

华熙生物(688363)

科技力赋能，打造品牌帝国

——华熙生物跟踪报告

深度报告

公司研究——医美及化妆品

证券研究报告

报告导读

年初至今润百颜、夸迪业绩爆发，扎实底层科技力支撑产品力，强大品牌矩阵聚合社群群体。

投资要点

- 底层科技力赋能，产品力强大屡造爆款。**华熙拥有从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及食品的全产业链；以微生物发酵技术、交联技术为核心的研发体系全球领先，围绕玻尿酸打造多款爆品。其中，次抛玻尿酸原液系列采用了全球领先的微生物酶切法，并创造性地将医用级 B.F.S 灌装技术与化妆品结合，在功效与技术层面与海外大牌直接对标，是国内罕见的打入高端市场的国产产品。经测算，使用次抛原液的实际年花费已超过雅诗兰黛小棕瓶与兰蔻小黑瓶等国外大牌经典爆品。此外，公司全球领先的发酵技术赋能  $\gamma$ -氨基丁酸、依克多因等生物活性物，实现高质量，低成本的量产，也为下游多领域的产品应用打下坚实基础。
- 功能性护肤品品牌业绩爆发，品牌帝国雏形初现。**公司 2014 年推出润百颜终端护肤品，定位玻尿酸第一品牌。2018 年起 C 端化妆品业务进一步发力，差异化打造品牌帝国，核心品牌肌活 BioMESO 主打油皮透皮易吸收，米蓓尔针对敏感肌群体，夸迪发力冻龄抗衰老的高端群体。同时，公司持续通过头部主播及 KOL 口碑宣传提升品牌声量，卡位各类细分需求的同时，强调“美丽健康快乐”的共同价值理念，吸引“成分党”“功效党”。目前公司建立品牌帝国成效明显，主品牌润百颜和夸迪年初至今经营表现亮眼，夸迪天猫旗舰店 1 月/2 月销售额分别为 7683/5223 万，同比 +25940%/24066%。润百颜天猫旗舰店 1 月/2 月销售额分别为 4199/2848 万，同比增长 368%/229%，远超行业线上同期增速 54%/2%。
- 未来发展：多点开花，不断拓宽品牌与产品边界。**除功能性护肤品业务外，公司积极扩展以玻尿酸为核心的产品边界，近日和杰士邦的合作标志着公司在计生领域的又一大突破。食品领域竞争日趋激烈，但华熙通过 HAPLEX 率先成为本土普通食品原料供应商，并发布玻尿酸食品品牌黑零卡位终端消费市场，发布“水肌泉”抢占国内玻尿酸饮用水的空白市场，展现了公司在食品级玻尿酸领域坐稳龙头的坚定决心。除玻尿酸外，公司持续推进  $\gamma$ -氨基丁酸在食品领域的应用，以及依克多因等其他生物活性物在功能性化妆品领域的应用，进一步拓宽了原料及下游产品的应用边界。
- 盈利预测及估值：**公司原料业务增长稳健，各功能性护肤品品牌受益产品过硬及有效宣传投入下品牌认知度提升有望保持高速增长；医疗终端产品业务 21 年有望恢复增长，食品原料获批也为原料及终端产品业务打开新空间。我们预期公司 21/22 年收入同比增长 41.5%/36.4% 至 37.2/50.8 亿元，归母净利同增 33.4%/32.1% 至 8.6/11.4 亿元，对应 PE 84.8/64.2X。公司在透明质酸领域保持全球龙头地位，踩位功能性护肤的市场热点，研发创新引领市场，储备产品丰富，坚定看好长期发展潜力，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新产品研发、注册进度不及预期；核心人员流失或技术泄露；B 端或 C 端竞争加剧；疫情或其他影响消费环境的黑天鹅事件发生

评级

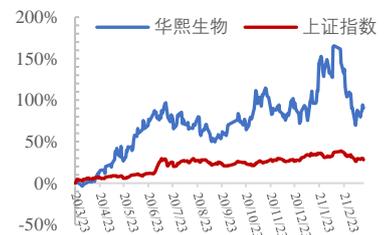
买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 152.79



公司简介

透明质酸原料领域全球龙头，主要业务板块包含透明质酸原料研发生产、医疗终端产品开发生产（医美、骨科、眼科）及润百颜品牌为代表的功能性护肤品业务

相关报告

- 《华熙生物深度：透明质酸全球龙头，廿载厚积薄发尽享行业红利》 2020-08-06
- 《华熙生物：首推股权激励计划，与核心员工分享成长红利》 2021-01-18
- 《华熙生物跟踪报告：“黑零”发布，扬帆起航》 2021-01-24
- 《华熙生物跟踪报告：润百颜及夸迪销售爆发，Q4 收入亮眼高增》 2021-02-25

覆盖分析师

马莉  
执业证书编号：S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

詹陆雨  
执业证书编号：S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

王长龙  
执业证书编号：S1230521020001  
wangchanglong@stocke.com.cn

**财务摘要**

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	<b>1885.6</b>	<b>2631.0</b>	<b>3722.5</b>	<b>5079.3</b>
(+/-)	49.3%	39.5%	41.5%	36.4%
净利润	<b>585.6</b>	<b>644.6</b>	<b>860.0</b>	<b>1136.2</b>
(+/-)	38.2%	10.1%	33.4%	32.1%
每股收益(元)	1.22	1.34	1.79	2.37
P/E	<b>124.5</b>	<b>113.1</b>	<b>84.8</b>	<b>64.2</b>

## 正文目录

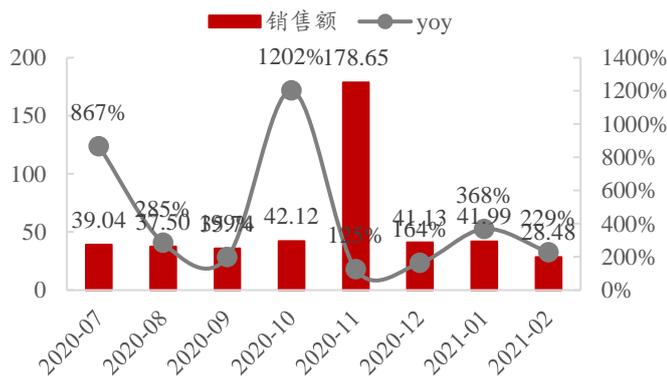
<b>1. 核心竞争力：底层科技力赋能，强大产品力屡造爆款</b>	<b>4</b>
1.1. 四大底层科技力赋能，奠定扎实产品力基础	4
1.2. 技术优势高效转换为经营成果，打造“玻尿酸+”产品矩阵	7
1.3. 明星产品次抛原液对标国外大牌，具有高定价能力	8
<b>2. 营销策略：打造品牌帝国，聚合社群群体</b>	<b>9</b>
<b>3. 未来发展：多点开花，拓宽品牌与产品边界</b>	<b>12</b>
3.1. 透明质酸主业：三大应用领域并驾齐驱	12
3.2. $\gamma$ -氨基丁酸、依克多因等其他生物活性物质储备中	14
<b>4. 盈利预测</b>	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>15</b>

## 图表目录

图 1：润百颜天猫旗舰店销售额及增速（单位：百万元）	4
图 2：夸迪天猫旗舰店销售额及增速（单位：百万元）	4
图 3：华熙生物功能性护肤品收入及 YOY	4
图 4：华熙生物次抛原液产能及产量	4
图 5：同业毛利率比较	5
图 6：核心产品涂抹式玻尿酸原液的不断进化（润百颜 3D 玻尿酸→米蓓尔 4D 玻尿酸→夸迪 5D 玻尿酸）	6
图 7：核心系列次抛型玻尿酸原液均采用 B.F.S 灌装技术	7
图 8：美妆护肤消费态度圈层划分	11
图 9：2020 年日本口服美容市场规模	13
图 10：食品级玻尿酸的应用	13
图 11：黑零品牌发布会及“水肌泉”产品形象	13
表 1：微生物发酵平台赋能其他生物活性物	5
表 2：华熙生物部分功能性化妆品生产技术	6
表 3：华熙生物旗下部分爆款产品	7
表 4：华熙生物次抛玻尿酸原液	8
表 5：华熙生物旗下 2C 业务功能型护肤品主要品牌概况	9
表 6：华熙生物旗下其他功能型护肤品品牌概况	10
表 7：华熙生物与李佳琦、薇娅的部分合作推广产品	11
表 8：华熙生物骨科玻璃酸钠注射液产品销售收入及毛利率	12
表 9：华熙生物医疗终端产品中骨科、眼科品牌及产品	12
表 10：华熙生物已研发出的除透明质酸外其他生物活性物质	14
表 11：日本含 GABA 产品	14
表附录：三大报表预测值	17

**华熙功能性护肤品爆发，增速远超行业平均水平。**根据淘数据，化妆品1/2月淘护肤品行业增速分别达54%/2%。其中，夸迪天猫旗舰店1-2月销售额分别为7683/5223万，同比增长25940%/24066%。润百颜天猫旗舰店销售额分别为4199/2848万，同比增长368%/229%。我们认为，华熙生物功能性护肤品的爆发归功于其通过强有力的底层科技实力为产品赋能，以及持续加码营销打造品牌帝国的发展战略。

图 1：润百颜天猫旗舰店销售额及增速（单位：百万元）



数据来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

图 2：夸迪天猫旗舰店销售额及增速（单位：百万元）

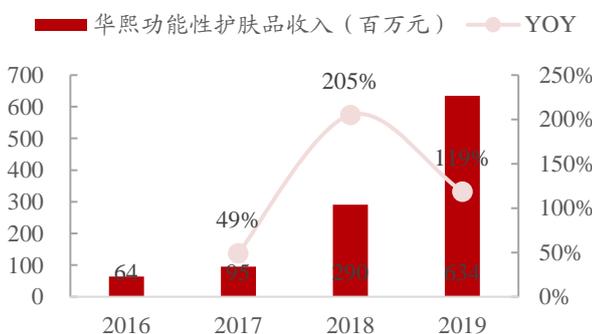


数据来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

## 1. 核心竞争力：底层科技力赋能，强大产品力屡造爆款

**强大产品力的核心是底层科技力，也是公司能够区别于国内其他品牌商的关键所在。**公司在2014年通过润百颜品牌推出功能性护肤品次抛玻尿酸；2018年通过差异化打法进行品牌推广，与李佳琦、薇娅等头部主播合作加码营销；2019年功能性化妆品收入规模已经达到6.3亿元，同比增长达到119%。我们认为，在功能性化妆品方面，公司的底层科技力全球领先，树立了强大的护城河。

图 3：华熙生物功能性护肤品收入及 YOY



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：华熙生物次抛原液产能及产量



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

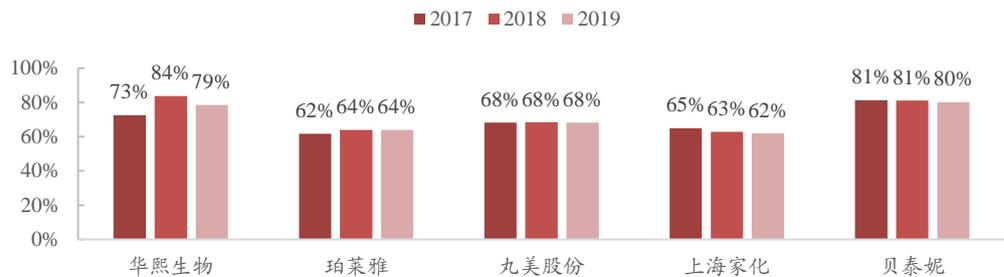
### 1.1. 四大底层科技力赋能，奠定扎实产品力基础

#### (1) 微生物发酵技术：大幅提高产品产率及原料质量，成本优势明显。

公司的微生物发酵技术全球领先，截至2019年公司透明质酸发酵产率可以达到

12-14g/L, 而行业平均产率仅达到 6-7g/L, 生产成本大幅降低; 高产率的同时, 公司通过发酵、纯化、精制等工艺优化, 产品质量超过欧洲药典标准和日本药典标准, 核酸、内毒素等杂质水平分别为 0.01 (A260nm) 和 0.0025EU/mg, 仅为欧洲国际药典标准规定值的 1/50 和 1/20, 产品具有高安全性、高纯度、高稳定度的特性, 在国内审核注册标准最为严格的医药级玻尿酸产品运用都取得了 8 项注册备案资质, 是国内唯一的供应商。

图 5: 同业毛利率比较



注: 仅包含华熙生物功能性化妆品业务

数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**赋能其他生物活性业务, 为依克多因及  $\gamma$ -氨基丁酸等优质活性物的产业化打下坚实基础。**公司依托生物发酵技术平台及产业化优势, 赋能其他生物活性物产品, 包括  $\gamma$ -氨基丁酸、依克多因、聚谷氨酸、麦角硫因, 小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等。其中, 依克多因在国内市场中的应用还不广泛, 限制条件主要为价格, 但其对皮肤的修护能力强大, 且相对于功效类似的神仙水中的 Pitera 或是小棕瓶中的“二裂酵母发酵液溶胞物”, 依克多因分子结构明确, 质量控制相对简单, 未来在功能性护肤品中仍有广阔发展空间。 $\gamma$ -氨基丁酸是日本应用最受欢迎的功能性成分之一, 广泛应用于饮料, 乳制品等。对于改善睡眠, 舒缓压力有明显作用。据公司 2020 年中报披露, 在研项目中的“GABA 口服液”及“GABA 好眠饮人体试食试验”已进入中试阶段。

表 1: 微生物发酵平台赋能其他生物活性物

名称	提取方式	来源	原理	功效
GABA ( $\gamma$ -氨基丁酸)	由国际公认的安全菌株乳酸菌发酵得到	广泛分布于动植物体内	约 30% 的中枢神经突触部位以 GABA 为递质, 促进脑部血液循环和氧的供给量, 随年龄增长和身体机能的老化, GABA 的生成分泌量减少。当体内 GABA 缺乏时, 会产生焦虑、不安、高血压、精神萎靡等情绪, 可通过食用含有 GABA 的食物和营养剂来调节。	用于饮料、可可制品、巧克力、糖果等普通食品中, 具有改善睡眠、缓解焦虑、舒缓压力、激发脑活力等作用。
依克多因 (四氢甲基嘧啶羧酸)	微生物发酵技术	嗜盐菌 (高温、干燥、强 UV 照射、高盐度环境)	作为极端微生物在极端环境下赖以生存的重要物质, 可以促进水分子团簇的缔合, 在 DNA、蛋白质周围形成水化层, 从而可以保护微生物内部大分子 (蛋白质、酶核酸) 和细胞膜, 使其免受紫外线、高温、高盐的损害。	修复肌肤、抗污染、防晒、晒后修复、抗衰等
聚谷氨酸钠	微生物发酵技术	纳豆	以谷氨酸为结构单元, 通过酰胺键形成的同构型多肽生物高分子。目前发现的唯一能够促进更多天然保湿因子蓄积的化妆品原料。	保湿、淡化细纹、抗衰等
麦角硫因	对猴头菇和松茸的联合发酵	人体中天然存在的细胞保护剂和抗氧化剂	皮肤角质细胞和成纤维细胞的细胞膜和线粒体膜上存在麦角硫因转运蛋白 OCTN1。麦角硫因经 OCTN1 转运进入细胞和线粒体, 清除自由基。麦角硫因松茸提取物可以保护 DNA 和线粒体, 减少细胞凋亡。	减少紫外线和棕色斑, 改善细纹和粗糙度, 提高皮肤弹性

资料来源: 公司官网、浙商证券

## (2) 微生物酶切法: 打造功能性护肤品爆款系列的核心技术。

华熙生物是全球首家使用微生物酶切法大规模生产寡聚透明质酸的公司。市场上

商业化透明质酸原料分子量一般在 500kDa-2000kDa 之间，而公司可覆盖 2kDa-4000kDa 分子量透明质酸，寡聚透明质酸(分子量 ≤ 10kDa)的酶切技术于 2019 年获得第 21 届中国专利金奖。寡聚玻尿酸具有透皮，高吸收率，高渗透率的特点。其中，公司研发生产的 miniHA 在 24 小时内的透皮率可达 69.5%；microHA 最小分子量 ≤ 3kDa，在 24 小时内的透皮率可达 90%(透皮率越高，皮肤吸收营养效果更好)。

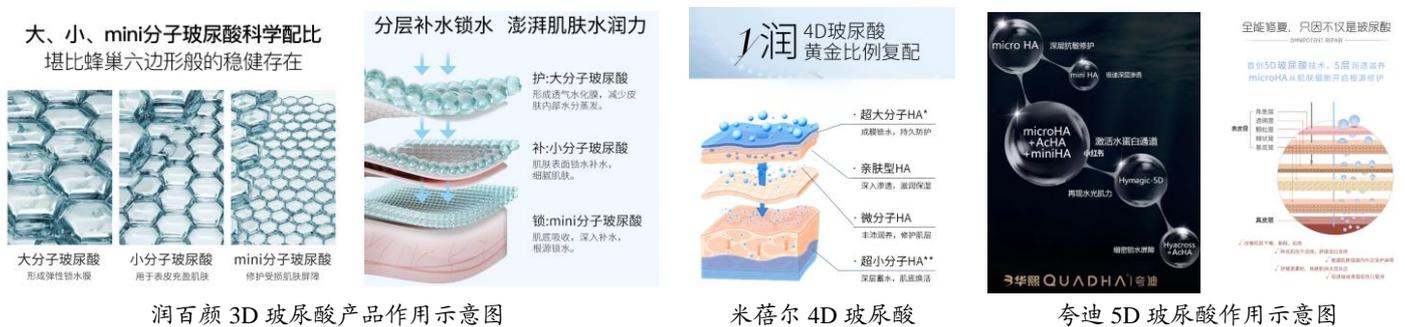
表 2：华熙生物部分功能性化妆品生产技术

INCI 名称	分子大小	技术	功效	应用	
Hyacross®透明质酸弹性体	透明质酸钠交联聚合物	超高分子量	透明质酸弹性体及其应用	三维立体网状结构，具有成膜性，可以在皮肤表面形成一层透气薄膜，抵抗雾霾，灰尘，紫外线等对皮肤的侵袭	保湿、抗衰老、防晒抗污染等类型产品(e.g.夸迪 5D 次抛玻尿酸系列)
超小分子 HA	水解透明质酸钠 miniHA	≤ 10kDa	酶切法制备寡聚透明质酸钠的方法及所得寡聚透明质酸钠及其应用	透皮吸收，修复受损细胞，增强皮肤抗氧化能力，抗衰老达到深层保湿效果	润百颜次抛玻尿酸原液
熙敏修™超活透明质酸	水解透明质酸钠 microHA	≤ 5kDa (最小可 ≤ 3kDa)	酶切法制备寡聚透明质酸钠的方法及所得寡聚透明质酸钠及其应用	减轻紫外线、化学物质、微生物污染等引起的炎症，缓解皮肤敏感状态；清除自由基，修复紫外线或化学物质刺激造成的皮肤细胞损伤，重塑健康皮肤屏障	具有舒敏、祛红、修复、祛痘等功效诉求的膏霜、面膜、凝胶、洗面奶、牙膏、漱口水、头皮护理等产品 (e.g.夸迪 5D 玻尿酸系列)
Hymagic™-AcHA	乙酰化透明质酸钠	-	-	亲水性和亲脂性，双倍保湿、修护角质屏障、提高皮肤弹性等生物活性，改善肌肤干燥粗糙状态，令肌肤柔软有弹性	应用于精华、面膜、膏霜、乳液等化妆品 (e.g.米蓓尔 4D 次抛玻尿酸原液)

资料来源：公司官网、网络公开资料、浙商证券

基于全球领先的微生物酶切法，公司打造了润百颜次抛玻尿酸原液（主打 miniHA）、米蓓尔 4D 玻尿酸系列（包括 Hyacross 超大分子 HA+miniHA）夸迪 5D 玻尿酸系列（包含 Hyacross、Hymagic-5D、microHA、miniHA、AcHA 五大玻尿酸分子，能够分别作用于皮肤角质层、透明层、有棘层、颗粒层、基底层，起到深层补水、强力锁水作用）等多款爆款产品。

图 6：核心产品涂抹式玻尿酸原液的不断进化（润百颜 3D 玻尿酸→米蓓尔 4D 玻尿酸→夸迪 5D 玻尿酸）



数据来源：润百颜天猫旗舰店、米蓓尔天猫旗舰店、小红书，浙商证券研究所

### (3) 梯度 3D 交联技术：赋能医药级玻尿酸。

未经修饰的天然透明质酸在体内由于透明质酸酶、自由基等的存在，极易被降解和吸收，公司通过梯度 3D 交联技术解决了透明质酸定向交联、有效交联及交联精准度控制三大技术难题，实现了不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制，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。目前公司的透明质酸交联技术平台与国际先进水平同步，华熙也成为少数同时拥有单双相交联产品的玻尿酸药械品牌。

**(4) B.F.S 高温一体瞬时灌装技术：医药级灌装技术嫁接护肤品生产，生产安全性远超普通化妆品公司。**

B.F.S 也叫“三合一”技术，即吹瓶 (Blow) - 灌装 (Fill) - 封口 (Seal)，是医用无菌灌装技术，其能实现高度自动化生产，灌装流程少于 14 秒，具有安全、高效、环保、便捷的特点。公司是国内市场首先采用也是唯一将 B.F.S 吹灌封一体化顶级医药级灌装设备用于高端护肤品生产的企业。利用 B.F.S 灌装技术开发生产的系列无菌、无防腐剂小包装次抛型玻尿酸原液产品在生产安全性方面远超同业。

**图 7：核心系列次抛型玻尿酸原液均采用 B.F.S 灌装技术**



数据来源：天猫商城截图，浙商证券研究所

**1.2. 技术优势高效转换为经营成果，打造“玻尿酸+”产品矩阵**

背靠强大的研发生产能力，华熙生物在 2018 年发力 2C 功能性护肤品后屡造爆品，围绕“玻尿酸+”打造强大产品矩阵。截至 2020H1 公司已申请 230 项专利（含 192 项发明专利），其中已获授权专利 74 项；化妆品原料及护肤品相关在研项目达 33 个，合计投入 1.1 亿元。公司不断将技术成果转换为经营成果，赋能以玻尿酸为中心的产品矩阵。“HyaColor 玻尿酸+口红”组合打造了公司“出圈”的爆款故宫口红；“3D 玻尿酸+麦角硫因松茸提取物+苯乙基间苯二酚”的组合打造了具有提亮肤色作用的 377 小灯管次抛原液，单月销售额 324 万（统计区间为 21 年 2 月 6 日至 3 月 7 日，下同）。“5D 玻尿酸+纳豆提取液等其他抗痘成分”的组合打造了针对痘肌的平衡水油产品，单月销售额 1088 万；“5D 玻尿酸+牛奶精粹+苯乙基间苯二酚”的组合打造了具有“牛奶肌”效果的 377 润养奶皮面膜。“5D 玻尿酸+CT50”的组合打造了抗老焕活的动能支撑霜，单月销售额达 3309 万元。

**表 3：华熙生物旗下部分爆款产品**

品类	爆款	品牌	产品功效	核心成分	价格	销量数据
次抛型玻尿酸	玻尿酸原液水润次抛安瓶	润百颜	改善细纹、亮肤、补水保湿	3D 玻尿酸	419 元 /45ml	2020 年双十一 60 分钟销量破 500 万支，截至 2020 年 11 月累计销量超 1170 万支；单月 GMV 1371 万，约占品牌 GMV 的 34%
原液（精	5D 玻尿酸焕颜精粹次抛精华原液	夸迪	专为熬夜定制	5D 玻尿酸+蓝铜胜肽+二裂酵母	656 元 /30ml	单月 GMV 970 万元，占品牌 GMV 的 12%
	5D 玻尿酸战痘绿	夸迪	呵护痘肌；	5D 玻尿酸	462 元	截至 2020 年 12 月 8 日，销量达 908 万支；

华)	次抛原液	平衡水油	四肽-1、棕榈酰三肽-8 北美金缕梅、小白菊等	/30ml	单月 GMV 1088 万元, 占品牌 GMV 的 13%
	377 小灯管次抛原液	润百颜	提亮肤色	智慧玻尿酸+377 (苯乙基间苯二酚)+麦角硫因松茸提取物	466 元 /30ml 单月 GMV 324 万, 占品牌 GMV 的 7%
口红	故宫口红	润百颜	口红、保湿	Hyacolor 玻尿酸	199 元/支 2019 年 1-3 月贡献销售额 2416.3 万元
水乳	粉水润养精华水乳	米蓓尔	水润亮泽	二裂酵母提取液、维生素 B12、依克多因	198 元 /100ml 单月 GMV 589 万, 占品牌 GMV 的 40%
面霜	5D 玻尿酸动能支撑轻龄霜	夸迪	焕活年轻、嫩肤补水	5D 玻尿酸+依克多因+CT50	820 元/50g 单月 GMV 3309 万元, 占品牌 GMV 的 41%
	5D 高光凝时平衡面膜	夸迪	“钻光肌”, 水润亮肤	5D 玻尿酸+麦角硫因+富勒烯	398 元/5 片 单月 GMV 2113 万, 占品牌 GMV 的 26%
面膜	377 润养奶皮面膜	润百颜	牛奶肌, 嫩滑亮颜	玻尿酸 (miniHA)+牛奶精粹+377 (苯乙基间苯二酚)	179/5 片 单月 GMV 695 万, 占品牌 GMV 的 16%
	固态冻干面膜	米蓓尔	深入补水 晒后舒缓	玻尿酸+麦角硫因+山毛榉	200 片/10 片 单月 GMV 104 万, 占品牌 GMV 的 7%

资料来源: 天猫旗舰店、浙商证券研究所

注: 单月 GMV 数据取自 2021.2.6-2021.3.7

### 1.3. 明星产品次抛原液对标国外大牌, 具有高定价能力

**明星产品次抛玻尿酸原液定位独特, 特点鲜明, 国内尚未出现相匹敌竞品。**公司于 2014 年推出次抛型玻尿酸原液, 充分发挥玻尿酸首次将医药级灌装技术与化妆品进行结合, 打造“一次一抛”的原液概念, 细分赛道尚无可比竞争者。截至目前, 公司围绕次抛原液明星产品已打造了数十个相关 SKU, 覆盖旗下多个品牌: 包括润百颜玻尿酸原液水润次抛安瓶、夸迪 5D 玻尿酸焕颜精粹次抛精华原液、夸迪 5D 玻尿酸战痘绿次抛原液、润百颜 377 小灯管次抛原液、米蓓尔多元微导玻尿酸原液修护等。其中爆款润百颜水润玻尿酸原液上市以来截至 2020 年 11 月, 累计销量超过 1179 万支; 单月销售额达 1371 万, 占同期润百颜总销售额的 34%。

**次抛玻尿酸原液与国外大牌对标, 拥有强大定价能力。**国产品牌通常以性价比高, 包装设计好看, 新媒体营销强势为主要卖点, 主要覆盖中低端市场; 海外品牌通常品牌力强大, 强调产品技术及功效, 占据高端市场。华熙生物次抛原液系列特点鲜明, 叠加强大研发技术实力, 在技术和功效上方面国外大牌直接对标, 打造了国内首屈一指拥有高定价能力的护肤品牌。以次抛原液销量第一的润百颜次抛玻尿酸水润原液和知名海外大牌的精华产品为例, 次抛原液标价为 788 元/45ml, 但日常促销价为 419 元/45ml, 产品每支 1.5ml, 一天使用一次, 一个月使用完毕。SKII 神仙水/雅诗兰黛小棕瓶/兰蔻小黑瓶的标价分别为 1540/640/760 元/30ml, 天猫旗舰店官网客服建议可使用时间分别为 3/2/2 个月。计算得消费者使用润百颜次抛玻尿酸原液的月均花费为 419 元, 年均消费为 5028 元, SKII 神仙水/雅诗兰黛小棕瓶/兰蔻小黑瓶月均花费分别为 513/320/380 元, 年均消费分别为 6100/3840/4560 元。从实际花费来看, 次抛玻尿酸原液的价格带已超过雅诗兰黛和兰蔻, 仅次于神仙水。

表 4: 华熙生物次抛玻尿酸原液



品牌	BIOHYALUX® 润百颜®	SK-II	ESTÉE LAUDER 雅诗兰黛	LANCÔME PARIS
功效	深度补水、细腻肌肤、淡化细纹痘印、平衡水油	滋润肌肤；保湿细腻；平衡油脂；舒缓晒伤红肿；平衡 pH 值	肤色匀净；保湿柔润；紧致提升；充盈饱满；弹性增加；纹路减退；肤质强韧	抗衰老；细腻皮肤；抗菌消炎；增强皮肤屏障；促进皮肤角质层锁水
核心成分	透明质酸钠 水解透明质酸钠	覆膜酵母菌发酵产物滤液 (pitera)	麦角硫因、二裂酵母发酵产物溶胞物	二裂酵母发酵产物溶胞物、LR2412 (四氢茉莉酸钠)
价格 (元)	419	1540	640	760
容量 (ml)	45	230	30	30
单位价格 (元/ml)	9.31	6.70	21.33	25.33
使用时间 (月)	1	3	2	2
平均每年花费 (元)	5028	6160	3840	4560
平均每月花费 (元)	419	513	320	380
用量	1.5ml/支 一天一次	3-5 滴 (约一滴管)/次 一天两次 (早晚)	3-5 滴 (约一滴管)/次 一天两次 (早晚)	3-5 滴 (约一滴管)/次 一天两次 (早晚)

注：SKII、雅诗兰黛、兰蔻均采用天猫旗舰店标价，润百颜该款产品定价为 788 元/45ml，日常活动价为 419 元/45ml，采用日常价进行估算

资料来源：天猫旗舰店、浙商证券研究所

## 2. 营销策略：打造品牌帝国，聚合社群群体

**功能性护肤品品牌帝国雏形初现。**公司作为全球第一大透明质酸原料厂商，由上游生产向下游品牌进军的决心坚定。以润百颜、夸迪、肌活和米蓓尔为核心，已在功能性护肤品领域布局 11 个品牌。2014 年推出润百颜终端护肤品，2018 年起对 C 端化妆品业务进一步发力，陆续推出肌活、米蓓尔、夸迪等多个核心功能型护肤品牌。各品牌瞄准各类细分人群及细分需求，差异化定位分明。润百颜是公司的核心战略品牌，全品类发展，定位中高端人群；肌活 BioMESO 主打油皮透皮易吸收；夸迪定位高端人群，发力冻龄抗初老领域。米蓓尔定位敏感肌。

表 5：华熙生物旗下 2C 业务功能型护肤品主要品牌概况

2C 品牌	润百颜	BioMESO 肌活	米蓓尔	夸迪
品牌	BIOHYALUX® 润百颜®	 BioMESO 肌活 DERMAL SCIENCE LABORATORY	 MEDREPAIR® 米蓓尔	 QUADHA® 夸迪
创立时间	2012 年医美产品上市 2014 年终端护肤品上市	2018 年	2018 年	2018 年
品牌定位	玻尿酸第一品牌 全品类，中高端人群	专注肌底液 针对成分党	针对敏感肌，4D 玻尿酸 专业功能性护肤	高端院线品牌 冻龄抗初老，5D 玻尿酸复配科技为核心
品牌理念	智慧玻尿酸 科技护肤	“透皮好吸收”的护肤理念	分级修护·量肤定制	安心、轻盈、高效，针对时间美学
产品形象				
主要产品系列	次抛大师系列 水光盈透护肤系列 故宫口红系列 水光盈透底妆系列	肌底液系列 糙米精华水 蜂王浆控油乳	多元修护润养水 多元玻尿酸精华水 多元微导次抛精华液 角质重构乳霜	5D 玻尿酸次抛原液系列 5D 玻尿酸水活修复喷雾 水漾美肌多肽冻干粉

代表性 产品定价	蜂巢玻尿酸水润次抛原液 419元/45ml 蜂巢玻尿酸紧致次抛原液 489元/45ml	虾青素肌底液 238元/30ml 传明酸肌底液 238元/30ml 玻尿酸肌底液 218元/30ml 水杨酸肌底液 218元/30ml	多元修护润养水“粉水” 168元/100ml 多元微导次抛精华液 388元/45ml 多元玻尿酸精华水 208元/260ml	5D 玻尿酸焕颜精粹次抛原液 558元/30ml 5D 玻尿酸清润次抛原液 368元/30ml 多肽冻干粉 680元/12组
-------------	--	--	---	--

数据来源：各品牌天猫旗舰店、公司官网、浙商证券研究所

**2020 年华熙旗下功能性护肤品业务收入体量翻倍增长，已经成为公司最大收入来源。**除主要的 4 款功能性护肤品牌外，公司还建立了主打灌注液的护肤品牌德玛润，专为生活美容院线打造的润月雅，针对熟龄肌的丝丽，高端母婴个护品牌润熙禾，专注头皮健康养护的佰奥本集等 7 个品牌。

表 6：华熙生物旗下其他功能型护肤品品牌概况

品牌	创立时间	品牌定位	产品理念	产品形象	产品系列	代表性产品定价
 德玛润	2017 年	灌注液 定制向肌肤 护理	量肤定制， 灌注美肌		灌注液 H+ 新一代灌注液 H+ 经典玻尿酸洗护	德玛润喷泉活水乳 二合一玻尿酸保湿 补水乳 109元/100ml
 佰奥本集	2019 年	专注头皮健 康养护的玻 尿酸产品	头皮是秀 发的生命 源泉		星空马卡龙玻尿酸洗发露系列 鱼子酱系列臻护奢养蒸汽发膜 玻尿酸头皮次抛精华系列 咖啡因头皮咖啡馆系列	生姜头皮洗发水健 发洗发露套装 149元/300ml
 润熙禾	2019 年	母婴玻尿酸 功能个护	呵护宝宝 肌肤，从孕 期开始		水孕妈妈护肤系列 飞机宝宝霜系列 玻尿酸健肤洗发沐浴系列 宝宝臀部护理系列	婴幼儿保湿霜新生 婴儿滋润润肤霜 39元/5支
 丝丽	2003 年	现代女性的 高端复合营 养素品牌 (ToB)	细胞年轻 化		CYTOCARE 丝丽动能素 516 CYTOCARE 丝丽动能素 532 CYTOCARE 丝丽动能素 715	法国丝丽 532 水光针 169元/支
 润月雅	2013 年	针对生活美 容院线 专注修护补 水 (ToB)	为科技美 肤伴侣		唤醒系列 致御系列 本我系列	润月雅水光针深层 补水淡化细纹套餐 319元/次
 海宝诗	2019 年	宠物洗护 营养护理	美的不止 是表面		海宝诗免洗慕斯 玻尿酸蓬松塑形香波 玻尿酸闪亮顺滑香波 玻尿酸劲爽净味香波	海宝诗宠物玻尿酸 沐浴露 16.9元/500ml
 甜朵	2019 年	专业院线护 肤到科技家 庭护肤 (ToB)	“妆食同 源”		院用护理套包系列 安肌舒润系列 蜜茶养护系列	-

资料来源：公司官网、天猫旗舰店、浙商证券研究所

**积极通过营销组合拳进一步提升 C 端品牌力。**公司 2020 年进行品牌重塑，加码各渠道营销力度：

- **头部主播加强核心品牌曝光度，打爆单品。**公司功能性护肤品第一批队的润百颜、肌活、米蓓尔、夸迪四大品牌与李佳琦、薇娅进行深度合作，其中润百颜/肌活与薇娅直播间合作、夸迪/米蓓尔与李佳琦直播间合作，差异化营销的同时进一步提升了品牌知名度，拓展用户群体，据浙商证券研究所统计，平均每场

直播观看人次超 1600 万,其中李佳琦直播间夸迪的“小蓝抛(焕颜精粹次抛原液)”2 秒销量破万。

表 7: 华熙生物与李佳琦、薇娅的部分合作推广产品

李佳琦直播间推荐	薇娅直播间推荐
夸迪 极光次抛原液	润百颜 玻尿酸原液
夸迪 焕颜精粹次抛原液	BM 肌活 糙米水
米蓓尔 多元修护润养水	BM 肌活 虾青素
夸迪 5D 高光凝时平衡面膜	润百颜 眼膜
夸迪 5D 玻尿酸战痘绿次抛原液	润百颜 水润次光原液
夸迪 美白精华	润百颜 377 次抛原液
米蓓尔 轻龄紧致修护面膜	BM 肌活 虾青素传明酸面膜

资料来源: 抖音、浙商证券研究所

- **医院专家坐镇+敏感肌/专业美妆博主口碑营销, 营造“科技护肤/专业护肤”的品牌形象, 圈粉“成分党”、“功效党”。**事实上, 随国内美妆护肤行业的发展, “成分党”已成为最大的消费群体之一。艾瑞咨询基于 3000 多位消费者的调研显示, 成分与功效已成为 2020 年中国美妆护肤消费者购买时考虑的第一大因素。公司持续输出玻尿酸相关概念, 加强市场对于“智慧玻尿酸”“小分子”“次抛”等核心概念的认知。以米蓓尔为例, 米蓓尔作为针对敏感肌的品牌, 在宣传上尤其注意与专业人士的互动。包括: 以知名检测机构+六大三甲医院皮肤科临床测试作为背书; 微博邀请皮肤科大夫分享使用感受; 敏感肌美妆博主、垂直类媒体宣传铺开等, 圈粉敏肌类人群。

图 8: 美妆护肤消费态度圈层划分



数据来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

- **创造情感共鸣, 沉淀用户群体。**2018 年华熙通过故宫口红系列惊艳亮相, 成功的要点即是在滋润保湿的基础健康功效上, 打造消费者与中国传统文化的共鸣。据招股书披露, 故宫口红仅在 2019 年 1-3 月就为公司贡献 2416.3 万的营业收入, 斩获“天猫美妆奖年度 IP 合作款”。2020 年起公司进一步发力营销, 传递“美丽健康快乐”的共同价值理念, 目前润百颜核心品牌主要电商平台新(老)二次转化率保持在 20%左右, 展现客户黏性。未来公司将继续以润百颜为核心, 着力打造“全球第一大玻尿酸品牌”。

### 3. 未来发展：多点开花，拓宽品牌与产品边界

#### 3.1. 透明质酸主业：三大应用领域并驾齐驱

除功能型护肤品业务，公司以玻尿酸为核心，在日化、医药、食品领域多点开花，不断扩展品牌矩阵与产品边界。

##### ➤ 医药领域：

**原料业务：**公司是国内唯一的医药级玻尿酸供应商，玻尿酸产业化规模全球第一，全球原料市占率达39%；加上2020年通过并购揽获行业排名第四的东辰生物（佛斯特）8%的市场份额，总市场份额高达47%。

**医美终端产品：**公司2020年8月推出新产品润致娃娃针，利用HEC高效微交联技术（交联度为0.6）延长降解时间，使产品持久度较非交联透明质酸水光更长，可促进胶原纤维的生成并通过网格化锁水及修复皮肤张力的作用，实现“补水+紧致+平纹”三效合一，同时利多卡因缓释技术也有效降低注射疼痛。

**医药级玻尿酸产品：**华熙旗下骨科玻璃酸钠注射液海力达推广顺利，2019年收入贡献达到8146万元。华熙生产的玻璃酸钠注射液在国内率先采用终端湿热灭菌方式，被CFDA采纳为该产品的标准灭菌方式，其开发的骨科产品玻璃酸钠注射液海力达分别在2013/2014年取得欧盟三类医疗器械CE认证/CFDA药品批文，截至2019年，海力达作为医保乙类处方药已经中标23个省份的集中招标采购，2018年在国内市占率达到9.1%（以销量计），2019年骨科注射液收入规模达到8146万元（+37%），市占率持续提升；作为眼科手术垫的医用透明质酸钠凝胶海视健目前营收规模较小（2018年收入800万左右），目前其市场团队也在不断增加覆盖区域与医院，并与知名眼科集团展开合作扩大影响力。

**表8：华熙生物骨科玻璃酸钠注射液产品销售收入及毛利率**

	2016	2017	2018	2019
骨科注射液收入（百万元）	18.65	24.27	59.32	81.46
YOY		30.09%	144.43%	37.32%
销售量（万支）	60.80	67.73	129.29	151.80
YOY		11.39%	90.89%	17.41%
平均售价（元/支）	30.68	35.83	45.88	53.66
毛利率	39.81%	68.66%	78.84%	82.15%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

**表9：华熙生物医疗终端产品中骨科、眼科品牌及产品**

产品类别	产品名称	华熙旗下品牌	主要用途
骨科注射液	玻璃酸钠注射液	海力达	适用于膝关节骨关节炎、肩周炎等
眼科黏弹剂	医用透明质酸钠凝胶	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

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

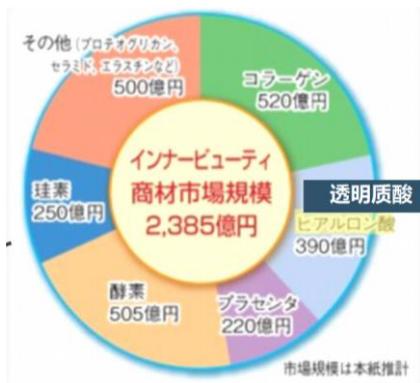
##### ➤ 食品领域：

**百亿级玻尿酸食品原料市场，华熙原料端（HAPLEX Plus）及品牌端（“黑零”）两手抓，已占领市场先机。**参考日本，日本2020年口服透明质酸原料产品市场规模为390亿日元（合23.5亿人民币），占日本口服美容产品原料市场规模的16.4%。考虑口服美容市场的主力消费者为女性，日本15-64岁女性数量大约为4000万人，我国同年龄层女性人数达到4.8亿人，随着终端产品的丰富以及消费者认知的提升，我

们认为长期来看国内透明质酸食品原料也拥有百亿级别的消费市场。

**(1)原料端:** 华熙从 2004 年开始申请将透明质酸作为保健品及普通食品原料, 2008 年获批成为保健食品原料, 2021/1/7 其 HAPLEX Plus 透明质酸钠产品正式获批适用范围扩大至普通食品即乳及乳制品、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、冷冻食品, 不包括婴儿食品, 有利于华熙 HAPLEX 产品进一步强化在原料市场的龙头地位。2021 年 2 月 3 日 Wonderlab 玻尿酸软糖上市, 是国内首个上市销售口服玻尿酸软糖产品, 也是 HAPLEX®Plus 透明质酸钠在国内的首个软糖食品应用案例。

图 9: 2020 年日本口服美容市场规模



数据来源: HAPLEX 口服美容食品应用交流会, 浙商证券研究所

图 10: 食品级玻尿酸的应用



Wonderlab 玻尿酸软糖



诺心 LECAKE 蛋糕

数据来源: Wonderlab 官方店铺、诺心 LECAKE 官方微信、浙商证券研究所

**(2)品牌端:** 紧抓原料市场的同时, 华熙也在 21 年 1 月 22 日推出首个玻尿酸品牌“黑零”, 该品牌定位黑科技+零添加, 产品覆盖各个生活、工作场景, 目前已有产品布局包括透明质酸白芸豆纤维咀嚼片、透明质酸 GABA 舒眠抗衰软糖、透明质酸 GABA 叶黄素酯脑活力 UP 明目软糖、透明质酸西洋参饮、透明质酸胶原水光饮、透明质酸 GABA 胶原燕窝饮六款产品, 主打健康瘦身、安眠舒压、护肝养胃、美白抗氧化等功效。

3 月 22 日华熙推出国内首款玻尿酸饮用水“水肌泉”, 持续抢位玻尿酸食品市场。每瓶水容量为 420ml, 定价 46.8 元/6 瓶, 每瓶含 66mg 食品级玻尿酸 HAPLEX Plus, 0 糖 0 脂 0 卡, 充分满足时下消费者日益增长的健康需求, 体现了公司继润百颜、夸迪、米蓓尔等 2C 功能性护肤品品牌的成功打造食品领域现象级品牌的野心。

图 11: 黑零品牌发布会及“水肌泉”产品形象



数据来源: 发布会直播截图, 华熙生物公众号, 浙商证券研究所

➤ 日化领域:

除积极布局功能性化妆品外，公司于 21 年 3 月 5 日牵手杰士邦实现在计生应用领域再度突破。公司早在 2018 年就立项开展“HA 在计生用品领域的应用研究”项目，推出了“Hyadom<sup>™</sup>透明质酸润滑液”，将透明质酸原料用于计生领域的产品，并为多个国际知名计生用品品牌提供原料产品。近日公司与杰士邦的合作将进一步扩大玻尿酸在计生健康领域的渗透，扩大公司的产品版图范围，为消费者提供更加安全健康、体验更为舒适的产品。

### 3.2. $\gamma$ -氨基丁酸、依克多因等其他生物活性物质储备中

公司在其他生物活性物上的布局值得关注。除透明质酸，公司同样发力其他生物活性物研发，拓展至  $\gamma$ -氨基丁酸、依克多因、银耳多糖、聚谷氨酸、神经酰胺、糙米发酵滤液、纳豆提取液、乙酰壳糖钠等多元生物活性物质产品。

**表 10：华熙生物已研发出的除透明质酸外其他生物活性物质**

生物活性物质	作用和应用领域
$\gamma$ -氨基丁酸 (GABA)	天然抗衰老因子，舒展皱纹，光滑肌肤，促进细胞新生，修护受损肌肤，促进 HA 与胶原蛋白合成；用于护肤、护发、彩妆产品，及饮料、糖果、保健食品、食品
熙安颜 <sup>™</sup> 依克多因	舒缓修护，防晒，保湿，抗老化，抗压防护；用于医药产品，及护肤、护发、彩妆产品
Hyafactor <sup>®</sup> -PGA 聚谷氨酸钠	促进天然保湿因子蓄积，减缓 HA 降解，与 HA 协同增效，增强皮肤持水能力，提高皮肤弹性和柔软度，抑制黑色素合成；用于医药产品，护肤、护发产品，食品
Hyafactor <sup>®</sup> -SG 小核菌胶水凝胶	增强皮肤屏障，高效滋润干燥、粗糙肌肤，提供柔滑清爽的肤感；用于护肤产品
纳豆提取液	保护皮肤屏障，多重保湿；提高细胞活力，减少脂褐素累积；抗炎舒缓，抗氧化；用于护肤产品
糙米发酵滤液	提高细胞活力；促进细胞新生和组织修护；抗氧化，延缓肌肤衰老；改善肤色；用于护肤产品
麦角硫因	清除自由基、防止紫外线辐射损伤、调节细胞内的氧化还原反应、参与皮肤细胞内能量调节以及细胞生理保护；用于护肤产品

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

- $\gamma$ -氨基丁酸 (GABA)：紧跟市场热点，精准狙击“高压族”“睡眠障碍者”“都市白领”等细分客户群体。**  $\gamma$ -氨基丁酸是人体存在的一种非蛋白质氨基酸，对人体神经调节起着至关重要的作用。长期处于兴奋状态的神经元细胞难以得到放松，而外源性 GABA 进入细胞后，通过和 GABA a 受体结合，可提高细胞膜对阴离子的通透性，使细胞外阴离子 (CL<sup>-</sup>) 进入细胞内，让神经元细胞由兴奋变为静息状态，从而达到使神经元和大脑放松，改善睡眠，舒缓压力等功效；此外，还可以改善皮肤暗沉，淡化皱纹，减缓衰老。GABA 的功效性精准踩位当下年轻人对“抗压”“助眠”“缓解疲劳”“改善皮肤暗沉”等方面的需求。

**对标日本，GABA 在中国市场的认知度及普及度还有较大提升空间。**据英敏特全球新产品数据库 (GNPD) 查询，2020 年在日本机能标示食品功能性成分中 GABA 排名第 1 (透明质酸排名第 8)，而中国主打 GABA 的产品极少。公司基于全球领先的微生物发酵平台及 20 多年的研发技术，生产出的 GABA 具有天然安全、高纯度、高稳定性的特点，且生产成本远低于同业，具有强大市场竞争力。从产品端来看，公司生产的 GABA 已运用至 Wonderlab 睡眠软糖，未来黑零首发的 6 款产品中将有 3 款产品含有 GABA 成分，具有舒眠、提亮等功效。

**表 11：日本含 GABA 产品**

明治功能性酸奶	明治功能性咖啡饮料	Tohato 功能性葡萄干饼干
---------	-----------	-----------------

图例



GABA 含量	12.3mg/瓶	28mg/瓶	28mg/瓶
功效	针对高血压人群	减少工作产生的精神压力	缓解精神疲劳

资料来源：网络公开资料、浙商证券研究所

- **依克多因：超强修复，高端护肤成分。**依克多因提取自嗜盐菌，是嗜盐菌在极端微生物在高温、干燥、强 UV 照射、高盐度环境等极端环境下赖以生存的重要物质。依克多因可以促进水分子团簇的缔合，在 DNA、蛋白质周围形成水化层，从而可以保护微生物内部大分子（蛋白质、酶核酸）和细胞膜，使其免受紫外线、高温、高盐的损害。依克多因运用至化妆品中具有舒缓修护，防晒，保湿，抗老化等作用。Merck 资料显示，4.0%依克多因能减少 80%-90%的因紫外线照射引起的晒伤细胞的形成；当皮肤细胞受到环境压力时(如高温、紫外线照射)，1.0%的依克多因能快速应急，防止细胞损伤，将自愈修复速度提升至原有的 2-3 倍。因其强大的修复功能，国际高端产品线中常见其身影，如雅诗兰黛莹润保湿竹粹水、资生堂蓝胖子防晒、资生堂红腰子眼部精化、贝德玛皙妍倍护防晒喷雾等。

**基于强大发酵技术自主生产，走在国内依克多因的运用前列。**依克多因用于化妆品已有 30 多年的历史，但 2019 年以前因专利及价格限制，国内对于依克多因的运用尚处于起步阶段：一方面，2019 年前德国 Merck 公司持有依克多因的化妆品专利，国产化妆品使用该成分受限；另一方面，早期依克多因十分稀有，难以人工合成且成本高昂，国外一千克依克多因价格可达上万美元，成本高昂。而华熙基于领先的微生物发酵技术自产依克多因，使成本远低于行业平均水平，提升获利空间。目前华熙已将依克多因运用于夸迪动能支撑轻龄霜、BM 肌活赋活焕能肌底精华水、米蓓尔闪释冻干面膜等产品中。

## 4. 盈利预测

公司原料业务增长稳健，功能性护肤品业务旗下润百颜/夸迪/米蓓尔受益产品过硬及有效宣传投入下品牌认知度提升有望保持高速增长；医疗终端产品业务 20 年疫情下经历回调 21 年有望恢复增长，作为食品原料获批也为原料及终端产品业务打开新空间。我们预期 21/22 年收入同比增长 41.5%/36.4%至 37.2/50.8 亿元，归母净利润同增 33.4%/32.1%至 8.6/11.4 亿元，对应 PE 84.8/64.2X，公司在透明质酸领域保持全球龙头地位，研发创新引领市场，储备产品丰富，坚定看好长期发展潜力，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

(1) 新产品研发、注册进度不及预期的风险：生物医药行业研发周期长、投入高、技术注册审批手续严格，若新产品推出速度不及预期或合作开发商出现负面新闻，可能影响公司发展速度；

(2) 核心技术人员流失或技术泄露风险: 若公司核心研发人才流失或技术及专利保密措施执行不到位, 可能影响公司的市场竞争力及未来发展前景;

(3) B 端及 C 端推广不力的风险: 功能性护肤品需要不断通过社交媒体营销组合拳提升消费者认知度, 若推广力度不足, 可能影响公司发展速度; 医疗终端产品在专业美容机构及其他骨科眼科等医用领域推广策略需要不断根据政策及竞品策略进行及时调整;

(4) 重大传染病或其他影响消费环境的事件发生的风险: 如新冠肺炎疫情蔓延时间长于预期, 对公司正常的产品开发、生产、客户拓展、物流传递将形成限制, 同时若疫情进一步影响二三季度经济增长, 消费者消费意愿下降, 对公司业务发展也将形成负面影响。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3,771</b>	<b>3,527</b>	<b>4,163</b>	<b>4,975</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,886</b>	<b>2,631</b>	<b>3,723</b>	<b>5,079</b>
现金	2,201	1,689	1,931	2,228	营业成本	384	539	790	1,095
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	26	37	52	71
应收账款	372	502	646	918	营业费用	521	1,052	1,526	2,108
其它应收款	7	20	19	35	管理费用	182	184	223	279
预付账款	37	40	73	83	研发费用	94	158	223	305
存货	315	455	674	891	财务费用	(12)	(14)	(19)	(17)
其他	839	821	820	821	资产减值损失	(4)	(2)	(3)	(3)
<b>非流动资产</b>	<b>1,201</b>	<b>1,989</b>	<b>2,142</b>	<b>2,293</b>	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	40	40	40
长期投资	15	15	15	15	其他经营收益	23	60	66	88
固定资产	460	1,209	1,351	1,485	<b>营业利润</b>	<b>700</b>	<b>763</b>	<b>1,017</b>	<b>1,344</b>
无形资产	385	381	376	371	营业外收支	2	0	1	1
在建工程	172	200	200	200	<b>利润总额</b>	<b>701</b>	<b>763</b>	<b>1,018</b>	<b>1,345</b>
其他	169	183	200	222	所得税	116	118	158	208
<b>资产总计</b>	<b>4,972</b>	<b>5,515</b>	<b>6,305</b>	<b>7,268</b>	<b>净利润</b>	<b>585</b>	<b>645</b>	<b>860</b>	<b>1,136</b>
<b>流动负债</b>	<b>366</b>	<b>441</b>	<b>608</b>	<b>749</b>	少数股东损益	(1)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>586</b>	<b>645</b>	<b>860</b>	<b>1,136</b>
应付款项	95	120	196	242	EBITDA	750	814	1,072	1,409
预收账款	20	24	38	47	EPS (最新摊薄)	1.22	1.34	1.79	2.37
其他	251	297	375	460	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>56</b>	<b>72</b>	<b>93</b>	<b>119</b>		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	56	72	93	119	营业收入	49.3%	39.5%	41.5%	36.4%
<b>负债合计</b>	<b>422</b>	<b>513</b>	<b>701</b>	<b>868</b>	营业利润	33.4%	9.0%	33.3%	32.2%
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	归属母公司净利润	38.2%	10.1%	33.4%	32.1%
归属母公司股东权益	4,550	5,003	5,605	6,400	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,972</b>	<b>5,515</b>	<b>6,305</b>	<b>7,268</b>	毛利率	79.7%	79.5%	78.8%	78.4%
					净利率	31.0%	24.5%	23.1%	22.4%
					ROE	18.7%	13.5%	16.2%	18.9%
					ROIC	12.6%	12.6%	15.1%	17.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	8.5%	9.3%	11.1%	11.9%
					净负债比率	9.3%	10.3%	12.5%	13.6%
					流动比率	10.3	8.0	6.8	6.6
					速动比率	9.3	6.9	5.6	5.3
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
					应收帐款周转率	6.1	5.6	6.0	6.0
					应付帐款周转率	4.9	5.0	5.0	5.0
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.22	1.34	1.79	2.37
					每股经营现金	0.76	0.86	1.32	1.55
					每股净资产	9.48	10.42	11.68	13.33
					<b>估值比率</b>				
					P/E	124.5	113.1	84.8	64.2
					P/B	16.0	14.6	13.0	11.4
					EV/EBITDA	94.3	87.5	66.2	50.2

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>365</b>	<b>411</b>	<b>636</b>	<b>746</b>
净利润	585	645	860	1136
折旧摊销	60	65	74	82
财务费用	(5)	(14)	(19)	(17)
投资损失	(0)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(270)	(247)	(241)	(419)
其它	(5)	2	2	4
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1247)</b>	<b>(745)</b>	<b>(201)</b>	<b>(190)</b>
资本支出	450	839	211	211
长期投资	0	0	0	0
其他	797	(93)	(9)	(20)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2224</b>	<b>(178)</b>	<b>(193)</b>	<b>(258)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2224	(178)	(193)	(258)
<b>现金净增加额</b>	<b>1348</b>	<b>(512)</b>	<b>241</b>	<b>298</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>