

华熙生物 (688363)

证券研究报告
2021年03月26日

领先技术坐玻尿酸原料龙头，产销合力铸全产业链帝国

1. 原料起家，技术领先，透明质酸产业链综合强者

在透明质酸领域，华熙生物用20年时间练就革命性核心技术成为行业专家。公司凭借微生物发酵与交联两大技术平台，开发透明质酸原料产品及相关终端产品，建立了从原料到医疗、功能性护肤品及食品终端的全产业链业务体系。

2. 玻尿酸产业链渗透生活方方面面，空间广阔，华熙引领风骚

无论是透明质酸原料行业抑或是终端行业，均有可观的潜在增长空间，华熙在高潜力市场中依靠产品优势占据领先地位。1) 原料端得益于对透明质酸认识的不断深入、监管政策的持续开放和市场需求的增长，近年来透明质酸原料的销量保持快速增长。目前透明质酸原料行业正处于国产主导，华熙一超多强的格局。2) 从医疗终端业务看，受益于医美市场规模的稳定增长，且中国增速领先全球的趋势，从属于轻医美项目的玻尿酸注射得到了市场的高度欢迎。目前，医疗终端玻尿酸市场各公司在份额出现分化，公司近年凭借持续高性价比和水光针产品维持稳定地位。3) 从功能性护肤品业务看，该赛道竞争品牌众多，华熙利用大单品快速引流。公司在功能性护肤品业务紧抓风向，以研发能力、品牌矩阵、产品力、渠道为优势，打造“次抛原液”等品类品牌深度绑定的产品。4) 从食品级终端业务看，随着口服美容产品的接受度和受欢迎程度持续提升，国内口服美容时代或将来来临，以玻尿酸为原料的普通食品或催生国内的蓝海市场。国家卫健委近日批准由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料，将玻尿酸放开至普通食品市场同时，华熙近日推出“黑零”口服透明质酸权威品牌，抢滩该赛道，充分享受先发优势。

3. 研发+生产+产品+营销，多维度构成公司壁垒，驱动持续发展

华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸生产技术位居国际前列。看未来，公司全新打造“华熙生物研究院”，从共生、共赢和共创三个维度出发，以研发与技术为优势为上下游赋能。

在公司大力打造研发力下，产品的质量与效果高于同业水平，使美容院、医美机构等下游企业更加青睐华熙产品，一定程度上提高了公司的议价能力与毛利率。同时，公司积极通过多种途径突破产能瓶颈，以进一步的规模化生产锚定生产水平与未来增长。

在产品端，华熙的竞争力主要为：(1) 医美市场合规竞品奇缺，具有先发优势；(2) 研发能力领先，具有原料优势；(3) 渠道服务完善，产品多样，满足多群体需求。在营销端，目前公司已建立多元化的营销方法，积极拥抱多种渠道。公司总体采用主推爆品的形式，积极推进品牌力的建设。同时，公司通过有效的组织管理巩固业务模式与研究成果，整体可移植至其他新业务。

4. 盈利预测：我们预计公司2020-2022年营业收入分别为26.3亿元、38.6亿元、54.8亿元，分别同比增长40%、47%、42%。考虑到股权激励费用，预计2020-2022年净利润分别为6.5亿元、7.6亿元、11.1亿元，分别同比增长11%、18%、45%。

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强者，在新的十年，以研发优势为基础多点市场转换布局，卡位功能性护肤赛道延续高增。我们预测公司2021/22年净利润7.6/11.1亿元，给予目标价180元，维持“买入”评级。

风险提示：新技术替代风险、产品注册风险、行业竞争加剧风险

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	2,632.49	3,864.65	5,478.61
增长率(%)	54.41	49.28	39.61	46.81	41.76
EBITDA(百万元)	585.48	837.34	801.26	936.65	1,351.73
净利润(百万元)	423.86	585.61	647.12	762.65	1,107.71
增长率(%)	90.70	38.16	10.50	17.85	45.25
EPS(元/股)	0.88	1.22	1.35	1.59	2.31
市盈率(P/E)	166.24	120.33	108.89	92.39	63.61
市净率(P/B)	41.03	15.49	13.73	12.16	10.51
市销率(P/S)	55.78	37.37	26.77	18.23	12.86
EV/EBITDA	0.00	45.06	84.45	71.41	49.63

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	146.8元
目标价格	180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)	70,464.00
流通A股市值(百万元)	13,702.60
每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	9.28
一年内最高/最低(元)	229.45/75.60

作者

刘章明	分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@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:功能性护肤品带动营收高增超预期，业务板块全面开花锚定长期业绩》2021-02-27
- 《华熙生物-公司点评:政策落地、品牌发布，食品级玻尿酸未来可期》2021-02-07
- 《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

内容目录

1. 原料起家，技术领先，透明质酸产业链综合强者.....	5
1.1. 二十载磨一剑，练就透明质酸领域专家.....	5
1.2. 深耕行业、规模扩大，促进收入与利润持续提升.....	7
2. 玻尿酸产业链渗透生活方方面面，空间广阔，华熙引领风骚.....	11
2.1. 透明质酸：人体自有天然分子，用途广、效用佳.....	11
2.2. 原料市场空间可观，华熙凭借技术优势企稳龙头地位.....	13
2.3. 医疗终端：市场逐步开拓，华熙先发优势明显.....	15
2.4. 功能性护肤品终端：“成分党”占领美妆市场，华熙定位强功效吸引消费者.....	18
2.5. 食品级终端：口服美容时代或将来临，华熙入场打开想象空间.....	21
3. 研发+生产+产品+营销，多维度构成公司壁垒，驱动持续发展.....	24
3.1. 技术音符奏响领先乐章，研究院落地共享春华秋实.....	24
3.2. 强研发带来生产端高毛利，产能扩大锚定未来增长.....	26
3.3. 产品占领高潜力市场，多品牌矩阵满足多元群体.....	27
3.3.1. 医美端：打入水光针市场，具备先发优势.....	27
3.3.2. 功能性护肤品端：多品牌矩阵满足多群体需求.....	28
3.4. 建立品牌与消费者强连接，营销方式可移植.....	29
4. 盈利预测.....	30
5. 投资建议.....	32
6. 风险提示.....	32

图表目录

图 1：华熙生物发展历程.....	5
图 2：华熙生物股权结构（截至 2021 年 2 月 9 日）.....	5
图 3：公司营业总收入近年来呈双位数增长.....	7
图 4：公司毛利率处于相对较高水平.....	7
图 5：2016-2019 年公司主营业务收入（亿）.....	7
图 6：2016-2019 年公司主营业务收入占比.....	7
图 7：原料产品收入与毛利率.....	8
图 8：医疗终端收入及毛利率.....	8
图 9：功能性护肤品收入及毛利率.....	8
图 10：公司归母净利润不断上升.....	9
图 11：公司归母净利率维持较高水平.....	9
图 12：公司费用率近年来逐年攀升.....	9
图 13：工资薪酬与广告宣传推广费为销售费用中两大主要开支.....	10
图 14：广告宣传推广费增长显著高于营收增长.....	10
图 15：经营活动&投资活动产生的现金流量净额（亿元）.....	10
图 16：公司现金流充裕.....	10
图 17：透明质酸在人体内的分布.....	11

图 18: 透明质酸在人体内的分布	11
图 19: 2015-2024 年全球透明质酸原料市场销量及各级原料占比	14
图 20: 2019 年全球透明质酸原料市场竞争格局 (按销量)	14
图 21: 华熙在透明质酸原料的各类应用上均优势明显 (2018 年数据)	14
图 22: 中国医美市场规模及增速	15
图 23: 中国医美市场非手术占比提升	16
图 24: 华熙生物玻尿酸市场份额稳定	17
图 25: 超八成消费者在购买美妆护肤产品时会考虑成分与功效	19
图 26: 润百颜与夸迪的销售额持续高速增长 (单位: 万元)	20
图 27: 大单品润百颜次抛与夸迪次抛销售额表现突出 (单位: 万元)	20
图 28: “颜值经济” 相关品类	21
图 29: MAT2019 线上 “颜值经济” 相关品类消费增速	21
图 30: MAT2017-MAT2019 线上口服美容消费规模及消费人数	21
图 31: MAT2018-2019 线上口服美容消费人数及人均消费金额增速	21
图 32: MAT2018-MAT2019 口服补水人数渗透率趋势	22
图 33: MAT2017-2019 口服补水产品人均消费频次变化趋势	22
图 34: MAT2017-2019 口服补水产品中玻尿酸类消费占比	22
图 35: 华熙生物发布口服透明质酸权威品牌 “黑零 Hyalur”	24
图 36: WonderLab 与华熙生物联名推出的透明质酸软糖	24
图 37: 公司凭借微生物发酵与交联两大技术平台, 开发透明质酸原料产品及其相关终端产品	25
图 38: 透明质酸微生物发酵技术	25
图 39: 公司打造 “华熙生物研究院”	26
图 40: 各分子量透明质酸皮肤渗透示意图	28
图 41: 薇娅直播间带货润百颜	29
图 42: 李佳琦直播间带货夸迪	29
表 1: 公司部分高管情况	6
表 2: 公司部分核心技术人员情况	6
表 3: 透明质酸在医药诊治领域的应用	12
表 4: 口服透明质酸相关研究	13
表 5: 原料产品类别	13
表 6: 医美产品分类	15
表 8: 公司产品推出进度	16
表 9: 华熙生物旗下主要医美产品	17
表 10: 公司医疗终端产品情况	18
表 11: 细分行业定义	18
表 12: 华熙旗下化妆品	19
表 13: 日本几款具代表性的透明质酸食品	23
表 14: “黑零” 旗下主要新品及其功效	24
表 15: 两大科技平台覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链	25
表 16: 华熙生物的医药级、化妆品级、食品级原料的平均售价与市场平均比较及毛利率水	

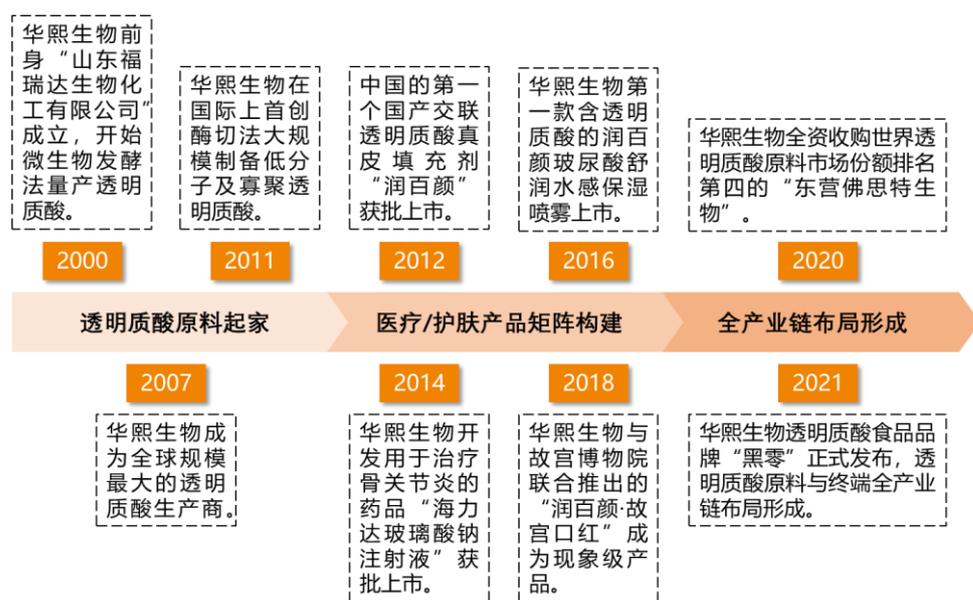
平 (2018 年度)	27
表 17: 公司上市前产能利用率超过 100%	27
表 18: 华熙生物新品储备丰富	28
表 19: 公司旗下各功能性护肤品牌特点比较	29
表 20: 公司营业收入与毛利率预测	31
表 21: 可比公司市盈率	32

1. 原料起家，技术领先，透明质酸产业链综合强者

1.1. 二十载磨一剑，练就透明质酸领域专家

在透明质酸领域，华熙生物用 20 年时间练就革命性核心技术成为行业专家。自 2000 年成立以来，公司一直专注于透明质酸及相关产品的研发与销售。公司以透明质酸原料业务起家，仅用 7 年时间便成为全球规模最大的透明质酸生产商。随后，华熙生物推出“润百颜”系列，打入透明质酸终端市场，医疗、护肤产品备受消费者的广泛好评。2021 年，公司发布透明质酸食品品牌“黑零”，从透明质酸原料到医疗、化妆品、食品终端产品的全产业链格局形成。

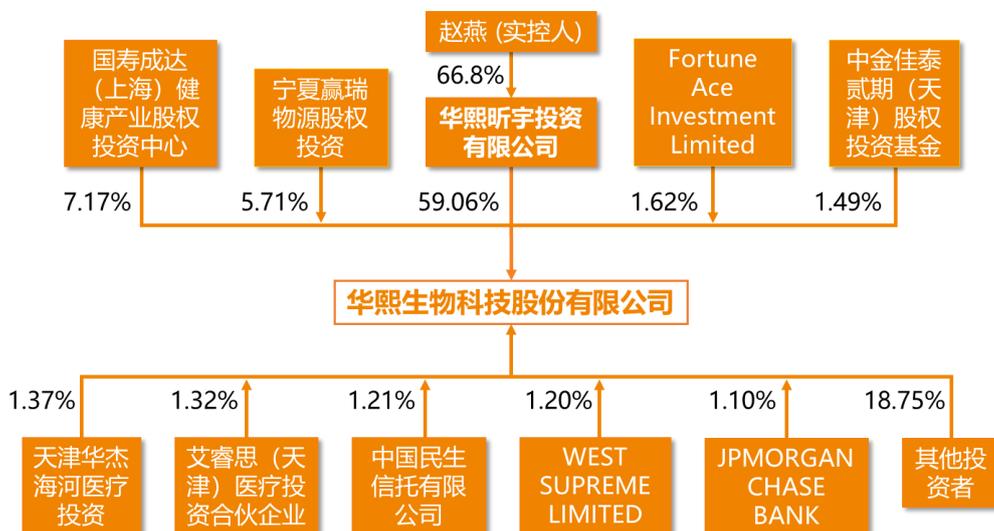
图 1：华熙生物发展历程



资料来源：公司官网、华熙生物公众号，天风证券研究所

公司股权较为稳定，华熙昕宇投资为实际控制人。截至 2021 年 2 月 9 日，赵燕通过华熙昕宇投资有限公司持有 39.45% 公司股权，为实际控制人，公司股权结构相对集中。

图 2：华熙生物股权结构（截至 2021 年 2 月 9 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司高管均具有较高学历及丰富管理经验，核心技术人员学术成果突出。管理层方面，公司总经理为赵燕女士，生物专业本科毕业，拥有理学学士、美国福坦莫大学工商管理硕士学位，拥有近 21 年的公司管理经验。核心技术人员方面，公司首席科学家为郭学平先生，拥有博士学位，兼任山东大学药学院研究生导师等职务，曾获得国务院特殊贡献专家，山东省有突出贡献的中青年专家、山东省优秀青年知识分子等称号。

表 1: 公司部分高管情况

姓名	职位	学历	履历
赵燕	董事长、总经理	硕士	2000 年至 2002 年，任华熙昕宇投资有限公司的总经理；自 2003 年至 2019 年 3 月任华熙福瑞达董事。现任公司董事长兼总经理。
李亦争	董事、副总经理、代董事会秘书	硕士	2008 年 6 月至 2015 年 4 月任职中信建投证券股份有限公司投资银行部高级副总裁；2015 年 5 月起任广东威创视讯科技股份有限公司战略投资部总经理，自 2016 年 4 月起兼任该公司董事会秘书；2021 年 1 月加入华熙生物科技股份有限公司，任代董事会秘书。
郭学平	董事、副总经理	博士	1987 年-1997 年，任职于山东省生物药物研究院，先后担任研究室副主任、主任、副院长；1998 年-1999 年，任职于山东福瑞达精细化工有限公司，担任副总经理。
郭珈均	董事、副总经理	研究生	1998 年 8 月至 2001 年 10 月，任山东省威海市住房资金管理中心科员；2002 年 1 月至 2008 年 8 月，任华熙国际投资集团有限公司行政部经理；2008 年 9 月至 2012 年 6 月，任开曼华熙执行董事；2008 年 8 月至 2018 年 5 月，任华熙国际投资集团有限公司副总经理；2018 年 5 月至 2019 年 3 月任华熙福瑞达首席运营官。

资料来源：华熙生物招股说明书、Wind，天风证券研究所

表 2: 公司部分核心技术人员情况

姓名	职位	学历	重要科研成果
郭学平	首席科学家	博士	1990 年首先在国内开始透明质酸的发酵生产技术研究，结束了我国只能使用鸡冠提取法生产透明质酸的落后局面；2012 年主导研究实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化发酵法生产。
刘爱华	副总经理	本科	“微生物发酵生产透明质酸”项目获山东省技术创新优秀成果；“透明质酸发酵工艺创新及在医疗器械和保健食品中新用途的开发”获科学技术奖全国商业科技进步一等奖。
栾贻宏	副总经理	硕士	对微生物发酵法生产透明质酸发酵工艺进行了创新，通过对透明质酸菌种扩增工艺、培养基和培养条件优化，透明质酸发酵产率大幅度提高。

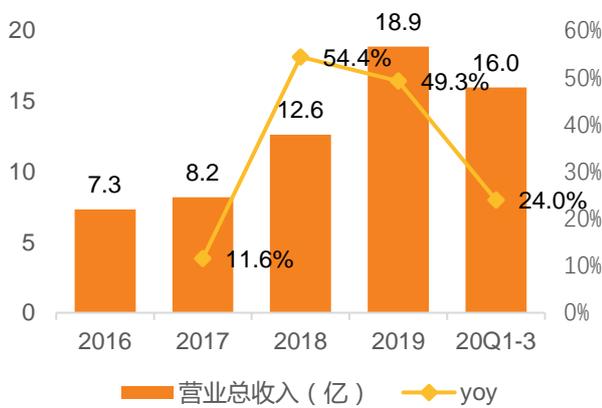
资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

1.2. 深耕行业、规模扩大，促进收入与利润持续提升

得益于公司在透明质酸行业的深耕，公司收入端表现优异，增长迅速。从营业总收入看，公司 2017、2018、2019 年的营业总收入分别为 8.2 亿、12.6 亿、18.9 亿，同比增长率分别为 11.6%、54.4%、49.3%，均呈双位数增长。2020 年，虽然公司在一季度受到新冠疫情冲击，国内原料业务及医药终端业务受到一定冲击，但随着疫情好转，公司业务迅速恢复。公司 20Q1-3 实现营业总收入 16.0 亿，同比增长 24.0%，表现出公司的强大实力。

技术优势使得公司近年来毛利率一直在 75% 以上，处于较高水平。公司 2018、2019、20Q1-3 毛利率分别为 79.9%、79.6%、80.9%，较为稳定。反映了十余年来公司在生物发酵法生产透明质酸及其他生物活性物质方面的技术积累，形成了明显的成本优势。

图 3：公司营业总收入近年来呈双位数增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司毛利率处于相对较高水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

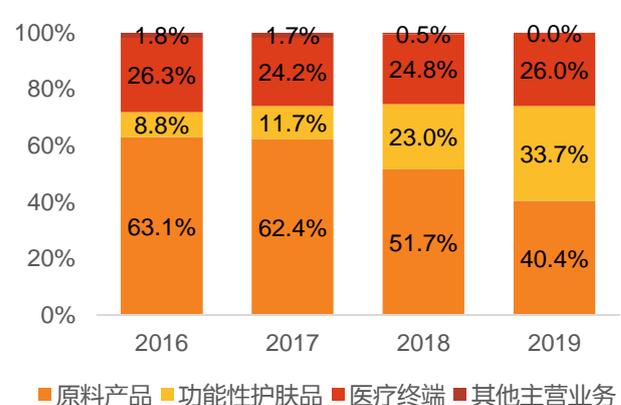
公司以透明质酸原料业务起家，近年来公司第二增长曲线终端业务依托原料优势发展迅猛。分业务看，华熙生物的主营业务收入的主要来源为原料产品、功能性护肤品、医疗终端。其中，由于公司以透明质酸原料起家并以此确定其在透明质酸行业的领先地位，原料产品一直为公司的主要收入来源。同时，公司也在近几年积极培育终端产品，功能性护肤品与医疗终端产品受到消费者广泛好评，增长迅速。尤其是功能性护肤品更甚，其主营业务收入占比从 2016 年的 8.8% 增长到 2019 年的 33.7%，成为公司的第二大营业收入来源。

图 5：2016-2019 年公司主营业务收入（亿）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2016-2019 年公司主营业务收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业务看，三大主营业务的收入均持续提升，毛利率维持在高位。

原料端，因近年来公司凭借技术优势与品质优势，原料产品收入持续增长；凭借技术优势带来的成本优势、定制化优势以及资质壁垒，公司透明质酸原料业务的毛利率维持在较高水平。

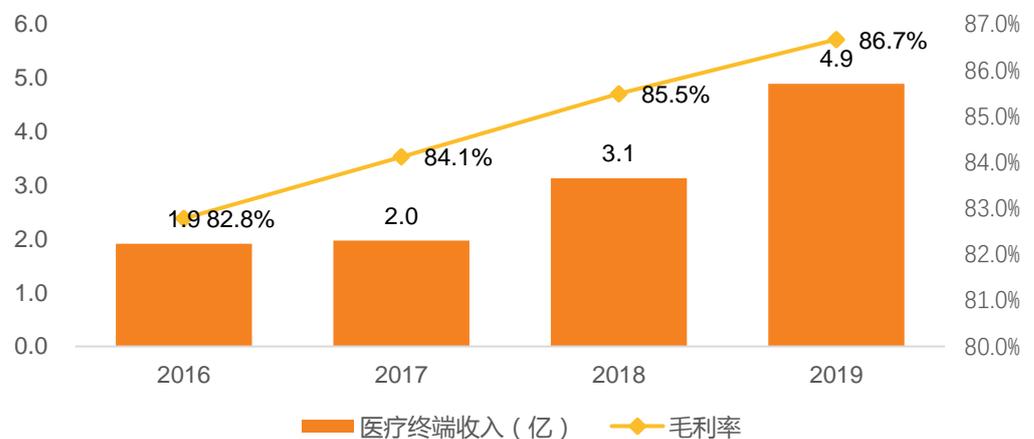
图 7：原料产品收入与毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

医疗终端，得益于透明质酸在医疗领域愈加广泛的应用，公司医美用透明质酸钠产品及骨科产品市场反响良好，销售收入持续增长；得益于医疗终端业务的直销比例的提升及产品快速放量下的规模效应，毛利率持续提升。

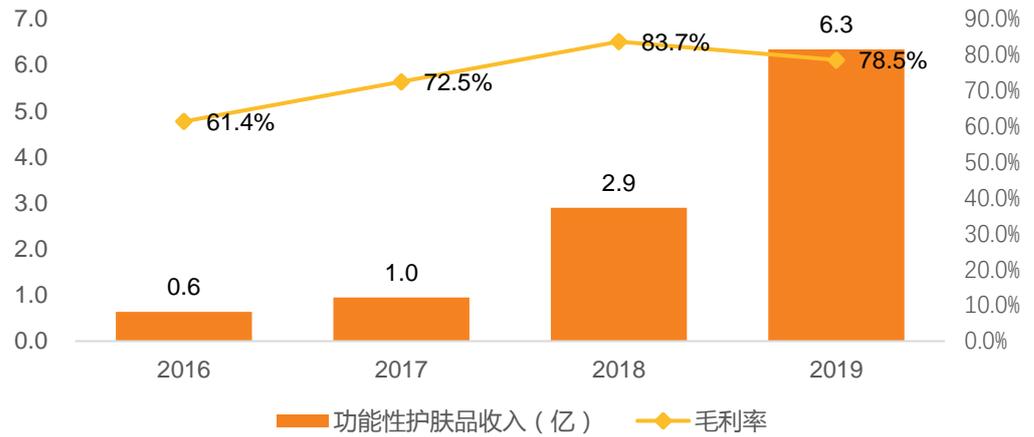
图 8：医疗终端收入及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

功能性护肤品终端，公司凭借透明质酸原料的供应优势，在国内消费者健康护肤意识逐步增强的背景下，持续推动功能性护肤品的研发与销售，收入持续攀升并成为终端业务第一大类；毛利率受规模效应及平均销售价格提高的影响，整体亦呈上升趋势。

图 9：功能性护肤品收入及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

三大业务持续增长让公司利润端近年来呈上升趋势。公司利润端近年来呈上升趋势。从归母净利润看，公司 2017、2018、2019、20Q1-3 的归母净利润分别为 2.22 亿、4.24 亿、5.86 亿、4.38 亿，同比增长率分别为-17.5%、90.7%、38.2%、5.1%，近年来呈上升趋势。

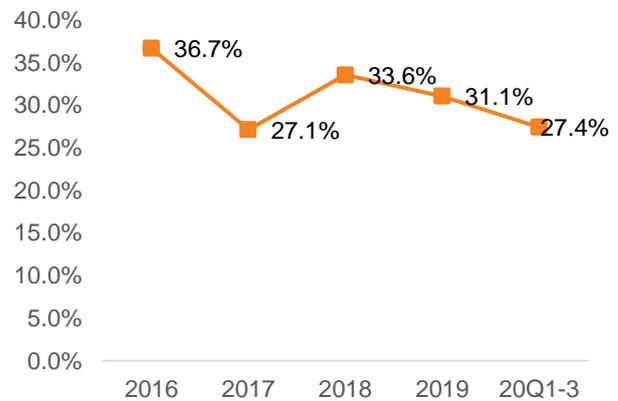
从归母净利率看，公司的归母净利率呈下降趋势，由 2016 年的 36.7% 下降至 20Q1-3 的 27.4%，主要系由于公司近年来大力建设品牌，在费用端的开支有所提升，迅速带领 C 端护肤品快速放量，但整体归母净利率长期维持在 27% 以上，仍处于较高水平。

图 10：公司归母净利润不断上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

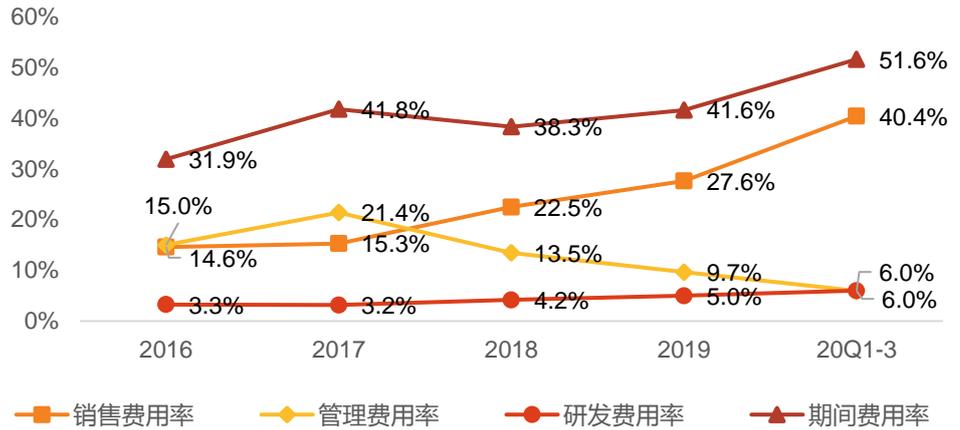
图 11：公司归母净利率维持较高水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从期间费用率看，逐年攀升的期间费用率在一定程度上减缓了归母净利润的增长速度。2016、2017、2018、2019、20Q1-3 的期间费用率分别为 31.9%、41.8%、38.3%、41.6%、51.6%，基本呈逐年攀升的趋势。

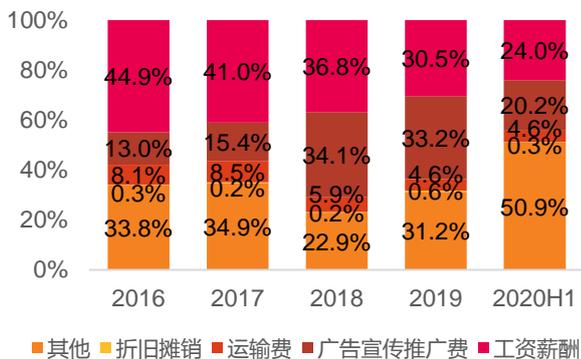
图 12：公司费用率近年来逐年攀升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司的销售费用为主要支出，近年来因建设品牌需要大量投入，员工薪资及广告宣传推广费推动销售费用率大幅增加。公司销售费用率从2016年的14.6%增长至20Q1-3的40.4%，主要系：1) 近年来公司大力建设品牌，提升整体品牌力，加大对润百颜等核心品牌建设的投入，导致广告宣传费及市场开拓费增加；2) 销售人员职工薪酬随着销售规模的扩大而增加；3) 公司积极开拓线上业务收入，线上推广服务费与运输成本同比呈现增长。同时，公司的广告宣传推广费的增长显著高于营业收入的增长，一定程度上反映公司对于品牌建设的重视程度。

图 13：工资薪酬与广告宣传推广费为销售费用中两大主要开支



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：广告宣传推广费增长显著高于营收增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司的管理费用率整体呈下降趋势。管理费用主要由职工薪酬、股份支付、房租物业费、折旧摊销等构成。由于在收购 Revitacare 全部股权后，目前管理人员整体数量稳定，因此管理费用呈现较为稳定的状态，导致管理费用率整体呈下降趋势。

公司因重视在研发领域的投入，为持续创新能力提供资金支持，研发费用率不断增加。公司重视在新产品开发、工艺改进、技术合作和技术储备等方面的投入，费用化研发支出增长率整体高于营业收入增长率，因此研发费用率从2016年的3.3%增长至20Q1-3的6.0%。

公司现金流充裕，为业务发展提供足够现金支持。由于公司近年来的经营规模扩大，公司现金流表现良好，2018、2019、20Q1-3的期末现金分别达8.5亿、22亿、12.8亿，为公司资本结构提供强大的流动性，为业务发展提供足够的现金支持。

图 15：经营活动&投资活动产生的现金流量净额（亿元）

图 16：公司现金流充裕



资料来源：公司公告，天风证券研究所



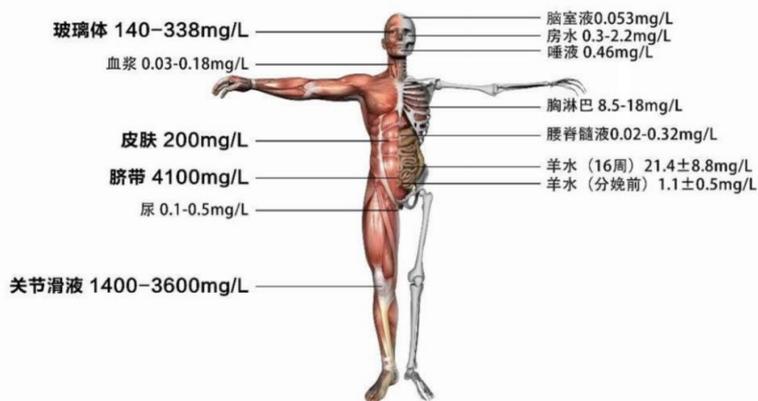
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 玻尿酸产业链渗透生活方方面面，空间广阔，华熙引领风骚

2.1. 透明质酸：人体自有天然分子，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，并广泛运用于医药、美妆、食品等用途。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，老年症患者体内的含量明显减少，显示衰老的诸多症状。

图 17：透明质酸在人体内的分布



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

透明质酸在机体内显示出多种重要的生理功能，如润滑关节，调节血管壁的通透性，调节蛋白质，水电解质扩散及运转，促进创伤愈合等。尤为重要的是，透明质酸具有极佳的保水作用，是目前发现的自然界中保湿性最好的物质，被称为理想的天然保湿因子。因其具有良好的保水性、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，透明质酸在医疗、化妆品及功能性食品领域中应用十分广泛。

图 18：透明质酸在人体内的分布



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在医药诊治领域，透明质酸可用于多种手术及治疗过程，包括黏弹性手术、黏弹性补充疗法、黏弹性填充、黏弹性阻隔和黏弹性防护等。同时，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。

表 3：透明质酸在医药诊治领域的应用

应用领域	相关手术或治疗	介绍
黏弹性手术	眼科手术	支撑前房、保护眼部组织、维持手术操作空间
	耳外科手术	促进愈合、减少疤痕
黏弹性补充疗法	骨关节炎的治疗	减轻疼痛并促进关节内损伤的愈合
黏弹性填充	软组织填充	矫正鼻唇沟，填补额头、眼周、口周等部位的皱纹，还可矫正泪沟畸形，丰唇、丰耳垂等
黏弹性阻隔	术后防粘连	使愈合过程实现无瘢痕化，并能控制术后早期纤维化
	眼表的防护	减轻眼部不适、缓解视疲劳
黏弹性防护	口腔的防护	对复发性口腔溃疡有一定的疗效；对于牙龈炎和牙周炎还具有抗菌和抗炎的作用

资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

在化妆品领域，透明质酸亦得到广泛应用，在各类护肤与彩妆产品都有其身影。由于具有良好的保湿作用，其理论保水值高达 500ml/g 以上，而且具备皮肤屏障的特性，又是皮肤和其它组织中广泛存在的天然生物分子，透明质酸从二十世纪八十年代起就开始用于化妆品中，被誉为理想的天然保湿因子。

在食品领域，口服透明质酸有多种优良功能，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 4：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
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力、改善免疫缺乏症状	《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》

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

2.2. 原料市场空间可观，华熙凭借技术优势企稳龙头地位

透明质酸具有多种功效，运用范围广泛，未来的原料产品市场空间可观。在高天花板的原料行业中，华熙生物凭借多年积累的技术优势实现约 47% 的市占率，企稳龙头地位。

由于透明质酸具有多种物理特性及相关用途，其原料产品亦百花齐放。根据应用领域不同，透明质酸原料产品可划分为不同级别：医药级、化妆品级、食品级。根据法规和应用的的不同，对这三种不同级别的原料有不同的质量要求。

其中，医药领域的透明质酸产品主要利用其良好的生物相容性、优异的黏弹性和润滑性，一般用于制备关节腔注射、真皮层注射以及滴眼液、外用制剂等医疗终端产品，因此医药级透明质酸的质量控制最为严格。而在化妆品领域，透明质酸的应用最为广泛，其原料产品对蛋白质含量有严格控制。食品级透明质酸是用于制备口服透明质酸产品的原料，对重金属、特殊微生物等有严格控制。

此外，不同透明质酸原料产品的售价及盈利能力亦有一定区别。其中，医药级原料产品售价最高，盈利能力最强；化妆品级原料产品售价中等偏高，盈利能力中等；食品级原料产品售价及盈利能力均较低。

表 5：原料产品类别

原料产品类别	售价	盈利能力	性能
医药级	高	强	黏弹性、润滑性
化妆品级	中等偏高	中等	保湿性、成膜性、生物活性
食品级	低	低	溶解性、堆积密度

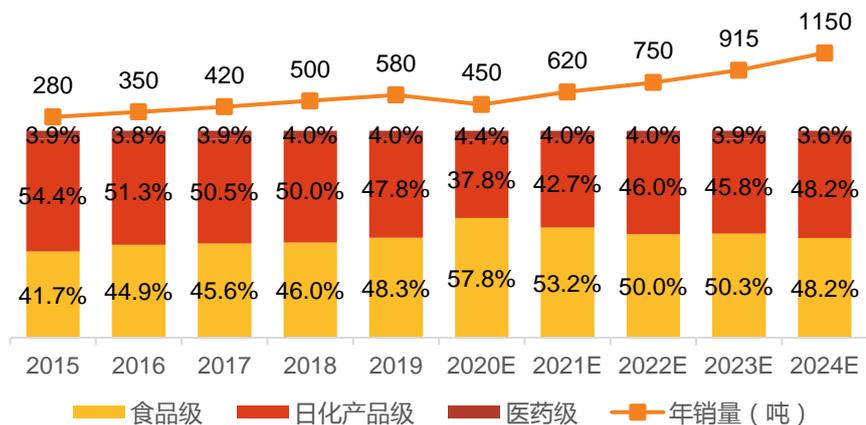
资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

得益于对透明质酸认识的不断深入、监管政策的持续开放和市场需求的不断增长，近年来透明质酸原料的销量保持快速增长。根据艾瑞咨询，2019 年全球透明质酸原料市场销量达到 580 吨，2015-2019 年实现年复合增长率约为 20%，增长速度亮眼。2020 年由于受到新冠

疫情的影响，终端产品销量承压，一定程度上影响了上游原料市场，全年透明质酸原料销量预计约为 450 吨。随着疫情的缓和，预计 2021 年市场将得到一定修复，实现 620 吨的原料销量，并以约 22.9%的年复合增长率增长，至 2024 年将实现 1150 吨的销量。

食品级与日化产品级原料销量平分秋色，医药级原料占比仅为个位数。从各级原料的销量占比看，食品级与日化产品级原料为两大最主要的原料产品，占比超过 90%。其中，食品级原料产品近几年的占比有所提升，越来越接近甚至超过日化产品级的占比，预计后续这两种原料产品占比将维持在较为接近的水平。

图 19：2015-2024 年全球透明质酸原料市场销量及各级原料占比

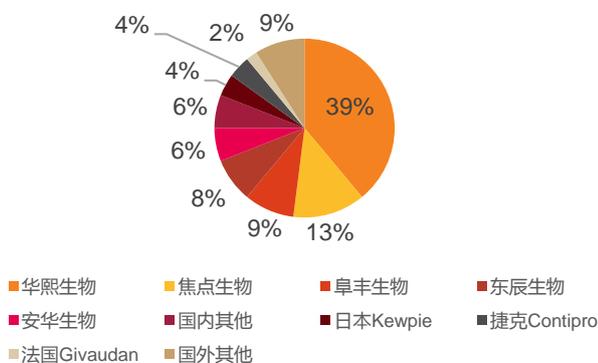


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

从市场竞争格局看，中国企业拥有在透明质酸原料市场的主导地位，其中华熙生物市占率达 47%。中国是全球最大的透明质酸原料生产销售国，根据艾瑞咨询，2019 年全球透明质酸原料市场中，有 81%的原料销量来自于中国企业。其中，华熙生物占比达 39%，远超其余企业；焦点生物、阜丰生物以 13%、9%的占比位居第二与第三。此外，由于东辰生物已被华熙收购，预计当前华熙生物的市占率已达 47%。

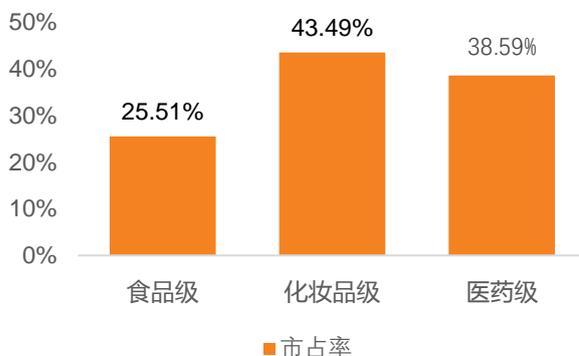
分不同级别的产品看，华熙生物在食品级、化妆品级、医药级的市占率均具有高优势。根据 2018 年数据，华熙在各类原料的市占率都超过了 25%，其中，医药级与化妆品级原料的市占率更是达到了 39%及 43%，是名副其实的透明质酸原料龙头。

图 20：2019 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 21：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

2.3. 医疗终端：市场逐步开拓，华熙先发优势明显

医美市场规模稳定增长，中国增速领先全球。根据德勤，2015-2019 年全球医美市场规模稳定增长，年复合增长率约为 8.2%。2019 年全球市场规模达 1459 亿美元，约 9400 亿人民币，同比增长 7.5%。未来预计全球医美行业将保持 8%左右的增速，2022 年市场规模有望达到 1782 亿美元，约合 1.2 万亿人民币。根据艾瑞咨询的统计，2015-2019 年中国医美市场规模增速高于全球，年复合增长率为 22.2%。2019 年，中国医疗美容市场规模达到 1769 亿元，医美用户达 1367.2 万人。预测 2023 年中国医美市场规模可达 3115 亿元，用户数可达 2548.3 万人。

图 22：中国医美市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

医美项目主要分手术和非手术，途径不同效果相同。从行业来看，医疗美容是指“运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑”。按介入手段划分，医疗美容可分为手术类与非手术类。手术类项目从根本上改变或改善面部及身体部位的外观，非手术类项目又称轻医美项目主要包括注射项目、皮肤项目及其他项目等。

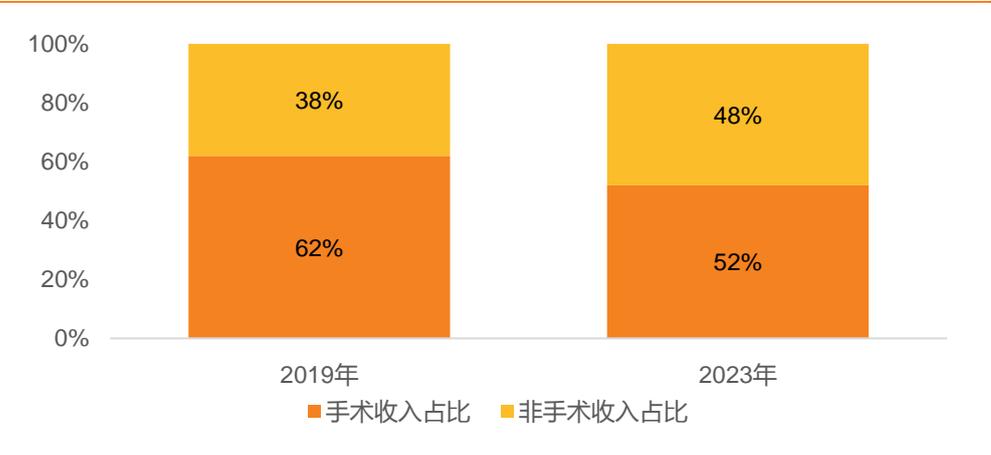
表 6：医美产品分类

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

资料来源：卫生部、ISAPS，天风证券研究所

轻医美更贴合初级医美消费者，中国轻医美比重逐步上升。非手术类项目由于风险低、恢复期短、非永久性、价格大众化等特点受到求美者青睐。1) 在国际市场，非手术类项目占比较为稳定，2017 年为 54%，略高于手术类项目。2) 在国内市场，较国际市场中国求美者更青睐轻医美，非手术类人群规模增速将高于手术类人群，预计非手术收入占比将从 2019 年的 38% 上升至 48%。

图 23：中国医美市场非手术占比提升



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

玻尿酸注射属非手术类医美项目，受市场高度欢迎。从销量角度看，在中国医疗美容市场上，医疗美容类透明质酸终端产品的市场规模 2019 年达到 42.7 亿元人民币，2015-2019 年复合增长率为 22.8%，并预计以 12.8% 的复合增长率在 2024 年达到 76.0 亿元人民币。

水光针优势众多，深受消费者喜爱。在玻尿酸注射项目中，水光针项目（即非交联玻尿酸）近年来受到广泛关注。其主要优势为（1）面向的人群更广：水光针可以起到补充水分、祛除皱纹、收缩毛孔、提亮肌肤的效果，辐射人群为有保湿、去皱等需求的女性；（2）价格更便宜：水光针使用价格相对较低，很容易成为求美者第一次做医美选择的项目；（3）市场逐步拓宽、竞争者少：市场已经被教育，但是合规品牌却有限，我们认为随着华熙的合规的水光针的上市，规范的机构将有更强烈的动机去使用合规的水光产品。

水光针市场目前乱象丛生，究其原因合规性问题，华熙获批后空间可期。国内市面上水光针一度被没有经过国家认证的产品充斥，甚至部分医美机构以次充好，水光针市场乱象丛生。华熙生物在 2020 年 8 月发布润致旗下产品 Aqua 小蓝针（娃娃针），这是国内首款拥有三类医疗器械资质的水光针产品。我们认为随着公司拿到合规证件，娃娃针将在已经被教育过的水光针市场上迎来可观增长。

表 7：公司产品推出进度

公司	时间	产品
高德美	2009	瑞蓝 2 号
华熙生物	2012	润百颜
华东医药	2013	伊婉（代理韩国 LG）
昊海生物	2013	海威
艾尔建	2015	乔雅登
爱美客	2015	爱芙莱
爱美客	2017	嗨体
华熙生物	2018	润致

资料来源：Cision、公司公告、公司官网，天风证券研究所

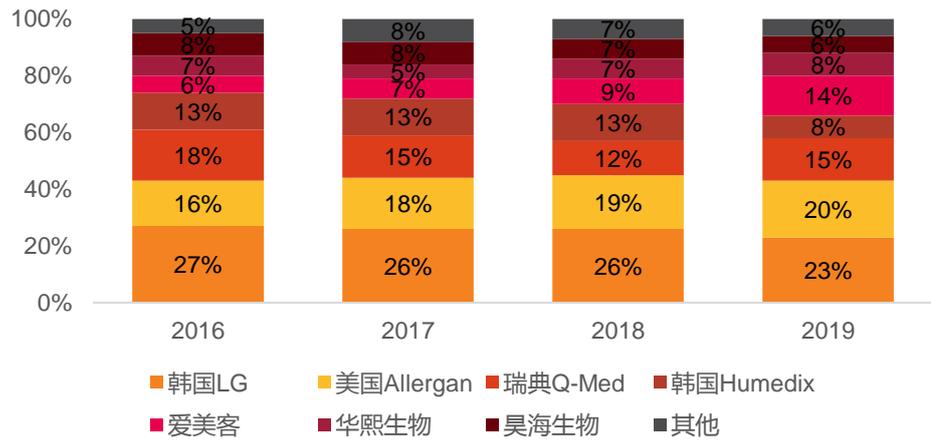
表 8：华熙生物旗下主要医美产品

品牌	主要产品	图示
润百颜	塑形玻尿酸	
	小紫膜	
	喷剂辅料	
润致	注射用修饰透明质酸钠凝胶	
	皮肤保护剂	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

海外玻尿酸品牌在目前国内市场占据较高份额。爱美客、华熙生物、昊海生科三个国产品牌 2019 市占率总和为 23%，且近年来有提高的趋势。根据 Frost&Sullivan 显示，2014 年到 2018 年，中国美容注射类产品市场中，国产品的销售增速较快，年复合增长率达到 32.2%，超过进口品牌的 18.7%。

图 24：华熙生物玻尿酸市场份额稳定



资料来源：爱美客招股说明书，天风证券研究所

在骨科及眼科的医疗终端方面，公司自主研发生产的透明质酸医疗终端产品主要包括骨科注射液、眼科粘弹剂两大类。其中，骨科注射液（“海力达”）属于药品，需在医院渠道销售，并受“两票制”及各省招标机制的相关政策的影响。

表 9：公司医疗终端产品情况

cc 产品分类	产品名称	注册类别	产品图示	主要品牌	主要用途	核心技术应用情况
骨科注射液	玻璃酸钠注射液	化学药品		海力达	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎	终端湿热灭菌技术
眼科黏弹剂	医用透明质酸钠凝胶	Ⅲ类医疗器械		海视健	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术	终端湿热灭菌技术

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.4. 功能性护肤品终端：“成分党”占领美妆市场，华熙定位强功效吸引消费者

功能性护肤赛道定义尚未明确但是竞争品牌众多。功能性护肤品在中国暂无官方定义，在实际使用中通常指两类产品，一类是有效应对敏感肌、痘痘肌等特定肌肤问题的皮肤学级护肤品，通常成分精简、经临床验证，代表品牌包括雅漾、薇姿、理肤泉、薇诺娜、玉泽等；另一类是以强功能性的化学成分为主打，针对保湿、美白、抗衰等某种强功能诉求的护肤品，代表品牌包括润百颜、夸迪、HFP 等。

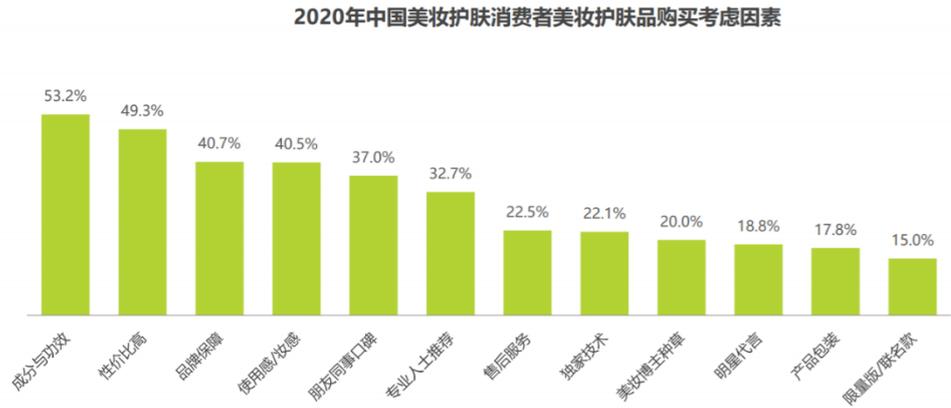
表 10：细分行业定义

	定义	典型品牌
皮肤学级护肤品	以专业医学研究及临床数据为背书，能缓解或根治部分皮肤问题，如：发痒，刺痛，泛红，红肿，发炎，脱皮等。品牌方大多数有医院或者生物实验室的背景，且产品配方简单，安全，不含公认致敏原，通常含有天然活性物质	薇姿、理肤泉、雅漾，珂润，薇诺娜，玉泽，米蓓尔
强功效性护肤品	产品配方一般简单，主打添加热门功效化学成分，针对保湿、美白、抗衰等某种强功能诉求	HFP, the ordinary, 修丽可，润百颜，夸

资料来源: 中国报告网, 天风证券研究所

美妆市场已成“成分党”天下, 产品成分和品质更受消费者关注。根据艾瑞咨询的数据, 2020年中国美妆护肤消费者在购买美妆护肤品时, 超过半数会考虑成分和功效。愈发重视产品效果的消费者, 更加追求通过特定成分针对性地解决肌肤问题, 并具有一定的从成分、功效等辨别产品的能力。在该趋势下, 具有核心成分、功效明确的中高端功能性护肤品更容易吸引消费者。

图 25: 超八成消费者在购买美妆护肤产品时会考虑成分与功效



资料来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

华熙生物紧抓功能性护肤品风向, 利用自身研发优势用润百颜等大单品上车。公司依托自身研发体系, 深入研究不同分子量透明质酸、 γ -氨基丁酸、依克多因等生物活性物质及其交联衍生物对人体皮肤的功效, 并以此为核心成分, 以精简配方、活性成分含量高、功效针对性强为研发导向, 开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等皮肤问题的功能性护肤品。公司旗下拥有润百颜、肌活、米蓓尔、夸迪等多个品牌系列, 产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、喷雾等。

表 11: 华熙旗下化妆品

品牌	主要产品	图示
润百颜	玻尿酸次抛原液	
	377 小灯管精华	

夸迪 玻尿酸次抛精华



肌活 虾青素精华液



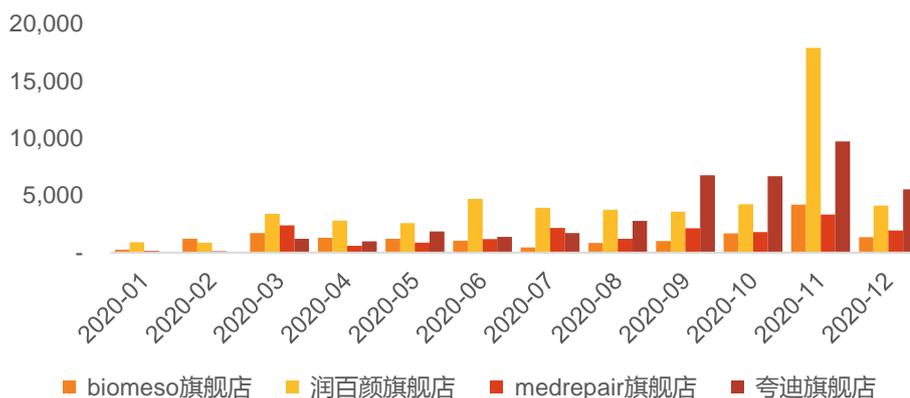
米蓓尔 粉水



资料来源：公司官方旗舰店，天风证券研究所

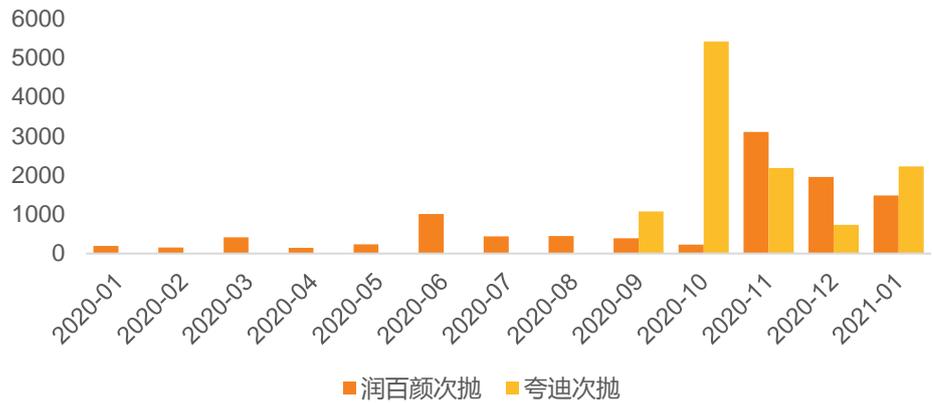
润百颜与夸迪为华熙主推的两大品牌，次抛原液为主推的大单品，以大品牌+大单品的模式带动其余品牌及单品的销售。从淘宝数据看，润百颜与夸迪的销售额持续高速增长，次抛原液等大单品表现突出。

图 26：润百颜与夸迪的销售额持续高速增长（单位：万元）



资料来源：淘宝网、天风证券研究所

图 27：大单品润百颜次抛与夸迪次抛销售额表现突出（单位：万元）



资料来源：淘宝网、天风证券研究所

2.5. 食品级终端：口服美容时代或将来临，华熙入场打开想象空间

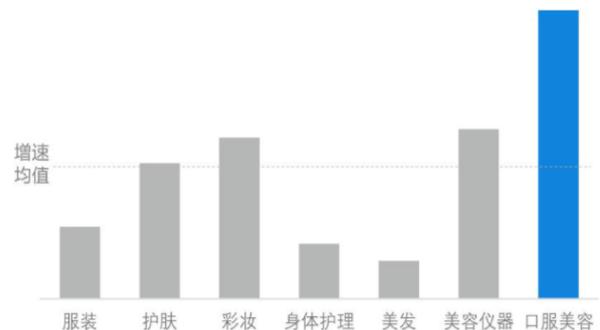
随着我国经济水平与居民可支配收入的日益提高，消费者逐渐从满足口腹之欲的物质消费转向满足外貌、健康、舒适度等需求的精神消费。以护肤、彩妆、口服美容等产品为代表的“颜值经济”也越来越受消费者青睐，带动了相关市场万亿级的消费增长。其中，口服美容产品的消费增速远高于线上其他“颜值经济”相关品类的增速。

图 28：“颜值经济” 相关品类



资料来源：CBNData 消费大数据，天风证券研究所

图 29：MAT2019 线上“颜值经济” 相关品类消费增速



资料来源：CBNData 消费大数据，天风证券研究所

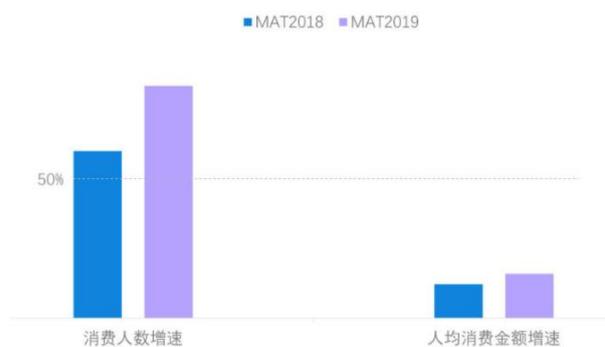
口服美容时代或将到来，线上口服美容的消费规模增长迅速。根据 CBNData 的数据，近年来线上口服美容的消费规模和消费人数均快速提升，口服美容时代或将到来。然而，线上口服美容的消费人数和人均消费金额的增速并不匹配，MAT2018-2019 的消费者人数增速均高于 50%，远高于人均消费金额的增速，说明消费规模的高增长主要来源于消费人数的增长。我们认为，消费人数与人均消费金额增速不匹配下，整体消费规模或有望在人均消费金额实现更快速的增长后得到进一步提高。

图 30：MAT2017-MAT2019 线上口服美容消费规模及消费人数

图 31：MAT2018-2019 线上口服美容消费人数及人均消费金额增速



资料来源: CBNDData 消费大数据, 天风证券研究所

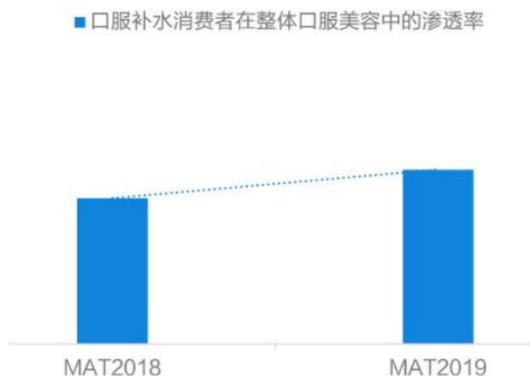


资料来源: CBNDData 消费大数据, 天风证券研究所

在口服美容的领域中, 口服补水产品或拥抱更广阔的市场空间。根据 CBNDData 的数据, 口服补水人数渗透率及口服补水产品人均消费频次近年来有所提高。由于补水是较为基础的功效, 消费人群或更为广泛, 我们看好在补水的观念深入消费者心智后, 口服补水产品的消费规模得到进一步扩大。

图 32: MAT2018-MAT2019 口服补水人数渗透率趋势

MAT2018-2019 天猫国际口服补水人数渗透率趋势



资料来源: CBNDData 消费大数据, 天风证券研究所

图 33: MAT2017-2019 口服补水产品人均消费频次变化趋势

MAT2017-2019 天猫国际口服补水产品人均消费频次变化趋势



资料来源: CBNDData 消费大数据, 天风证券研究所

从口服补水的功效来看, “保湿”、“润肤”为主要关键词, 与透明质酸的功效十分契合, 市场上也开始出现以玻尿酸为主打成分的口服补水产品, 且线上消费占比在口服补水产品中已超过 50%。

图 34: MAT2017-2019 口服补水产品中玻尿酸类消费占比

MAT2017-2019天猫国际口服补水中
玻尿酸类产品消费占比



资料来源：CBNData 消费大数据，天风证券研究所

在透明质酸保健食品领域，已有多个品牌切入。早在 2008 年，透明质酸就被允许在保健食品中使用。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。

在普通食品领域，国际上的透明质酸食品呈现零食化特点，国内的蓝海市场正在孕育。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、可及烘焙咖啡产品、糕点等食品品类都有含透明质酸的产品推出。

表 12：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 モイスティア		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

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）以及糖果等，标志我国透明质酸可添加食品范围进一步放开。

凭借政策落地的东风，华熙生物于1月22日发布“黑零 Hyalur”品牌，该品牌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。同时，在2月3日，WonderLab官方微博宣布携手华熙生物共同推出的首款口服玻尿酸软糖正式推出。产品单盒定价119元，每盒含20粒4克软糖，每颗软糖含12mg玻尿酸。WonderLab与内容电商和跨界品牌有多次密切合作，其产品更是长期占据代餐食品线上销售榜前列。因此，我们认为该产品的推出可能将产生协同效应，以注重营销的WonderLab作为宣传窗口，使更多消费者触达华熙生物的口服玻尿酸自有终端产品，为华熙生物导流。

图 35：华熙生物发布口服透明质酸权威品牌“黑零 Hyalur”



资料来源：华熙生物官方公众号，天风证券研究所

图 36：WonderLab 与华熙生物联名推出的透明质酸软糖



资料来源：WonderLab 官方旗舰店，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

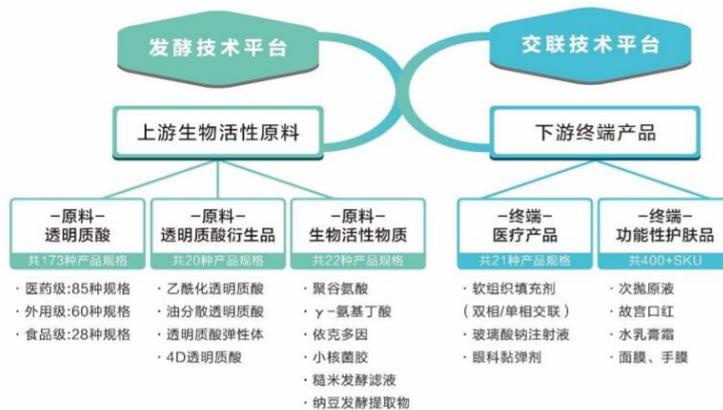
根据国家卫健委的批文，华熙生物所申报的透明质酸钠将被允许添加到普通食品品类。参照国际市场，我们认为长期来看上述食品品类都将有相应透明质酸添加产品在中国市场推出。

3. 研发+生产+产品+营销，多维度构成公司壁垒，驱动持续发展

3.1. 技术音符奏响领先乐章，研究院落地共享春华秋实

华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸生产技术位居国际前列。公司凭借微生物发酵与交联两大技术平台，开发透明质酸原料产品及其相关终端产品，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。

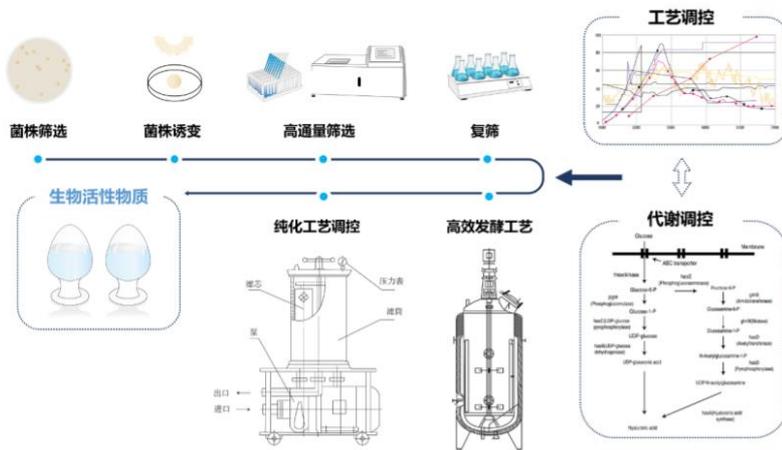
图 37：公司凭借微生物发酵与交联两大技术平台，开发透明质酸原料产品及其相关终端产品



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在微生物发酵方面，公司是国内最早实现发酵法生产透明质酸的企业之一，也是国内唯一同时拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号，并实现商业化生产的企业。对比透明质酸的传统生产工艺——动物组织提取法，微生物发酵法可有效提高产品质量、降低生产成本、提高生产规模，有力推动了透明质酸在各个领域的广泛应用。

图 38：透明质酸微生物发酵技术



资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

在透明质酸的酶切技术与分子量控制方面，华熙生物领先全球。上文中提到，透明质酸的分子量大小对其应用范围有一定影响，而商业化的透明质酸原料产品分子量一般介于 500 kDa 至 2000kDa，应用范围较窄。公司采用全球领先的透明质酸发酵、酶切及分离纯化技术，实现了 2kDa 到 4000kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破。

在透明质酸交联方面，公司拥有国际先进的透明质酸“梯度 3D 交联”技术。未经修饰的天然透明质酸在体内极易被降解，难以满足生物医用材料对体内维持时间、机械强度等方面的要求，故通常需采用交联技术对其进行结构性修饰。公司自 2006 年开始交联技术的研究，解决了透明质酸在交联过程中的定向交联、有效交联、对交联度的精确控制的三大技术难题。目前，公司已实现利用“梯度 3D 交联”技术对不同交联程度的精准控制，形成了国际先进的透明质酸交联技术平台。

表 14：两大科技平台覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链

科技平台	核心技术	专利/许可	产业化能力
------	------	-------	-------

微生物发酵技术平台	国际领先的微生物发酵法生产透明质酸技术 国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了 7 项注册备案资质；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 21 项	透明质酸发酵产率达到 10-13g/L，年产量已达近 180 吨，产品规格近 200 项；酶切寡聚透明质酸的年产量达到 10 吨以上；除透明质酸外， γ -氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、小核菌胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等均已实现产业化
梯度 3D 交联技术平台	透明质酸高效交联技术突破 玻璃酸钠注射液国内率先采用终端灭菌技术	医疗终端产品在国内取得药械类认证 21 项，国际认证 11 项	拥有专利凝胶制粒技术及设备，软组织填充剂、骨关节注射液、眼科黏弹剂产品年产能合计可达近 400 万支

资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

公司建立研发中心，利用丰富的研发经验密切跟踪产业趋势并持续投入。公司在研发端大力建设全国一流的化妆品研发中心，并组建了拥有 30 余年微生物发酵、生物医药领域的研发经验的研究团队。研究中心在华熙生物世界领先的研发及生产供应基础上结合女性消费洞察，为女性提供精细化的产品和服务。

看未来，公司全新打造“华熙生物研究院”，从共生、共赢和共创三个维度出发，为上下游赋能。2021 年 1 月，公司召开新品发布会，宣布“华熙生物研究院”正式启动。研究院以生命大健康领域的共生、共创、共赢为使命，发掘好的物质、提供好的产品，服务于社会。

公司将开放三大平台，从透明质酸出发为研发端、生产端、应用端实现科技赋能。在研发端，开放研发平台，吸引更多科学机构、科研院所共同探索科学本质，做大量的基础研究；在生产端，开放生产线及技术授权体系，吸引更多合作伙伴落地生根；在应用端，开放应用平台，吸引更多其他行业的合作伙伴，实现跨界发展，不断开发生物活性物质在其他领域的应用。

图 39：公司打造“华熙生物研究院”



资料来源：华熙生物新品发布会，天风证券研究所

3.2. 强研发带来生产端高毛利，产能扩大锚定未来增长

在公司大力打造研发力下，产品的质量与效果高于同业水平，使美容院、医美机构等下游企业更加青睐华熙产品，一定程度上提高了公司的议价能力与毛利率。同时，公司积极通过多种途径突破产能瓶颈，以进一步的规模化生产锚定生产力水平与未来增长。

华熙生物的原料产品对比其他品牌具有一定的溢价，售价在行业中处于高位，体现出公司的研发成果给 B 端带来的极强的议价能力。对比医药级原料、化妆品级原料、食品级原料产品的出口平均售价和毛利率水平，我们可以发现华熙生物的原料产品售价在行业中处于高位，同时毛利率水平较高，反映出公司的研发成果给 B 端带来的极强的议价能力。

表 15：华熙生物的医药级、化妆品级、食品级原料的平均售价与市场平均比较及毛利率水平（2018 年度）

原料产品	平均售价	毛利率水平	中国企业出口均价
注射级医药级原料	11.38 万元/kg	91.03%	1.81-16.75 万元/kg
滴眼液级医药级原料	1.88 万元/kg	87.28%	
化妆品级原料	0.24 万元/kg	74.63%	0.1-0.34 万元/kg
食品级原料	0.13 万元/kg	53.44%	

资料来源：华熙生物招股说明书，天风证券研究所

注：汇率以美元兑人民币 1:6.7 计

公司在产能瓶颈下积极通过募投与收购扩产，锚定未来规模。公司在上市前的 2019 第一季度的产能利用率已经达到 108.38%，整体产量已超过设计产能，有限的产能成为限制公司发展的最大瓶颈。为了突破产能局限，并进一步实现规模化生产降低整体成本，公司积极通过上市募资、收购同业等方式进行产能扩充。

表 16：公司上市前产能利用率超过 100%

产品分类	项目	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
	产能（吨）	50.00	200.00	200.00	200.00
	医药级	3.17	8.17	5.62	7.34
透明质酸原料	产量（吨）	31.61	112.50	84.74	76.41
	化妆品级	19.41	54.83	42.42	35.99
	食品级	54.19	175.50	132.78	119.74
	合计	54.19	175.50	132.78	119.74
	产能利用率	108.38%	87.75%	66.39%	59.87%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在自身产线建设方面，随着巢湖工厂和济南高新区工厂陆续投产，公司在 2019 年新增 150 吨产能，实现透明质酸原料年产能达 320 吨，同年实现透明质酸原料生产量较 2018 年增长 44.01%，有效促进了公司玻尿酸原料生产能力的提高。

在同业产线收购方面，公司于 20 年 6 月收购东营佛思特生物工程有限公司，进一步提升公司透明质酸整体产能、丰富原料销售区域。佛思特公司生产的透明质酸原料以食品级为主，化妆品级为辅，目前透明质酸年产能 100 吨。收购完成后，华熙年产能将大幅提高，锚定未来成长规模。

3.3. 产品占领高潜力市场，多品牌矩阵满足多元群体

3.3.1. 医美端：打入水光针市场，具备先发优势

在医美终端，华熙的竞争力主要为：（1）市场合规竞品奇缺，具有先发优势；（2）产品端研发能力领先，并且具有原料优势；（3）渠道端以经销商和医生为中间渠道对消费者进行权威性营销。

目前水光针市场上少有合规竞品，华熙具有先发优势。在上文中我们提到，目前水光针市场的产品多数不合规，华熙是为数不多的合规水光针产品。相较于国内其他厂商的水光针，华熙生物的合规产品在品牌和渠道方面均享有先发优势。

产品端，新品储备丰富，有望持续开拓市场。新品方面，华熙生物有多项正在开发的新产品，其中注册检验及临床阶段 12 项、正在注册中 4 项。此外，公司储备了很多特殊部位的填充（额、颈等）、疤痕治理等技术，我们预计未来会让公司持续避开红海市场。

表 17：华熙生物新品储备丰富

序号	项目编号	项目进展	拟投入人员(人)	拟投入金额(万元)	目标/应用前景
28	ZD001	中试	7	500	用于填充于皮内真皮层，纠正颈部中重度皱纹。
29	ZD002	小试	5	300	用于浅表性创面的护理，为创面营造湿性愈合环境。
30	ZD003	小试	5	300	用于轻微擦伤、刀伤创面护理；体表渗出液伤口的护理。
31	ZD004	小试	5	300	用于激光等微创造成的受损皮肤的保护与护理。
32	ZD005	小试	5	300	缓解因过敏性鼻炎、过敏性哮喘引发的相关症状。
33	ZD006	小试	5	300	辅助改善皮肤病理性疤痕
34	ZD007	注册检验	3	150	用于改善探头与患者之间的超声耦合效果，用于完好皮肤上
35	ZD008	注册检验	5	100	特殊化妆品:美白、祛斑
36	ZD009	即将取证	6	250	用于中重度鼻唇部皱纹，增加患者治疗的舒适度
37	ZD010	注册中	6	200	用于整形美容领域
38	ZD011	临床	6	200	用于整形美容领域，用于额浅层皱纹填充

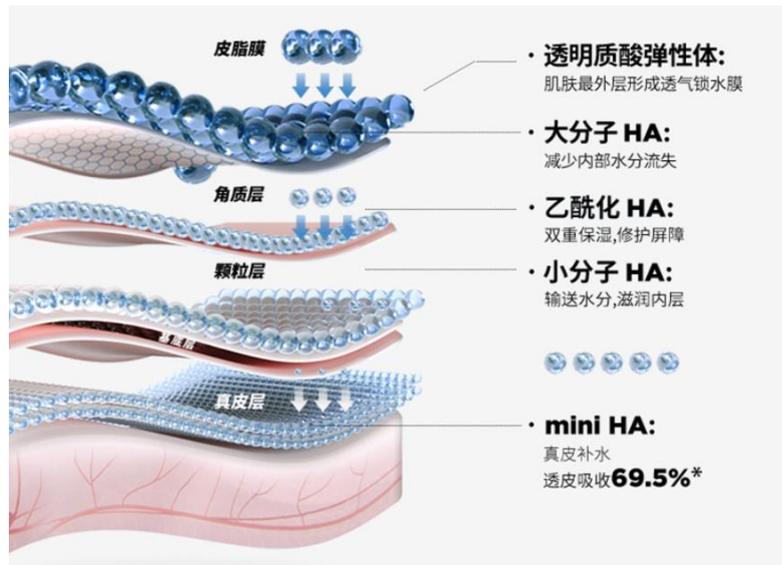
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

渠道端，以经销商和医生为中间渠道对消费者进行权威性营销。公司对原有润百颜品牌做品牌升级，增加了在广告宣传方面的投入；同时 2018 年新上市的润致品牌开始投入产品宣传活动。公司对产品品牌的投入增加了经销商及医生对产品的认知和口碑，从而实现对终端用户的推广。

3.3.2. 功能性护肤品端：多品牌矩阵满足多群体需求

集全方位多项优势于一体，产品领先市场。（1）研发技术：华熙生物借助公司的玻尿酸发酵平台，围绕玻尿酸布局产品矩阵，研发支持强悍。在华熙生物集团背景支持下持续的研发投入，未来有望在功能性护肤品赛道获得更高的市占率；（2）品牌矩阵：参考海外日化头部企业欧莱雅、雅诗兰黛等公司的多品牌矩阵，公司以润百颜为起点，布局了夸迪，肌活，米蓓尔等不同价位，不同定位的子品牌，全方位覆盖各种消费者；（3）产品力：公司核心品类为次抛原液，混合不同大小玻尿酸达到滋润皮肤的各个层级的效果。根据润百颜产品的官方介绍，miniHA 可渗透到真皮层，透皮吸收率达 69.5%；小分子 HA、乙酰化 HA 可穿透角质层，对表皮层细胞补水；大分子 HA、透明质酸弹性体则在皮肤表层形成屏障，防止水分流失。通过混合不同分子量的玻尿酸，实现多层次补水、修复、抗衰。

图 40：各分子量透明质酸皮肤渗透示意图



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

表 18：公司旗下各功能性护肤品牌特点比较

品牌	上市时间	核心价格带	主打功效
润百颜	2016 年	100-500 元	一般肌肤水润保湿
夸迪	2018 年	50-800 元	高端 5D 玻尿酸，抗初老，淡化眼纹、妊娠纹
肌活	2018 年	50-300 元	成分党，专瓶专效，打造肌底液精华
德玛润	2018 年	50-200 元	主打灌注液精华，配合滚轮享居家院线护理

资料来源：公司官网，华熙生物招股书，淘宝网，天风证券研究所

3.4. 建立品牌与消费者强连接，营销方式可移植

在医美端，用品牌+医生教育建立品牌与消费者之间的强连接。华熙生物建立了专业的医学市场支持团队，定期对医美机构、相关医疗从业者进行学术研讨、培训等活动，协助进行市场定位，加强与医生之间技术方面的交流，以医生为途径建立品牌与消费者之间的强连接。

在功能性护肤品端，首推次抛原液产品，将品类与品牌深度绑定。对比华熙生物的次抛原液和普通精华产品，公司产品主要优势在于成分更温和耐受、更安全、更能保证成分活性以及便于携带。且其“一次一抛”的使用特点，具有较高的产品辨识度，竞品相对较少，同时亦与润百颜品牌深度绑定，因此拥有一批忠诚度较高的消费者。

目前公司已建立多元化的营销渠道，同时通过有效的营销管理巩固营销方式，整体可移植至其他新业务。公司已积极拥抱多种渠道，如线上的 KOL 的直播带货、线下的医生权威推广等方式。在品类端总体采用主推爆品的形式，积极推进品牌力的建设。在公司管理层的带领下，我们认为现有的营销渠道的方式和资源可以触达其他新兴业务，以实现营销方式的移植的可持续。

图 41：薇娅直播间带货润百颜

图 42：李佳琦直播间带货夸迪



资料来源：淘宝直播间，天风证券研究所



资料来源：淘宝直播间，天风证券研究所

公司的优秀业务表现与持续产出的高质量研究成果离不开相对独立且高效的管理架构的支持。公司在管理方面建立了高度专业化的管理团队，对行业有深刻认知，能够顺应市场变化为公司制定高瞻远瞩的发展战略。公司以管理线与业务线的方式运作，实行双线管理，有效实现了“独自考核、互不影响”的管理原则，并提升了整体组织效率。在研发端的管理方面，公司建立多个工作室，刺激研发工作室不断更新产品配方和技术创新，利用赛马机制做大产品。

4. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 26.3 亿元、38.6 亿元、54.8 亿元，分别同比增长 40%、47%、42%。考虑到股权激励费用，预计 2020-2022 年净利润分别为 6.5 亿元、7.6 亿元、11.1 亿元，分别同比增长 11%、18%、45%。

原料产品端，预计公司规模优势和高质量优势持续强化，产品需求随市场需求提升。预计公司原料端业务 20-22 年收入增速-3%、14%、16%，整体毛利率 74%、74%、73%趋于稳定。

医疗终端领域：持续看好市场高景气度，看好公司持续推出新品的能力，以及疫情之后行业的快速恢复能力。预计公司医疗终端业务 20-22 年收入增速 7%、26%、24%，整体毛利率 85%、84%、83%略微下降。

功能性护肤品：基于功能性护肤行业的高成长性，且公司产品尚处于相对发展起步阶段，营销高投入，给予增速高于行业假设。预计功能性护肤品业务 20-22 年收入增速 116%、72%、56%，整体毛利率 80%、79%、78%略微下降。

表 19：公司营业收入与毛利率预测

单位：百万元

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	818.05	1263.15	1885.57	2632.49	3864.65	5478.61
YOY	12%	54%	49%	40%	47%	42%
毛利率	75%	80%	79%	79%	79%	78%
原料产品	507.91	651.38	760.85	738.90	843.28	977.40
YOY	11%	28%	17%	-3%	14%	16%
毛利率	74%	76%	75%	74%	74%	73%
滴眼液级						
收入	105.81	130.65	140.84	127.11	133.47	140.84
YOY	-11%	23%	8%	-10%	5%	6%
毛利率	88%	87%	86%	84%	84%	83%
注射级						
收入	60.96	87.40	95.93	87.49	90.48	98.54
YOY	6%	43%	10%	-9%	3%	9%
毛利率	92%	91%	90%	89%	89%	88%
化妆品级						
收入	280.02	342.82	424.24	423.18	507.82	609.38
YOY	15%	22%	24%	0%	20%	20%
毛利率	73%	75%	75%	75%	75%	75%
食品级						
收入	51.37	73.84	86.19	87.48	97.19	112.89
YOY	54%	44%	17%	1%	11%	16%
毛利率	31%	53%	53%	53%	53%	53%
其他						
收入	9.75	16.67	13.64	13.64	14.33	15.76
YOY	127.7%	70.9%	0.0%	0%	5%	10%
医疗终端产品	196.84	312.7	488.88	522.15	659.13	817.02
YOY	3%	59%	56%	7%	26%	24%
毛利率	84%	85%	87%	85%	84%	83%
皮肤类医疗产品						
收入	168.73	245.31	387.37	413.45	530.81	664.53
YOY	-1%	45%	58%	7%	28%	25%
毛利率	88%	88%	88%	88%	88%	88%
骨科注射液						
收入	24.27	59.32	93	99.34	118.02	141.15
YOY	30%	144%	57%	7%	19%	20%
毛利率	69%	79%	79%	79%	79%	79%
其他						
收入	3.84	8.08	8.51	9.36	10.30	11.33
YOY	39%	111%	40%	10%	10%	10%
功能性护肤品	95.16	290.29	634.39	1,369.80	2,360.53	3,682.39
YOY	49%	205%	119%	116%	72%	56%

毛利率	73%	84%	79%	80%	79%	78%
其他产品	18.13	8.77	1.45	1.63	1.71	1.79
YOY	-11%	-52%	36%	12%	5%	5%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 投资建议

华熙生物是医美行业和化妆品行业的优质标的: 在医美终端, 公司具备先发优势及技术壁垒, 站稳国产医美产品龙头地位; 在化妆品终端, 公司以产品+营销快速抢占玻尿酸护肤品细分市场, 实现 GMV 逐月高增。由于当前公司的业绩弹性主要来源于医美和化妆品业务, 我们分别参照医美行业与化妆品行业的龙头公司爱美客及珀莱雅的市盈率, 给予公司目标价 180 元, 对应 2021/22 年 PE 113/78 倍。

表 20: 可比公司市盈率

公司名称	证券代码	市盈率		
		2020	2021	2022
爱美客	300896	195.18	129.44	89.61
珀莱雅	603605	65.72	51.49	41.46
平均		130.45	90.46	65.54

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 数据截至 2021 年 3 月 23 日, 爱美客 2021/22 年及珀莱雅 2020/21/22 年市盈率采用 Wind 一致预测

华熙生物作为透明质酸原料龙头、透明质酸全产业链综合强者。在新的十年, 公司将以研发优势为基础多点市场转换布局, 卡位功能性护肤赛道延续高增。同时, 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。我们预测公司 2021/22 年净利润 7.6/11.1 亿元, 给予目标价 180 元, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

新技术替代风险: 公司主要产品为透明质酸原料及相关终端产品, 如果未来出现更为先进的革新原料或产品, 在理化性能和生物功能上更具优势, 或成本更加低廉, 或在部分应用领域存在独特优势, 仍可能使得公司核心产品存在被新产品替代、淘汰的风险。

产品注册风险: 公司的生产、销售及出口, 需要取得相应的产品注册、生产及出口批准文件。若公司无法在证书到期前及时办理完成续期, 将对公司部分医疗器械等产品的生产及销售、出口等造成不利影响

行业竞争加剧风险: 公司在生产透明质酸及其他生物活性物质的发酵技术及交联技术方面具有一定技术优势, 但随着近年来生物技术的快速发展, 公司竞争对手的综合实力有所提高, 可能使行业的竞争加剧。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	853.92	2,201.46	2,677.45	3,487.84	3,288.01	营业收入	1,263.15	1,885.57	2,632.49	3,864.65	5,478.61
应收票据及应收账款	223.89	372.98	685.42	479.48	1,171.90	营业成本	253.58	383.57	541.94	813.85	1,208.88
预付账款	16.51	37.10	20.39	71.81	72.90	营业税金及附加	27.34	25.94	36.22	53.17	75.37
存货	176.67	314.51	405.50	641.22	954.59	营业费用	283.75	521.37	934.53	1,391.27	1,972.30
其他	25.99	844.64	584.52	431.32	772.59	管理费用	169.53	182.07	226.39	448.10	528.52
流动资产合计	1,296.98	3,770.68	4,373.27	5,111.67	6,259.99	研发费用	52.87	93.89	136.89	270.53	394.46
长期股权投资	14.52	14.61	14.61	14.61	14.61	财务费用	(23.24)	(12.45)	(13.76)	(17.39)	(19.11)
固定资产	376.21	459.65	528.93	588.73	629.86	资产减值损失	0.71	(3.87)	(3.87)	(3.87)	(3.87)
在建工程	85.67	171.80	139.08	131.45	108.87	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.13	(0.08)	0.01
无形资产	162.89	385.48	370.17	354.86	339.55	投资净收益	10.37	0.45	2.00	2.00	2.00
其他	134.73	169.43	188.79	162.11	165.82	其他	(36.22)	(4.97)	(4.25)	(3.83)	(4.03)
非流动资产合计	774.02	1,200.98	1,241.58	1,251.76	1,258.70	营业利润	524.45	699.58	776.26	910.90	1,324.07
资产总计	2,071.00	4,971.66	5,614.85	6,363.43	7,518.69	营业外收入	1.23	6.24	1.35	5.00	5.00
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	10.70	4.73	2.00	2.00	2.00
应付票据及应付账款	61.37	95.01	188.44	197.83	368.46	利润总额	514.98	701.09	775.61	913.90	1,327.07
其他	190.01	270.69	233.61	314.49	392.39	所得税	91.12	116.48	128.86	151.83	220.47
流动负债合计	291.38	365.70	422.06	512.31	760.85	净利润	423.86	584.61	646.76	762.07	1,106.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	(0.99)	(0.37)	(0.58)	(1.11)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	423.86	585.61	647.12	762.65	1,107.71
其他	62.18	56.41	60.71	59.77	58.96	每股收益(元)	0.88	1.22	1.35	1.59	2.31
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	482.77	572.08	819.81	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.21	(0.79)	(1.15)	(1.73)	(2.84)	成长能力					
股本	430.44	480.00	480.00	480.00	480.00	营业收入	54.41%	49.28%	39.61%	46.81%	41.76%
资本公积	807.19	3,451.53	3,451.53	3,451.53	3,451.53	营业利润	84.47%	33.39%	10.96%	17.34%	45.36%
留存收益	1,286.39	4,071.53	4,653.23	5,313.08	6,221.72	归属于母公司净利润	90.70%	38.16%	10.50%	17.85%	45.25%
其他	(806.78)	(3,452.72)	(3,451.53)	(3,451.53)	(3,451.53)	获利能力					
股东权益合计	1,717.44	4,549.55	5,132.08	5,791.35	6,698.87	毛利率	79.92%	79.66%	79.41%	78.94%	77.93%
负债和股东权益总计	2,071.00	4,971.66	5,614.85	6,363.43	7,518.69	净利率	33.56%	31.06%	24.58%	19.73%	20.22%
						ROE	24.68%	12.87%	12.61%	13.16%	16.53%
						ROIC	36.40%	68.07%	28.24%	31.86%	49.15%
						偿债能力					
						资产负债率	17.07%	8.49%	8.60%	8.99%	10.90%
						净负债率	-47.39%	-48.39%	-52.17%	-60.22%	-49.08%
						流动比率	4.45	10.31	10.36	9.98	8.23
						速动比率	3.84	9.45	9.40	8.73	6.97
						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	7.31	7.38	6.87
						总资产周转率	0.64	0.54	0.50	0.65	0.79
						每股指标(元)					
						每股收益	0.88	1.22	1.35	1.59	2.31
						每股经营现金流	0.92	0.76	1.22	2.03	0.06
						每股净资产	3.58	9.48	10.69	12.07	13.96
						估值比率					
						市盈率	166.24	120.33	108.89	92.39	63.61
						市净率	41.03	15.49	13.73	12.16	10.51
						EV/EBITDA	0.00	45.06	84.45	71.41	49.63
						EV/EBIT	0.00	48.57	88.75	74.86	51.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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