

华熙生物 (688363)

HA产业链全覆盖，上下游联动促成长

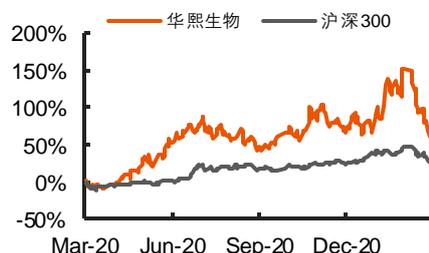
推荐 (首次)

现价: 147.87 元

主要数据

行业	制造业-医药制造业
公司网址	www.bloomagebiotech.com
大股东/持股	华熙昕宇投资有限公司/59.06%
实际控制人	赵燕
总股本(百万股)	480
流通 A 股(百万股)	93
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	709.78
流通 A 股市值(亿元)	138.02
每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	9.3

行情走势图



证券分析师

倪亦道 投资咨询资格编号
S1060518070001
021-38640502
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

何沛滨 投资咨询资格编号
S1060520100001
0755-33547155
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN



平安观点:

- **透明质酸行业龙头企业，技术+资本推动成长：**华熙生物是全球领先的透明质酸（玻尿酸、HA）生产与终端应用企业。20年来董事长和核心研发团队共同引领了公司发展，领先的投资眼光与技术的强强联合下，公司建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及食品的全产业链业务体系。11-20年公司营收 CAGR 达 29.0%，归母净利润 CAGR 达 24.4%。
- **HA 应用范围广泛，原料、终端领域均迅速发展：**全球 HA 原料销售规模增长迅猛，15-19 年 CAGR 达 20.0%，20-24 年 CAGR 有望提升至 26.4%。在终端应用中，HA 注射是医美中接受度、复购率最高的项目之一，同时我国功能性护肤品行业快速发展，因此 HA 有望分得大量“美丽产业”的发展红利。此外 HA 在骨科、眼科医学与食品领域的应用仍有广阔空间。
- **原料端塑造坚实壁垒，产品端打开增长空间：**目前公司已完成 HA 全产业链覆盖，2019 年公司原料营收占比为 40.4%，护肤品、医疗终端分别达 33.6%、25.9%，其中终端产品营收占比有望进一步提升，推动公司收入结构进一步均衡化。

1) **原料端：**HA 原料市场供应商已由分散走向集中，公司市场份额远超同行，同时公司 HA 原料生产收率高、质量好、品种多，规模+技术的双重领先铸就了公司 HA 原料生产的坚实壁垒。

2) **终端产品：**强大的原料生产能力为公司带来了成本、质量控制和供应链安全等多方面优势，使得公司跨界在高速成长的医美、化妆品赛道中站稳脚跟，并成功承接住了“美丽产业”正规化、强功效化、国潮化的发展机遇。

3) **挖掘新赛道：**从中长期看，公司继续探索 HA 及其他生物活性物质的应用，围绕“美丽”、“健康”概念，再造新增长点。其中口服 HA 政策限制已被解除，HA 添加食品与食品级 HA 原料业务值得关注。

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,886	2,632	3,595	4,572	5,623
YoY(%)	49.3	39.6	36.6	27.2	23.0
净利润(百万元)	586	647	797	959	1,134
YoY(%)	38.2	10.5	23.2	20.2	18.3
毛利率(%)	79.7	78.8	77.5	75.7	74.4
净利率(%)	31.1	24.6	22.2	21.0	20.1
ROE(%)	12.8	12.9	14.2	15.1	15.8
EPS(摊薄/元)	1.22	1.35	1.66	2.00	2.36
P/E(倍)	121.2	109.7	89.0	74.0	62.6
P/B(倍)	15.6	14.1	12.6	11.2	9.9

- **HA 闭环成长快，首次覆盖给予“推荐”**：我们预计公司 2021-2023 年营收将达 35.95、45.72、56.23 亿元，分别同比+36.6%、27.2%、23.0%；归母净利 7.97、9.59、11.34 亿元，分别同比+23.2%、20.2%、18.3%，对应 EPS 1.66、2.00、2.36 元、PE 89、74、63 倍。我们认为，华熙生物的核心优势在于透明质酸全产业链的布局：公司有望继续牢牢掌握 B 端制高点，并向下抢占高速成长各终端赛道，持续扩大的终端应用范围与规模也将反哺原料业务。公司在 HA 产业的完整闭环有望推动其业绩维持高速增长，我们首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示**：1) HA 生产技术迭代的风险：公司全产业链的竞争优势的核心为 HA 生产技术上的壁垒，但若有新旧玩家带来 HA 生产技术的变革，或动摇公司竞争优势。2) 医美行业竞争加剧的风险：医美行业利润率较高，虽具备一定的牌照壁垒，但目前国内外企业正在积极申请各医美产品的准入牌照，或将加剧内竞争。3) 护肤品行业竞争加剧的风险：化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。4) 新项目孵化的风险：公司积极探索 HA 食品应用、HA 外其他生物物质的各项终端应用，但这些新应用在国内仍处于起步阶段，或存在市场推广不如预期、研发回报较低的风险。

正文目录

一、 HA 行业龙头企业，技术+资本推动成长	6
1.1 全球领先的透明质酸产业龙头，技术+资本的强强联合	6
1.2 公司营收、净利均快速增长，股权激励计划绑定核心人员	7
二、 HA 应用范围广泛，原料、终端领域均迅速发展	8
2.1 HA 应用范围广泛，原料销售增长迅猛	8
2.2 医用终端市场看医美，需求仍在快速增长	10
2.3 医用外终端市场广阔，护肤品、食品等应用加速发展	11
三、 原料端塑造坚实壁垒，产品端打开增长空间	13
3.1 从原料端到终端成品，公司围绕 HA 形成完整、均衡布局	13
3.2 规模+技术全球领先，原料生产形成坚实壁垒	14
3.3 医美+护肤双管齐下，推动成品业务快速发展	16
3.4 持续挖掘新赛道，食品添加空间广阔	21
四、 投资建议：HA 闭环成长快，首次覆盖给予“推荐”	22
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1	华熙生物发展历程.....	6
图表 2	公司核心研发团队.....	7
图表 3	公司十大股东列表（2020 年三季度）.....	7
图表 4	公司营收及同比增速.....	7
图表 5	公司归母净利润及同比增速.....	7
图表 6	公司股权激励计划目标.....	8
图表 7	HA 在人体中的分布.....	8
图表 8	HA 的主要应用领域.....	8
图表 9	HA 具体应用领域综述.....	9
图表 10	HA 原料销售全球市场规模（吨）.....	10
图表 11	各级别 HA 原料销量年复合增速.....	10
图表 12	华熙全球 HA 原料销量排名第一（2018）.....	10
图表 13	中国医美市场规模保持高速增长.....	11
图表 14	国内各年龄消费者医美需求 Top3（2018）.....	11
图表 15	中国医美用户注射针剂使用情况.....	11
图表 16	中国护肤品市场规模加速增长.....	12
图表 17	国内部分知名功能性护肤品品牌.....	12
图表 18	透明质酸在化妆品领域的应用被广泛认同.....	12
图表 19	华熙生物的主要产品/品牌体系.....	13
图表 20	公司各产品线营收增速.....	14
图表 21	2019 年公司收入构成.....	14
图表 22	公司各年 HA 原料销售（亿元）及产能（吨）.....	14
图表 23	公司 HA 原料生产收率（g/L）.....	15
图表 24	公司 HA 原料主要质量参数与欧、日、中官方要求对比.....	15
图表 25	公司 HA 原料制作流程图.....	16
图表 26	正规与非法医美市场对比（2019 年）.....	17
图表 27	2019 年医美行业针剂合法比例.....	17
图表 28	获得 CFDA 注册的注射用 HA 产品.....	17
图表 29	中国医美玻尿酸（HA）产品市场格局（2018）.....	18
图表 30	公司交联技术示意图.....	18
图表 31	公司医美产品线.....	18
图表 32	公司护肤品营收及同比增速.....	19
图表 33	2019 年上市化妆品企业毛利率（%）.....	19
图表 34	5D 玻尿酸及对应功效.....	20
图表 35	次抛产品无菌、防腐剂和化学添加.....	20
图表 36	2020 年公司护肤品线上业务占比或达 70%.....	20

图表 37	故宫口红具备美感与话题度	20
图表 38	公司研发费用及同比增速	21
图表 39	公司研发费用率大幅提升	21
图表 40	1H20 公司在研项目分类及数量	22
图表 41	1H20 公司在研项目所处阶段分类及数量	22
图表 42	日本市面上部分添加 HA 的普通食品	22
图表 43	黑零品牌计划推出的部分普通食品	22
图表 44	公司各业务线营收预测（百万元）	23
图表 45	可比公司比较	23

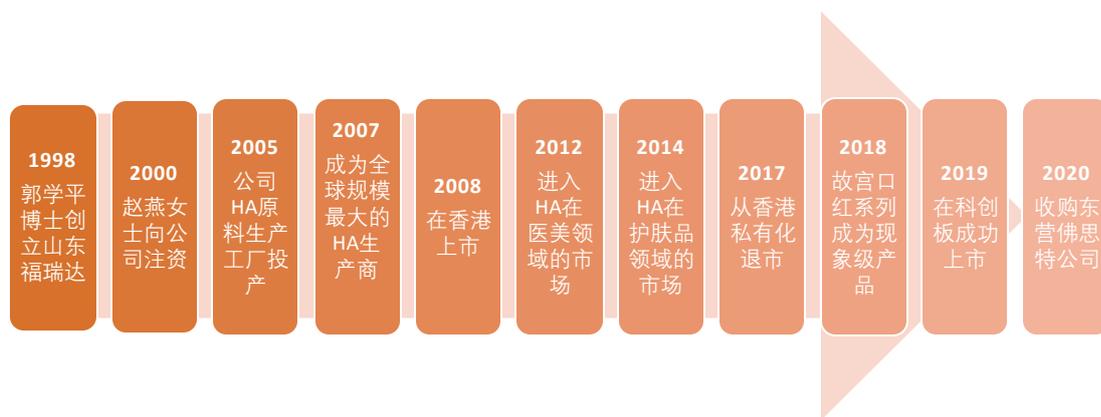
一、HA 行业龙头企业，技术+资本推动成长

1.1 全球领先的透明质酸产业龙头，技术+资本的强强联合

华熙生物是全球领先的、以透明质酸微（hyaluronic acid，简称 HA，又名玻尿酸、玻尿酸）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。公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，开发有助于人类生命健康的生物活性材料，建立了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，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。

20 年间，公司完成从 HA 原料端到终端应用的全方位布局。华熙生物对透明质酸（HA）产业的探索起于上个世纪九十年代，公司现首席科学家郭学平博士研发出基于微生物发酵法的 HA 生产技术，并于 1998 年创立了华熙生物公司的前身——山东福瑞达，但当时公司未能盈利。2000 年赵燕女士受邀对公司进行注资与重塑，并于 2003 年再次给公司出资建厂。2005 年工厂投产后，公司很快成为在透明质酸原料端全球最大的研发生产企业。在 HA 原料端站稳脚跟后，公司于 2008 年成功在香港上市，并加码投入 HA 的终端应用研发。公司成功在 2012、2014 年分别切入医疗终端和功能性护肤品领域，并打造出以“润百颜”品牌为代表的 HA 终端应用产品线，形成了新的增长点。

图表1 华熙生物发展历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

技术+资本的强强联合，公司实现大跨步式的发展。公司于 2017 年从香港私有化退市后，董事长赵燕总亲自担任公司 CEO，并推动公司在 2019 年重新登陆科创板。目前，公司第一大股东、董事长、CEO 仍为赵燕女士，而郭学平博士仍为公司董事、首席科学家。除首席技术官李慧良于 2018 年加盟外，其余核心研发团队成员大多于 2002-2006 年间已开始在公司任职。因此，董事长和核心研发团队共同引领了公司 20 年的发展，凭借领先的投资眼光与技术的强强联合，促使公司市值从 1998 年的 800 万元快速发展到当前的数百亿元（2021 年 3 月初）。围绕着“健康、美丽、快乐”的概念，公司聚焦功能糖和氨基酸两大类生物活性物质，在原料端与应用终端继续推陈出新，有望加速成长为生物活性物质领域的综合型龙头企业。

图表2 公司核心研发团队

团队成员	擅长领域/主要成就
郭学平 (首席科学家)	发明 HA 发酵法
刘爱华 (公司副总经理)	HA 原料、终端应用研发
栾贻宏 (公司副总经理)	HA 发酵工艺创新
李慧良 (首席技术官)	化妆品研发 (曾主持研发六神、佰草集等品牌)
石艳丽 (原料研发总监)	HA 生产工艺的开发
刘建建 (药械研发总监)	HA 医疗器械研发
黄思玲 (研发中心总监)	研发项目注册申报

资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

图表3 公司十大股东列表 (2020年三季报)

股东名称	股本比例
华熙昕宇投资有限公司	59.1%
国寿成达(上海)健康产业股权投资中心	7.2%
宁夏赢瑞物源股权投资合伙企业	6.9%
Fortune Ace Investment Limited	1.6%
中金佳泰贰期(天津)股权投资基金合伙企业	1.5%
天津华杰海河医疗投资合伙企业	1.4%
艾睿思(天津)医疗投资合伙企业	1.3%
中国民生信托有限公司	1.2%
WEST SUPREME LIMITED	1.2%
JPMORGAN CHASE BANK	1.1%

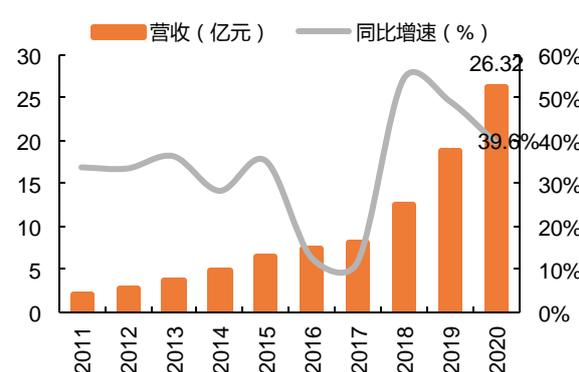
注: 公司于2021年2月24日公告, 第三大股东宁夏赢瑞物源完成股份减持, 持股比例已降至5.1%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.2 公司营收、净利均快速增长, 股权激励计划绑定核心人员

近十年公司营收、净利 CAGR 均达 20%以上。近年来, 透明质酸在医药、医美、化妆品、食品等领域的应用场景越来越广, 终端受众不断增加, 致使透明质酸在原料端与终端应用的景气度均持续提升, 推动公司业绩持续向好。2011-2020 年, 公司营收 CAGR 达 29.0%, 同期归母净利 CAGR 达 24.4% (公司早年财务数据取自于港股上市期间的财报)。2020 年, 因受全球疫情影响, 原料业务收入较上年同期略有下降, 但公司加大终端产品市场开发力度、丰富销售渠道, 功能性护肤品销售收入较上年同期大幅增长, 医疗终端产品销售收入在疫情影响下仍实现小幅增长。公司业绩快报显示: 2020 年实现营业收入 26.32 亿元, 同比+39.61%; 实现归母净利润 6.47 亿元, 同比+10.5%; 实现扣非归母净利润 5.7 亿元, 同比+0.47%。

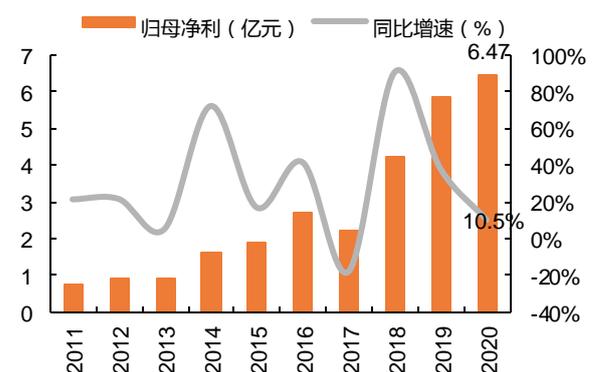
图表4 公司营收及同比增速



注: 公司 11-16 年的财务数据取自于港股上市期间的财报

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 公司归母净利及同比增速



注: 公司 11-16 年的财务数据取自于港股上市期间的财报

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

股权激励计划难度适中, 有望加强核心人员绑定。为了吸引和留住优秀人才, 充分调动公司员工的积极性, 公司于 2021 年初制定股权激励计划, 涉及包括董事长在内的 206 名激励对象 (占公司员工总数的 9.6%)。本激励计划拟向激励对象授予 480 万股限制性股票 (占公告时总股本的 1%), 股

权授予价格为 78 元/股。股权激励设定了 2021-2024 年营收与归母净利润目标（详见下表），每期设定目标值（解锁 100% 股权）与触发值（解锁实际达成值/同年目标值的股权），若达成目标，将分四期各解锁 30%、30%、20%、20% 的股权。我们认为，公司股权激励包含实控人、高管、核心技术人员、骨干，覆盖面较广、人员数量较多，并且考核时间较长、目标难度适中，有利于凝聚人心、加强对核心人员的绑定，推动公司中长期内继续快速成长。

图表6 公司股权激励计划目标

年份	营收目标（亿元）				归母净利润目标（亿元）			
	目标值（完全解锁）	完全解锁所需同比增长率	触发值（触发解锁）	触发解锁所需同比增长率	目标值（完全解锁）	完全解锁所需同比增长率	触发值（触发解锁）	触发解锁所需同比增长率
2021	30.17	14.6%	27.91	6.0%	7.03	8.7%	6.79	4.9%
2022	35.83	18.8%	32.43	16.2%	7.91	12.5%	7.50	10.3%
2023	41.48	15.8%	36.96	14.0%	8.78	11.1%	8.20	9.4%
2024	47.14	13.6%	41.48	12.2%	9.66	10.0%	8.90	8.6%

注：每批次计划归属比例选取营收和净利目标达成度的孰高值

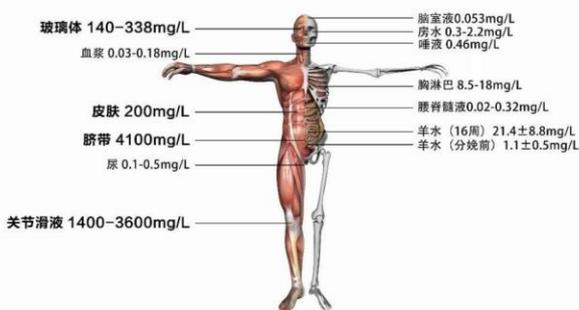
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、HA 应用范围广泛，原料、终端领域均迅速发展

2.1 HA 应用范围广泛，原料销售增长迅猛

HA 是人体内不可替代的天然物质，应用领域十分广泛。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，人体内主要分布在眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，发挥重要生理功能。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。如果把 20 岁时人体内的透明质酸相对含量定为 100%，则 30、50、60 岁时分别下降为 65%、45%、25%，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。

图表7 HA 在人体中的分布



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表8 HA 的主要应用领域



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

由于具备独特的黏弹性和优良的保水性、组织相容性和非免疫原性，因此透明质酸（HA）在临床和日常生活中，主要有三大应用成品领域：**医药和临床诊治、化妆品、食品**。具体应用领域如下：

W

图表9 HA 具体应用领域综述

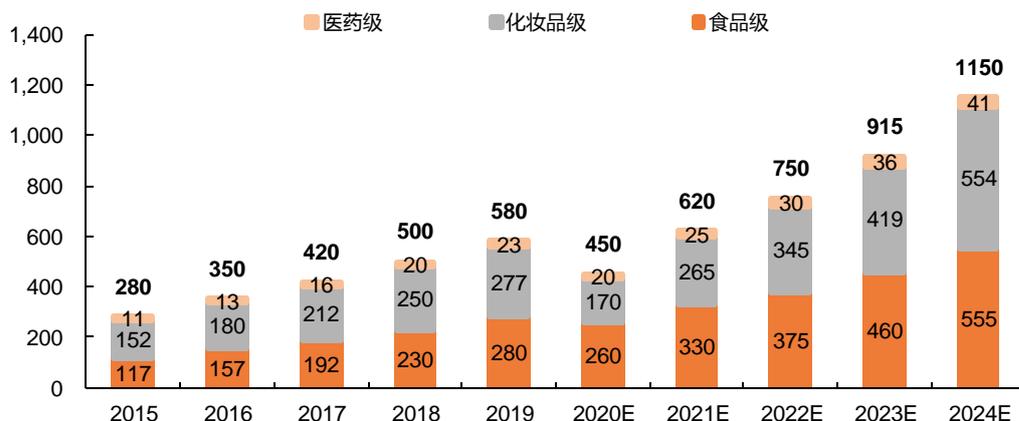
应用领域	HA 应用性质	具体应用领域
医药和临床 诊治（包含医 美领域的应 用）	黏弹性手术	眼科手术、关节内窥镜手术、耳鼻喉科手术和内窥镜下黏膜切除术等
	黏弹性补充疗法	骨关节炎的治疗
	黏弹性填充	填充并扩张皮肤、括约肌、声带和咽部结缔组织等
	黏弹性阻隔	防止术后粘连的发生，减少疤痕的形成
	黏弹性防护	保护眼表、口腔、皮肤创伤等表面，使其免受脱水和有害物质的损伤，并促进表面创伤的愈合
	药物载体	作为肠道及非肠道给药的药物载体
	其他潜在应用	降低辐射损伤、骨骼修复再生、再生医学、组织工程材料等
化妆品	保水性	HA 理论保水值高达 500 ml/g 以上。与其他保湿剂相比，HA 在低相对湿度（33%）下的吸湿量高，在高相对湿度（75%）下吸湿量低，适应了皮肤在不同季节、不同湿度环境下的保湿要求，被称为理想的智能保湿剂
	皮肤屏障	减少紫外线透射，并通过促进表皮细胞增殖分化和清除氧自由基，修护紫外线所致的皮肤损伤，达到双重保护
食品	保健食品	补水、改善关节功能和骨质疏松、修复胃黏膜损伤、促进创伤愈合、改善心血管系统、改善软骨病症状、提高人体免疫力、促血管生成等

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

HA 原料销售规模增长迅猛，其中化妆品级有望加速增长。根据 Frost & Sullivan，HA 原料的全球销量从 2015 年的 280 吨快速上升至 2019 年的 580 吨，年复合增速达 20.0%；预计 2024 年 HA 原料总销量有望达到 1150 吨，20-24 年复合增速提升至 26.4%。依据透明质酸的三大应用领域可将 HA 原料分为医药级、化妆品级、食品级三种级别，其中化妆品级别的原料销量有望加速增长，年复合增速有望从 15-19 年的 16.1% 大幅提升至 20-24 年的 34.4%。

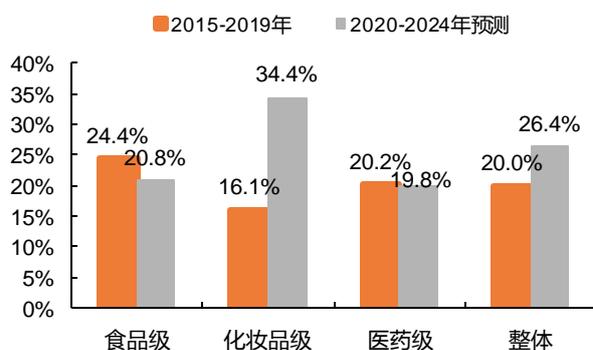
华熙生物是世界第一大 HA 原料生产商，收购东营佛思特进一步巩固龙头地位。根据 Frost & Sullivan，华熙生物已成为世界第一大 HA 原料生产商，2018 年全球市占率高达 36%。2020 年 6 月 5 日，公司公告收购东辰生物旗下生物医药板块业务（东营佛思特公司）。东营佛思特公司主营透明质酸原料的生产和销售，具有国内领先水平的生产装置，并以食品级为主，化妆品级为辅，目前透明质酸年产能 100 吨。华熙将对东营佛斯特公司进行技术改造，完成后产能有望再度增加数十吨，有望进一步巩固公司在原料生产端的龙头地位。

图表10 HA 原料销售全球市场规模 (吨)



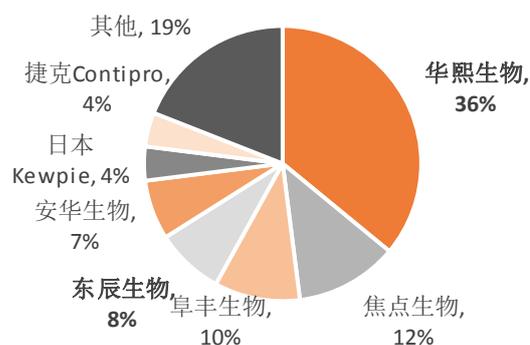
资料来源: 公司公告, Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表11 各级别 HA 原料销量年复合增速



资料来源: 公司公告, Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表12 华熙全球 HA 原料销量排名第一 (2018)

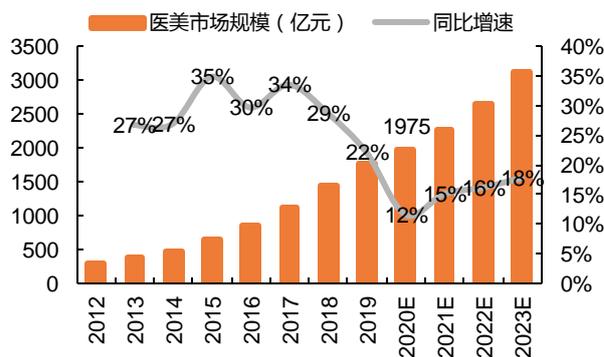


资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

2.2 医用终端市场看医美, 需求仍在快速增长

玻尿酸 (HA) 注射是医美行业的重要支柱, 市场规模预计维持高速增长。中国医疗美容行业高速发展, 根据艾瑞咨询数据, 2012-2018 年间行业复合增长率曾近 30%。当前中国医美用户数已超 1300 万人, (销售终端) 市场规模预计在 2023 年达到 3000 亿元。其中, 非手术类项目占比超过 60%, 凭借操作简单、恢复时间快、价格和风险相对较低的优点, 有更高的市场接受度和复购率。而透明质酸 (玻尿酸) 填充注射则是最重要的项目之一, 在各年龄层次需求度均数一数二, 使用范围广泛。艾瑞咨询 2020 年 3 月调查显示, 60% 受访医美用户曾注射玻尿酸, 在各注射针剂产品中的比例最高。因此, 伴随着医美行业的高速增长, 我们认为医美 HA 的市场规模也有望延续快速成长。

图表13 中国医美市场规模保持高速增长



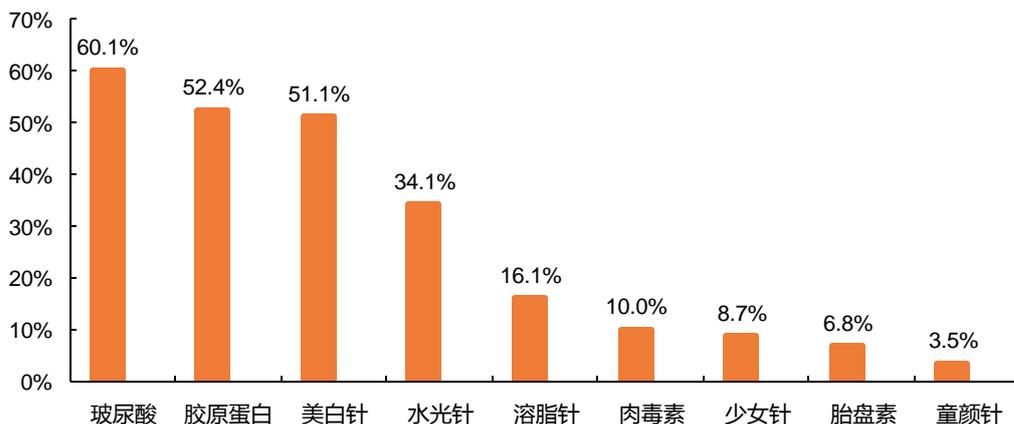
资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

图表14 国内各年龄消费者医美需求 Top3 (2018)

	70后	80后	90后	00后
1	玻尿酸填充	玻尿酸填充	面部脂肪填充	肉毒素瘦脸
2	面部提升	面部脂肪填充	玻尿酸填充	玻尿酸填充
3	肉毒素瘦脸	肉毒素瘦脸	肉毒素瘦脸	鼻综合整形

资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

图表15 中国医美用户注射针剂使用情况



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

HA的医用终端领域还包括骨科、眼科等。在医用骨科领域，透明质酸（玻璃酸钠）注射液作为关节补充滑液，可保护病损软骨，且具备良好的生物相容性，不良反应较少。在眼科领域，以高纯度透明质酸钠制作的黏弹剂作为手术垫主要应用于白内障手术，起到临时支撑手术空间的作用；此外，作为干眼症治疗一线用药，人工泪液是透明质酸的另一高潜力应用市场。白内障是全球首位的致盲性眼病，而我国30-40岁人群干眼症患病率超过20%，并随年龄增长呈上升趋势。根据Frost Sullivan，2018年我国HA骨科、眼科终端成品市场规模合计约30亿元，随相关治疗需求的增加而增长。

2.3 医用外终端市场广阔，护肤品、食品等应用加速发展

功能性护肤品行业快速发展，HA护肤有望分得大量红利。化妆品是近年来少数加速成长的消费行业之一，行业影响力、受众加速扩大，其中护肤品市场2019年规模达2444亿元，同比增速提升至14.7%。在经济发展、消费升级的推动下，我国化妆品的人均消费水平也有望继续向国际高水平靠拢、行业规模增速继续维持10%以上的高位。在众多细分护肤需求中，近年来消费者愈发重视产品效果，追求通过特定成分针对性地解决肌肤问题，具有从成分、功效等辨别产品的能力，具有核心成分、功效明确的功能性护肤品有望以高于护肤品行业的整体增速发展。其中，透明质酸（即玻尿酸

酸)在护肤领域的应用范围、效果被广泛认同,产品数、传播热度均位列前茅,有望在行业快速发展中获得大量红利。

图表16 中国护肤品市场规模加速增长



资料来源: Euromonitor, 平安证券研究所

图表17 国内部分知名功能性护肤品品牌

品牌名	所属公司	品牌主打概念
润百颜	华熙生物	玻尿酸护肤
修丽可	欧莱雅	专业皮肤抗氧化
理肤泉	欧莱雅	温泉水舒缓敏感肌
薇姿	欧莱雅	专业敏感肌护肤
雅漾	皮尔法伯	敏感肌护理专家
薇诺娜	贝泰妮	植物成分敏感护理
玉泽	上海家化	皮肤屏障修护专家
米蓓尔	华熙生物	敏感肌护理

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

图表18 透明质酸在化妆品领域的应用被广泛认同

成分	十大热门化妆品成分			
	备案产品数(条)	天猫商品(件)	抖音视频(个数)	小红书笔记(万篇)
玻尿酸(透明质酸)	10000+	90000+	8000+	50+
氨基酸	10000+	10000+	10000+	50+
烟酰胺	10000+	9000+	7000+	35+
多肽	10000+	3000+	1000+	9+
富勒烯	8000+	1000+	3000+	3+
寡肽	8000+	2000+	1000+	4+
神经酰胺	4000+	1000+	500+	13+
积雪草	3000+	10000+	800+	15+
虾青素	2000+	400+	2000+	8+
熊果苷	2000+	600+	600+	6+

资料来源: 品观, 平安证券研究所

注: 统计时间截止2020年9月

国家批准 HA 可用于普通食品, HA 添加食品市场有望加速发展。在食品领域,部分国家食品级 HA 已广泛应用于各种食品及饮料,如欧美部分国家已有多款含 HA 的保健食品上市,日本、韩国和中国台湾也已有大量含 HA 的普通食品上市。2021年1月8日,华熙公告称国家卫健委已批准透明质酸为新食品原料,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。本次批文再次扩大了 HA 在终端成品领域的使用空间。由于海外 HA 添加食品已有成熟的应用,在华熙和下游食品饮料厂商的共同培育下,HA 添加食品市场有望加速发展。

三、原料端塑造坚实壁垒，产品端打开增长空间

3.1 从原料端到终端成品，公司围绕 HA 形成完整、均衡布局

自上而下，华熙已在 HA 产业链形成完整布局。华熙生物由 HA 原料的研发与生产起步，现已完成在医药和临床诊治、化妆品、食品三大应用领域原料生产的布局。此外，公司已打通 HA 的终端成品市场，在医疗器械（医美、骨科、眼科等）和化妆品领域颇有建树，并积极往食品等 HA 应用的新兴领域进行扩展。

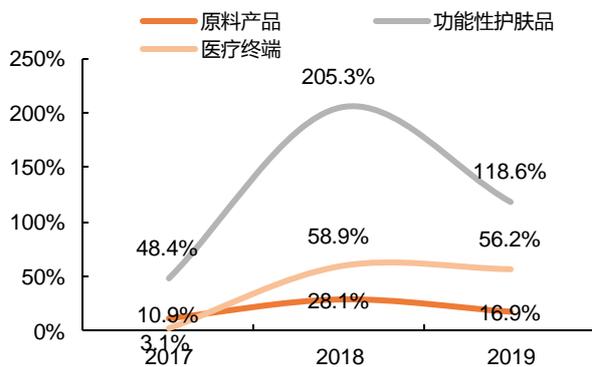
图表 19 华熙生物的主要产品/品牌体系

原料生产	产品名称	产品应用
HA 医用原料	Hyature 玻璃酸钠	眼科、骨科、伤口愈合药物
	Hybloom 透明质酸钠	护肤、发用、彩妆、清洁等产品
HA 个护、化妆品用原料	纳诺 HA	抗氧化抗衰老护肤产品
	Hyacolor 油分散透明质酸钠	彩妆产品
	cationHA 高亲和性透明质酸钠	洗护产品
	Hymagic-AcHA 乙酰化透明质酸钠	保湿修复护肤产品
	Hyacross 透明质酸弹性体	抵御紫外线、保湿护肤产品
	熙敏修超活透明质酸	抑制炎症护肤产品
HA 食品用原料	HAPLEX 透明质酸钠	添加于多种保健/普通食品
其他原料	其他生物活性物质（氨基丁酸等）	添加于多种洗护用品、保健食品
终端成品	品牌名称	品牌定位
医疗器械	海力达	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎
	海视健	眼科手术辅助用医疗器械
	润百颜	适用于面部真皮组织中层至深层注射，以及纠正中重度鼻唇部皱纹
	润致	
功能性护肤品	润百颜	主打 HA 元素的核心战略品牌
	夸迪	专攻肌底液：各种皮肤透皮吸收问题
	BM 肌活	冻龄抗初老的贵妇级护肤品牌
	米蓓尔	解决敏感肌肤的护肤问题
新兴领域	食品、母婴护理、宠物护理、头皮护理等领域含 HA 元素的产品	

资料来源：招股说明书，公司公告，平安证券研究所

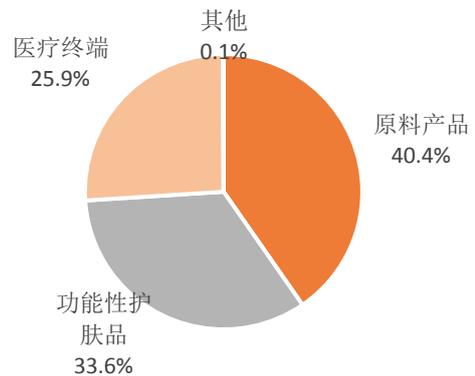
终端成品业务发展迅速，收入结构更为均衡。近年来，公司终端成品业务快速成长，2018、2019 年护肤品营收同比增速分别达到 205.3%、118.6%，同期医疗终端业务同比增速也达 50% 以上。至 2019 年，公司原料产品营收占比下降至 40.4%，较 2016 年降低约 24 个百分点，功能性护肤品、医疗终端营收占比分别达 33.6%、25.9%，并有望进一步提升。公司对原料业务的依赖逐步减轻，收入结构进一步均衡化。

图表20 公司各产品线营收增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 2019年公司收入构成



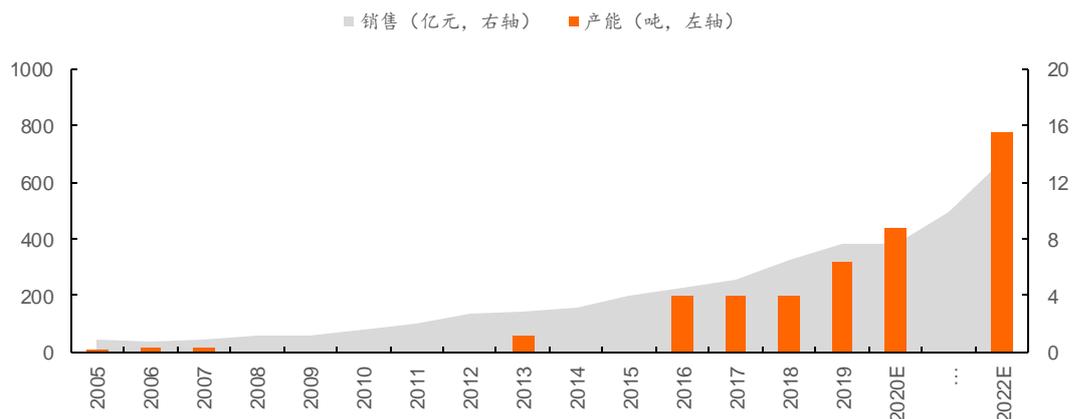
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 规模+技术全球领先，原料生产形成坚实壁垒

HA 原料市场约 580 亿元（2019 年）规模，供应商已由分散走向集中。公司是全球 HA 原料重要供应商，市场份额远超同行，龙头地位明显。同时，公司 HA 生产技术与工艺也具有领先优势。**规模+技术的双重领先铸就了公司 HA 原料生产的坚实壁垒。**

规模：HA 的商业化生产主要通过微生物发酵进行，自动化程度较高，具有明显的规模效应。公司过往十余年中持续扩大生产规模，年产能从 2005 年不足 12 吨提升到了 2020 年的 440 吨左右（含东营福斯特约 100 吨+），销售体量也同步放大。根据披露的 IPO 募投项目，公司在天津新建厂区，其中包含了 300 吨 HA 原料产能，计划在 2021 年-2022 年启用并达产。此外，东营福斯特也有部分产能即将落地。

图表22 公司各年 HA 原料销售（亿元）及产能（吨）



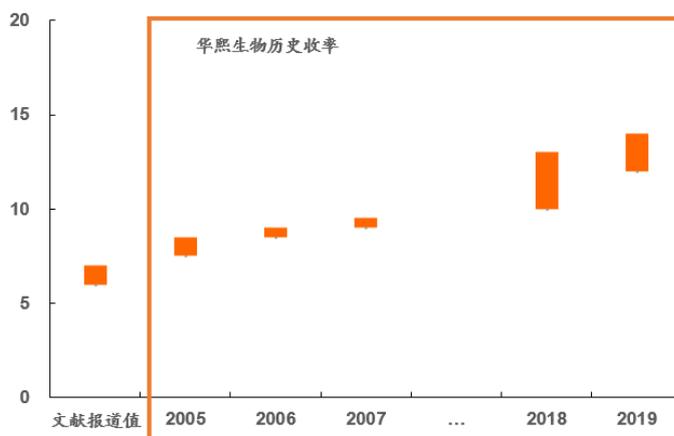
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 平安证券研究所

根据 Frost & Sullivan 的数据，未来 3 年整体 HA 原料市场将继续保持 20%-30% 左右增长，而公司后续 HA 产能扩张速度在 30% 以上，我们预计公司原料生产的规模效应将进一步显现，市占率也将进一步提高。**生产、销售规模上的领先为公司带来了更低的成本和更高的市场知名度，形成了规模壁垒。**

技术：作为国内最早打通微生物发酵法生产 HA 原料路线的科学家之一，华熙生物首席科学家郭学平博士及其技术团队在 HA 原料生产方面有非常丰富的经验，并在全球首次实现了酶切法大规模生产 HA。华熙生物的技术团队在持续的创新与改进中积累了大量独特的工艺，使得公司的 HA 原料生产收率高、质量好、品种多，形成了技术与产品壁垒。

- **从收率角度看**，华熙生物的 HA 原料拥有很高的收率，且仍在逐年提升。现有公开文献报道的 HA 原料生产收率为 6-7g/L，而华熙生物 2005 年时已做到了 7.5-8.5g/L 的收率，到 2019 年时这一数值更是提高到了 12.0-14.0g/L。目前郭博士所带领的团队仍在通过菌种优化、培养基优化、发酵条件优化等方式探索从根本上继续提高生产收率的方法。

图表 23 公司 HA 原料生产收率 (g/L)



资料来源：公司公告，招股说明书，平安证券研究所

- **从质量看**，公司 HA 原料主要质量参数高于欧洲药典、日本药典和中国质量标准，原料产品在全球主要市场注册数量在业内排名靠前，产品已实际出口至美国、欧盟日本等 40 余个国家和地区。

图表 24 公司 HA 原料主要质量参数与欧、日、中官方要求对比

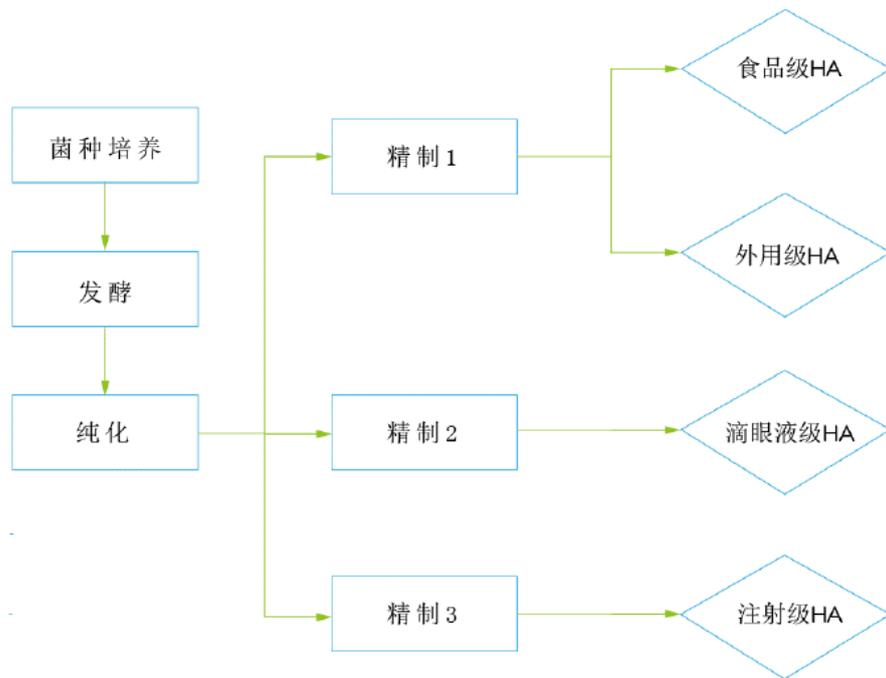
项目	欧洲药典	日本药典	国家药品标准 (2011)	产品实测值
蛋白质	≤0.3%	≤0.05%	-	未检出
核酸	≤0.5	≤0.02	≤0.3	0.01
内毒素	<0.05 IU/mg (眼内、关节内制剂)	-	<0.05 EU/mg (骨科注射用)	0.0025 EU/mg

注：1 IU/mg = 1 EU/mg

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

- **从品种看**，华熙生物的酶切技术、分子量精准控制技术为构建丰富且差异化的产品打下基础。不同分子量的 HA 拥有不同理化性质，商业化应用方向也有差异，例如高分子量的 HA 黏弹性、内聚性和成膜性好，适用于制造眼科黏弹剂等产品，而寡聚 HA 具有高吸收性，在损伤修复等医学场景和化妆品领域有较好应用。业内商业化提供的 HA 大多分子量在 500-2000kDa，而华熙可供应分子量在 2-4000kDa 之间的产品，且单产品分子量均一性也好于一般产品。目前，公司 HA 原料涉足医药级、外用级和食品级三大品类，总计近 200 个规格。

图表25 公司 HA 原料制作流程图



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

华熙生物 HA 原料在规模和技术上的领先使其处于竞争优势地位。在马太效应非常明显的原料端，华熙取得明显优势后，欧美日等发达国家的相关企业把核心精力投向终端产品领域，并逐步退出原料生产，这也进一步提高了华熙在业内的市占率和话语权。2019年，日本资生堂宣布未来3年内退出医药级 HA 业务，公司有望抓住此次机遇，强化自身在高标准、严要求的医药级产品领域的行业地位。

因此，在终端产品方面，强大的原料生产能力为公司带来了成本、质量控制和供应链安全等多方面优势，即使行业竞争加剧，公司也能不受制于他人继续发展。

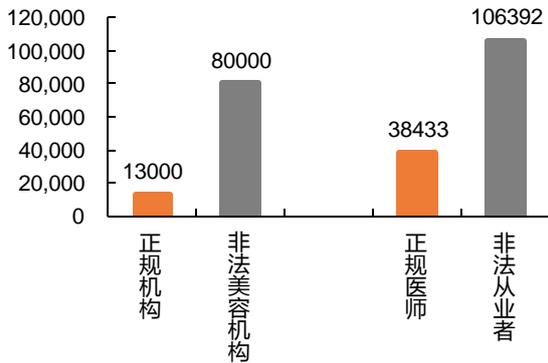
3.3 医美+护肤双管齐下，推动成品业务快速发展

公司含 HA 成分的终端成品包含医疗终端产品（医美产品、眼科黏弹剂、骨关节腔注射针剂等）和功能性护肤品。其中医美、护肤品等用于改善皮肤系列的产品地位最为重要，调研显示医美产品营收约占医疗终端产品业务的 80%，因此医美+护肤系列产品合计约占总营收的 54%、占终端成品营收的 91%（2019年数据），是该业务最核心的部分。

1. 医美产品：先进交联技术打造合规产品体系

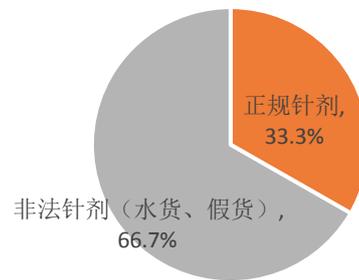
公司医美产品合规可信，持续受益于行业规范化趋势。近年来医美消费需求旺盛，行业发展速度快，但行业内产品与服务价格不透明、买卖双方信息不对称，存在庞大的非正规市场。根据艾瑞咨询，2019年非法医美机构数量超80万家，是正规机构数量的六倍有余；非法从业者数量超10万人，是正规医师数量的近三倍；非法针剂（水货、假货）数量是正规针剂的两倍。然而随着居民收入的持续提高、消费者对医美行业的认知加深，正规产品与服务的市场份额有望持续提升。根据新氧平台的研究报告显示，2018年正规医美市场同比增速达46.4%，较黑市增速高约22个百分点。而华熙生物旗下的医美产品，则是市面上为数不多拥有三类医疗器械牌照的正规产品，正规医美机构与消费者认同度较高，有望继续乘行业东风而上。

图表26 正规与非法医美市场对比 (2019年)



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

图表27 2019年医美行业针剂合法比例



资料来源: 艾瑞咨询, 平安证券研究所

图表28 获得CFDA注册的注射用HA产品

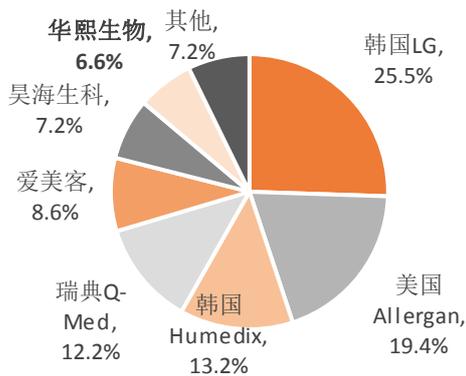
海外公司	对应品牌	零售价格 (元)	国内公司	对应品牌	零售价格 (元)
美国 Allergan	乔雅登	5000-13000	华熙生物	润百颜	480-4000
瑞典 Q-Med	瑞蓝	2000-4000	爱美客	嗨体、逸美等	700-3000
韩国 Humedix	艾莉薇	3500-6800	昊海生科	海薇、娇兰	500-4000
澳洲 Croma	公主	-	北京蒙博润	舒颜	-
韩国 LG	伊婉	650-3800	杭州协和	欣菲聆	-
韩国 Genoss	莫娜丽莎	-	山东凯乐普	玻菲	-
中国台湾和康生物	肤美登、芙媥亮	-	常州药物研究所	碧萃诗	-
-	-	-	北京瑞莱思	-	-

注: 零售价格取自新氧等平台标价 (多为折扣后价格)

资料来源: 国家药监局, 昊海生科招股书, 平安证券研究所

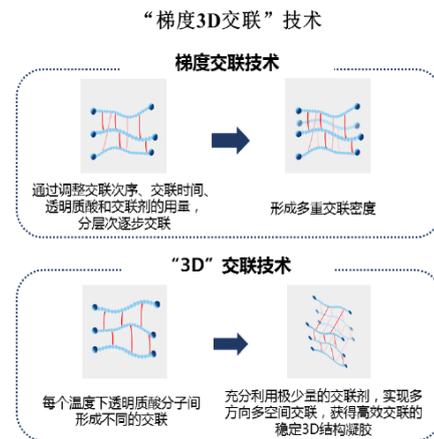
交联技术、高无菌水平提高产品安全性。根据 Frost Sullivan, 国内透明质酸注射市场仍由海外企业所主导, 但爱美客、昊海生科、华熙生物等国货品牌也占据一定的市场份额。在与其他正规产品的对比上, 我们认为公司在交联技术与无菌水平上拥有优势。公司采用“梯度 3D 交联”技术, 实现了不同交联剂交联度和粒径的精准控制, 利用极少量的交联剂获得质地致密, 具有不同黏弹性、内聚性、机械强度、体外酶解性和体内代谢速度的交联凝胶, 降低了公司医美产品的致敏性。此外, 公司拥有 HA 注射剂的终端湿热灭菌技术, 使产品的无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一, 进一步提高了产品的安全性。

图表29 中国医美玻尿酸(HA)产品市场格局(2018)



资料来源: Frost Sullivan, 平安证券研究所

图表30 公司交联技术示意图



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

合规产品体系完整, 有望持续满足市场新需求。公司第一款医美产品在 2012 年已获得 CFDA 批准上市, 是国内首家获得批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂, 打破了国外品牌对国内市场的垄断。但随后多年间, 公司对医美领域的重视度不高, 市场开拓速度较慢。2018 年以来, 公司开始重视终端消费品牌的打造, 积极研发与申报医美新品, 并加大品牌营销投入、设立华熙学院提供产品使用培训、危机应急处理等。2018 年公司推出医美新系列“润致”, 新增含麻、单相和水光针产品, 2020 年新品润致娃娃针(水光针)也成功拿到三类医疗器械牌照。此外, 润百颜系列于 2019 年推出新品, 实现品牌升级。至此, 公司 HA 医美产品已完成全消费频次、功能的覆盖, 也形成了入门级+专业级的合规产品体系。展望未来, 在国际先进的交联技术支撑下, 公司有望持续完善医美产品线、满足日益增长的医美消费需求, 进一步将行业发展红利转化为公司成长动能。

图表31 公司医美产品线

	上市年份	产品性质	主要功效	效果持续时间	价格(元/次)
润百颜白紫	2014	中分子双相 HA	填充皱纹	3-6 个月	500-1000
润百颜黑金	2014	大分子双相 HA	轮廓雕塑	6-12 个月	480-2800
润百颜星耀	2019	中分子双相 HA	填充皱纹	3-6 个月	600-1500
润百颜月盈	2019	大分子双相 HA	轮廓雕塑	6-12 个月	1200-3000
润致玻尿酸	2018	大分子双相 HA	轮廓雕塑	8-12 个月	2500-4000
润致水光	2018	纳诺 HA	皮肤保护	1-3 个月	1500-2000
润致动能素	2018	HymagicTM-4D HA	活化细胞	1-3 个月	1500-2000
润致臻活	2019	非交联 HA	养肤美白	1-3 个月	1980-2500
润致 Natural	2019	单相 HA	轮廓雕塑	8-12 个月	2500-4000
润致娃娃针	2020	水光针	补水保湿抗衰	1-3 个月	2000-4000

注: 润百颜系列为注射用透明质酸钠; 润致系列为含麻注射用透明质酸钠(利多卡因)

资料来源: 新氧百科, 平安证券研究所

2. 功能性护肤品：优质产品+营销驱动，是公司高速成长的核心保障

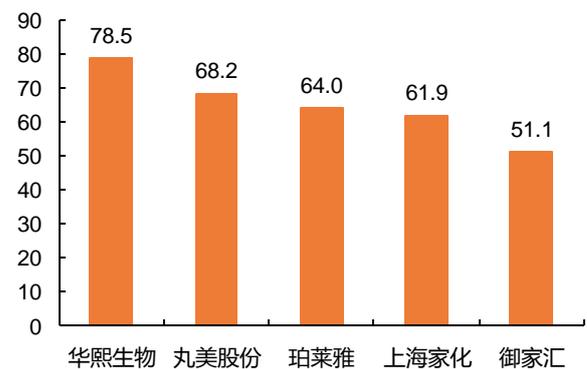
护肤品规模三年变十倍，高毛利率或源于高产品力。华熙于 2014 年起进军化妆品领域，旗下以润百颜为战略主品牌，其他子品牌包括夸迪、BM 肌活、米蓓尔等，开发了一系列针对补水锁水、敏感皮肤、皮肤屏障受损、抗衰等不同肌肤问题的功能性护肤品。其中润百颜以透明质酸为核心成分，主打强功效性护肤市场，在“成分党”消费者中具备广泛的知名度与认同度。近年来公司护肤品业务发展迅猛，2019 年相关营收已达 6.34 亿，是 2016 年规模的十倍，我们预计 2020 年护肤品营收将超过 13 亿。在横向对比上，公司护肤品业务毛利率接近 80%，远高于其余 A 股化妆品上市公司。我们认为，公司产品功效强、复购率高，或是高毛利率的主因。

图表 32 公司护肤品营收及同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 33 2019 年上市化妆品企业毛利率 (%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

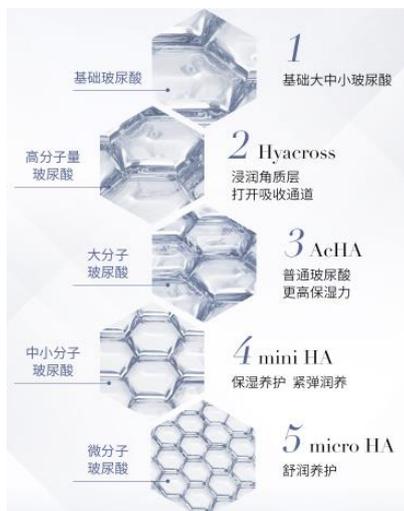
HA 护肤功效说服力强，原料、技术优势增加产品竞争力。2021 年起《化妆品监督管理条例》开始施行，对化妆品行业的功效评价提出了新的要求：功效宣称要有依据，需公布功效宣称所依据的文献资料、研究数据或者产品功效评价资料的摘要。而透明质酸是目前护肤功效认同度最高的原料之一、相关学术研究、实验证明较多，因此新条例的执行或有利于公司 HA 护肤品的推广。

此外，公司生产医学级 HA 原料，有利于强化公司化妆品级 HA 的安全性与有效性认证，使得公司护肤品在市面上的说服力更强、功效宣称上的可信度更高，通过高级别 HA 原料的背书对竞品的形成降维打击。在 HA 的护肤应用上，市面上 HA 护肤产品大多仅用中分子 HA 达到补水保湿目的，而公司使用 3D 至 5D 的透明质酸原料，以夸迪 5D 玻尿酸 (HA) 产品为例，将 HA 拆分为基础、高分子量、大分子、中小分子、微分子五种 HA，使得皮肤从外到里达成外层保护、角质层滋润、里层保湿、底层养护的目的，护肤功效更多更强。

次抛原液生产达药品级标准，便利、安全概念打造高复购率。在产品形态上，公司旗下润百颜、夸迪品牌的主力产品均为“次抛原液”，次抛原液占公司护肤品收入比重接近 50%，为当之无愧的核心大单品。次抛产品即使用吹灌封一体化技术，生产无菌、无化学防腐添加的小包装“透明质酸次抛原液”，其生产线由眼药水生产线改造而成、生产车间为医药级别的完全无菌环境，生产环境优于绝大多数化妆品生产厂商。

在终端市场上，此类产品特点鲜明、辨识度高且竞品较少。相比较其他规格为上百毫升一瓶装的竞品，公司的次抛产品为 1.5ml 的小包装形态，因此在携带上更为便利，“一次一抛”的方式也提升产品使用安全度。在产品质量上，由于产品遵循药品生产的标准，细菌、添加剂、有害化学成分含量较低，对皮肤刺激更少、使用体验更佳。次抛原液概念也广得消费者认同，调研显示公司次抛原液在三个月内的复购率高达 30-40%，而一般护肤品复购率仅约 10% 甚至更低。

图表34 5D玻尿酸及对应功效



资料来源：天猫旗舰店，平安证券研究所

图表35 次抛产品无菌、防腐剂和化学添加



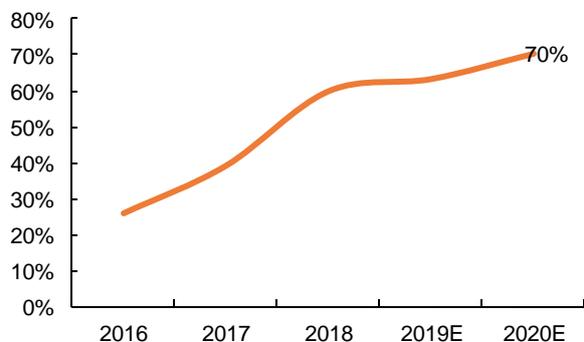
资料来源：天猫旗舰店，平安证券研究所

线上运营出彩，好产品易转化为高销售。与其他化妆品企业相比，华熙护肤业务起步较晚，但因此也较少历史包袱，在产品销售上能迅速向电商渠道倾斜。2016年公司仅26%的护肤品营收源于线上，但至2020年新冠病毒疫情前后，护肤品线上营收占比已达70%，推动1H20相关营收同比+150%，远高于行业整体增速水平，这也成为了公司1H20营收维持快速增长的主因。

此外，公司营销推广手段不俗，公司积极与抖音、小红书、B站、微博等社交媒体合作，通过平台内的美妆KOL进行种草，并邀请了超百位头腰尾的主播进行直播带货。在与头部KOL合作方面，2020年公司邀请李佳琦代言夸迪品牌并进行多次带货，全年看李佳琦带货销售额占比高达50%，但也成功推动夸迪品牌淘系电商GMV达3.5-4亿，同比19年全年增长超50倍，夸迪品牌成功由线下经销主导模式转型为线上新销售模式，并成为润百颜外华熙第二个高速增长的品牌。

在营销内容上，公司曾与故宫合作，推出国风爆款产品“故宫口红系列”，未来围绕国风国潮，公司将继续寻求新IP进行合作，在彩妆等领域持续打造网红爆品。我们认为，公司的线上运营团队优秀，日常营销能力和爆品打造能力均已得到验证，好产品转化为高销售的路径顺畅。

图表36 2020年公司护肤品线上业务占比或达70%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 故宫口红具备美感与话题度



资料来源：百度图片，平安证券研究所

公司通过“玻尿酸护肤”和“次抛原液”两大概念形成差异化的品牌定位，并使用线上渠道和社交媒体来持续扩大消费群体。展望未来，化妆品行业继续维持高景气度，而公司以 HA 及其他生物活性原料为基础，继续站在“成分党”和“国货潮”两大趋势的浪尖之上，维持高端、强功效的护肤与彩妆国货品牌定位。我们认为，公司的 HA 次抛原液产品概念领先、定位清晰，有望成为如同小棕瓶、小黑瓶等长生命周期的大单品。而公司的线上营销能力，也将有助于打造短期爆品，维持品牌热度与生命力。在大单品+爆品的共同推动下，护肤品业务有望成为公司保持高速增长的核心动力。

3.4 持续挖掘新赛道，食品添加空间广阔

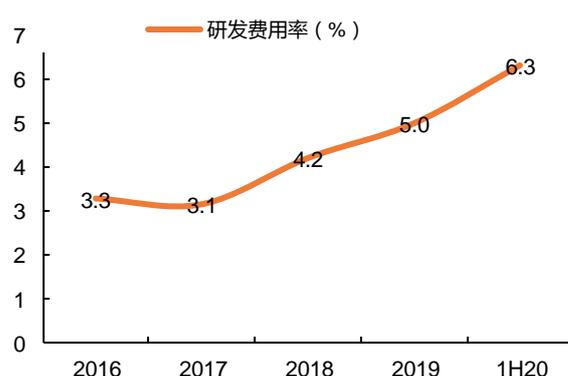
由于 HA 具备保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物活性，公司有望持续发掘 HA 在医药领域与消费品中的新应用和新赛道。在 HA 终端医学应用领域，除医美产品（即皮肤科）外，公司近年来积极探索透明质酸在骨科、眼科等其他领域的终端应用，先后推出“海力达”骨科注射液和“海视健”眼科黏弹剂两款医疗终端产品。尽管受到疫情的影响，但 2020 年上半年公司骨科和眼科产品收入仍较 19 年同期有所增长。此外，公司也在逐渐探索如口腔科、胃肠科、计生科、耳鼻喉科、组织工程、药物载体等新的医疗应用领域。在医学领域外，公司也在积极探索 HA 在食品、母婴护理、头皮护理等其他终端领域的应用市场。

图表 38 公司研发费用及同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

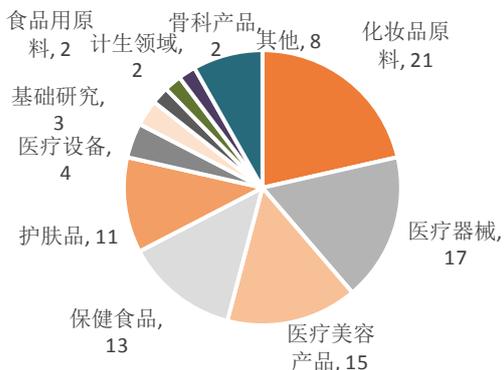
图表 39 公司研发费用率大幅提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

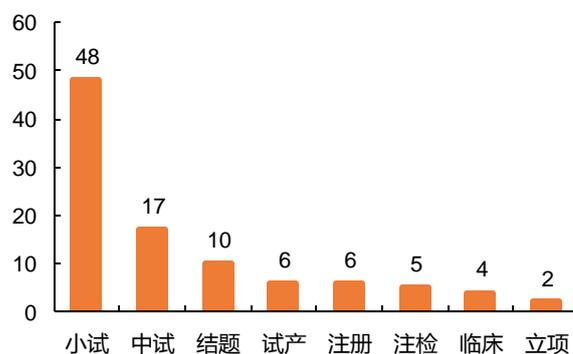
医药原料领域广阔，发酵技术从 HA 扩展至多糖、氨基酸类产品。在持续拓展 HA 的应用场景外，公司也在积极探索原料生产端的新赛道。公司领先的微生物发酵技术也可用于生产多糖、氨基酸类产品，公司已生产出 200 余种生物活性物质，并引领多种物质在医药、食品、化妆品等领域的应用。以 γ -氨基丁酸为例，该元素在医用领域可以抗焦虑、治疗抑郁，非药领域中 γ -氨基丁酸添加食品已在日本得到消费者广泛认同，在国内也被允许添加于普通食品中。在护肤品领域，公司重视打造综合配方优势。 γ -氨基丁酸可用于早安面膜、眼霜，对浅表细纹进行舒缓。此外，公司通过添加依克多因（皮肤修复）、麦角硫因（天然抗氧化）等其他护肤元素，进一步强化产品在功效上的说服力，巩固品牌在化妆品“成分党”心中的地位。

图表40 1H20 公司在研项目分类及数量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表41 1H20 公司在研项目所处阶段分类及数量



资料来源：公司公告，平安证券研究所

食品 HA 添加具备先发优势，公司瞄准广阔食品市场。在公司诸多的新赛道探索中，我们认为透明质酸的食品添加领域可能最值得关注。我国于 2021 年初将 HA 添加入普通食品原料清单中，但 HA 的口服习惯仍有待培育。参考海外市场，HA 添加食品虽在日本较为常见，但日本规模达万亿级别的功能性普通食品市场（除保健品外、添加各种对人体有益元素的普通食品）远比国内成熟。因此，从短期看日本 HA 食品市场或也不具备过多的参考意义。

但是，此次国内 HA“入口”的申请流程，一直由华熙进行主导，相关标准多由公司申报。因此，我们认为公司将在食品 HA 添加领域占据先发优势。目前，公司已新设 HA 食品品牌“黑零”，推出多款利于瘦身、安眠、护脑、美容的咀嚼片、软糖和饮料等，有望自身积累的广大 HA 消费客群，推动 HA 口服消费者的扩容。我们认为，国内添加有益元素的普通食品并不罕见，常见的添加元素包含维生素、益生菌和胶原蛋白等。中长期看，普通食品市场远比保健品市场广阔，所受监管和社会舆论影响较少，在终端市场逐步成熟后，公司 HA 添加食品品牌和食品级 HA 原料两大业务线有望成为稳定、成熟的新利润来源。

图表42 日本市面上部分添加 HA 的普通食品



资料来源：华熙公众号，平安证券研究所

图表43 黑零品牌计划推出的部分普通食品

产品名	主打功效
HA 白芸豆纤体咀嚼片	健康瘦身
HA+GABA 舒眠抗衰软糖	安眠舒压
HA+GABA 叶黄素酯脑活力 UP 明目软糖	健脑养目
HA 西洋参饮	护肝养胃
HA 胶原水光饮	美白抗氧化
HA+GABA 胶原燕窝饮	美白抗氧化

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、投资建议：HA 闭环成长快，首次覆盖给予“推荐”

综上，我们认为华熙生物的核心优势在于其透明质酸（HA）全产业链的布局，从上游的原料生产到终端医美、护肤品、食品的应用，公司均已涉及并享有龙头地位。在上游生产端，公司规模和技术

上的领先使其处于竞争优势地位、市占率显著领先，明显的马太效应下发达国家的相关企业逐步退出原料生产，公司有望抓住此次机遇，强化自身在高标准、严要求的医药级产品领域的行业地位。在终端产品方面，强大的原料生产能力为公司带来了成本、质量控制和供应链安全等多方面优势，使得公司跨界在高速成长的医美、化妆品赛道中站稳脚跟，并成功承接住了“美丽产业”正规化、强功效化、国潮化的发展机遇。从中长期看，公司继续探索 HA 及其他生物活性物质的应用，有望通过较为成熟的终端品牌，打开 HA 及其他物质的生产与应用空间，围绕“美丽”、“健康”概念，再造新增长点。

展望未来 1-3 年，我们认为公司在原料生产端的市场地位稳固，该业务营收同比增长有望维持在 10% 以上，毛利率水平随着化妆品级和食品级占比的提升而略有下滑。在终端成品方面，公司 HA 医美产品体系完善，相关业务营收增速有望靠近医美行业的 10%-20% 整体增速，但毛利率水平随行业竞争的加剧而有所下滑；骨科、眼科等其他 HA 产品医疗性质较重，增速、毛利率或将维持稳定。在非医用终端领域，以次抛原液为代表的护肤品业务空间广阔，有望继续维持高双位数的高速增长，但毛利率水平也将随着市场竞争的加剧而有所下滑。食品等其他终端应用业务初步启动，或对公司营收、利润贡献有限。综上，我们预计公司 2021-2023 年营收将达 35.95、45.72、56.23 亿元，分别同比+36.6%、27.2%、23.0%；归母净利润 7.97、9.59、11.34 亿元，分别同比+23.2%、20.2%、18.3%，对应 EPS 1.66、2.00、2.36 元、PE 89、74、63 倍。公司有望继续牢牢掌握 B 端制高点，并向下抢占高速成长的各终端赛道，持续扩大的终端应用范围与规模也将反哺原料业务。公司在 HA 产业的完整闭环有望推动其业绩维持高速增长，我们首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 44 公司各业务线营收预测（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
原料产品	760.85	751.66	829.91	942.07	1070.39
同比增长率	16.8%	-1.2%	10.4%	13.5%	13.6%
毛利率	76.1%	75.9%	75.0%	73.9%	72.8%
医疗终端产品	488.88	512.71	624.38	737.16	859.20
同比增长率	56.3%	4.9%	21.8%	18.1%	16.6%
毛利率	86.7%	84.5%	83.7%	82.9%	82.1%
功能性护肤品	634.39	1367.55	2130.64	2843.07	3593.46
同比增长率	118.5%	115.6%	55.8%	33.4%	26.4%
毛利率	78.5%	78.4%	76.9%	75.2%	74.2%

资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 45 可比公司比较

证券简称	收盘价 (21.03.11)	总市值 (亿元)	EPS 2020E	EPS 2021E	EPS 2022E	PE 2020	PE 2021	PE 2022
华熙生物	147.87	710	1.35	1.66	2.00	110	89	74
爱美客	811.08	975	3.66	5.13	7.41	222	158	109
昊海生科	102.00	159	1.45	2.42	3.07	70	42	33
珀莱雅	173.16	348	2.45	2.95	3.59	71	59	48
丸美股份	49.59	199	1.33	1.58	1.83	37	31	27
上海家化	44.80	304	0.63	0.74	1.12	71	61	40

注：除华熙生物、珀莱雅外，20、21 年 EPS 预测均取自万得一致预期，其中爱美客、上海家化 2020EPS 为实际值（已出 2020 年报）

资料来源：Wind，平安证券研究所

五、 风险提示

- **HA 生产技术迭代的风险：**公司全产业链的竞争优势的核心为 HA 生产技术上的壁垒，但若有新旧玩家带来 HA 生产技术的变革，或动摇公司竞争优势。
- **医美行业竞争加剧的风险：**医美行业利润率较高，虽具备一定的牌照壁垒，但目前国内外企业正在积极申请各医美产品的准入牌照，或将加剧内竞争。
- **护肤品行业竞争加剧的风险：**化妆品行业进入壁垒不高，市场竞争充分，但过多的参与方可能恶化竞争形势，推动行业整体成本上升。
- **新项目孵化的风险：**公司积极探索 HA 食品应用、HA 外其他生物物质的各项终端应用，但这些新应用在国内仍处于起步阶段，或存在市场推广不如预期、研发回报较低的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3771	3898	4099	4536
现金	2201	2123	1875	2013
应收票据及应收账款	373	505	663	842
其他应收款	7	20	18	30
预付账款	37	23	68	41
存货	315	390	638	772
其他流动资产	837	837	837	837
非流动资产	1201	1614	2112	2520
长期投资	15	22	26	31
固定资产	460	732	1031	1280
无形资产	385	513	671	804
其他非流动资产	341	347	385	404
资产总计	4972	5511	6212	7055
流动负债	366	433	535	662
短期借款	0	20	10	15
应付票据及应付账款	95	154	191	294
其他流动负债	271	260	334	353
非流动负债	56	59	58	59
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	56	59	58	59
负债合计	422	493	593	721
少数股东权益	-1	-1	-2	-3
股本	480	480	480	480
资本公积	3452	3452	3452	3452
留存收益	620	1071	1626	2293
归属母公司股东权益	4550	5020	5621	6338
负债和股东权益	4972	5511	6212	7055

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	365	548	553	942
净利润	585	647	796	958
折旧摊销	63	79	119	160
财务费用	-12	-32	-19	-2
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-270	-158	-338	-177
其他经营现金流	-0	11	-6	3
投资活动现金流	-1247	-503	-612	-570
资本支出	450	416	490	404
长期投资	0	-7	-5	-5
其他投资现金流	-797	-94	-127	-171
筹资活动现金流	2224	-123	-189	-234
短期借款	-40	20	-10	5
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0
资本公积增加	2644	0	0	0
其他筹资现金流	-430	-143	-179	-239
现金净增加额	1348	-78	-248	138

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1886	2632	3595	4572
营业成本	384	557	808	1112
营业税金及附加	26	52	70	85
营业费用	521	987	1330	1600
管理费用	182	158	252	366
研发费用	94	145	216	274
财务费用	-12	-32	-19	-2
资产减值损失	-4	0	0	0
其他收益	23	19	21	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	700	785	959	1157
营业外收入	6	4	5	4
营业外支出	5	8	6	7
利润总额	701	781	958	1154
所得税	116	134	162	196
净利润	585	647	796	958
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	586	647	797	959
EBITDA	731	828	1048	1285
EPS(元)	1.22	1.35	1.66	2.00

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	49.3	39.6	36.6	27.2
营业利润(%)	33.4	12.2	22.3	20.5
归属于母公司净利润(%)	38.2	10.5	23.2	20.2
获利能力				
毛利率(%)	79.7	78.8	77.5	75.7
净利率(%)	31.1	24.6	22.2	21.0
ROE(%)	12.8	12.9	14.2	15.1
ROIC(%)	12.1	12.2	13.6	14.6
偿债能力				
资产负债率(%)	8.5	8.9	9.5	10.2
净负债比率(%)	-47.3	-40.8	-32.3	-30.7
流动比率	10.3	9.0	7.7	6.8
速动比率	7.1	6.1	4.8	4.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	6.3	6.0	6.2	6.1
应付账款周转率	4.9	4.5	4.7	4.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.35	1.66	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.83	1.14	1.15	1.96
每股净资产(最新摊薄)	9.48	10.46	11.71	13.20
估值比率				
P/E	121.2	109.7	89.0	74.0
P/B	15.6	14.1	12.6	11.2
EV/EBITDA	94.2	83.3	66.0	53.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033