 试食组和对照组各为 52 人, 分别给予 HA 胶囊 (20 mg/粒) 和安慰剂, 结果显示试食组皮肤水分在试食后明显提高
2. 改善关节功能和骨质疏松	日本 Q.P.公司以安慰剂为对照, 对 37 名志愿者进行双盲实验, 关节疼痛变化采用骨关节炎指数评分评价, 结果表明 HA 可有效地缓解关节疼痛
3. 修复胃黏膜损伤	华熙福瑞达生物医药公司通过大鼠胃损伤动物模型, 考察口服 HA 对慢性胃溃疡的作用, 并以枸橼酸铋钾 (BPC) 作为阳性对照, 表明 HA 有保护胃黏膜的作用, 可修复损伤的胃黏膜。
4. 创伤愈合、改善心血管系统、改善软骨病症状、提高人体免疫力等其他功效	---

数据来源: 《食品与药品》, 东吴证券研究所

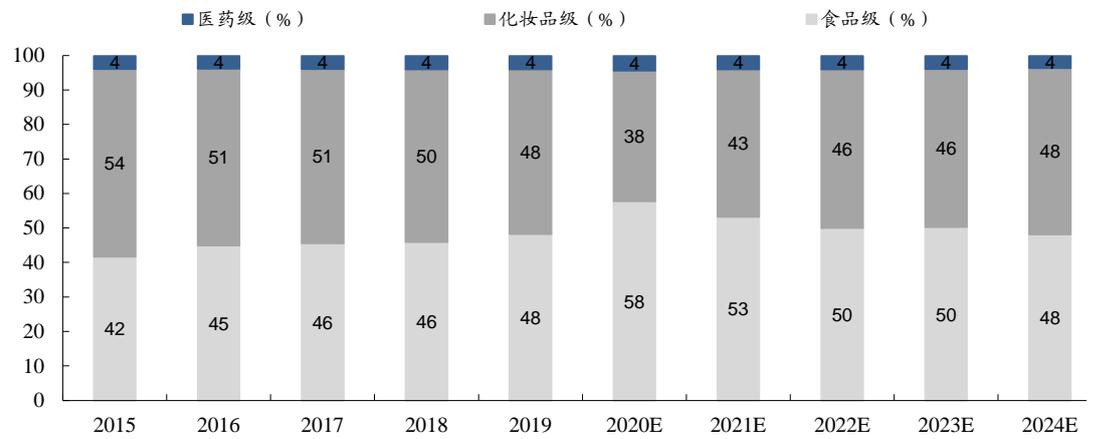
2019 年全球透明质酸原料销量超 500 吨, 其中食品级销量占比不断提升。根据艾瑞咨询, 2019 年全球透明质酸原料销量达到 580 吨。行业保持双位数较快增速, 2015-2019 年增速 CAGR 为 20%。2020 年受疫情影响, 预计全球销量下降至 450 吨, 但预计之后销量逐步恢复, 预计 2020-2024 年增速 CAGR 约为 26.4%。分品类看, 2019 年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料销量分别为 23/277/280 万吨, 销量占比分别为 4%/48%/48%。其中, 受益于全球范围内透明质酸食品监管政策的持续开放, 食品类占比不断提升, 由 2015 年的 42%提升至 2019 年的 48%, 增长 6pct。

图 7: 2015-2024E 全球透明质酸原料销量变化 (吨)



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

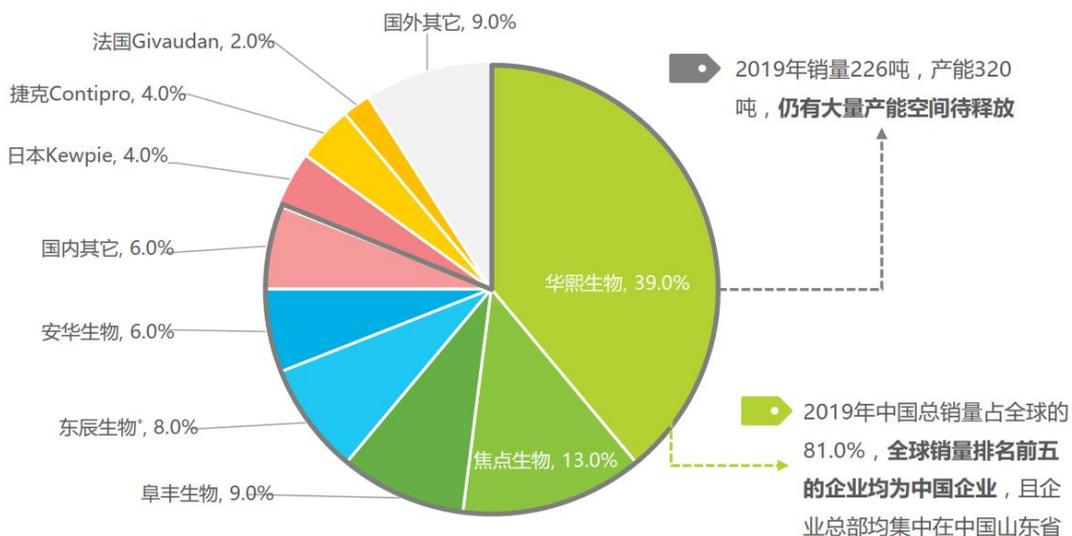
图 8：2015-2024E 全球透明质酸原料销量结构



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

我国是世界第一大透明质酸原料产销国，华熙生物在全球原料市场市占率第一。一方面，2019 年中国透明质酸原料销量约为 470 吨，约为全球总销量的 81%；另一方面，全球透明质酸原料销量排名前五的企业均为中国企业，其中华熙生物是世界最大的透明质酸生产及销售企业，2019 年销量达 226 吨，销量全球占比约为 39%，2019 年其产能为 320 吨，产能释放空间大。

图 9：2019 年全球透明质酸原料竞争格局（按销量）



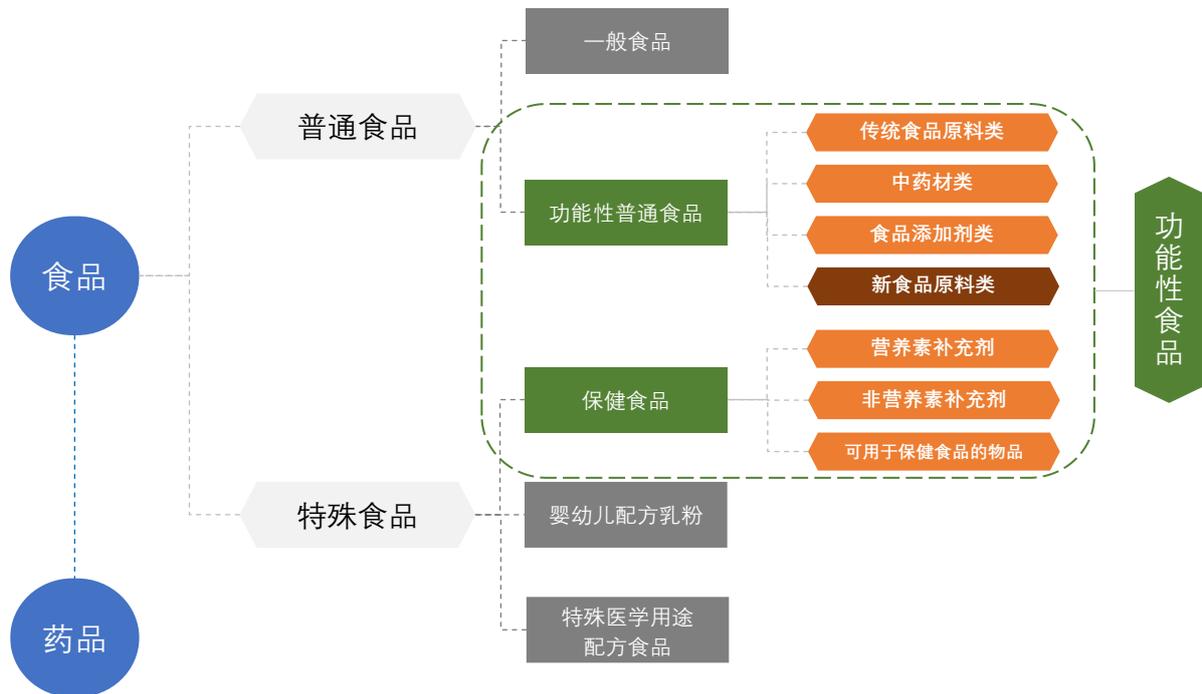
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

1.3. 功能性食品涵盖功能性普通食品和保健品

我国功能性食品主要涵盖功能性普通食品和保健食品。目前我国尚无对功能性食品的定义，但参考日本对保健功能食品的定义，结合我国食品行业现状，我们认为，在我国功能性食品主要是指药品以外的、具有一定功效并有明确对应功效成分的普通食

品和保健食品。按照主要产生功效的原料，我国功能性食品又可划分为七小类。

图 10：我国功能性食品可分为功能性普通食品和保健食品



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

功能性普通食品原料来源丰富，新食品原料类产品拥有较大增量发展空间。按产生功效的原料来源，功能性普通食品可大致细分为四类：①**传统食品原料类**：传统食品原料囊括最广，如谷物、豆类、蔬菜等，所衍生功能性食品较多，但其功效成分含量普遍偏低；②**中药材类**：我国具有丰富中草药材资源和悠久中草药食用史，据不完全统计，我国批准了 86 种“按照传统既是食品又是中药材的物质”（简称食药物质），例如枸杞、荷叶；③**食品添加剂类**：主要指食品营养强化剂。卫健委近年也在不断更新食品添加剂新品种，例如棕榈油、牛磺酸；④**新食品原料类**：新食品原料须由卫健委审核，且大多是不在传统食用习惯中的新物质，具有较强的功效导向，因而该类食品的功效性表现一般最为优异。目前我国已批准的新食品原料约有 144 种，例如透明质酸、GABA、奇亚籽等，但仅有部分新食品原料被允许添加如普通食品中，目前还处于较为严格的监管阶段，未来随着更多的新食品原料获批，我国功能性食品领域或迎来更为广阔的发展空间。

我国对功能性普通食品尚存在宣称、用量方面的限制，政策仍待进一步放开。一方面，《食品安全法实施条例》第三十八条规定，对保健食品之外的其他食品，不得声称具有保健功能，使得功能性普通食品在功效宣称方面尚存一定限制；另一方面，卫健委在审批可添加至普通食品中的新食品原料时，往往附带有一定的消费者用量限制，对比国外可比产品，国内目前允许的用量属于较小剂量（例如“美国 HUM 口服玻尿酸软糖”，每日 HA 食用量为 120mg/6.33g，对应 18.96g/kg，远高于国内含透明质酸钠糖果 3g/kg 食用量）。因此，从宣称、用量两方面看，我国监管机构目前对功能性普通食品仍持较为谨慎态度，未来政策还有待进一步放开。

表 2: 我国功能性普通食品按原料分类

分类	按原料细分	原料简介	代表性物质	相对应功效
功能性普通食品	传统食品原料	主要包括在我国具有传统食用习惯的食品，并且未载入《中华人民共和国药典》。该类物质功效成分含量偏低，功效并不显著	燕麦	抗肿瘤、降血脂
			大豆	抗氧化、抗菌、降血压
	中药材	主要来自《按照传统既是食品又是中药材的物质》目录，由卫健委审定，据不完全统计，目前我国已批准的该类物质达到 87 种	枸杞	平补肝肾
			荷叶	清暑化湿
食品添加剂	由《食品安全国家标准目录》中的食品添加剂和卫健委审核通过的食品添加剂新品种组成。主要为食品强化营养剂	棕榈油	预防肥胖、II 型糖尿病	
		牛磺酸	促进神经系统发育	
新食品原料	由卫健委审定，不完全统计，目前已批准的新食品原料达到 144 种（包含可食用菌种）	透明质酸	改善皮肤水分/关节功能/骨质疏松、修复胃黏膜	
		γ-氨基丁酸	抗焦虑、抗疲劳、调节情绪	

数据来源：卫健委，国家市场监督管理总局，东吴证券研究所

图 11: 进口 HUM 口服玻尿酸软糖玻尿酸含量远大于国内规定使用量

1.使用范围和推荐最大使用量：乳及乳制品（0.2 g/kg），饮料类（液体饮料≤50 mL 包装 2.0 g/kg，51-500 mL 包装 0.20 g/kg，固体饮料按照冲调后液体体积折算），酒类（1.0 g/kg），可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果（3.0 g/kg），冷冻饮品（2.0 g/kg）。



HUM口服玻尿酸软糖
每天服用2粒，净含量共6.33g，
含HA共120mg，对应18.96g/kg

数据来源：天猫国际超市，东吴证券研究所

我国保健食品监管备案与注册并行，近年来新原料未经大规模调整。我国法规所定义保健食品指：声称具有特定保健功能的或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。保健食品适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或者慢性危害。根据 2020 年修订的《保健食品注册与备案管理办法》，保健食品监管采取备案与注册并行模式，须注册的保健食品为使用保健食品原料目录以外原料的和首次进口的（属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外）

保健食品，其他保健食品只须进行备案。我国保健食品原料目录包括 2002 年卫生部发布的 114 种“可用于保健食品的物品”和国家市场监督管理总局 2020 年 11-12 月发布的 23 种维生素和 5 种非营养素补充剂，新规仅新增 β-胡萝卜素一种维生素和 5 种非营养素补充剂，总体看可添加原料自 2002 年以来未经大规模更新调整。

表 3: 我国保健食品按原料分类

分类	按原料细分	原料简介	代表性物质	相对应功效
保健食品	营养素补充剂	以补充维生素、矿物质为功能的	硒化卡拉胶	抗肝纤维化、防止肝病
		23 种营养素（钙、镁、钾、维生素等）。可来源于 82 种化合物	β-胡萝卜素	抗氧化、补充维生素
	非营养素补充剂	目前仅有辅酶 Q10、破壁灵芝孢子粉、螺旋藻、鱼油、褪黑素这 5 类物质。由国家市场监督管理总局于 20 年 12 月发布	褪黑素	改善睡眠、抗衰老
			鱼油	调节血脂、预防心脏病
	可用于保健食品的物品	根据 2002 年卫生部所发表的目录，有 114 种物质，但目录长期未更新	人参	增强人体免疫力
			三七	破血散瘀、消炎定痛

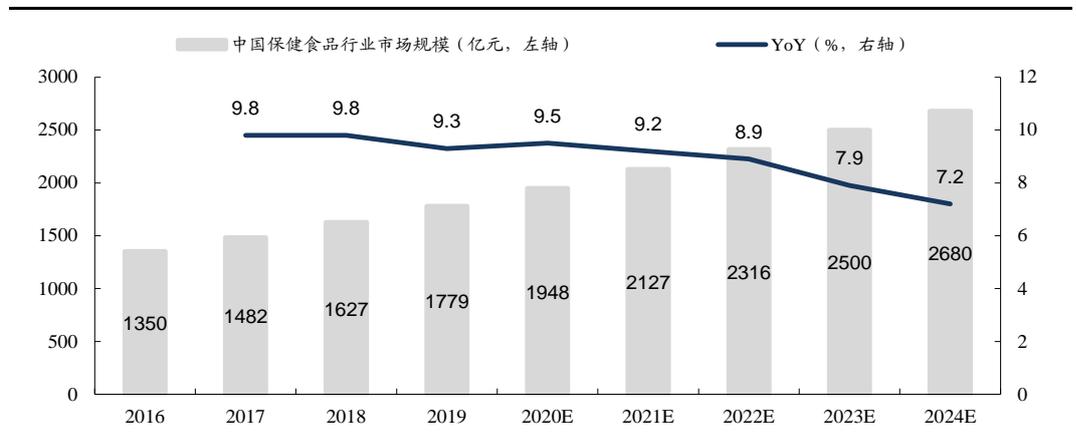
数据来源：卫健委，国家市场监督管理总局，东吴证券研究所

2. 功能性食品：方兴未艾，市场空间广阔，华熙有望带领国产品牌崛起，掘金广阔市场

2.1. 功能性普通食品增量空间大，终端和原料端有望双受益

我国目前功能性食品规模以保健食品为主，2019 年保健食品规模为 1779 亿元。我国功能性普通食品仍在起步阶段，目前功能性食品规模以保健食品为主。根据 Euromonitor 数据，2019 年中国保健食品行业市场规模为 1779 亿元，同比增长 9.3%。预计 2021 年我国保健食品行业规模有望超 2000 亿元。

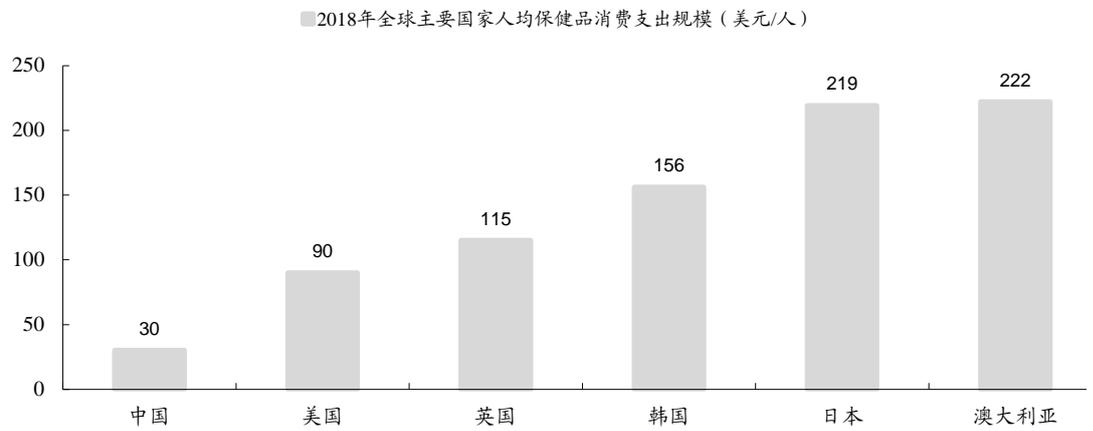
图 12: 2019 年我国保健食品行业市场规模为 1779 亿元



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

我国保健食品人均消费提升空间大。根据 Euromonitor 统计，2018 年我国保健品人均消费支出仅为 30 美元/人，远低于世界主要国家，较美国、英国、韩国、日本、澳大利亚有 2-7 倍差距。我国保健品人均消费提升空间大，预计随着收入水平和健康意识的提升，未来消费规模有较大成长空间。

图 13: 2018 年我国人均保健品消费支出远低于世界主要国家



数据来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

参考日本功能性标示食品人均消费水平，预计中国功能性普通食品终端市场规模短期/长期分别在 350/1200 亿元以上。日本功能性食品市场前后历经三十余年发展，相对成熟且稳定，且中日两国饮食文化、人口结构趋势存在相似之处，因此我们以日本作为我国的参照对象来预测我国功能性普通食品的规模体量，在日本与“功能性普通食品”较为相近的口径为“功能性标示食品”。考虑我国功能性普通食品起步较晚、政策尚未完全放开以及存在一定消费水平差距，我们假设在短期/长期我国功能性普通食品人均消费水平分别为日本人均功能性标识食品消费水平的 20%/50% (假设日本人均水平不变)，则预计在短期/长期我国功能性普通食品市场规模分别在 350/1200 亿元以上。

表 4: 中国功能性普通食品市场短期和长期规模测算

项目	短期	长期	假设来源/依据
日本功能性标示食品市场规模(亿日元)	2547	3500	日本富士经济集团
日本人口(万人)	12617	12617	日本统计局
日本人均功能性标示食品消费(日元/人)	2019	2774	计算得出
日元兑人民币汇率	16	16	2019年日元兑人民币汇率均值
消费缩放比例	20%	50%	2019年中国人均保健食品支出约为日本人均支出的40%，考虑我国功能性普通食品发展较晚、政策尚未完全放开等因素，假设短期为日本人均水平的20%，长期为50%
预计中国人均功能性普通食品消费水平(元/人)	25	87	计算得出
中国人口(万人)	140005	140005	中国国家统计局，假设不变
预计中国功能性普通食品市场规模(亿元)	353	1214	计算得出

公式：预计中国功能性普通食品市场规模=（日本人均功能性标示食品消费额*消费缩放倍数）*中国人口

数据来源：富士经济集团，日本统计局，中国国家统计局，东吴证券研究所测算

参考日本功能性标识食品终端市占率，预计中国透明质酸钠相关功能性普通食品，在短期/长期市场规模分别为 35 亿元/121 亿元。我们以矢野经济研究所统计的日本几类代表性功能性标识食品类型（以包含的主要功效性原料作为划分）的市占率，类比我国功能性普通食品市场相对应终端类型的规模，得出透明质酸钠相关功能性普通食品在短期/长期的市场规模预计为 35/121 亿元。除此之外，包含 GABA、BCAA 等在内的氨基酸类和胶原蛋白相关的功能性普通食品均具有较大的市场潜力。

表 5: 中国代表性功能性普通食品类型产品短期和长期规模测算

终端产品市场规模(亿元)	原料市占率	短期	长期
中国功能性普通食品市场规模(亿元)		353	1214
氨基酸(含 GABA、BCAA 等)相关	26.5%	93.62	321.63
胶原蛋白相关	14.8%	52.29	179.63
植物发酵物相关	11.7%	41.34	142.00
透明质酸钠相关	10.0%	35.33	121.37

数据来源：矢野经济研究所、东吴证券研究所测算

参考日本食品级透明质酸钠原料人均消费量，预计中国食品级透明质酸钠原料市场短期/长期规模分别为 10 亿元/50 亿元以上。我们假设 2020 年日本食品级透明质酸钠原料端在全球占比与终端占比类似，假设中国人均食品级透明质酸钠原料消耗量较日本的缩

放比例和功能性普通食品终端的缩放比例类似，则可预计在短期和长期中国食品级透明质酸钠销量分别在 1000/6000 吨以上，对应市场规模分别在 10/50 亿元以上。

表 6: 中国食品级透明质酸钠原料市场短期和长期规模测算

项目	短期	长期	假设来源及其依据
日本食品级透明质酸钠年销量(吨)	535	1162	据 Frost&Sullivan, 近年来日本透明质酸钠终端规模占全球 90% 以上, 假设原料端规模与终端类似, 则 2020 年日本食品级透明质酸钠原料市场规模约为 234 吨, 假设 2020-2025 年 CAGR 为 18%, 2026-2030 年 CAGR 为 12%
日本人口(万人)	12617	12617	日本统计局
日本人均消耗食品级透明质酸钠原料(克)	4.24	9.21	计算得出
消费缩放比例	20%	50%	假设中国人均食品级透明质酸钠原料消耗量较日本的缩放比例, 和功能性普通食品终端的缩放比例类似
预计中国人均消耗食品级透明质酸钠原料(克)	0.85	4.61	计算得出
中国人口(万人)	140005	140005	国家统计局
预计中国国内食品级透明质酸钠年销量(吨)	1188	6450	计算得出
食品级透明质酸钠原料单价(元/千克)	1000	800	参考华熙生物 18 年食品级透明质酸钠均价 1258.36 元/kg, 考虑行业门槛较低, 假设短期内降价至 1000 元/kg。长期内降价至 800 元/kg
中国食品级透明质酸钠原料市场规模(亿元)	11.88	51.60	计算得出

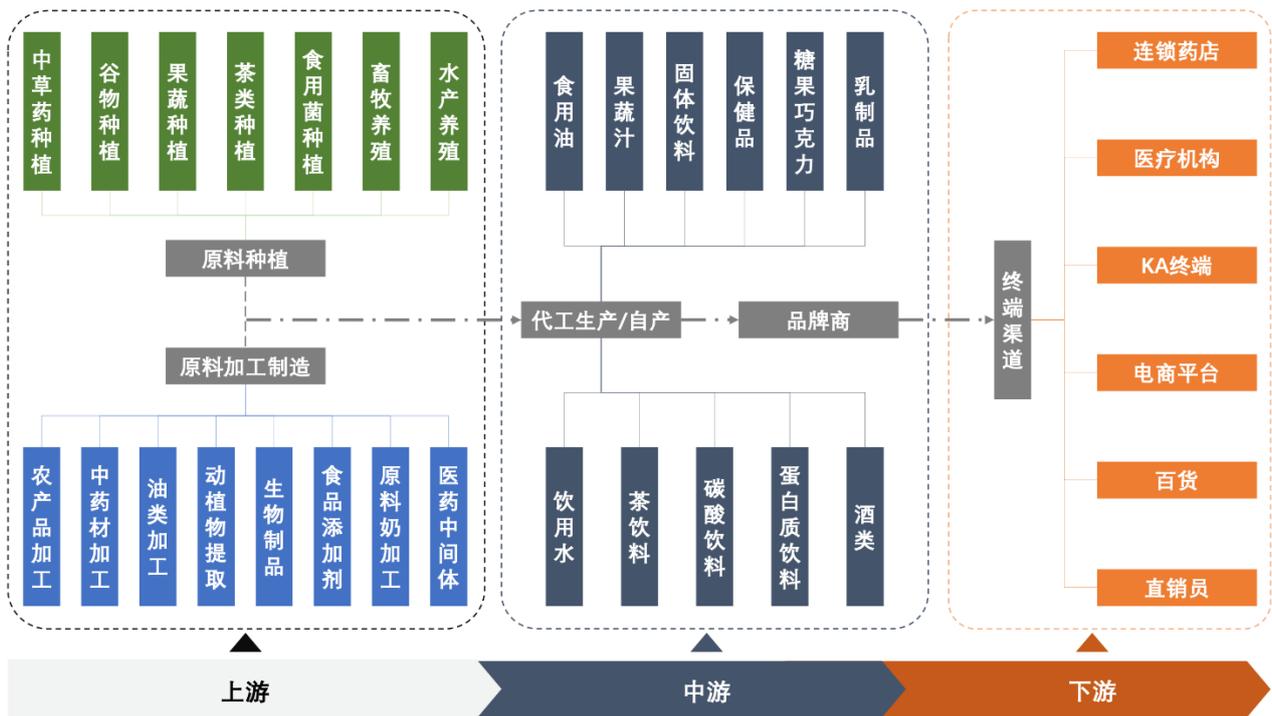
公式: 预计中国国内食品级透明质酸钠原料市场规模=(日本人均消耗量*消费缩放倍数)*中国人口*单价

数据来源: Frost&Sullivan, 日本统计局, 中国国家统计局, 东吴证券研究所

2.2. 产业链配置齐全, 消费者教育是关键

我国功能性食品产业链配置齐全, 政策为重要影响因素, 获批后品牌消费者教育至关重要。我国功能性食品产业链从上至下分别为原料端、生产端/品牌端、渠道端。我国是食品原料生产大国, 且食品生产技术成熟, 在产业链各环节配置齐全, 具备规模化发展潜力。目前政策审批仍为限制部分原料相关产品发展的重要因素, 但一旦获审, 品牌端的营销和消费者教育将发挥重要作用, 销货渠道丰富也将促进销量提升, 而生产成本差异并不大。由于大部分消费者对新获批原料的食用功效并不熟悉, 率先占领消费者心智的品牌有望获得较高的市场份额。

图 14: 我国功能性食品产业链



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

2.3. 我国功能性食品主要应用

(1) 保健食品应用

我国功能性食品市场目前主要为保健品市场,可按功能分为预防疾病、增强抵抗力、健骨、助眠、健身减脂、美容等热门品类。(1) 预防疾病: 包括辅助降血脂、辅助降血糖等功能,常见成分有新食品原料鱼油提取物、桑叶提取物,热门产品有“汤臣倍健 R 鱼油软胶囊”“同仁堂蜂胶软胶囊”等;(2) 增强抵抗力: 热门成分主要为蛋白质、维生素等,代表性产品有各类蛋白粉、维生素 C 咀嚼片、“国珍牌松花钙奶粉”等;(3) 健骨类: 主要是补钙类产品,例如各品牌钙片;(4) 助眠: 代表性成分为褪黑素,热门产品包括各类褪黑素片和助眠口服液;(5) 健身减脂: 常见成分有普通食品原料荷叶、药食两用原料决明子等,产品例如“碧生源牌纤纤茶”、“三叶决明子山楂茶”;(6) 美容: 热门成分主要为普通食品原料胶原蛋白、维生素、葡萄籽,产品包括各类维生素 E 软胶囊、葡萄籽提取物软胶囊等。

图 15: 我国保健食品主要应用



数据来源：各品牌天猫旗舰店，东吴证券研究所

(2) 功能性普通食品应用

由于政策限制较为严格以及消费者认知不足，功能性普通食品正在起步期，主要应用如下：

➢ 促进消化、维护肠道健康

主要原料包括纤维素、果胶等膳食纤维，低聚半乳糖、嗜酸乳杆菌等益生元、益生菌，乳酸菌等。

这类功能食品种类颇多，常见产品包括乳酸菌类和益生元、益生菌类。(1) **乳酸菌饮品**：包括“养乐多”，“味全活性乳酸菌饮品”、“畅意乳酸菌饮品”等；(2) **益生菌酸奶**：这类酸奶除了包含常见的菌种外，还添加有双歧杆菌菌种和嗜酸乳杆菌等新食品原料菌种，例如“卡士双歧杆菌风味发酵乳”、“君乐宝益生菌酸奶”等；(3) **益生菌固体饮料以及冲剂粉**：例如华润江中 2020 年 5 月推出的“江中利活益生菌固体饮料”，国产品牌 Wonderlab 同年 6 月上市的小蓝瓶益生菌粉也添加了多种益生菌，主打维护肠道健康，受众多消费者喜爱；(4) **益生元类产品**：例如君乐宝旗下乐铂系列、至臻系列婴幼儿奶粉中就添加了低聚半乳糖、多聚果糖等新食品原料，有助于平衡肠道菌群。(5) **消化饼干**：例如功能性饼干“江中猴菇饼干”由药食两用原料猴头菇制成，主打养胃功能。

图 16: 促进消化、肠道健康品类的热门功能性食品



数据来源：味全天猫旗舰店，卡士天猫旗舰店，君乐宝天猫旗舰店，江中天猫旗舰店，东吴证券研究所

➤ 护眼

主要原料包括视黄醇、花青素、叶黄素与叶黄素酯、牛磺酸、鱼油提取物等。

中国市场售卖的护眼功能食品，集中在奶粉、牛奶、发酵乳等乳制品，以及护眼软糖。(1) 乳制品：2019 年 9 月，新希望乳业瞄准功能性低温奶领域，推出“eyes care 养眼青少年牛奶”，针对 5-12 岁的青少年群体的视力呵护需求，添加茯苓、叶黄素酯、枸杞、牡丹籽油等护眼原料，其中叶黄素酯是早在 2008 年就得到卫生部审批的新食品原料。(2) 护眼软糖：国产功能性品牌 Buffx 在 2020 年推出的护眼软糖也添加了花青素、叶黄素酯等护眼成分。

图 17: 护眼类功能性食品



数据来源：新希望乳业淘宝店铺，buffx 天猫旗舰店，东吴证券研究所

➤ 改善睡眠、缓解焦虑与压力

主要原料包括 γ -氨基丁酸（也称为 GABA）、茶氨酸等。早在 2009 年，我国前卫生部就已公告了 γ -氨基丁酸作为新食品原料可添加至普通食品中的批准，茶氨酸则是在 2014 年得到批准。

目前国产助眠普通食品市场上大部分都是以 γ -氨基丁酸为主要原料，作为助眠成分在消费者中的知名度也逐渐提高，应用形式主要包括牛奶饮品、软糖等，均集中在近两年上市。（1）**牛奶饮品**：旺旺集团 2019 年 7 月推出了一款风味饮料“梦梦水”，主要成分有 γ -氨基丁酸、茶氨酸等；2019 年 10 月蒙牛推出了“晚上好”洋甘菊口味牛奶饮品，添加 γ -氨基丁酸、茶氨酸作为主要有效成分改善消费者睡眠质量；2019 年 10 月君乐宝推出复合蛋白饮品“睡前一小时”，也都添加了类似成分。（2）**睡眠软糖**：比如 BUFFX 品牌 2020 年推出的以 γ -氨基丁酸为核心成分的“BUFFX × Sleep 睡眠软糖”。

图 18: 助眠类功能性食品



数据来源：旺旺天猫旗舰店，蒙牛社交新零售官方旗舰店，君乐宝官网，buffx 天猫旗舰店，东吴证券研究所

➤ 抗疲劳

主要原料包括咖啡因、牛磺酸、维生素 B12、人参、蛹虫草等。

国内较为热门的抗疲劳功能性普通食品均以饮品的方式存在，例如“红牛维生素功能饮料”、“东鹏特饮维生素功能饮料”，包含咖啡因、牛磺酸、各类维生素。

图 19: 抗疲劳类功能性食品



数据来源：红牛天猫旗舰店，东鹏特饮天猫旗舰店，东吴证券研究所

➤ 健脑、增强记忆力

主要原料包括蛋白质、脂类、维生素等。

代表性产品是“六个核桃”，一款非常热门的植物蛋白饮料，以药食两用原料核桃为主原料加工而成，有效成分包括蛋白质、磷脂等，其补脑功效深入人心。

图 20: 健脑类功能性食品



数据来源：六个核桃天猫旗舰店，东吴证券研究所

➤ 美容养颜

主要成分包括胶原蛋白、维生素、葡萄籽等。

热门产品有富含胶原蛋白的东阿阿胶“阿胶糕”、“阿胶枣”。另外，还包括一些营养膳食补充剂，例如“汤臣倍健胶原蛋白软糖”、“Lumi 胶原蛋白液态饮”和“姿美堂胶原蛋白粉”。

图 21: 美容养颜类功能性食品



东阿阿胶 桃花姬阿胶糕

东阿阿胶 蓝帽子阿胶枣

汤臣倍健 胶原蛋白粉、口服液等

Lumi 胶原蛋白肽液态饮

数据来源：东阿阿胶天猫旗舰店，汤臣倍健天猫旗舰店，Lumi 天猫旗舰店，东吴证券研究所

➤ 减肥减脂

主要成分有蛋白粉、纤维素、魔芋粉、奇亚籽、圆苞车前子壳等。

目前国内市场上功能性减肥食品多以代餐为名，形式包括代餐粉、代餐饼干、代餐奶昔等，热门产品有“初吉低 GI 代餐饼干”、“ffit8 蛋白棒”、Wonderlab 爆款代餐奶昔等。新食品原料奇亚籽作为 2014 年审批通过的原料近年在国内出镜率颇高，热门产品包括“良品铺子奇亚籽麦片早餐”、“光明如实奇亚籽酸奶”。

图 22：减肥减脂类功能性食品



数据来源：初吉天猫旗舰店，ffit8 天猫旗舰店，Wonderlab 天猫旗舰店，良品铺子天猫旗舰店，光明低温乳品天猫旗舰店，东吴证券研究所

2.4. 国内功能性食品代表性公司

目前布局我国功能性食品的企业主要为化妆品公司、传统食品公司和保健品公司。

- (1) 化妆品公司：例如华熙生物、珀莱雅等；
- (2) 传统食品公司：例如红牛中国、养元、霸符等；
- (3) 保健品公司：例如汤臣倍健等。

表 7: 国内功能性食品代表公司

公司名称	标识	公司类别	公司简介
华熙生物		化妆品公司	华熙生物是以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，2021 年 1 月 7 日，国家卫健委批准由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料，可添加至乳制品、饮料、酒类、可可制品、糖果等
珀莱雅		化妆品公司	珀莱雅旗下品牌“枫之灵”是主打保健品、美容食品的功能性食品品牌，品牌功能性食品包括“枫之灵小肚燃高纤维代餐饼干”、“枫之灵小肚燃代餐奶昔固体饮料”、“悠缇胶原蛋白饮料”等
红牛中国		食品公司	“红牛维生素功能饮料”诞生于泰国，1995 年 12 月来到中国成立了红牛维他命饮料有限公司，售卖红牛维生素功能饮料系列，添加咖啡因、牛磺酸、维生素等
养元饮品		食品公司	养元饮品成立于 1997 年，是中国最早研发、生产、销售核桃饮品的企业，专注植物蛋白饮料核桃乳的研发、生产和销售业务，“六个核桃”核桃乳作为公司的主导产品
霸符科技		食品公司	霸符科技成立于 2020 年 1 月，是主打为年轻人场景提供增益的新功能食品品牌，主打爆品是睡眠软糖，目前已获得红杉资本、梅花创投、纪源资本、黑蚁资本等一线资本创投的融资
汤臣倍健		保健品公司	汤臣倍健创立于 1995 年，2002 年进入中国膳食营养补充剂市场，并迅速成长为中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业，旗下品牌包括汤臣倍健、健力多、健视佳等七个品牌

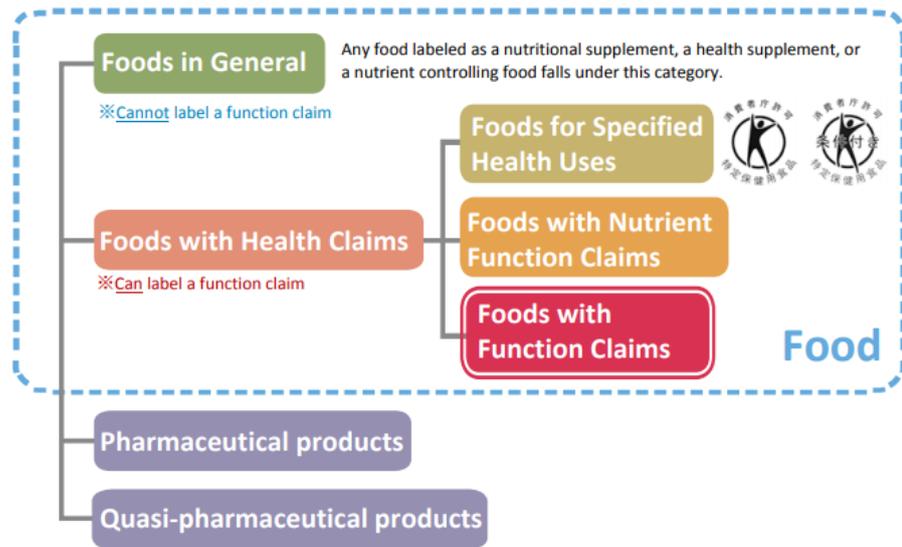
数据来源：《食品与药品》，东吴证券研究所

3. 东瀛之镜：功能性食品三十年演变，消费升级下的万亿市场成长之路

3.1. 日本功能性食品分三大类，规模超万亿日元

日本功能性食品一般指保健功能食品，又细分为特定保健用食品、营养功能食品、功能性标示食品三类。根据日本消费厅的定义，食品总体上可分为一般食品和保健功能食品两类，其中保健功能食品又细分为特定保健用食品、营养功能食品、功能性标示食品三类。具体来看，特定保健用食品于 1991 年引入，引入最早，审批最为严格，实行个案审批制；营养功能食品于 2001 年引入，含有经科学认定的一定量的营养成分（维生素、矿物质等）则无需备案；功能性标示食品于 2015 年引入，实行备案制，以上三种食品获批后均可对批准的功能进行标示。

图 23: 日本食品分类示意图



数据来源：日本消费者厅，东吴证券研究所

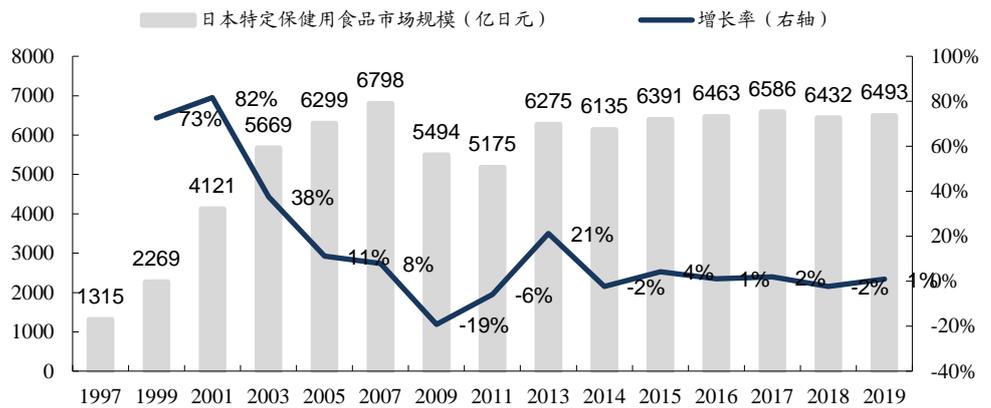
表 8: 日本保健功能食品各细分分类比较

分类	制度化时间	描述	审批方式
特定保健用食品 (FOSHU)	1991 年“特定保健用食品”制度	出于特定保健目的摄入，可明确标示并能够期待目标效果的食品	注册制，政府对安全性、有效性进行审查，获得消费者厅长官的批准后，可以声称被批准的功能含有经科学认定的一定量的营养成分，则无需备案或注册即可标示规定的功能
营养功能食品 (FNFC)	2001 年“保健功能食品”制度	用于补充特定营养成分（维生素、矿物质等）的食品	注册制，政府对安全性、有效性进行审查，获得消费者厅长官的批准后，可以声称被批准的功能含有经科学认定的一定量的营养成分，则无需备案或注册即可标示规定的功能
功能性标示食品 (FFC)	2015 “功能性标示食品”制度	对于未患病的人（未成年人、孕妇和乳母除外），期待通过功能性相关成分以维持或促进健康，根据科学依据进行标识的食品	备案制，企业提供文献证据和试验报告等证明文件，在消费者厅备案后，即可标示一定的功能

数据来源：日本消费者厅，日本厚生省，搜狐网，东吴证券研究所

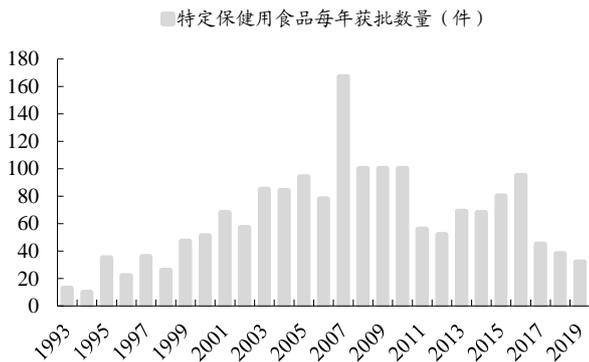
(1) 特定保健用食品：规模庞大且基本稳定。2007 年之前日本特定保健用食品市场规模快速增长，至 2007 年达到峰值 6798 亿日元，此后略有回落，自 2013 年以来规模基本稳定，2019 年特定保健用食品市场规模为 6493 亿日元。获批商品数量也可基本验证此趋势，2007 年获批商品品种最多，达到 167 种，此后逐渐回落，近三年获批品种数量逐年减少。从产品用途来看，“整肠”类最高，其次为“血糖值”、“脂肪”、“胆固醇”等。

图 24: 2013 年后日本特定保健用食品市场规模基本稳定



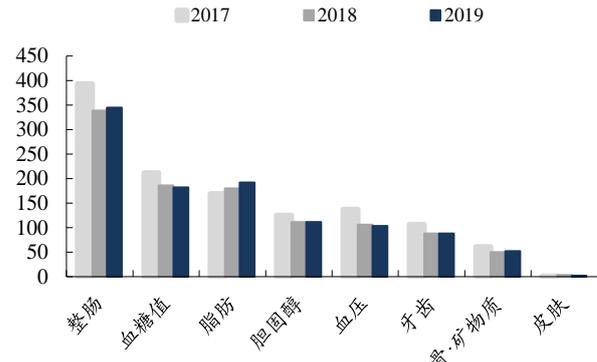
数据来源: 日本健康营养食品协会, 东吴证券研究所

图 25: 1993-2019 特定保健用食品每年获批商品数量



数据来源: 日本健康营养食品协会, 东吴证券研究所

图 26: 2017-2019 不同用途特定保健用食品获批数量 (个)

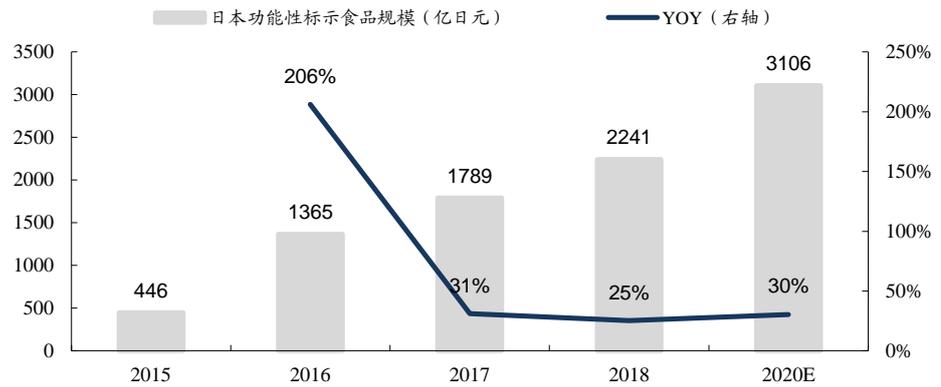


数据来源: 日本健康营养食品协会, 东吴证券研究所

(2) 营养功能食品: 规模较小, 增速较缓。据富士经济估算数据, 2018 年营养功能食品占比整体功能食品规模不到 20%, 规模约 1300 亿日元, 2015 年后没有显著增长。

(3) 功能性标示食品: 受益于政策放开规模快速增长, 预计 2020 年功能性食品规模将超 3000 亿日元。2015 年之前, 日本政府对于声称功能的食品按照特定保健用食品制度实施个案审批制, 审批周期长、成本高, 功能声称范围较窄, 限制了企业的积极性。2015 年 4 月 1 日起, 日本开始实施功能性食品标示制度, 企业只需提供文献证据和试验报告等证明文件在消费者厅备案后, 即可上市销售产品。政策的放宽激发了企业的积极性, 功能性标示食品产品种类不断丰富, 市场规模快速增长。据富士经济统计, 日本功能性标示食品市场规模从 2015 年的 446 亿日元增长到 2018 年的 2241 亿日元, 2015-2018 年规模增速 CAGR 为 71%, 预计 2020 年功能性标示食品市场规模将超 3000 亿日元。

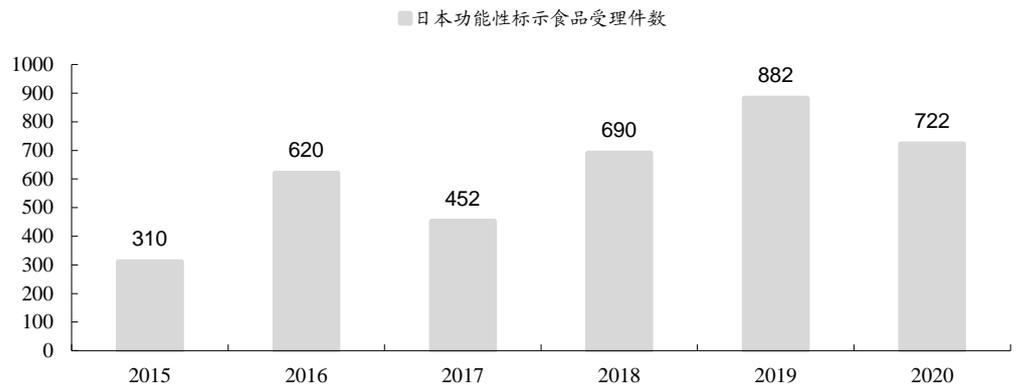
图 27: 日本功能性标示食品规模 2015 年以来快速增长



数据来源：富士经济，东吴证券研究所

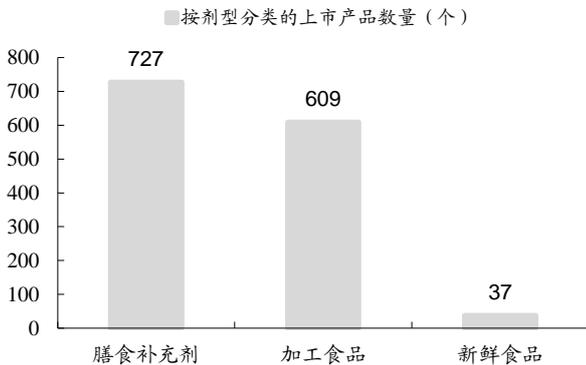
截至 2020 年 12 月日本功能性标示食品备案件数累计达 3613 件，2015-2020 年每年受理件数在 300-900 件之间。日本功能性标示食品剂型多样，除一般的膳食补充剂（包括片剂、胶囊、粉末等）、加工食品（如酸奶、调味品）之外，还包括生鲜食品（蔬菜和水果等）。

图 28: 2015 年以来日本功能性标示食品受理件数（截至 2021 年 1 月 20 日）



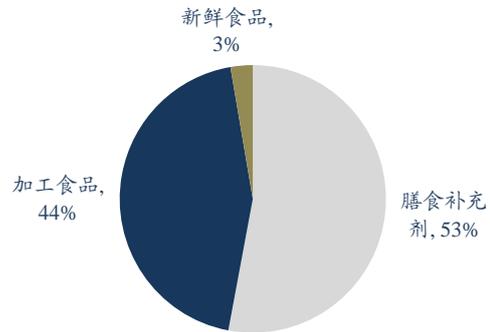
数据来源：日本消费者厅，东吴证券研究所（注：2015-2019 年为前一年 4 月 1 日至后一年 3 月 31 日间数据）

图 29: 按剂型分类的上市 FFC 产品数量 (截至 2020 年 6 月)



数据来源: Nutraingredients, 东吴证券研究所

图 30: 按剂型分类的上市 FFC 产品结构 (截至 2020 年 6 月)



数据来源: Nutraingredients, 东吴证券研究所

3.2. 政策引领, 日本功能性食品历经多阶段

日本功能性食品发展历史可以分为四个阶段:

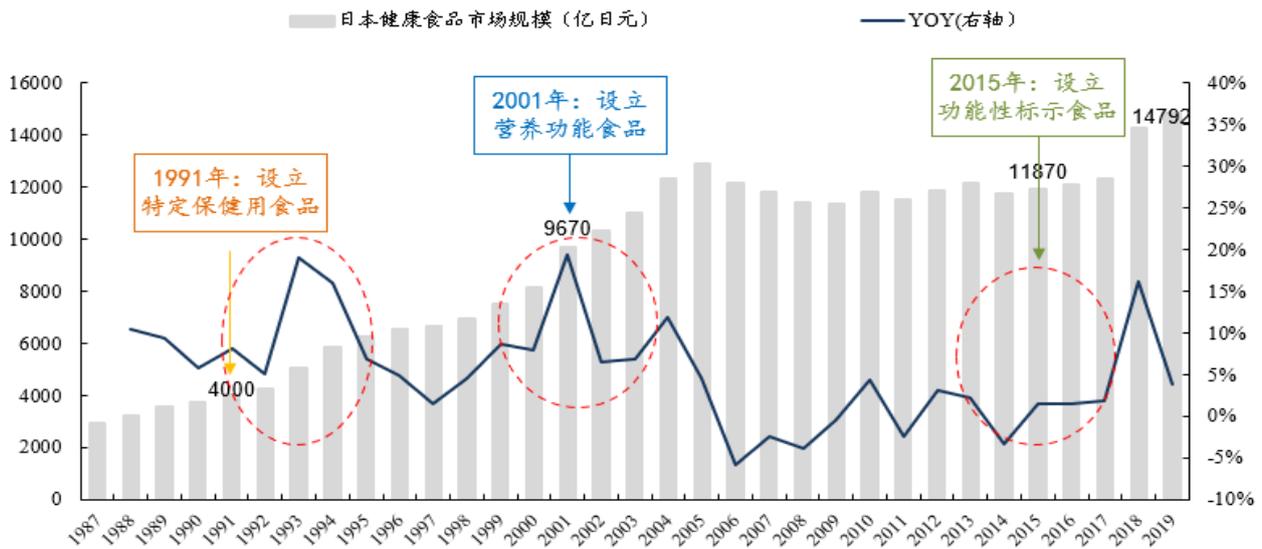
(1) **第一阶段: 二战后至 1991 年**, 日本功能性食品在这半个世纪内基本自由发展, 主要由民间团体日本健康食品协会作为政府外的行业自主管理体系所监管, 至 1991 年日本功能性食品市场规模达到 4000 亿日元。

(2) **第二阶段: 1991 年至 2001 年**, 1992 年日本开始执行“功能性食品的分子设计及分析”国家级项目, 至此日本政府前后进行了三次国家级投入, 功能性食品市场快速发展, 至 2001 年功能性食品市场规模为 9670 亿日元, 1991-2001 年市场规模增速 CAGR 为 9.2%。

(3) **第三阶段: 2001 年至 2015 年**, 2001 年新设“营养功能食品”, 2001 至 2005 年市场规模快速增长, 之后略有回落, 至 2015 年功能性食品市场规模为 11870 亿日元, 2001-2015 年市场规模增速 CAGR 为 1.5%。

(4) **第四阶段: 2015 年至今**, 2015 年新设“功能性标示食品”, 其灵活多样的产品类型和功能声称带动功能性食品市场规模新一轮新的增长, 至 2019 年功能性食品市场规模为 14792 亿日元, 2015-2019 年市场规模增速 CAGR 为 5.7%。

图 31: 1987-2019 日本健康食品市场规模与三次政策调整



数据来源: 日本健康·营养食品协会, 矢野经济研究所, 东吴证券研究所

日本功能性食品发展的主要原因包括政策支持、消费者健康意识加强和厂商的积极创新三个方面。

(1) 政策支持: 三次国家级投入&三次法规制度调整

① 日本政府前后三次设立功能性食品国家级研究项目。1991 年之前, 日本政府于 1984 年主导了“食品功能的系统分析于开发”的国家研究计划, 该计划首次提出了功能性食品概念。1988 年, 成立了名为“食品的健康调节功能分析”的国家基金。1992 年, 执行“功能性食品的分子设计及分析”的国家级项目。日本政府前后三次国家级投入, 给日本的功能性食品发展奠定了坚实的发展基础。

② 日本功能性食品历经三次法规制度调整。每次政策法规调整后, 市场活力都能得到激活, 迎来 3-5 年左右的蓬勃发展期, 而在没有政策推动的周期内市场发展较为缓慢。

表 9: 日本功能性食品市场历经三次政策调整

时间	调整内容
1991 年	修改通过《营养改善法》(现称《健康促进法》) 在特定营养食品第二大类第四小类中, 将功能性食品正式定名为“特定保健用食品”, 允许企业挑选一些特定保健用食品进行商业化
2001 年	厚生劳动省制定并实施了“保健功能食品制度” 新设营养功能食品, 至此保健功能食品子类拓展为两个: 特定保健用食品和营养功能食品
2015 年	出台《功能性食品标示制度》 新设功能性标示食品, 与此前已有的两个子类共同组成如今的保健功能食品

数据来源: 《中国现代中药》, 东吴证券研究所

(2) 消费端：居民健康意识不断增强，医疗支出占比提升

年轻群体由于生活和工作压力加大健康意识不断加强，疫情也催化消费者更加关注健康问题。人口老龄化也是推动日本功能性食品市场发展的重要原因，根据日本总务省数据，2019 年日本 65 岁+群体占总人口的 28%，且人群越来越长寿，老龄人群对健康食品需求较刚性，随着老龄人口占比提升，日本整体居民对于健康保健食品的需求也会越来越刚性。近 10 年来，日本家庭医疗保健支出比例呈上升趋势，2020 年 11 月医疗保健支出占总家庭支出比例为 5.43%。

图 32：近 10 年医疗保健支出占家庭总体支出比例呈上升趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(3) 供给端：不断创新产品类型、功能声称，拓宽市场边界，加强广告宣传提高消费者认知

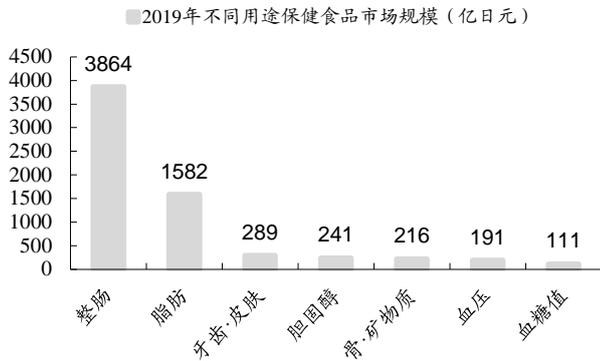
①在产品类型上，从片剂、胶囊到饮料、糖果再到日常菜蔬，沿着更加贴近生活的方向不断丰富产品类型。②在功能声称上，市场不断有新的功能宣称出现，比如 2019 年出现的“减轻膝关节摩擦音”的功能声称。③在产品宣传上，加大广告投放，提高消费者认知。比如 FANCL 在 2015 年实施《功能性表示食品制度》后，投入近 200 亿日元广告费，电视广告和在线广告双管齐下，聚焦 Enkin、Calolimit 明星产品系列，提高产品曝光率。

3.3. 日本功能性食品主要应用

(1) 特定保健用食品

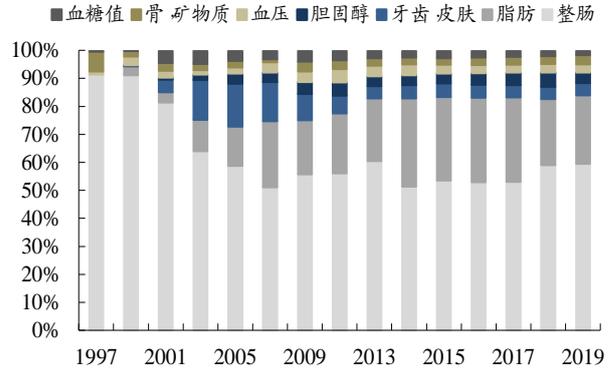
特定保健用食品主要功能分类包括调整肠道环境、减脂、牙齿护理、降血压、降胆固醇等。从规模上来看，整肠类产品规模最大，且远远超过其他品类，2019 年整肠类市场规模为 3864 亿日元（占比 59.5%）；其次为减脂类，2019 年市场规模为 1582 亿日元，（占比 24.4%），其余品类规模较小，均不足 300 亿日元。

图 33: 2019 年按功能分类的特定保健用食品市场规模



数据来源: 日本健康营养食品协会, 东吴证券研究所

图 34: 1997-2019 按功能分类的特定保健用食品市场结构变化



数据来源: 日本健康营养食品协会, 东吴证券研究所

(2) 营养功能食品

日本营养功能食品是用于补充特定营养成分的食品, 产品类型包括加工食品 and 新鲜食品, 可对功能进行宣称。出售商品需按照规定标明每日摄入量 (必须在指定上、下限值范围内), 相关营养成分须在政府规定范围内, 目前日本政府允许添加的成分包括 1 种脂肪酸、6 种矿物质和 13 种维生素。

图 35: 日本营养功能食品营养成分法定范围

【機能の表示をすることができる栄養成分】

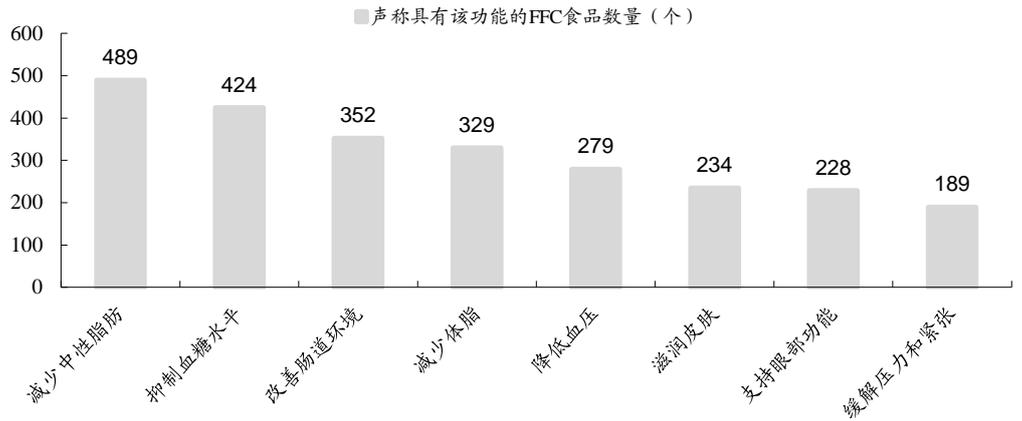
脂肪酸(1種類)	n-3系脂肪酸
ミネラル(6種類)	亜鉛、カリウム、カルシウム、鉄、銅、マグネシウム
ビタミン(13種類)	ナイアシン、パントテン酸、ビオチン、ビタミンA、ビタミンB ₁ 、ビタミンB ₂ 、ビタミンB ₆ 、ビタミンB ₁₂ 、ビタミンC、ビタミンD、ビタミンE、ビタミンK、葉酸

数据来源: 日本消费者厅, 东吴证券研究所

(3) 功能性标示食品

日本功能性标示食品功能多元, 满足消费者细分需求。功能性标示食品可声称的功能包括减少中性脂肪、降血压、减少体脂等多种功能。根据 Smooth Link 数据, 截至 2020 年 6 月, 功能性标示食品最常见的功能声称是减少中性脂肪, 其次是抑制血糖水平。

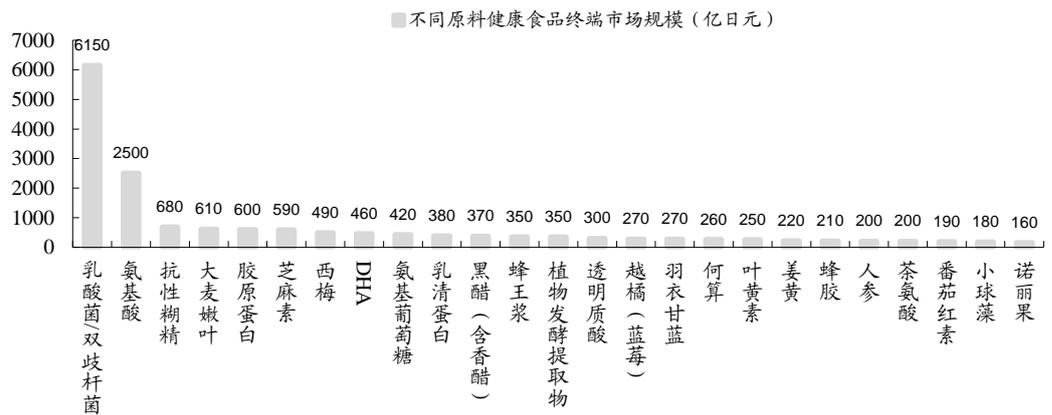
图 36: 截至 2020 年 6 月按功能声称分类的上市 FFC 产品数量



数据来源: Smooth Link, 东吴证券研究所

根据日本健康产业杂志社发布的数据, 2018 年日本健康食品原料终端市场中, 乳酸菌/双歧杆菌、氨基酸(含 GABA、BCAA 等)原料的终端市场规模最大, 分别为 6150/2500 亿日元, 其他原料终端市场规模不足 1000 亿日元。

图 37: 按原料分类的健康食品终端市场规模 (2018 年)



数据来源: 日本健康产业杂志社, 东吴证券研究所

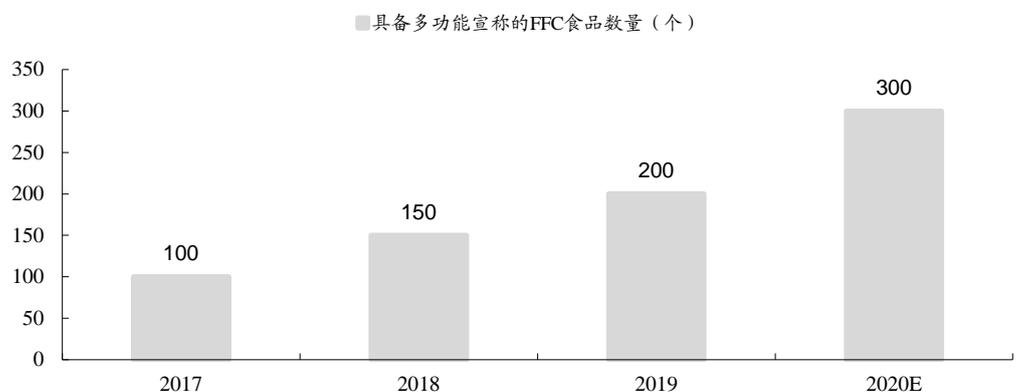
表 10: 主要健康食品原料及其简介

原料	主要功能	产品举例	产品图
乳酸菌/双歧杆菌	改善肠道环境	格力高 BIFIX 酸奶	
GABA	降血压、改善睡眠质量、缓解焦虑	格力高 GABA 巧克力	
抗性糊精	是一种可溶性膳食纤维，有助于减肥、降低胆固醇、血糖水平	格力高 LIBERA 牛奶巧克力	
DHA	减少中性脂肪、降血压	朝日 Dear Natura 黄金版 EPA&DHA	
透明质酸	保持皮肤滋润、缓和皮肤干燥	朝日 Dear Natura 透明质酸食品	

数据来源: Foodaily, 各品牌官网, 东吴证券研究所

具有多种健康功能声称的功能性标示食品正在兴起。根据 Smooth Link 数据, 2020 年 4 月-6 月期间上市的 221 个功能性标示食品中, 有 80 个产品具备多功能宣称, 占比达 36%, 预计 2020 年多功能宣称的功能性标示食品产品数量将超 300 种, 2017 年以来具有多种功能宣称的功能性标示食品数量持续增长。具备更多功能宣称的产品对消费者更有吸引力, 有望成为一种趋势。

图 38: 2017-2019 具备多功能宣称的 FFC 产品数量持续增长



数据来源: Smooth Link, Nutraingredients, 东吴证券研究所

3.4. 日本功能性食品代表性公司

日本从事功能性食品业务的主要企业可分为3类：(1) 传统食品企业：比如江崎格力高、可果美和朝日集团都是日本传统食品行业中的龙头企业；(2) 美妆企业：比如FANCL、SBI以日化美妆类产品为主营业务，近年来频频发力食品饮料行业；(3) 代加工企业：比如东洋新药。

图 39：销售额 TOP15 的功能性标示食品产品和品牌（2017 年）

排名	商品名称	类别	企业名称
1	Bifix酸奶 375g	酸奶	江崎格力高
2	大人的CAROLIMIT 30日份 120粒	健康食品	FANCL
3	CAROLIMIT 30次份 120粒	健康食品	FANCL
4	可果美番茄汁 不添加食盐 720ML	番茄汁	可果美
5	ENKIN 30日份 60粒	健康食品	FANCL
6	银杏叶提取物 60日份 180粒	健康食品	朝日集团食品
7	LIBERA 牛奶巧克力	巧克力	江崎格力高
8	大人的CAROLIMIT 薏苡仁调味茶 500m	其他茶饮料	大德多林克
9	NATURA MADE 超级鱼油	健康食品	大塚制药
10	ENKIN 15日份 30粒	健康食品	FANCL
11	DEAR NATURA黄金版EPA&DHA	健康食品	朝日集团食品
12	可果美番茄汁 720ML	番茄汁	可果美
13	ALAPLUS 糖TOWN 30P	健康食品	SBI
14	银杏叶提取物 30日份 90粒	健康食品	朝日集团食品
15	小林制药 银杏叶90粒	健康食品	小林制药

数据来源：日本健康产业杂志社《2017 年度功能性标示食品市场调查报告》，Foodaily，东吴证券研究所

➤ **格力高：功能性与味觉体验并重，产品多次迭代升级**

格力高创始于 1922 年，是一家涵盖普通食品和功能食品业务的综合性食品集团。以贩卖营养糖果“Glico”起家，随着品类的不断丰富，现已发展成为一家涵盖多元化食品业务的综合性食品集团，产品品类包括糖果、零食、冷饮、加工食品等。公司一直秉承“美味与健康”的发展理念，注重产品的功能性和味觉品质，在多个品类领域率先布局，推动公司市场规模不断扩大，FY2019 集团收入达到 3503 亿日元。

图 40：格力高多元化食品业务一览



数据来源：格力高官网，东吴证券研究所

格力高 1969 年就开始健康食品领域的布局，产品多经过至少两次升级：

(1) **BifiX 酸奶**：格力高自 1969 年就开始销售“健康酸奶”，该商品诞生于用“营养成分极高的牛奶”和“乳酸菌”强身健体的想法，1999 年诞生了现售商品的原型“早餐酸奶”，2013 年升级为“早餐益生菌酸奶 BifiX”，2016 年升级产品名称，改为更加容易使消费者产生亲切感的“BifiX 酸奶”。

(2) **SUNAO 冰激凌**：2003 年开始销售能够控制卡路里的冷饮，该商品是格力高听取顾客意见开发而成，2017 年升级为控制糖分和卡路里却不失浓郁风味的“SUNAO”。

(3) **POs-Ca**：2003 年开始销售含有“POs-Ca”成分的口香糖，该成分可防止蛀牙，促进牙齿再石灰化；2008 年升级为可加速再结晶化的特定保健用食品“POs-Ca”。

(4) **巧克力**：2005 年开始销售含 GABA（ γ -氨基丁酸）的巧克力，2016 年推出巧克力领域中最早的功能性标示产品“LIBERA”，该产品中添加了可抑制脂肪和糖类吸收的抗性糊精。

图 41：格力高健康食品推新时间轴



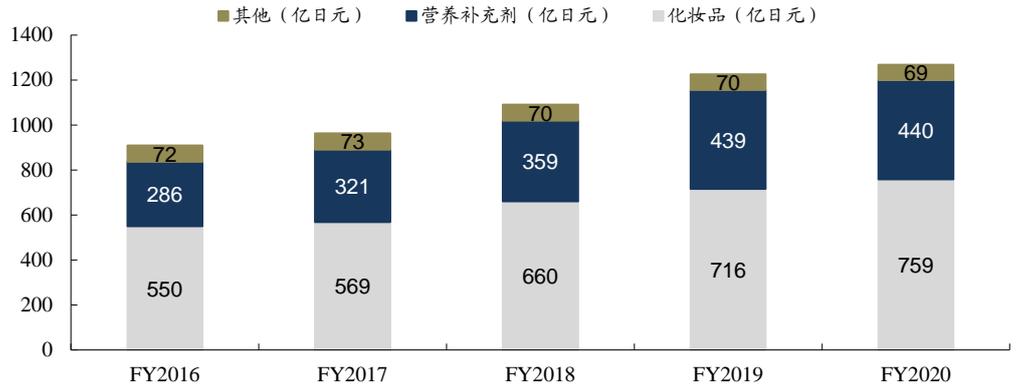
数据来源：格力高官网，东吴证券研究所

格力高秉承“美味与健康”的发展理念，产品兼顾口感与健康。以“LIBERA”巧克力为例，不同于原先巧克力市场中热量低但口感差的人工甜味剂或者热量高但口感好的砂糖，公司开创性地在巧克力中添加了抗性糊精（可抑制脂肪和糖的吸收）代替部分砂糖，从而实现了口感与热量的平衡。该产品上市一年累计销售达 1200 万包，根据格力高公司问卷调查结果，80% 消费者表示产品味道好。

➤ **FANCL：化妆品与营养补充剂业务双管齐下，借助政策红利快速发展**

FANCL 于 1980 年创立，是日本知名“无添加”护肤品牌。1994 年进入健康食品领域，通过推出具有价格优势营养补充剂成功开拓化妆品外又一大业务。FANCL 目前共有七大业务：美妆品、营养补充剂、发芽米、青汁、贴身衣物、美妆品牌 Attenir 和护肤品牌 boscia。2019 财年公司总营收为 1225 亿日元，其中化妆品占比 59%，营养补充剂业务占比 36%。Fancl 营养补充剂的市占率近 20%，是日本最大营养补充剂生产商。

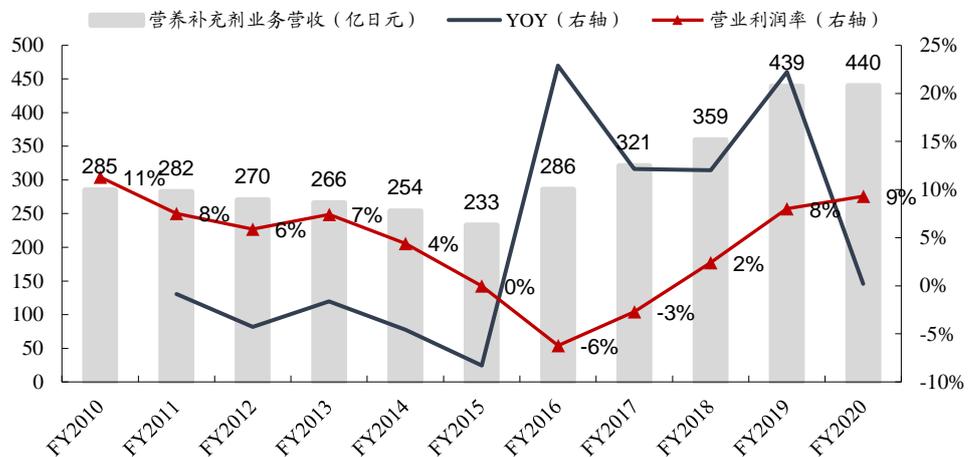
图 42: FY2016-FY2020 Fancl 业务收入结构



数据来源: FANCL 官网, 东吴证券研究所

政策红利+策略调整, 公司营养补充剂业务在 2016 财年实现 V 字形反转。2015 年之前, 由于日本总体经济增速放缓、政策监管收紧、产品同质化等因素, 公司营养补充剂业务收入持续下滑。2015 年 4 月日本开始实施《功能性食品标示制度》, 同时公司调整战略, 在 FY2016-FY2018 财年实行“新中期管理层计划”, 在广告方面进行大幅战略性投入, 计划在营养补充剂领域分三年投入 150 亿日元的广告费用(实际总投入接近 200 亿日元)。借助政策红利+内部广告驱动的策略调整, Fancl 营养补充剂业务实现 V 字形反转。2019 财年 Fancl 营养补充剂销售额达到 439 亿日元, 同增 22%。

图 43: Fancl 营养补充剂业务在 2016 财年实现 V 字形反转



数据来源: FANCL 官网, 东吴证券研究所

FANCL 集团最经典的两大健康食品系列是 Enkin 系列和 Calolimit 系列。Enkin 系列功能为眼部护理, 最早针对老年人的老花眼症状推出, 后来延伸到了针对年轻人的 PC/手机眼疲劳现象, 在眼健康领域市占率较高。Calolimit 膳食补充剂是首个营养补充片剂的“抑制糖分、脂肪吸收”功能性标示食品, 于 2000 年 5 月上市, 首先在 20、30 岁年轻女性群体中引起热烈反响, 至 2017 年 3 月累计销售超 4700 万袋。2014 年 6 月, 公司对产品进行升级, 推出适合 40 岁+女性的“大人的 Carolimit 膳食补充剂”, 新增多

甲氧基黄酮成分，可提高脂肪代谢水平，改善大龄女性易胖难瘦的体质，截至 2018 年 3 月该商品累计销售 520 万袋。根据日本健康产业杂志社《2017 年度功能性标示食品市场调查报告》，“大人的 Carolimit 膳食补充剂” / “Carolimit 膳食补充剂” / Enkin 产品销售额分列第二/第三/第五。

图 44: FANCL 代表性系列产品图



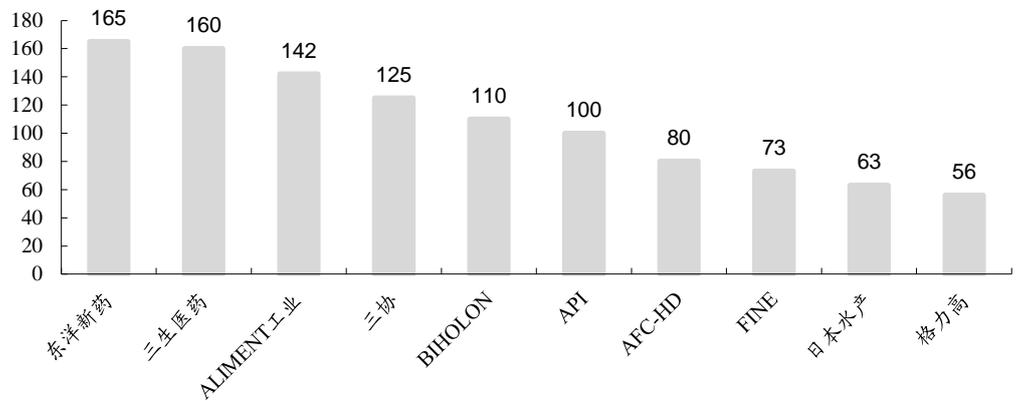
数据来源：360doc，东吴证券研究所

- 东洋新药：凭借强大研发实力+独有核心原料，健康食品和医药部外品认证数量日本第一

东洋新药创立于 1993 年，是一家健康食品、化妆品、药品的综合代加工企业。公司于 1997 年从原公司中独立出来，于 2002 年获得日本第一个特定保健用食品许可证，2010 年获得日本第一个改善青汁材料特定保健食品许可证，2015 年取得了日本第一个对应青汁材料的可改善血糖值产品的特定保健用食品许可，2013 至 2016 年持续 4 年取得日本医药部外品认证数第一。公司目前主要业务包括健康食品业务(特定保健用食品、功能性标示食品)、化妆品业务和制药业务。

东洋新药研发实力雄厚，且拥有丰富的申报经验，可为客户提供全流程的服务。公司研发实力深厚，拥有专利技术“三相乳化法”，使用该技术可开发出“清爽同时具有高保湿性的乳霜”，增强产品的功能性和体验感。公司还与东京大学、京都大学等多所高等院校开展研究合作，持续提升研发实力。在生产方面，公司已取得 NSFGMP 和健康辅助食品 GMP、ISO9001:2015、ISO22000:2005 等多种资格认证，构建了满足国际标准的品质管理体系。此外公司构建了完善的用户支持体制，可提供到商品销售位置的全流程服务。

图 45: 日本功能性标示食品备案件数 TOP10 企业 (截至 2019 年 7 月 31 日)



数据来源: 日本消费者厅, 东吴证券研究所

东洋新药拥有 FLAVANGENOL(法国海岸松树皮提取物)、葛花萃提取物、翠王(甘薯嫩叶粉末)等独家原料, 均可用于内服健康食品和外用化妆品两种场景。公司目前主要功能性标示食品系列有 Medislim(瘦身)、Medicholes(降低胆固醇)、Medinatural(降血压)等。

图 46: 东洋新药独有核心原料



数据来源: 东洋新药官网, 东吴证券研究所 (注: 从左往右依次为 FLAVANGENOL/法国海岸松树皮提取物、葛花萃提取物、翠王)

图 47: 东洋新药主要功能性标示食品



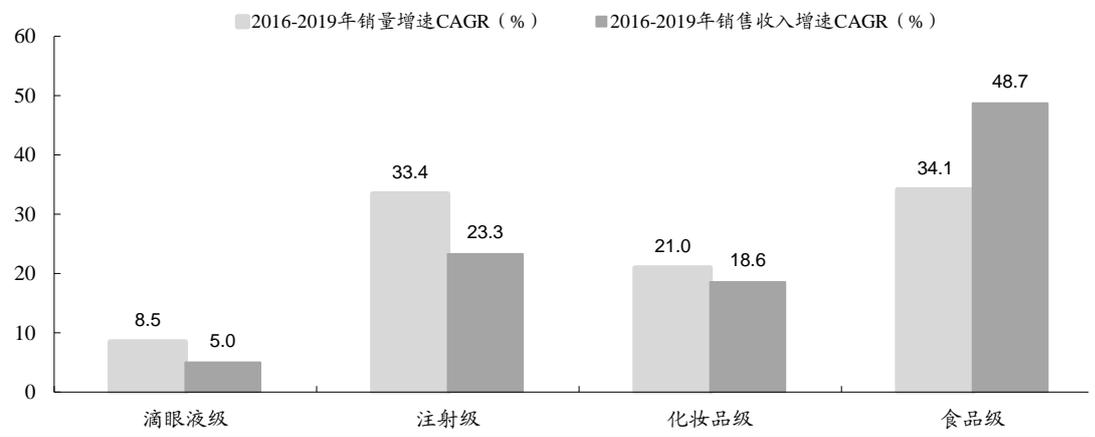
数据来源: 东洋新药官网, 东吴证券研究所

4. 华熙生物：从中国制造到中国品牌，多品牌强消费品集团模样已初具，功能性食品或打开新增长极

4.1. 自研食品级原料功效优异，产能持续扩充

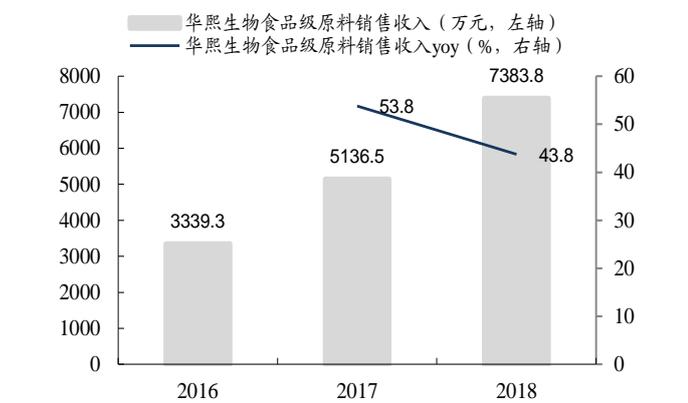
华熙生物食品级原料销量及收入增速在各原料品类中**最快，食品级销量占全球份额达 1/4 以上**。受益于日韩等海外地区食品级透明质酸钠需求的提升，2016-2018 年公司食品级原料销量和收入增速 CAGR 分别为 34.1%/48.7%，均在各品类原料中增速最快。2018 年华熙生物食品级原料实现营收 0.74 亿元(+43.8%)，在公司原料收入占比为 11.3%。公司 2018 年食品级销量达 58.7 吨，占全球销量份额约为 25.5%（参考 Frost&Sullivan 统计 2018 年全球食品级原料销量为 230 吨）。

图 48: 2016-2018 年公司食品级透明质酸钠销量和销售收入增速 CAGR 均在各品类中最快



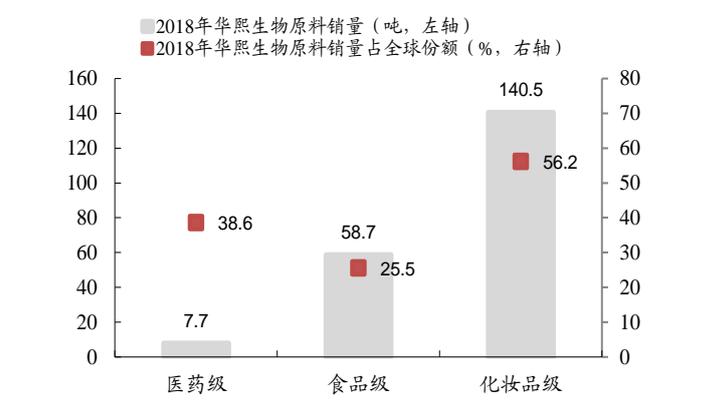
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 49: 2016-2018 年公司食品级原料营业收入达 0.74 亿元



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 50: 2018 年公司食品级原料占全球份额达 25.5%

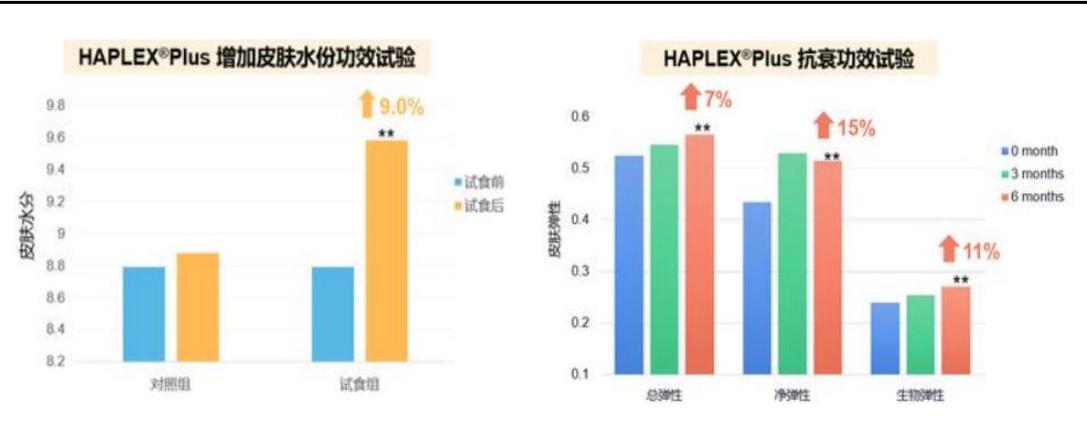


数据来源：公司招股说明书，Frost&Sullivan，东吴证券研究所

华熙生物食品级原料产能持续扩大,保障高速发展。公司持续扩充食品级原料产能,以满足国内外快速扩充的市场需求。2018 年公司透明质酸原料产品产能在 200 吨左右(其中食品级原料产能预计在 55-80 吨左右)。2019 年 6 月,济南二期透明质酸项目正式投产,新增 150 吨食品/化妆品级透明质酸原料。截至 2019 年底,华熙生物透明质酸原料产能共达 320 吨。2020 年 6 月,公司收购年产 100 吨的东营佛斯特,其为世界前四大透明质酸原料生产商,以生产食品级为主,化妆品级为辅,是对食品级产品线的重要补充。

经试验证明,口服华熙生物自研食品级原料具有多重功效。湖南省疾病预防控制中心和欧洲的 A&G 实验室分别对由华熙生物生产的食品级透明质酸原料 HAPLEX®Plus 进行试验,结果显示其自研原料具有增加皮肤水分和弹性、抗氧化、改善关节不适和增强骨质等多种功效。

图 51: 口服华熙生物自研食品级原料 HAPLEX®Plus 能够增加皮肤水分和弹性



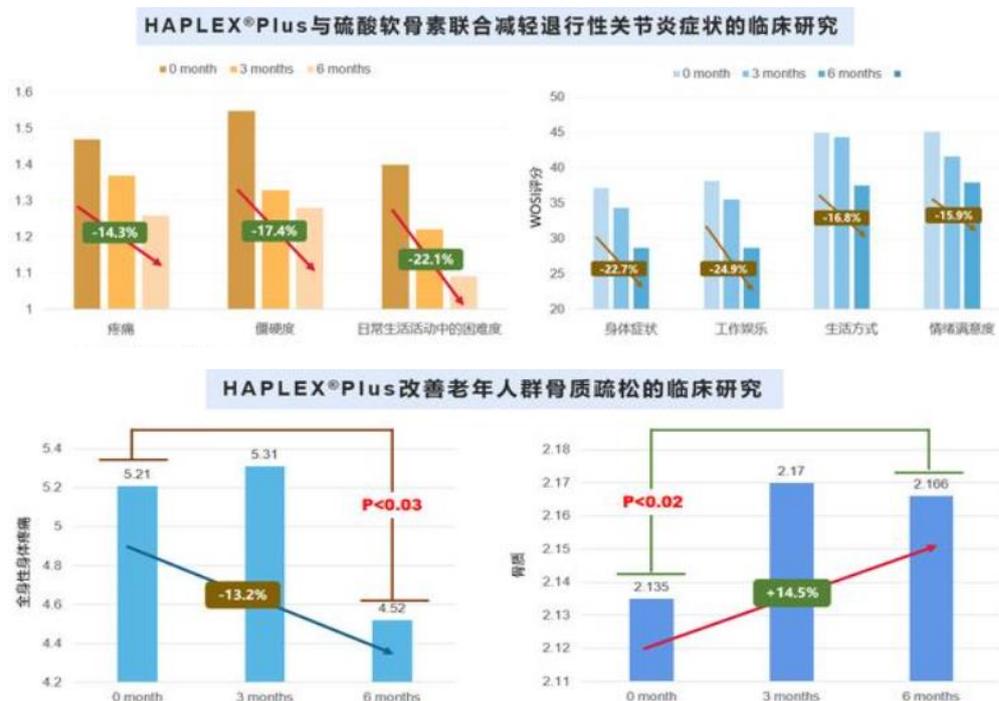
数据来源: 湖南省疾病预防控制中心, Europe A&G Laboratories, 东吴证券研究所

图 52: 口服华熙生物自研食品级原料 HAPLEX®Plus 有助于抗氧化



数据来源: 湖南省疾病预防控制中心, 东吴证券研究所

图 53: 口服华熙生物自研食品级原料 HAPLEX®Plus 能够改善关节不适及增强骨质

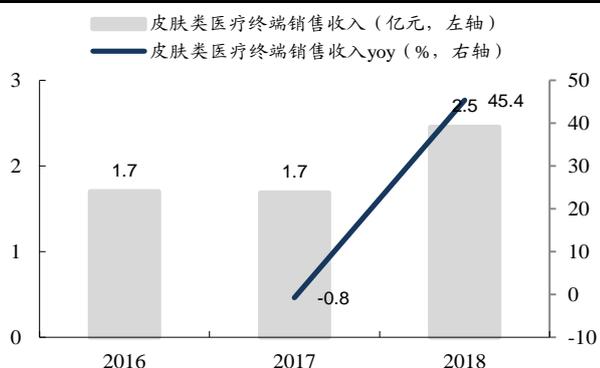


数据来源: Europe A&G Laboratories, 东吴证券研究所

4.2. 医美市占率持续提升，“娃娃针”上市推广较为顺利

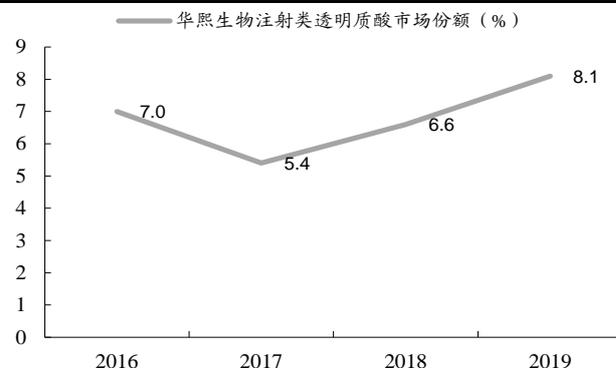
2018 年公司皮肤类医疗终端营收规模为 2.5 亿元，且增速较快，公司注射类透明质酸市场份额不断提升。2018 年公司皮肤类医疗终端实现营收 2.5 亿元，同增 45.4%，营收增速较快。根据 Frost&Sullivan 统计，2017-2019 年公司注射类透明质酸市场份额不断提升，从 5.4% 提升至 8.1%，主要系公司自研品牌润百颜、润致等终端销售稳步提升，以及收购法国 Revitacare 推动。

图 54: 2018 年皮肤类医疗终端收入同增 45.4%



数据来源: 公司公告, 招股说明书, 东吴证券研究所

图 55: 2017 年以来注射类透明质酸市场份额不断提升



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

润致“娃娃针”于 2020 年 8 月正式上市，推广较为顺利，具有一定差异性优势。在医美终端方面，华熙生物在 2020 年推出新品润致“娃娃针”，截至 2020 年底已推广

至近 500 家机构，推广较为顺利。润致“娃娃针”的优势主要体现在：(1) 合规性：国内首款三类医疗器械水光产品，注射额部更合规；(2) 舒适性和持久性：同润致系列其他产品，含利多卡因更舒适，且由于运用 HEC 微交联技术，维持时间相对更久；(3) 定价相对较高：高于一般国产品牌定价，可一定程度上避免价格竞争，维持较高毛利率。

图 56：润致“娃娃针”核心内容介绍



数据来源：新氧，瑞丽整形，东吴证券研究所

4.3. 功能性护肤品高速增长，抢滩功能性食品新赛道

2014 年以来公司相继推出多个功能性护肤品牌，覆盖各年龄段及需求的消费者。2014 年，润百颜推出“蜂巢玻尿酸水润次抛”，正式进入功能性护肤品领域。2018 年以来，又相继推出 BioMESO 肌活、德玛润、夸迪、颐宝、米蓓尔等品牌，以覆盖不同年龄段和需求的消费者。从覆盖年龄段看，BioMESO 肌活和德玛润一般针对 30 岁以下较为年轻的消费者，润熙泉针对熟龄肌的抗老需求消费者，其他品牌对应 23-45 岁的较为普遍的消费。从功效需求看，润百颜主打一般水润保湿需求，夸迪偏抗初老，米蓓尔专注敏感肌，肌活针对“成分党”消费者。

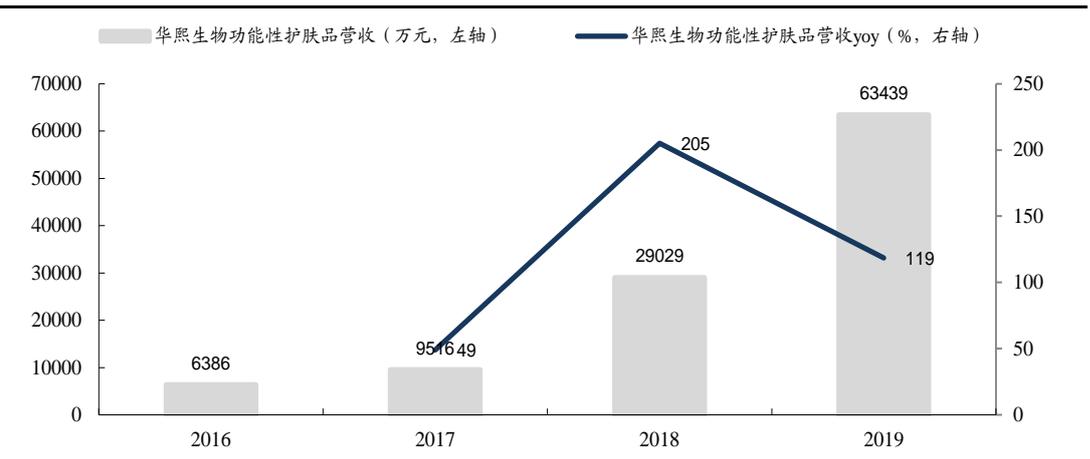
图 57: 公司功能性化妆品发展历程



数据来源：公司官网，商讯，东吴证券研究所

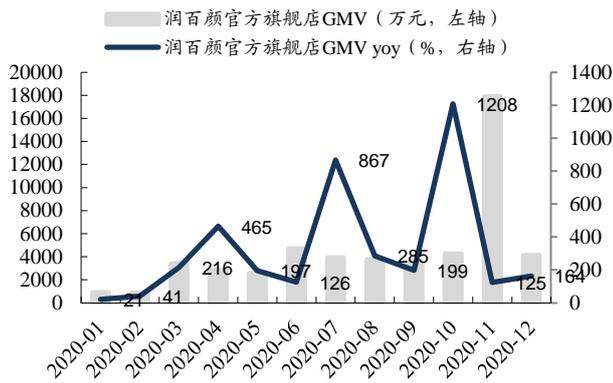
2019 年公司功能性护肤品业务增速领涨，2020 年多品牌呈现高速增长。2019 年公司功能性护肤品业务实现营收 6.34 亿元，同比增长 118.5%，增速领涨各业务，在公司营收占比为 33.6%。2020 年疫情开始以来，公司将原来主攻线下的夸迪、米蓓尔也加入到线上渠道的发展中，取得了高速增长。根据我们跟踪的第三方数据，2020 年润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活天猫旗舰店 GMV 规模分别为 5.27/3.77/1.77/1.62 亿元，其中润百颜/夸迪分别同增 188%/10076%。2021 年公司将继续加强对以润百颜为主的功能性护肤品牌营销投入，同时加强线上线多渠道拓展。

图 58: 2016-2019 年公司功能性护肤品增速 CAGR 为 115%



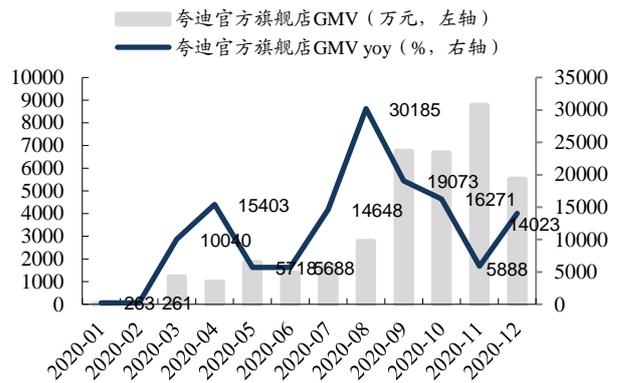
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 59: 2020 年各月润百颜 GMV 规模及同比增速



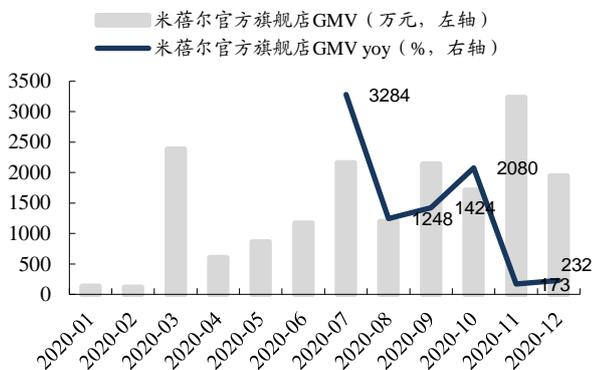
数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所

图 60: 2020 年各月夸迪 GMV 规模及 YOY



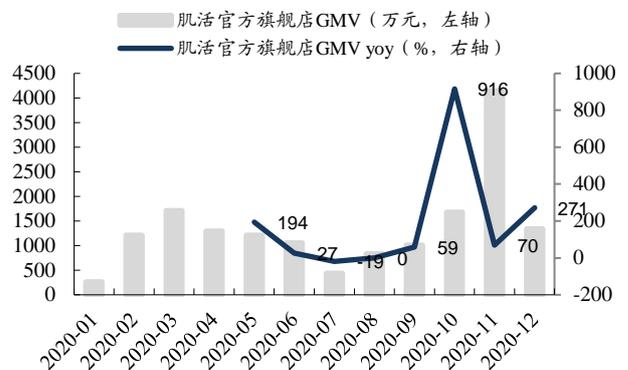
数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所

图 61: 2020 年各月米蓓尔 GMV 规模及 YOY



数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所

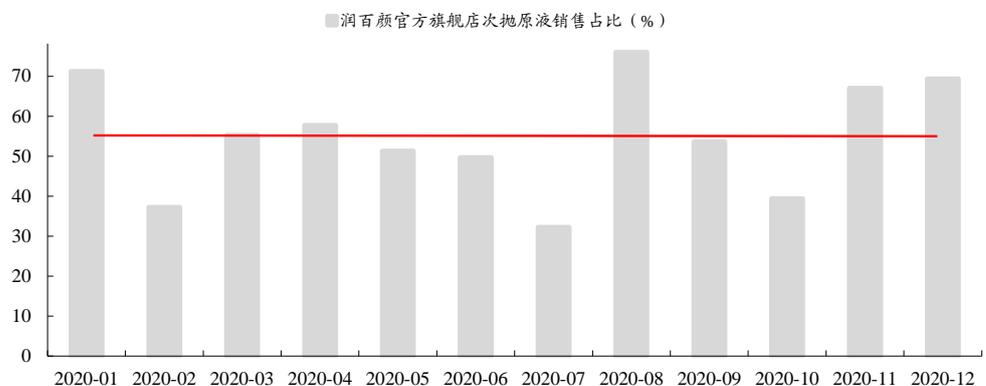
图 62: 2020 年各月 BioMESO 肌活 GMV 规模及 YOY



数据来源: 淘数据, 东吴证券研究所

大单品次抛原液销量增长迅速, 2020 年在润百颜天猫官方旗舰店平均销售占比超 50%。2016-2018 年, 公司次抛原液销售收入从 0.38 亿元提升至 1.79 亿元, 增速 CAGR 为 116.9%, 销售占比由 5.2% 提升至 14.2%。根据第三方数据跟踪, 作为润百颜品牌的创新大单品, 2020 年以来次抛原液在润百颜官方旗舰店月均销售额贡献超 50%。

图 63: 2020 年次抛原液在润百颜官方旗舰店月均销售占比超 50%



数据来源: 华熙生物公司公告, 东吴证券研究所

抢滩新赛道，布局口服透明质酸钠产品。在透明质酸新规推出前，公司已销售具有高透明质酸含量的保健食品“海明健胶囊”和进口的透明质酸口服产品“普蘭萌”试水，产品的功效性赢得消费者认可。2021年1月22日，公司正式发布首个专注个人健康的功能性食品品牌“HYALUR 黑零”，同时发布了六类含透明质酸新品，涵盖咀嚼片、软糖、饮品等多个品类。但由于国内消费者对功能性食品及添加原料功效均不够熟悉，上市后仍需一定消费者教育期。

微生物发酵平台加速多元活性物质开发，持续拓展下游应用领域。除了深耕透明质酸钠原料及终端产品的开发，公司还依托生物发酵技术平台，以较高效率开发出一系列生物活性物产品，包括 γ -氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、小核菌胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等，并不断拓展下游应用领域。以 γ -氨基丁酸为例，其在治疗抑郁症、抗老护肤等方面都有应用，与蒙牛（晚安牛奶）、六个核桃（健脑新品）等已有产品合作，公司还推出了含有 γ -氨基丁酸和药食同源成分酸枣仁的保健食品“仙黎奥芙”。

图 64：公司销售的代表性功能性食品



数据来源：公司官网，公司微信小程序，大众日报，东吴证券研究所

4.4. HA 添加范围扩大后，营收受益情况敏感性分析

假设条件：(1) 原料市占率：公司 2018 年食品级透明质酸钠原料在全球市占率为 25.5%，且处于产能扩张阶段，因此我们假设未来食品级透明质酸钠原料在全球市占率范围在 25%-35%；(2) 终端产品市占率：参考中国保健食品行业的企业市占率情况，考虑到功能性行业市场集中度往往更高，假设华熙生物终端产品市占率为 10%-20%。

敏感性分析结论：短期看，华熙生物食品级透明质酸原料和终端业务预计产生营收增量在 6-13 亿元概率较高；长期看，华熙生物食品级透明质酸原料和终端业务预计产生营收增量在 25-48 亿元概率较高。

图 65: 短期: 华熙生物食品级透明质酸钠业务 (终端+原料) 营收敏感性分析

		终端产品市占率					
		5%	10%	15%	20%	25%	30%
原料端市占率	5%	2.36	4.13	5.89	7.66	9.43	11.19
	15%	3.55	5.32	7.08	8.85	10.61	12.38
	25%	4.74	6.50	8.27	10.04	11.80	13.57
	35%	5.92	7.69	9.46	11.22	12.99	14.76
	45%	7.11	8.88	10.65	12.41	14.18	15.95
	55%	8.30	10.07	11.83	13.60	15.37	17.13
	65%	9.49	11.26	13.02	14.79	16.56	18.32

数据来源: 富士经济集团, 日本统计局, 中国国家统计局, 东吴证券研究所预测

图 66: 长期: 华熙生物食品级透明质酸钠业务 (终端+原料) 营收敏感性分析

		终端产品市占率					
		5%	10%	15%	20%	25%	30%
原料端市占率	5%	8.65	14.72	20.79	26.85	32.92	38.99
	15%	13.81	19.88	25.95	32.01	38.08	44.15
	25%	18.97	25.04	31.11	37.17	43.24	49.31
	35%	24.13	30.20	36.26	42.33	48.40	54.47
	45%	29.29	35.36	41.42	47.49	53.56	59.63
	55%	34.45	40.52	46.58	52.65	58.72	64.79
	65%	39.61	45.68	51.74	57.81	63.88	69.95

数据来源: Frost&Sullivan, 日本统计局, 中国国家统计局, 东吴证券研究所预测

5. 护城河深筑, 功能性消费品牌——中国品牌崛起的经典路径

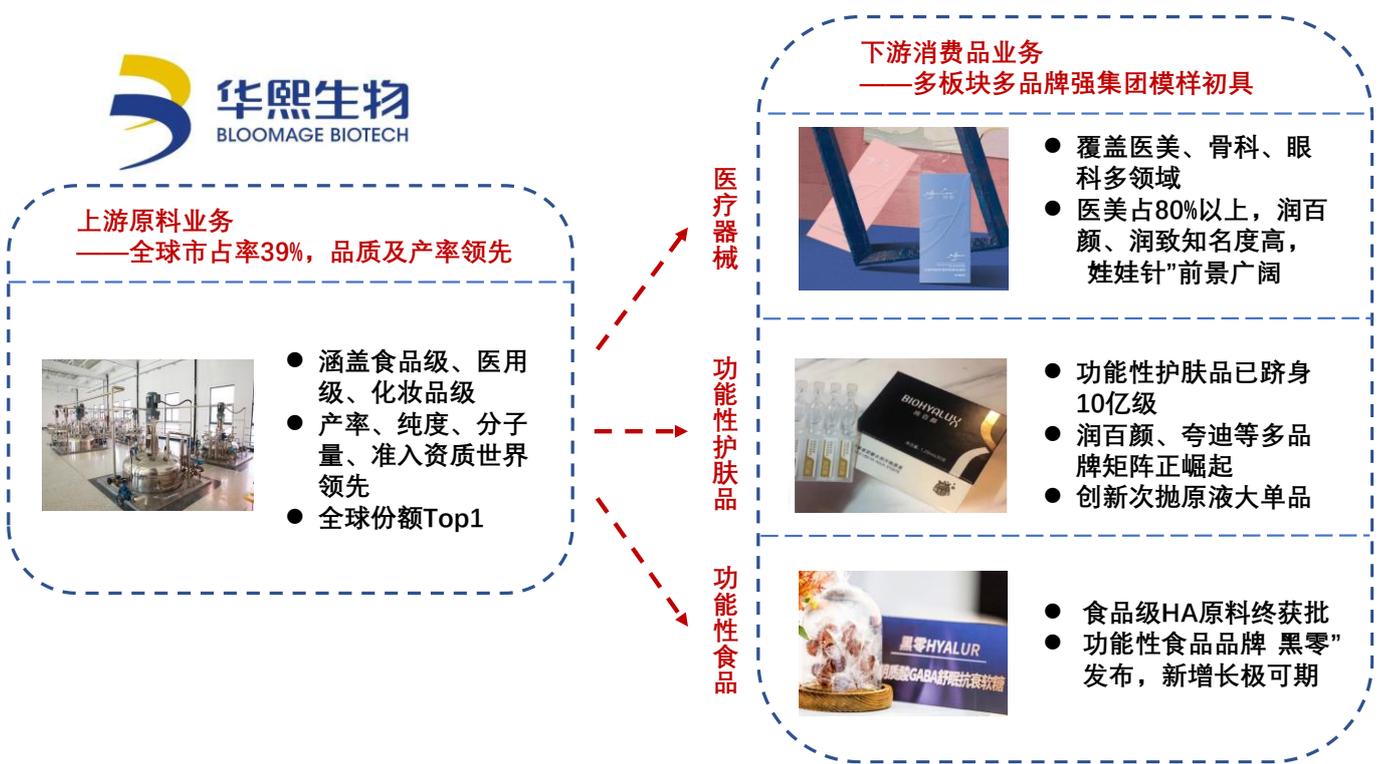
公司的护城河主要体现为扎实的原料端优势, 以及由此赋能而高速发展的多品类、多品牌的功能性消费品, “原料-终端”一体化优势明显。

一方面, 原料端是基础和土壤。基础研究一直是消费品研发中的难点, 公司由消费品重要原料透明质酸钠等切入, 从品质和效率上做到全球领先。在内部建立开放的研发小组制, 将原料和配方体系化及模块化, 在外部广泛链接知名高校和实验室, 以平台的思路共创, 首先实现了中国制造的崛起。

另一方面，“强制造”为“强品牌”赋能，多品类、多品牌的大消费集团已初具模样。原料端广泛的应用前景和领先的品质为对消费品终端的赋能提供可能。第一，原料优势基础上打造功能性护肤品和食品，能够走出一条差异化的道路，更容易被消费者所感知其品牌力和产品力，从而实现品牌规模的突破；第二，以优质供应链背书更容易获得口碑与品牌认可度。目前公司在消费品终端已形成医美、功能性护肤品、功能性食品三大品类，成功孵化出润百颜、润致、夸迪、米蓓尔、肌活、黑零等覆盖各场景和消费人群的品牌。

公司的发展布局，再一次证明具有供应链一体化优势的功能性消费品牌之路能够走通。近年来“国潮”已成为消费品的重要趋势，纵观波司登、李宁真正实现复兴的国产品牌，很多的共同点是“具有供应链一体化优势的功能性消费品牌”，一方面是由于功能性赛道下更易被消费者感知，是大众消费品的绝佳突围路径，另一方面是由于强大的上游研发优势为产品品质和专业性提供支撑和背书。例如，波司登、李宁均拥有先进的自有工厂，波司登在保暖、防跑绒等专业性上世界领先，助力其品牌认可度和价格带不断提升。因此，我们认为，涵盖医美、护肤品、食品三大品类，具有“原料-终端”一体化优势的华熙生物未来崛起为本土强大消费品集团值得期待。

图 67：华熙生物由原料至终端消费品的多品类、多品牌布局



数据来源：东吴证券研究所整理

6. 发布限制性股权激励方案，营收目标高增

1月19日，华熙生物发布限制性股权激励计划，拟向206名董事、高管、核心技术

人员和核心骨干授予限制性股票数量 480 万股，占总股本的 1%，授予价格为 78 元/股。本次股权激励计划主要具有以下特点：

(1) 激励数量较多，激励时间较长。本次股权激励计划共授予限制性股票数量 480 万股，占总股本 1%，其中首次激励 80%、预留 20%。按市场价计算，股权激励价值达到 7.4 亿元，在同类公司中属于激励量偏大。从激励时间看，解锁期至发布后 60 个月，也具有较长期的激励作用。

(2) 激励范围较广，利于绑定公司上下利益。本次股权激励计划共涉及核心员工 206 名，涵盖董事长兼总经理赵燕、核心管理人员、核心技术人员和其他核心骨干。其中，董事、高管、核心技术人员 13 人共授予 184.79 万股，占授予总数的 38.5%；重点研发课题技术人员及其他核心骨干 193 人共授予 192.71 万股，占授予总数的 40.15%。激励范围较为广阔，利于绑定公司上下利益。

(3) 激励营收目标高增，净利润较快增长。以 2019 年为基年，触达目标为 2021-2024 年营收增速不低于 48%（19-21 年复合 22%）/16%/14%/12%，归母净利润增速不低于 16%（19-21 年复合 8%）/10%/9%/9%；达成目标为 2021-2024 年营收增速不低于 60%（19-21 年复合 26%）/19%/16%/14%，归母净利润增速不低于 20%（19-21 年复合 10%）/13%/11%/10%。股权激励参与者至少须达到触达目标且个人绩效在 B 级及以上，才能解锁当年限售股份。营收增速目标高于净利润增速目标，反映公司在行业高成长阶段力求市占率实现快速突破。

表 11: 公司股权激励目标拆解

年度	以 2019 年为基年		当年		以 2019 年为基年		当年	
	营收增长率		营收增长率		归母净利润增长率		归母净利润增长率	
	触发	目标	触发	目标	触发	目标	触发	目标
2021	48%	60%	22%	26%	16%	20%	8%	10%
2022	72%	90%	16%	19%	28%	35%	10%	13%
2023	96%	120%	14%	16%	40%	50%	9%	11%
2024	120%	150%	12%	14%	52%	65%	9%	10%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：2021 年当年增长率采用 2019-2021 年增速 CAGR）

7. 盈利预测与投资建议

7.1. 盈利预测

盈利预测重要假设：

- **毛利率假设：**公司原料业务市场占有率较高，医疗终端及功能性护肤品市场认可度较高，预计毛利率基本维持稳定。
- **费用率假设：**随着公司发力品牌建设，预计销售费用率将有所提升；研发费用

率预计维持较高水平；管理费用率、财务费用率预计基本维持稳定。

■ 收入结构假设：

(1) 原料产品方面，受新冠疫情影响预计 2020 年增速有所放缓，但预计随着产能瓶颈的缓解以及疫情的逐步好转，增速将逐步回归到 15% 左右的水平；

(2) 医疗终端产品方面，随着单双相新品以及水光针新品的推出，产品线不断得到丰富，预计增速将等于或略高于医美行业整体增速；

(3) 功能性护肤品方面，公司处于品牌化建设阶段，预计在润百颜带动下，其他品牌也会相继放量，预计增速仍将保持各板块之首。

(4) 其他主营业务方面，随着功能性食品布局加速，有望逐步释放一定收入利润。

表 12：核心品类营收及毛利率预测（万元）

项目	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
原料产品	45751.3	50791.2	65137.8	76084.6	76084.6	87497.3	100621.9
YOY		11.0%	28.2%	16.8%	0.0%	15.0%	15.0%
毛利率	78.7%	73.6%	76.2%	76.1%	76.1%	75.6%	75.1%
营收占比	62.4%	62.1%	51.6%	40.4%	31.7%	26.5%	23.8%
医疗终端产品	19147.3	19684.0	31270.3	48888.2	49313.4	61773.5	77042.8
YOY		2.8%	58.9%	56.3%	0.9%	25.3%	24.7%
毛利率	82.8%	84.1%	85.5%	86.7%	87.1%	87.4%	87.2%
营收占比	26.1%	24.1%	24.8%	25.9%	20.6%	18.7%	18.2%
功能性护肤品	6385.8	9516.5	29029.4	63439.0	114256.7	175626.1	235744.8
YOY		49.0%	205.0%	118.5%	80.1%	53.7%	34.2%
毛利率	61.4%	72.5%	83.7%	78.5%	78.6%	80.0%	80.5%
营收占比	8.7%	11.6%	23.0%	33.6%	47.7%	53.2%	55.7%
其他主营业务	1335.0	1351.1	559.5	45.0	4.5	4997.6	9995.2
YOY		1.2%	-58.6%	-92.0%	-90.0%	111011.1%	100.0%
毛利率	23.0%	37.8%	16.1%	36.2%	36.2%	55.0%	55.0%
营收占比	1.8%	1.7%	0.4%	0.0%	0.0%	1.5%	2.4%
其他收入	692.8	462.2	317.6	100.3	70.2	70.2	70.2
YOY		-33.3%	-31.3%	-68.4%	-30.0%	0.0%	0.0%
毛利率	92.4%	90.0%	72.5%	67.1%	67.0%	67.0%	67.0%
其他业务毛利占比	0.9%	0.6%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
总收入	73312.3	81804.9	126314.6	188557.1	239729.5	329964.8	423474.8
YOY		11.6%	54.4%	49.3%	27.1%	37.6%	28.3%
综合毛利率	77.4%	75.5%	79.9%	79.7%	79.6%	79.8%	79.8%

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所预测

7.2. 估值比较

我们选取在透明质酸原料或医疗终端上有业务重合的爱美客和昊海生科，以及在化妆品生产上有业务重合的珀莱雅、丸美股份、上海家化作为可比公司。对比可比公司，公司是唯一实现在产业链所有环节深入布局的企业，原料、医疗器械、功能性护肤品和功能性食品“四轮驱动”且相互赋能，功能性消费品板块营收增速持续领先同业，发展空间极为广阔。我们对公司几大核心业务原料/医疗终端/功能性护肤品/功能性食品的长期产值空间进行估计，则预计公司长期产值空间总计在 220 亿元以上，是当前的 10 倍以上。由此，我们认为公司一体化优势稳固，理应享受一定的估值溢价，2020 年 PE 仅约为注射类龙头爱美客的 1/2，2020 年 PS 约为爱美客的 1/4，长期来看估值仍有一定提升空间。

表 13: 公司核心业务长期产值空间假设估计

业务	2019 年营收规模 (亿元)	长期行业产值空间 (亿元)	假设依据
原料	7.6	> 30	根据艾瑞咨询预测，2020 年全球医药级/食品级/化妆品级销量分别为 20/260/170 吨，根据此前销量增速趋势，假设 2020-2030 年增速 CAGR 分别约为 12%/18%/20%，假设均价分别为 5.5/0.08/0.2 万元/kg，假设公司 2030 年各品类全球市占率分别为 45%/35%/55%
医疗终端	3.55	> 40	根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年我国医美/骨科/眼科透明质酸终端产品规模分别为 37.0/15.7/16.1 亿元，根据此前规模增速趋势，假设 2018-2030 年增速 CAGR 分别为 20%/2%/10%，假设公司 2030 年各品类市占率分别为 12%/3%/3%
功能性护肤品	6.34	> 100	根据 Euromonitor 统计，2019 年我国护肤品市场规模达 2444.15 亿元，根据此前规模增速趋势，假设 2020-2030 年增速 CAGR 为 8%，假设公司 2030 年市占率为 2%
功能性食品	0.01	> 50	根据我们在第二章的测算，预计我国透明质酸钠相关功能性普通食品长期市场规模在 100 亿元以上，其他原料相关在 1000 亿元左右，假设长期公司透明质酸/其他原料市占率分别为 15%/3%

数据来源：艾瑞咨询，Frost&Sullivan，Euromonitor，东吴证券研究所

表 14: 华熙生物与可比公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价 (元/股)	EPS			PE			2019-22 CAGR	PS	投资评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
688363.SH	华熙生物	192.00	1.22	1.42	1.65	157	135	116	16.32	38.45	买入
300896.SZ	爱美客	820.00	2.54	3.40	5.20	323	241	158	44.54	138.43	买入
688366.SH	昊海生科	97.90	2.08	1.30	2.40	47	75	41	14.75	13.46	买入
603605.SH	珀莱雅	192.90	1.95	2.37	2.98	99	81	65	24.22	10.35	增持
603983.SH	丸美股份	53.61	1.28	1.33	1.53	42	40	35	11.29	12.26	增持
600315.SH	上海家化	36.96	0.83	0.56	0.66	45	66	56	8.16	3.33	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测(注: 股价与市值基于 2021/01/22 收盘价)

7.3. 投资建议

公司是全球透明质酸产业龙头, 原料业务稳步发展, 不断向终端医疗器械、化妆品和食品等领域延伸, “四轮驱动”下一体化优势稳固, 看好长期发展前景。我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别为 6.81/7.92/9.22 亿元, 同比增速分别为 16.4%/16.4%/16.3%, 对应 135/116/100 倍 PE, 鉴于测算得出长期公司收入体量有望超 200 亿元, 空间十分广阔, 维持“买入”评级。

8. 风险提示

竞争加剧, 食品安全, 行业监管风险, 产品推广不及预期。

华熙生物三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,771	4,258	4,808	5,416	营业收入	1,886	2,397	3,300	4,235
现金	2,201	2,679	2,737	3,252	减:营业成本	384	490	665	854
应收账款	373	358	646	643	营业税金及附加	26	46	60	73
存货	315	333	521	586	营业费用	521	839	1,295	1,736
其他流动资产	882	888	904	936	管理费用	182	151	231	318
非流动资产	1,201	1,219	1,538	1,807	研发费用	94	119	164	211
长期股权投资	15	15	15	14	财务费用	-12	-26	-28	-22
固定资产	460	452	700	894	资产减值损失	-4	0	0	0
在建工程	172	137	137	140	加:投资净收益	0	17	17	17
无形资产	385	445	517	590	其他收益	23	24	24	24
其他非流动资产	169	170	170	169	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	4,972	5,477	6,345	7,223	营业利润	700	819	953	1,106
流动负债	366	368	489	501	加:营业外净收支	2	-3	-4	-2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	701	816	949	1,104
应付账款	95	105	167	182	减:所得税费用	116	136	158	183
其他流动负债	271	264	323	320	少数股东损益	-1	-0	-0	-1
非流动负债	56	56	56	56	归属母公司净利润	586	681	792	922
长期借款	0	0	0	0	EBIT	635	743	868	1,015
其他非流动负债	56	56	56	56	EBITDA	698	807	951	1,128
负债合计	422	425	546	558	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-1	-1	-1	-2	每股收益(元)	1.22	1.42	1.65	1.92
归属母公司股东权益	4,550	5,053	5,801	6,667	每股净资产(元)	9.48	10.53	12.09	13.89
负债和股东权益	4,972	5,477	6,345	7,223	发行在外股份(百万股)	480	480	480	480
					ROIC(%)	22.5%	26.1%	23.6%	24.8%
					ROE(%)	12.8%	13.5%	13.7%	13.8%
					毛利率(%)	79.7%	79.6%	79.8%	79.8%
					销售净利率(%)	31.1%	28.4%	24.0%	21.8%
					资产负债率(%)	8.5%	7.8%	8.6%	7.7%
					收入增长率(%)	49.3%	27.1%	37.6%	28.3%
					净利润增长率(%)	37.9%	16.4%	16.4%	16.3%
					P/E	157.37	135.38	116.34	100.00
					P/B	20.25	18.24	15.89	13.82
					EV/EBITDA	128.96	111.00	94.04	78.84

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>