

华熙生物 (688363)

证券研究报告

2021年02月07日

政策落地、品牌发布，食品级玻尿酸未来可期

家喻户晓的透明质酸：用途广，效用佳

透明质酸是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖，具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能，在医疗、化妆品及功能性食品领域中应用十分广泛。

从政策变化看口服透明质酸的前世今生

国内：从保健食品到普通食品，使用范围进一步放开。国内透明质酸在食品中的运用起于2008年，限定范围为保健食品。2021年，国家卫生健康委发布正式公告，批准由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料，使用范围为乳品，酒饮，可可制品、巧克力和巧克力制品以及糖果，冷冻饮品，标志着我国透明质酸可添加食品范围进一步放开。

国际：多国允许普食添加，相关产品多样且零售化。1996年，透明质酸出现在日本厚生劳动省公布的既存添加物名单内，开启了食品级透明质酸的先河。目前，玻尿酸作为食品原料已在多个国家或地区得到认可，在日本、韩国、美国等国家及地区，多种食品品类都有含透明质酸的产品推出。

食品级玻尿酸市场：空间巨大，国产主导，华熙领风骚

原料级：华熙一超多强，拥抱十亿级市场。从占比来看，华熙生物在食品级玻尿酸原料市场的近25%。从市场空间看，我们经测算后认为长期原料级食品玻尿酸中期规模约为10亿，终局规模约为30亿，增长潜能巨大。
终端：消费者溢价接受度高，催生百亿蓝海。根据调查，消费者在经过一定的教育后愿意以较高的溢价购买含有透明质酸的食品。因此我们认为，添加有透明质酸的食品将具有巨大的市场空间。经测算，我们得出中国口服玻尿酸终端市场中期规模约为67亿，终局规模约为200亿。

透明质酸龙头华熙生物增益可期

华熙生物成立于2000年，目前正从透明质酸原料龙头向全产业链综合王者迈进。我们认为相关政策的开放会给华熙生物的食品级透明质酸的原料与终端产品业务有望带来中期共约6.5亿，终局共约12亿的收入增量，同时预计将在中期实现约4亿，终局实现约19亿的利润增量。

投资建议

华熙生物作为透明质酸原料龙头、透明质酸全产业链综合王者，透明质酸钠作为食品级原料的放开对其具有重大意义。无论是原料市场，抑或是终端市场，华熙生物都将从中获得新的增长动力。我们建议继续关注华熙生物在透明质酸原料市场的产销动向，以及在口服透明质酸终端市场的进一步涉足，由于公司新品初上市，短期对业绩贡献有限，我们暂时维持公司2020/21年6.6/8亿元净利润预测，维持“买入”评级。

风险提示：新品销售不达预期、市场竞争激烈

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,263.15	1,885.57	2,498.67	3,622.77	4,880.03
增长率(%)	54.41	49.28	32.52	44.99	34.70
EBITDA(百万元)	585.48	837.34	818.20	983.94	1,434.89
净利润(百万元)	423.86	585.61	662.04	802.57	1,178.29
增长率(%)	90.70	38.16	13.05	21.23	46.81
EPS(元/股)	0.88	1.22	1.38	1.67	2.45
市盈率(P/E)	217.43	157.37	139.21	114.83	78.21
市净率(P/B)	53.67	20.25	17.91	15.78	13.54
市销率(P/S)	72.96	48.88	36.88	25.44	18.89
EV/EBITDA	0.00	45.06	109.10	89.93	61.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	183.65元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	480.00
流通A股股本(百万股)	93.34
A股总市值(百万元)	88,152.00
流通A股市值(百万元)	17,142.25
每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	9.28
一年内最高/最低(元)	204.60/75.14

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

- 《华熙生物-公司点评:股权激励落实核心人员利益，新高管上任值得期待》2021-01-25
- 《华熙生物-半年报点评:美妆高增驱动业绩增长，Q2营收+28%yoy 环比改善》2020-09-04
- 《华熙生物-公司点评:拟收购佛思特提升原料市占率至40%+，玻尿酸龙头地位巩固》2020-06-11

内容目录

1. 家喻户晓的透明质酸：用途广，效用佳.....	4
2. 从政策变化看口服透明质酸的前世今生.....	5
2.1. 国内：从保健食品到普通食品，使用范围进一步放开.....	5
2.2. 国际：多国允许普食添加，相关产品多样且零食化.....	6
3. 食品级玻尿酸市场：空间巨大，国产主导，华熙领风骚.....	7
3.1. 原料级：华熙一超多强，拥抱十亿级市场.....	7
3.2. 终端：消费者溢价接受度高，催生百亿蓝海.....	9
4. 透明质酸龙头华熙生物增益几何？.....	10
4.1. 华熙生物：从透明质酸原料龙头，向全产业链综合王者.....	10
4.2. 从原料级及终端两大市场看华熙生物业务增量.....	12
4.2.1. 原料级：预计市占率将继续提升，强者恒强.....	12
4.2.2. 终端：系列新品功能多样，看好其市场前景.....	13
5. 投资建议.....	15
6. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：透明质酸在人体内的分布.....	4
图 2：透明质酸的用途.....	4
图 3：食品级透明质酸政策发展历程.....	6
图 4：全球透明质酸原料市场销量（吨）.....	7
图 5：全球透明质酸各类原料销量中食品级占半壁江山.....	7
图 6：2019 年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量）.....	8
图 7：华熙在透明质酸原料的各类应用上均优势明显（2018 年数据）.....	8
图 8：近四年透明质酸原料成本与终端市场价格的平均比率.....	9
图 9：愿意购买透明质酸的消费者愿意以 18% 的平均溢价进行购买.....	10
图 10：华熙生物于 2021 年 1 月 22 日发布口服透明质酸权威品牌“黑零 Hyalur”.....	13
图 11：中国功能型瘦身食品市场规模（亿）.....	13
图 12：中国睡眠保健品市场规模（亿）.....	14
图 13：FANCL 功能性食品业务收入占日本保健食品总规模占比.....	14
表 1：口服透明质酸相关研究.....	4
表 2：透明质酸保健食品一览.....	5
表 3：华熙生物申报透明质酸钠为新食品原料批文节选.....	6
表 4：日本几款具代表性的透明质酸食品.....	7
表 5：日本食品级透明质酸渗透率测算.....	8

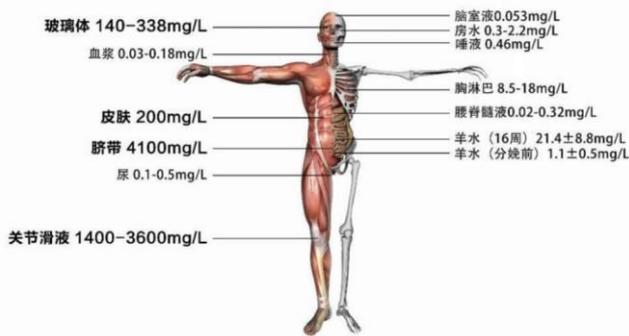
表 6: 中国食品级透明质酸原料市场规模测算中期敏感性分析 (单位: 亿)	9
表 7: 中国食品级透明质酸原料市场规模测算终局敏感性分析 (单位: 亿)	9
表 8: 中国口服玻尿酸终端市场敏感性分析 (亿)	10
表 9: 主要原料产品及应用	11
表 10: FANCL、POLA 主要产品与功效	11
表 11: 华熙食品级透明质酸原料预期增量	12
表 12: 华熙生物食品级透明质酸原料预期利润 (亿)	12
表 13: “黑零” 旗下主要新品及其功效	13
表 14: 华熙生物食品级透明质酸终端 (“黑零”) 利润预期 (单位: 亿)	15

1. 家喻户晓的透明质酸：用途广，效用佳

透明质酸（Hyaluronic Acid、HA，又称玻尿酸、玻璃酸）是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖，通常以钠盐即透明质酸钠的形式存在。作为细胞外基质的主要成分，透明质酸主要分布于眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，发挥着重要的生理功能。透明质酸是人体内不可替代的天然物质，胚胎时期体内的含量最高，随着年龄增长体内含量逐渐减少，皮肤老化、关节退化、动脉硬化、眼老花等症状与体内透明质酸含量逐渐减少密切相关。相同年龄人群体内所含透明质酸的量也不同，早老症患者体内的含量明显减少，显示衰老的诸多症状。

透明质酸具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能，在医疗、化妆品及功能性食品领域中应用十分广泛。在医疗美容领域，透明质酸以其卓越的生物相容性和填充效果作为填充剂或注射产品，被用于微整形手术等整形注射类治疗项目中，受到广大医美消费者的青睐。在化妆品领域，由于 HA 具有良好的保湿作用，又是皮肤和其它组织中广泛存在的天然生物分子，从八十年代开始用于化妆品中，被誉为理想的天然保湿因子。目前国际上添加 HA 的化妆品种类已从最初的膏霜、乳液、化妆水、精华素、胶囊、膜贴扩展到浴液、粉饼、口红、洗发护发剂、摩丝等，应用日趋广泛。

图 1：透明质酸在人体内的分布



资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

图 2：透明质酸的用途



资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

在食品领域，口服透明质酸亦有多种优良功能，且食品安全性已被充分验证。经研究发现，透明质酸经口服后能够被关节和皮肤等人体组织吸收，并对人体产生补水、抗氧化、抗衰老、修复胃黏膜、提高人体免疫力等积极功效。

表 1：口服透明质酸相关研究

功能	研究结论	相关论文/专利
吸收	HA 经口服后能够被关节和皮肤等人体组织吸收	Absorption, Uptake and Tissue Affinity of High-Molecular-Weight Hyaluronan after Oral Administration in Rats and Dogs (作者: LAJOS BALOGH 等)
补水	口服 HA 可改善人体皮肤水分	《口服透明质酸对皮肤水分的改善作用及体内抗氧化作用研究》(作者: 冯宁, 石艳丽, 郭风仙, 郭学平)
抗氧化	口服具有体内抗氧化作用	《口服透明质酸对皮肤水分的改善作用及体内抗氧化作用研究》(作者: 冯宁, 石艳丽, 郭风仙, 郭学平)
提高免疫力	口服透明质酸可以提高人体免疫	《透明质酸在提高人体免疫力、改善免疫力缺乏症状方面的应用》(作者:)

资料来源: cnki、Absorption, Uptake and Tissue Affinity of High-Molecular-Weight Hyaluronan after Oral Administration in Rats and Dogs (作者: LAJOS BALOGH 等)、《口服透明质酸对皮肤水分的改善作用及体内抗氧化作用研究》(作者: 冯宁, 石艳丽, 郭风仙, 郭学平)、《透明质酸在提高人体免疫力、改善免疫力缺乏症状方面的应用》(作者: 张晓崧), 天风证券研究所

2. 从政策变化看口服透明质酸的前世今生

2.1. 国内：从保健食品到普通食品，使用范围进一步放开

国内透明质酸在食品中的运用起于 2008 年，限定范围为保健食品。在 2008 年，国家卫计委批准透明质酸钠为新资源食品，适用范围限于保健食品，开启了保健食品级口服透明质酸时代。经过多年发展，国内已有多款保健食品添加了透明质酸，包括华熙生物的仙黎奥芙透明质酸胶囊、Plumoon 普蘭萌水光丸、爆水丸、透明质酸口服液，以及福瑞达美业的善颜口服透明质酸钠等产品。

表 2：透明质酸保健食品一览

品牌	产品	主要添加成分	功效
华熙生物 仙黎奥芙	透明质酸胶囊 	透明质酸	/
华熙生物 Plumoon 普蘭萌	水光丸 	透明质酸、橙皮素、L-胱氨酸	补水美白
	爆水丸 	透明质酸、硫酸软骨素、胶原蛋白	补水
	透明质酸口服液 	透明质酸、胶原蛋白、专利乳酸菌	补水保湿
福瑞达美业	善颜口服透明质酸钠 	透明质酸钠	/

资料来源：公司官网，公司官方旗舰店，济南高新区官网，天风证券研究所

2021 年，透明质酸使用范围放开至乳品、饮料类、糖巧类等普通食品。国家卫生健康委于 2021 年 1 月 7 日发布正式公告，批准由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料，使用范围为乳及乳制品，饮料类，酒类，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, 冷冻饮品, 不包括婴幼儿食品, 标志着我国透明质酸可添加食品范围进一步放开。

表 3: 华熙生物申报透明质酸钠为新食品原料批文节选

中文名称	透明质酸钠
推荐使用量	≤200mg/天
使用范围和推荐最大使用量	乳及乳制品 (0.2g/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)。

资料来源: 国家卫生健康委员会, 天风证券研究所

2.2. 国际: 多国允许普食添加, 相关产品多样且零食化

透明质酸应用于食品领域起始于日本及美国市场, 现多国已允许透明质酸添加到普通食品中。1996 年, 鸡冠提取法和发酵法两种来源的透明质酸出现在日本厚生劳动省公布的既存添加物名单内, 开启了食品级透明质酸的先河。2011 年, 日本健康营养食品协会制定了透明质酸钠的食品行业标准。在美国, 透明质酸钠是 1994 年之前上市的膳食成分, 被定义为含有透明质酸钠的膳食补充剂, 生产商仅需向美国 FDA 提供产品声明即可。

目前, 玻尿酸作为食品原料已在多个国家或地区得到认可。在日本、韩国、美国、欧盟、澳大利亚、新西兰和巴西等国家与地区已经允许将透明质酸钠添加在食品或膳食补充剂中, 并有多款含透明质酸的保健食品上市。例如, 韩国食品药品管理局在 2015 年规定透明质酸作为功能性原料可以直接加入到食品中而不用认证注册; 我国台湾在 2017 年放开透明质酸应用到普通食品中; 巴西国家卫生监督局在 2019 年批准华熙生物生产的透明质酸钠可以加入到食品补充剂中。

图 3: 食品级透明质酸政策发展历程



资料来源: 华熙生物官方公众号, 天风证券研究所

由于国际上对透明质酸作为食品原料的政策出台较早, 海外的含透明质酸食品也呈现丰富多样、零食化的特点。据英敏特全球新产品数据库(GNPD)检索显示, 截至 2020 年 5 月, 全球含透明质酸钠的食品共有 2000 多个, 其中普通食品 554 个。在日本、韩国、美国、欧盟等国家及地区, 饮料、乳制品、方便食品、饼干、冷冻饮品、膨化食品、糖果制品、酒类、可可及焙烤咖啡产品、糕点等食品品类都有含透明质酸的产品推出。

表 4：日本几款具代表性的透明质酸食品

产品	图示	品类	规格	透明质酸添加量
Puru 胶原蛋白果冻		果冻	10g/条	5mg/条
DHC 透明质酸 60 天		咀嚼片	330mg/粒	75mg/粒
POLA INNER LIFTIA QQ LIQUID		饮品	50ml/支	50mg/支
からだ巡茶 モイステイア		茶饮料	410ml/瓶	120mg/瓶
朝日完美透明质酸果冻		果冻	10g/条	30mg/条

资料来源：乐天市场，华熙生物公众号，天风证券研究所

3. 食品级玻尿酸市场：空间巨大，国产主导，华熙领风骚

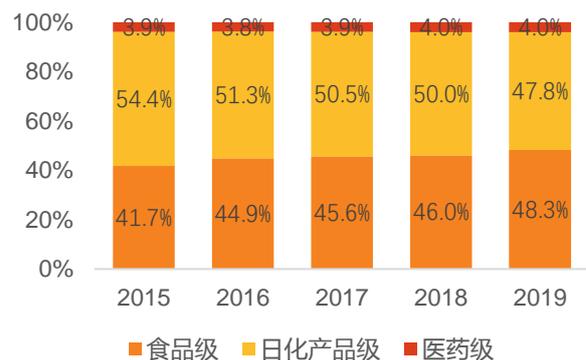
3.1. 原料级：华熙一超多强，拥抱十亿级市场

随着消费者健康意识及护肤知识的日趋丰富，透明质酸也被用于日常食品中，2015-2019 年实现年复合增长率约为 20%，2018 年销量达到 230 吨。从占比来看，食品级透明质酸占据了玻尿酸市场的半壁江山，且近年来不断提升，随着透明质酸生产技术的不断改善和消费者接受度的提高，透明质酸有望被应用到更多的食品中去，推动食品级原料市场继续增长。

图 4：全球透明质酸原料市场销量（吨）



图 5：全球透明质酸各类原料销量中食品级占半壁江山

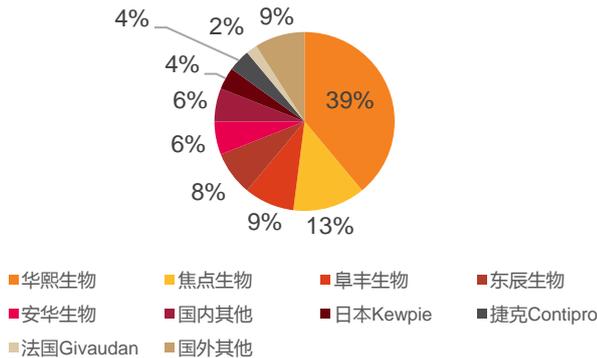


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

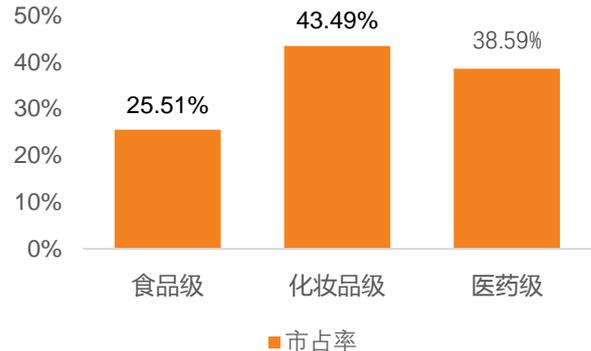
透明质酸应用范围的不断扩大，推动化妆品级和食品级原料市场增长。随着消费者健康及护肤知识日趋丰富以及生活水平的提高，透明质酸也被用于日常护肤品和食品中，2014-2018 年全球化妆品级和食品级原料销量复合增速分别为 18.2%和 29.4%，2018 年销量分别为 250 吨和 230 吨。随着透明质酸生产技术的不断改善和消费者接受度的提高，透明质酸有望被应用到更多的化妆品和食品中去，推动化妆品级和食品级原料市场继续增长。

图 6：2019 年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量）



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 7：华熙在透明质酸原料的各类应用上均优势明显（2018 年数据）



资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

经测算，我们认为长期原料级食品透明质酸市场每年有十亿级的空间规模，增长潜能巨大。参照 2017 年全球食品类透明质酸终端市场规模 3 亿美元，以及日本 2017 年食品类透明质酸终端产品市场规模 2.8 亿美元，我们得出日本食品类透明质酸终端市场约占全球的 93%。我们假设日本原料级市场与终端市场全球占比相匹配，则日本食品类透明质酸原料规模为 260 吨，按照 2019 年日本总人口 1.26 亿及最大摄入量 200mg 计算，我们得出日本食品类透明质酸原料渗透率为 2.84%。

从日本 1996 年放开食品级透明质酸的运用到现在的 15 年间，其原料空间规模不断提升，渗透率也上升至 2.84%的水平。由于目前全球食品级透明质酸原料市场规模正在不断扩大，我们认为日本尚未完全达到成熟市场的水平。综合考虑，我们假定成熟市场食品级透明质酸原料市场渗透率将达到 3%。

看 10 年内的中期，由于目前只有一家企业获得卫健委批文，同时消费者接受相关产品需要一定时间，我们认为中国的中期食品级玻尿酸渗透率为成熟市场渗透率的三分之一即 1%。看 30 年的长期，待政策高度放开、消费习惯培育完成后，我们认为中国的终局食品级玻尿酸渗透率将接近成熟市场，可达到 3%的水平。

表 5：日本食品级透明质酸渗透率测算

日本食品类透明质酸终端规模（亿美元）	2.8
全球食品级透明质酸终端规模（亿美元）	3
日本食品级透明质酸终端市场占全球比例	93%
日本食品类透明质酸原料级市场（kg）	261333
日本总人口（万）	12626
推荐每日最大摄入量（kg）	0.0002
日本渗透率	2.84%

资料来源：健康云汇、日本统计局、国家卫健委，天风证券研究所

我们采用国家卫健委的推荐摄入量 200mg/天作为每人每天食品级透明质酸摄入量，以 1000 元/kg 作为食品级透明质酸原料价格（招股书披露 18 年价格为 1300 元/kg，因食品级玻尿酸原料价格呈下降趋势，下调价格预期），中期给予 1%的渗透率，终局给予 3%的渗透率，按照 14 亿人口测算，得出该市场空间的中期规模约为 10 亿，终局规模约为 30 亿。

表 6：中国食品级透明质酸原料市场规模测算中期敏感性分析（单位：亿）

每人每天摄入量/mg	渗透率				
	0.50%	0.75%	1.00%	1.50%	1.75%
100	2.56	3.83	5.11	7.67	8.94
120	3.07	4.60	6.13	9.20	10.73
140	3.58	5.37	7.15	10.73	12.52
160	4.09	6.13	8.18	12.26	14.31
200	5.11	7.67	10.22	15.33	17.89

资料来源：天风证券研究所

表 7：中国食品级透明质酸原料市场规模测算终局敏感性分析（单位：亿）

每人每天摄入量/mg	渗透率				
	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
100	10.22	12.78	15.33	17.89	20.44
120	12.26	15.33	18.40	21.46	24.53
140	14.31	17.89	21.46	25.04	28.62
160	16.35	20.44	24.53	28.62	32.70
200	20.44	25.55	30.66	35.77	40.88

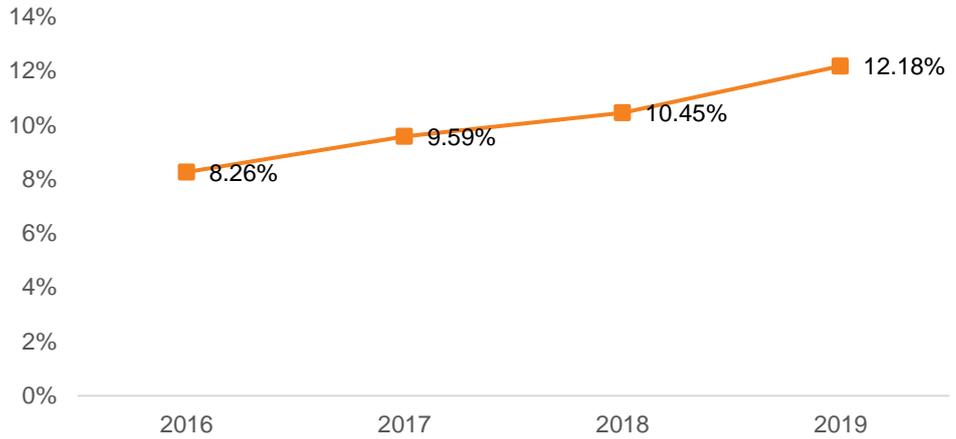
资料来源：天风证券研究所

3.2. 终端：消费者溢价接受度高，催生百亿蓝海

根据国家卫健委的批文，华熙生物所申报的透明质酸钠将被允许添加到乳及乳制品，饮料类，酒类，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，冷冻饮品等普通食品品类。参照国际市场，我们认为长期来看上述食品品类都将有相应透明质酸添加产品在中国市场推出。为此，我们参考全球含透明质酸食品的透明质酸成本比率，测算中国终端市场的市场空间。

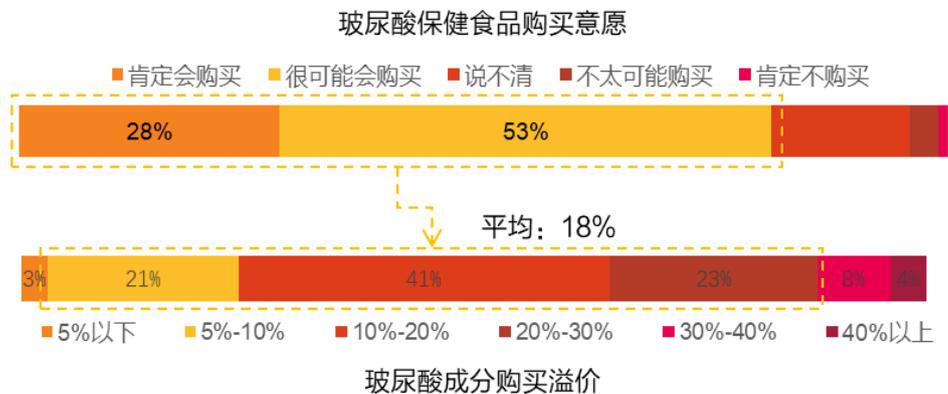
以 1000 元/kg 的食品级透明质酸原料价格测算全球原料级透明质酸销售额，我们得出 2019 全球原料级市场销售额约为 2.8 亿元。根据艾瑞咨询，2019 年全球食品级透明质酸终端产品市场规模为 23 亿，则全球市场的透明质酸原料成本约为终端品产品价格的 12%。同时，根据艾瑞咨询的调查，消费者在经过一定的教育后愿意以平均 18%的溢价购买含有透明质酸的食品，我们认为 15%是较为合理的透明质酸原料成本与终端市场价格的平均比率。

图 8：近四年透明质酸原料成本与终端市场价格的平均比率



资料来源：华熙生物招股说明书，艾瑞咨询，天风证券研究所

图 9：愿意购买透明质酸的消费者愿意以 18% 的平均溢价进行购买



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

根据 15% 的透明质酸原料成本与终端市场价格的平均比率，及食品级透明质酸原料市场规模，我们得出中国口服玻尿酸终端市场中期规模约为 67 亿，终局规模约为 200 亿。

表 8：中国口服玻尿酸终端市场敏感性分析（亿）

		透明质酸成本比率				
食用级透明质酸市场规模（亿）		5%	10%	15%	20%	25%
中期	10	200	100	67	50	40
终局	30	600	300	200	150	120

资料来源：华熙生物招股说明书，艾瑞咨询，天风证券研究所

4. 透明质酸龙头华熙生物增益几何？

4.1. 华熙生物：从透明质酸原料龙头，向全产业链综合王者

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。

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 9：主要原料产品及应用

相关领域	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 TM 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

透明质酸钠新食品原料批准，对标日本提高品牌多样性和专业性。2021 年 1 月 7 日，国家卫生健康委发布正式公告，批准由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料，使用范围为乳及乳制品，饮料类，酒类，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，冷冻饮品，不包括婴幼儿食品。对标 FANCL 和 POLA 两大海外品牌的历史经验和现状，这两个品牌在功能性食品行业的主要竞争力来源于其产品矩阵的多样性和专业性。

表 10：FANCL、POLA 主要产品与功效

品牌	产品	主要添加成分	功效
FANCL	综合性营养包、维生素咀嚼片	维生素 B、C 等	增强免疫力、促进代谢、减轻疲劳
	胶囊精华	白藜芦醇	抗衰
	胶囊	维生素 E	抗氧化
	天然雌激素	大豆异黄酮	调节内分泌

POLA

热控片、纤体丸	左旋肉碱等	瘦身塑体
其他保健品	/	保护身体各个部分
果味饮料（含胶原蛋白）	/	/
果味饮料（含朝鲜蓟及橄榄）	/	/
美白丸	杨梅树皮、YAC 精华、布朗醇 EX	抗老化、美白
护眼丸	胶原蛋白	舒缓眼疲劳
抗糖丸	/	提亮
VC 粉	维生素 C	抗氧化
热控粉	/	抑制多余糖质、脂质吸收
美白口服液	/	抗氧化、美白
胶原蛋白粉	胶原蛋白	/

资料来源：公司官方旗舰店，天风证券研究所

4.2. 从原料级及终端两大市场看华熙生物业务增量

4.2.1. 原料级：预计市占率将继续提升，强者恒强

华熙生物是食品级透明质酸原料龙头，2018 年市场占有率达 26%。我们认为，随着华熙生物申报透明质酸钠为新食品原料成功，其龙头地位将得到继续巩固，强者恒强，预计市占率将继续提升。我们将 19 年全球透明质酸原料市场的华熙生物市占率 39% 作为其未来食品级透明质酸原料市占率，根据上文测算的中期与终局规模，我们认为华熙生物在中期与长期将在该市场实现 3.9 亿及 11.7 亿收入，对应华熙 18 年食品级透明质酸原料增量为 3.2 亿及 11 亿。

表 11：华熙食品级透明质酸原料预期增量

	食品级透明质酸原料总规模	华熙生物食品级透明质酸原料收入预期	18 年华熙生物食品级透明质酸原料收入	预期业务增量
中期	10 亿	3.9 亿	0.7 亿	3.2 亿
终局	30 亿	11.7 亿	0.7 亿	11 亿

资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

进一步对华熙生物在食品级透明质酸原料市场的盈利进行预测，我们按照 25%、30%、35% 的利润率做敏感型分析，分别对应悲观、中观、乐观预期。经测算，普通食品级玻尿酸政策放开后，华熙生物在食品级透明质酸原料端有望拥有 3.5 亿的中期利润及 17.9 亿的终局利润。

表 12：华熙生物食品级透明质酸原料预期利润（亿）

	华熙生物食品级透明质酸原料收入预期（亿）	利润率		
		25%	30%	35%
中期	3.9	1.0	1.2	1.4
终局	11.7	2.9	3.5	4.1

资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

4.2.2. 终端：系列新品功能多样，看好其市场前景

2021年1月22日，华熙生物发布口服透明质酸权威品牌“黑零 Hyalur”，主打科学研发天然成分的养生口服产品。从华熙生物已公布的新品品类来看，其产品种类包含咀嚼片、软糖、饮品等形式，拥有健康瘦身、安眠舒压、脑聪目明、护肝养胃、水润白皙、滋润抗衰等功能，基本满足追求健康、美丽的现代人群所需。预期在市场的不断扩展下，华熙生物将增加透明质酸食品产品的品类，充实产品矩阵。

图 10：华熙生物于 2021 年 1 月 22 日发布口服透明质酸权威品牌“黑零 Hyalur”



资料来源：华熙生物公众号，天风证券研究所

表 13：“黑零”旗下主要新品及其功效

新品名称	功效
HA 白芸豆纤体咀嚼片	健康瘦身
HA 舒眠因子抗衰软糖	安眠舒压
HA 健脑明目嚼嚼	脑聪目明
透明质酸西洋参餐前饮	护肝养胃
透明质酸胶原水光饮	水润白皙
透明质酸修护燕窝饮	滋润抗衰

资料来源：华熙生物新品发布会，天风证券研究所

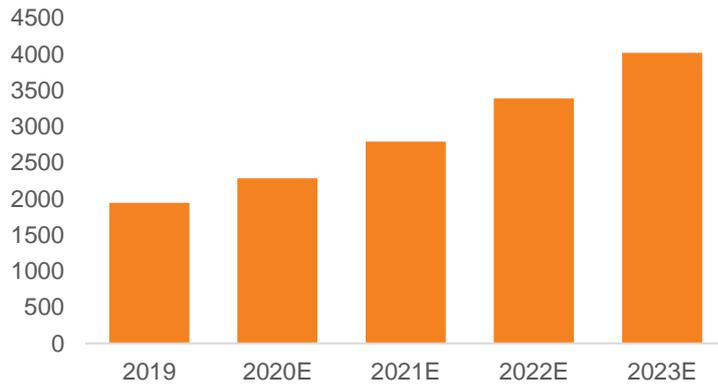
根据新品的品类和功能，我们选取 HA 白芸豆纤体咀嚼片及 HA 舒眠因子抗衰软糖作为代表对华熙生物口服透明质酸终端产品销量作规模预测：

1) HA 白芸豆纤体咀嚼片规模预测

我们根据淘宝网数据的单 20 年 12 月淘宝整体白芸豆瘦身产品销售额，以及排名前三产品的 20 年 12 月销售额占 20 年总销量比值，我们估测淘宝端（含天猫）的白芸豆瘦身产品在 2020 年有近 3 亿元销售额。由于华熙生物是透明质酸原料龙头，且在医疗、美妆、食品等全产业链具有相当影响力，同时目前该市场主要玩家多数为中小厂商，我们认为华熙生物的 HA 白芸豆纤体咀嚼片将占据一定市场份额，加速中小厂商出清。

中国功能型瘦身食品市场规模庞大，华熙或受益匪浅。根据艾媒咨询，2019 年中国功能型瘦身食品市场规模为 1945.3 亿元，预计 2023 年将增长至 4020.8 亿，年复合增长率达 19.9%，规模庞大且增速迅猛。若华熙生物未来推出其他具有瘦身纤体功能的含透明质酸食品，且在该市场占据一定份额，华熙生物将迎来新的业绩增长动力。

图 11：中国功能型瘦身食品市场规模（亿）

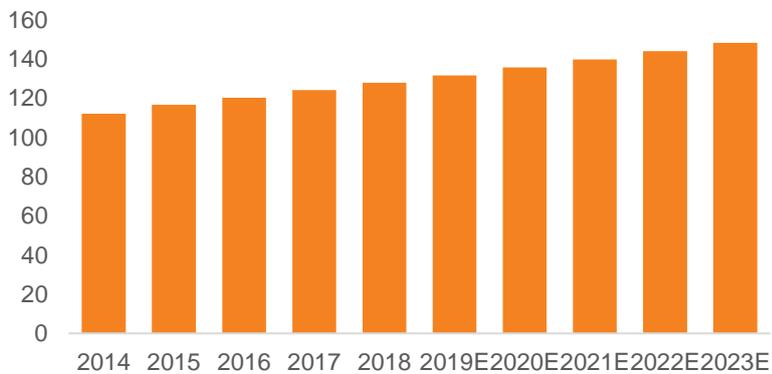


资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

2) HA 舒眠因子抗衰软糖规模预测

由于当前中国居民压力增强，失眠发生率高，公众睡眠保健意识不断提升，同时中国睡眠疾病研究的不断发展亦推动相关产品的研发与上市，睡眠保健品市场规模目前正不断扩大。根据头豹研究所数据，2018 年整体市场规模达 128 亿，预测 2023 年将达到 148.4 亿元。由于该市场已有多家国内外大型保健品厂商切入，作为后来者的华熙生物的市占率在短期内的市占率将难以达到较高水平。我们假定 2023 年华熙在该市场实现 1%的市占率，则该产品的销售额将达 1.5 亿元左右。

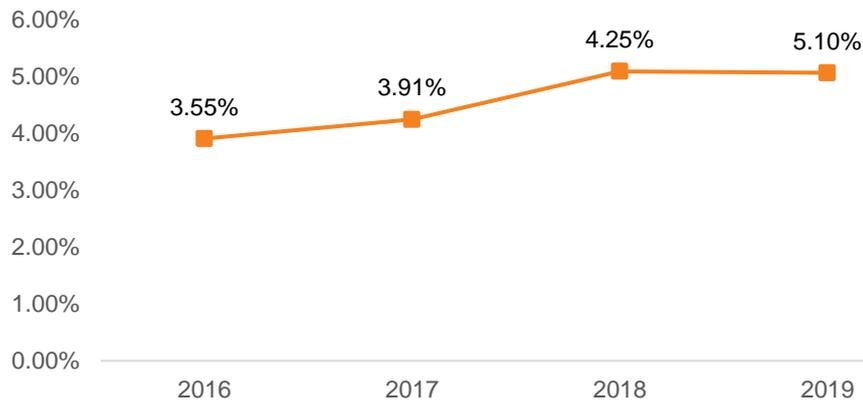
图 12：中国睡眠保健品市场规模（亿）



资料来源：头豹研究所，天风证券研究所

看长期，华熙在透明质酸食品市场或将拥有超的收入。参考日本成熟功能性食品公司 FANCL 的功能性食品业务在日本保健食品市场的总体规模，我们认为作为透明质酸食品领头羊的华熙生物在中国整体市场培育完成、口服透明质酸系列产品的业务成熟之后将拥有 5%的透明质酸食品终端市场份额。则华熙生物中期终端透明质酸食品销售额将达到 3.35 亿，终局销售额将达到 10 亿元。同时按照 10%、15%、20%的利润率做敏感型分析，分别对应悲观、中观、乐观预期，我们认为华熙生物在终端板块将拥抱 0.5 亿的中期利润及 1.5 亿的终局利润。

图 13：FANCL 功能性食品业务收入占日本保健食品总规模占比



资料来源：日本经济新闻，FANCL 财报，天风证券研究所

表 14：华熙生物食品级透明质酸终端（“黑零”）利润预期（单位：亿）

	华熙生物食品级透明质酸终端（“黑零”）收入预期（亿）		利润率	
	10%	15%	20%	
中期	3.35	0.3	0.5	0.7
终局	10	1.0	1.5	2.0

资料来源：天风证券研究所

综上，在透明质酸钠作为食品级原料的政策放开后，我们认为会给华熙生物的食品级透明质酸的原料与终端产品业务有望带来中期共约 6.5 亿，终局共约 12 亿的收入增量，同时预计将在中期实现约 4 亿，终局实现约 19 亿的利润增量。

5. 投资建议

华熙生物作为透明质酸原料龙头、透明质酸全产业链综合王者，透明质酸钠作为食品级原料的放开对其具有重大意义。无论是原料市场，抑或是终端市场，华熙生物都将从中获得新的增长动力。我们建议继续关注华熙生物在透明质酸原料市场的产销动向，以及在口服透明质酸终端市场的进一步涉足，由于公司新品初上市，短期对业绩贡献有限，我们暂时维持公司 2020/21 年 6.6/8 亿元净利润预测，维持“买入”评级。

6. 风险提示

市场竞争激烈：透明质酸钠被批准可在普通食品中使用后，可能会吸引更多厂商进入市场导致竞争加剧。若公司无法在竞争中凸显优势，则食品级透明质酸钠原料业务拓展可能不及预期。

新品销售不达预期：公司的食品业务仍处于发展初期，受未来市场发展变化、竞争情况、客户接受度、营销力度等因素的影响，业务发展仍存在不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	853.92	2,201.46	2,779.47	3,582.91	3,688.28
应收票据及应收账款	223.89	372.98	631.61	460.37	1,010.58
预付账款	16.51	37.10	16.09	67.23	53.95
存货	176.67	314.51	351.73	594.26	742.09
其他	25.99	844.64	575.76	429.28	750.57
流动资产合计	1,296.98	3,770.68	4,354.67	5,134.05	6,245.47
长期股权投资	14.52	14.61	14.61	14.61	14.61
固定资产	376.21	459.65	528.93	588.73	629.86
在建工程	85.67	171.80	139.08	131.45	108.87
无形资产	162.89	385.48	370.17	354.86	339.55
其他	134.73	169.43	188.79	162.11	165.82
非流动资产合计	774.02	1,200.98	1,241.58	1,251.76	1,258.70
资产总计	2,071.00	4,971.66	5,596.24	6,385.81	7,504.17
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	61.37	95.01	167.27	181.82	292.39
其他	190.01	270.69	222.78	304.95	348.20
流动负债合计	291.38	365.70	390.05	486.77	640.59
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	62.18	56.41	60.71	59.77	58.96
非流动负债合计	62.18	56.41	60.71	59.77	58.96
负债合计	353.56	422.11	450.76	546.54	699.55
少数股东权益	0.21	(0.79)	(1.16)	(1.77)	(2.95)
股本	430.44	480.00	480.00	480.00	480.00
资本公积	807.19	3,451.53	3,451.53	3,451.53	3,451.53
留存收益	1,286.39	4,071.53	4,666.64	5,361.04	6,327.57
其他	(806.78)	(3,452.72)	(3,451.53)	(3,451.53)	(3,451.53)
股东权益合计	1,717.44	4,549.55	5,145.48	5,839.27	6,804.61
负债和股东权益总计	2,071.00	4,971.66	5,596.24	6,385.81	7,504.17

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	423.86	584.61	662.04	802.57	1,178.29
折旧摊销	48.11	62.93	38.76	43.14	46.77
财务费用	(15.90)	(4.53)	(14.05)	(17.94)	(20.51)
投资损失	(10.37)	(0.45)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	559.77	(1,079.04)	3.45	146.43	(856.73)
其它	(563.17)	801.38	(0.25)	(0.69)	(1.17)
经营活动现金流	442.30	364.89	687.96	971.51	344.65
资本支出	219.39	458.13	55.70	80.94	50.81
长期投资	14.52	0.09	0.00	0.00	0.00
其他	(268.43)	(1,705.66)	(113.95)	(158.77)	(98.83)
投资活动现金流	(34.52)	(1,247.45)	(58.25)	(77.83)	(48.03)
债权融资	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	686.92	2,704.76	15.23	17.94	20.51
其他	(641.70)	(480.87)	(66.93)	(108.18)	(211.76)
筹资活动现金流	85.22	2,223.89	(51.69)	(90.23)	(191.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	493.00	1,341.33	578.01	803.44	105.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,263.15	1,885.57	2,498.67	3,622.77	4,880.03
营业成本	253.58	383.57	501.47	735.54	1,012.33
营业税金及附加	27.34	25.94	34.38	49.84	67.14
营业费用	283.75	521.37	894.52	1,286.08	1,708.01
管理费用	169.53	182.07	174.91	442.39	476.07
研发费用	52.87	93.89	119.94	173.89	234.24
财务费用	(23.24)	(12.45)	(14.05)	(17.94)	(20.51)
资产减值损失	0.71	(3.87)	(3.87)	(3.87)	(3.87)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.13	(0.08)	0.01
投资净收益	10.37	0.45	2.00	2.00	2.00
其他	(36.22)	(4.97)	(4.25)	(3.83)	(4.03)
营业利润	524.45	699.58	793.49	958.75	1,408.63
营业外收入	1.23	6.24	2.00	5.00	5.00
营业外支出	10.70	4.73	2.00	2.00	2.00
利润总额	514.98	701.09	793.49	961.75	1,411.63
所得税	91.12	116.48	131.83	159.78	234.52
净利润	423.86	584.61	661.67	801.97	1,177.11
少数股东损益	0.00	(0.99)	(0.37)	(0.61)	(1.19)
归属于母公司净利润	423.86	585.61	662.04	802.57	1,178.29
每股收益(元)	0.88	1.22	1.38	1.67	2.45

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	54.41%	49.28%	32.52%	44.99%	34.70%
营业利润	84.47%	33.39%	13.42%	20.83%	46.92%
归属于母公司净利润	90.70%	38.16%	13.05%	21.23%	46.81%
获利能力					
毛利率	79.92%	79.66%	79.93%	79.70%	79.26%
净利率	33.56%	31.06%	26.50%	22.15%	24.15%
ROE	24.68%	12.87%	12.86%	13.74%	17.31%
ROIC	36.40%	68.07%	28.87%	34.87%	53.42%
偿债能力					
资产负债率	17.07%	8.49%	8.05%	8.56%	9.32%
净负债率	-47.39%	-48.39%	-54.02%	-61.36%	-54.20%
流动比率	4.45	10.31	11.16	10.55	9.75
速动比率	3.84	9.45	10.26	9.33	8.59
营运能力					
应收账款周转率	5.68	6.32	4.97	6.64	6.64
存货周转率	7.97	7.68	7.50	7.66	7.30
总资产周转率	0.64	0.54	0.47	0.60	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.88	1.22	1.38	1.67	2.45
每股经营现金流	0.92	0.76	1.43	2.02	0.72
每股净资产	3.58	9.48	10.72	12.17	14.18
估值比率					
市盈率	217.43	157.37	139.21	114.83	78.21
市净率	53.67	20.25	17.91	15.78	13.54
EV/EBITDA	0.00	45.06	109.10	89.93	61.59
EV/EBIT	0.00	48.57	114.52	94.05	63.67

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