



Research and
Development Center

美无止境，透明质酸钠全产业链开花

—华熙生物(688363.SH)公司深度报告

2021 年 4 月 12 日

汲肖飞 纺织轻工行业首席分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
185 1658 2264
Liyuanyuan1@cindasc.com

证券研究报告

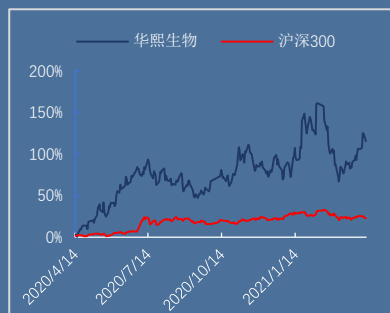
公司研究

公司深度报告

华熙生物 (688383. SH)

投资评级 买入

首次覆盖



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	172.52
52 周内股价波动区间 (元)	80.00-229.45
最近一月涨跌幅 (%)	27.43
总股本 (亿股)	4.80
流通 A 股比例 (%)	19.45
总市值 (亿元)	891.31

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

美无止境，透明质酸钠全产业链开花

2021 年 4 月 12 日

本期内容提要：

- ◆从透明质酸钠原料向全产业链布局龙头厂商，十余年维持收入业绩高增长。公司前身山东福瑞达于 2000 年开始透明质酸钠商业化，扎根于透明质酸钠原料研发 20 余年，从原料向医疗终端、化妆品以及食品应用延展，实现全产业链布局。截止 20 年，公司实现收入 26.3 亿元，归母净利润 6.5 亿元，剔除疫情年份，2009-2019 年复合增速分别为 32.0%、27.6%，收入业绩高增长主要得益于多业务延展。此外，公司股权较为集中，截止 20 年实际控制人赵燕女士持股占比 59.1%；核心高管团队具备较强医药研发相关背景，其中郭学平先生、郭珈均先生、刘爱华女士等高管加入集团十余年，团队稳定。
- ◆原料业务平稳发展盈利能力突出，功能性护肤品业务正处高速发展期。公司原料业务主要研发销售医药、食品及化妆品三大板块透明质酸钠及其他生物活性物，20 年收入规模 7.0 亿元，08-20 年收入复合增速为 14.6%，维持平稳增长；截止 19 年，公司占全球透明质酸钠（以下简称 HA）销量的 39%，稳居全球第一；16-18 年原料业务毛销差超过 60%，成为盈利能力最强子版块。化妆品业务主要研发销售润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活等差异化定位功效性护肤品品牌，20 年收入为 13.5 亿元，16 年以来持续高增长，复合增速为 114%，受多数品牌处于发展早期，目前该业务盈利能力低于平均水平。医疗终端业务主要研发销售润百颜、润致等医美注射类透明质酸钠产品及海力达、海视健等骨科、眼科透明质酸钠产品，20 年该业务收入 5.8 亿元，16-20 年复合增速为 31.7%，受益于近年新品良好推广，医美注射针剂行业份额自 17 年以来稳定提升，到 19 年达 7.2%。
- ◆研发实力雄厚为全产业链产品创新夯实基础，组织机制灵活为深耕全产业链保驾护航。公司在透明质酸钠及其应用领域研发及创新实力雄厚，拥有微生物发酵技术（原料领域）、生物酶切技术（原料领域）、梯度 3D 交联技术（医疗终端领域）、终端灭菌技术（医疗终端领域）四大技术平台，原料杂质含量远低于欧标，领先行业；研发端优势得益于强大的研发团队（截止 20 年拥有 377 人研发队伍，郭学平、李慧良等为行业领先专家）及持续的研发投入（20 年研发费用 1.4 亿元，占比收入 5.4%）。此外，公司管理机制灵活，员工激励到位，注重人才培养：1）上市前搭建员工持股平台（占比上市前比重 0.31%），21 年年初推出股权激励计划（占比 1%）；2）近年来重梳组织架构，形成完善前、中、后台制度，打造事业部制，制定赛马机制，考核灵活，团队多劳多得，激发组织活力，截止 21 年 2 月，公司人员较 17 年增长 156%，团队扩容显著。
- ◆功效性护肤品空间广阔，原料及医美业务有望持续稳健增长，功能性食品布局正当时。化妆品业务方面，社媒助力功能性化妆品行业 20%以上增长，本质为精致护肤需求释放，对标欧美 60%以上细分市场渗透率，具备 3 倍提升空间；公司 18 年以来不断加大美妆费用投放，品牌运营能力不断提升，逐步建立用户心智，未来具备高成长空间。原料业务方面，公司已建立完善销售网络及强大研发生产优势，根据沙利文预测，未来 5 年 HA 原料将维持 26%复合增长，公司作为龙头厂家率先受益。医美业务方面，公司近年来持续推出润致娃娃针等新品，提升直营比重优化渠道，加强华熙学院投入优化品牌建设，有望在激烈的竞争中获得份额提升。功能性食品方面，21 年 1 月公司 HA 食品级原料获批，同年 3 月推出肌泉透明质饮用水，食品级终端产品布局将打开增量市场。

◆盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2022 年收入分别 35.9 亿元/47.0 亿元，同比增速分别为 36.2%/31.1%，公司归母净利润为 8.3 亿元

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

/10.9 亿元，对应增速为 27.7%/31.5%，对应估值为 100.4 倍、76.4 倍。同业可比公司贝泰妮、爱美客、珀莱雅对应平均估值为 108.1 倍、77.9 倍，我们看好公司未来多业务延展带来的快速发展，同时公司所处的细分赛道均具备高景气度，给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**化妆品业务收入及利润率超预期；医美业务品牌打造超预期；功能性食品发展超预期。

◆**风险因素：**竞争加剧导致化妆品业务增长不及预期；多业务多品牌共同发展影响利润率；润致等新产品推广不及预期；原料业务利润率不及预期等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,886	2,633	3,586	4,703	6,062
增长率 YoY %	49.3%	39.6%	36.2%	31.1%	28.9%
归属母公司净利润(百万元)	586	646	825	1,085	1,402
增长率 YoY%	38.2%	10.3%	27.7%	31.5%	29.3%
毛利率%	79.7%	81.4%	81.6%	81.6%	81.7%
净资产收益率ROE%	12.9%	12.9%	13.1%	13.7%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	1.22	1.35	1.72	2.26	2.92
市盈率 P/E(倍)	68.36	108.83	100.37	76.35	59.06
市净率 P/B(倍)	8.80	14.00	13.14	10.49	8.40

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 4 月 12 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
公司概况.....	7
1.1 从透明质酸钠原料向全产业链布局.....	7
1.2 财务分析：高利率带动业绩快速增长，现金创造能力强.....	8
业务分析.....	10
2.1 原料业务：透明质酸钠原料为根基，市场应用不断延展.....	10
2.2 医疗终端业务：涉足医美、骨眼科领域，份额有所提升.....	14
2.3 功效性护肤品：差异化品牌矩阵助力高增长.....	20
竞争优势.....	25
3.1 透明质酸钠及相关应用研发实力雄厚，全产业链产品创新层出不穷.....	26
3.2 机制灵活，员工激励到位，注重人才培养.....	28
未来看点.....	29
4.1 加大推新以及品牌投入，润百颜、夸迪、米蓓尔等品牌持续释放活力.....	29
4.2 功能性食品运营打开新天花板.....	32
4.3 润致新品推出，渠道优化，加强品牌建设，三年打造医美第一品牌.....	33
盈利预测、估值与投资评级.....	34
5.1 盈利预测.....	34
5.2 估值与投资评级.....	35
风险因素.....	35

表 目 录

表 1：公司核心高管基本情况（截止 2020 年）.....	8
表 2：公司 2017-2020 年 ROE 变化情况.....	10
表 3：公司原料及应用情况.....	10
表 4：透明质酸钠分子量应用情况.....	11
表 5：公司原料业务按应用领域收入拆分情况.....	12
表 6：公司医疗终端产品情况.....	15
表 7：公司医疗美容产品推出时间、价格体系.....	15
表 8：公司医疗终端业务按应用领域收入拆分情况.....	16
表 9：公司日化终端品牌布局情况.....	21
表 10：公司日化终端品牌 2020 年 2 月-2021 年 1 月天猫旗舰店产品结构情况.....	21
表 11：公司功能性护肤品产品结构拆分.....	22
表 12：护肤品特定功能性护肤诉求分类.....	23
表 13：功能性化妆品代表品牌情况.....	25
表 14：公司四大核心技术及优势.....	26
表 15：公司核心技术团队情况.....	27
表 16：公司重点原料在功能性护肤品领域应用情况.....	27
表 17：公司 2018 年以来股权激励情况.....	28
表 18：公司 2021 年股权激励考核条件（单位：亿元）.....	28
表 19：公司各个社交平台运营情况.....	30
表 20：公司旗下化妆品品牌近一年以来重磅新品布局.....	31
表 21：公司润致娃娃针产品情况.....	33
表 22：以润致品牌为例 2020 年部分相关活动.....	34
表 23：公司收入成本拆分及预测（单位：百万元）.....	34
表 24：公司同业可比公司估值情况.....	35

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司股权结构图（截止 2020 年）.....	8
图 3：2017 年-2020 年公司收入及增速.....	9
图 4：2017 年-2020 年公司归母净利润及增速.....	9
图 5：2017 年-2020 年公司毛利率及归母净利率.....	9
图 6：2017 年-2020 年公司期间费用率.....	9
图 7：2017 年-2020 年公司类现金及现金流情况.....	9
图 8：2017 年-2020 年公司现金周期情况.....	9
图 9：2008-2020 年公司原料业务收入及增长情况.....	11
图 10：2016-2020 年公司原料业务销量及单价.....	11
图 11：2016-2020 年公司原料业务毛利率及毛销差情况.....	12
图 12：2016-2018 年公司不同板块原料毛利率情况.....	12

图 13: 2016-2019 年公司透明质酸钠产能及利用率.....	13
图 14: 2016-2018 年公司不同板块原料业务直销比重.....	13
图 15: 全球透明质酸钠原料市场规模及预测（以销量计算；吨）.....	14
图 16: 2018 年全球透明质酸钠竞争格局（以销量衡量）.....	14
图 17: 2016 年-2020 年公司终端医疗收入及增速.....	15
图 18: 2016 年-2020 年公司终端医疗业务销量及单价.....	15
图 19: 2016-2020 年公司医疗终端业务毛利率及毛销差情况.....	16
图 20: 2016 年-2018 年公司不同板块医疗终端毛利率情况.....	16
图 21: 2016 年-2018 年不同板块医疗终端业务直销比重.....	17
图 22: 2016-2019 年骨科注射类透明质酸钠市场规模及增速.....	17
图 23: 2016-2019 年骨科注射类透明质酸钠竞争格局变化.....	17
图 24: 2016-2018 年眼科透明质酸钠应用市场规模及增速.....	18
图 25: 2016-2018 年眼科透明质酸钠应用市场竞争格局.....	18
图 26: 2014-2019 年医美市场规模及增速（单位：十亿元）.....	18
图 27: 中国医疗美容行业结构情况（单位：十亿元）.....	18
图 28: 全球不同国家医疗美容千人渗透率比较.....	19
图 29: 全球不同国家医疗美容疗程量占比及增速情况.....	19
图 30: 2008 年以来医疗美容项目相关医疗器械/生物制药认证时间.....	19
图 31: 2017-2019 年线上医美用户年龄结构变化.....	20
图 32: 线上用户影响决策的要素.....	20
图 33: 2014-2019 年注射类透明质酸钠市场规模及增速.....	20
图 34: 2016-2019 年注射类透明质酸钠竞争格局变化.....	20
图 35: 2016 年-2020 年化妆品业务收入及增速.....	22
图 36: 2016 年-2020 年化妆品业务毛利率及毛销差.....	22
图 37: 2016 年-2018 年公司化妆品业务直销与经销比重.....	23
图 38: 2020 年公司化妆品业务不同品牌渠道结构情况.....	23
图 39: 中国功能性化妆品行业规模.....	23
图 40: 中国功效性化妆品行业规模占化妆品行业比重.....	23
图 41: 功能性化妆品高景气度传导路径.....	24
图 42: 成分党用户年龄结构情况.....	24
图 43: 2017 年功能性化妆品渗透率情况.....	24
图 44: 2019 年中外皮肤学护肤品渗透率情况.....	24
图 45: 公司核心技术、重点原料及重点产品关系.....	26
图 46: 公司 2016-2020 年研发费用投入情况（百万）.....	27
图 47: 2020 年研发人员数量同业比较.....	27
图 48: 公司员工数量变化情况.....	28
图 49: 公司员工薪酬变化.....	28
图 50: 公司功能性化妆品业务、医疗美容、原料业务关系.....	29
图 51: 公司 2019 年以来化妆品业务费用投入显著提升.....	30
图 52: 米蓓尔、夸迪、肌活淘系月度 GMV 与重点事件关系（单位：万）.....	30
图 53: 以润百颜为例 2018 年以来重点营销事件.....	31
图 54: 口服透明质酸钠增加水分的临床研究.....	32
图 55: 口服透明质酸钠改善运动人群关节不适临床研究.....	32
图 56: 全球透明质酸钠食品级终端市场规模（亿元）.....	32
图 57: 水肌泉品牌情况.....	32
图 58: 华熙生物与同业销售人员比较.....	34
图 59: 2018 年同业医疗美容产品直销收入占比.....	34

投资聚焦

我们与市场主流认识不同的是

公司功能性化妆品业务具备高成长潜力。市场担心公司功能性化妆品业务高增长的持续性难以维持，且线上获客成本上升将导致盈利水平持续下降，我们认为：1) 功效性化妆品行业持续高景气度，本质上是精致护肤需求的放大，17 年以来社交媒体助力线上需求爆发，对标国内 HFP、海外 The Ordinary 等品牌超 20 亿元体量，公司旗下品牌在强研发背书及营销资源加码下有望持续突破，目前单品牌均未突破十亿，未来有望形成差异化品牌矩阵，具备较高天花板；2) 尽管 19 年以来公司化妆品业务利润率收到营销费用投放有所下降，但是未来伴随规模效应以及团队品牌运营能力加强提升费用投放效率，同时毛利率持续维持高水平，有望重回高盈利水平。

公司医美业务持续改善，未来有望进一步提升份额。市场对公司医疗美容业务信心不足，尤其是以润致为代表的中高端产品线，我们认为：1) 注射透明质酸钠行业维持平稳增长，以针剂为代表的轻医美项目为终端机构获客重要来源，行业渗透率不断提升的进程中注射类项目有望持续维持高景气度；2) 近年来公司在新品推进、渠道优化以及品牌建设等方面持续发力，润致娃娃针积极推广中，为市场首个微交联水光针剂具备差异化卖点，公司加大直营队伍建设，成立专业医学市场支持团队，定期组织学术探讨培训等活动，有助于提升机构粘性，优化品牌建设，未来有望提升份额。

公司概况

1.1 从透明质酸钠原料向全产业链布局

从透明质酸钠原料起家向全产业链延展布局。华熙生物科技有限公司成立于 2000 年，2008 年香港市场上市，2019 年科创板上市，是国内唯一一家透明质酸钠全产业链布局的公司，公司发展历程可分为四个阶段：

1) 2012 年之前：实现透明质酸钠原料商业化研究到医药级、美容级、食品级多领域变现。

公司前身山东福瑞达（12 年更名为华熙福瑞达）于 2000 年 1 月开始开展 HA 商业化研究工作，2002 年获得山东省药监局发布的药品生产许可证，2004 年 HA 产品作为药用辅料获得国家食药监局批件，公司开始生产并销售透明质酸钠原料。公司除实现医药级透明质酸钠销售外，不断开拓化妆品级、食品级等领域需求，依托 HA 原料多领域延展 09-12 年实现 30% 以上复合增速，受化妆品级和食品级低毛利率等因素影响，净利率有所下滑。

2) 2013-2016 年：发展医疗终端产品业务，开拓第二增长曲线。2012 年公司首款医美终端产品“润百颜”获批，成为第一个国产交联 HA 注射产品，同时储备骨科注射产品及眼科产品，产业链布局获得延展。依托终端产品业务高速发展，公司 13-16 年实现收入 28% 复合增速，受医疗终端业务更高市场费用影响，平均净利率有所下降为 28%。

3) 2017 年之后：布局化妆品业务直供 C 端，开启第三增长曲线。2017 年以来公司加大化妆品业务布局，以玻尿酸原液切入功效性护肤领域，重点投入润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活等品牌，驱动收入增速更上一层楼。公司 17-19 年实现收入 37% 复合增速，平均净利率水平提升至 31%。

图 1：公司发展历程

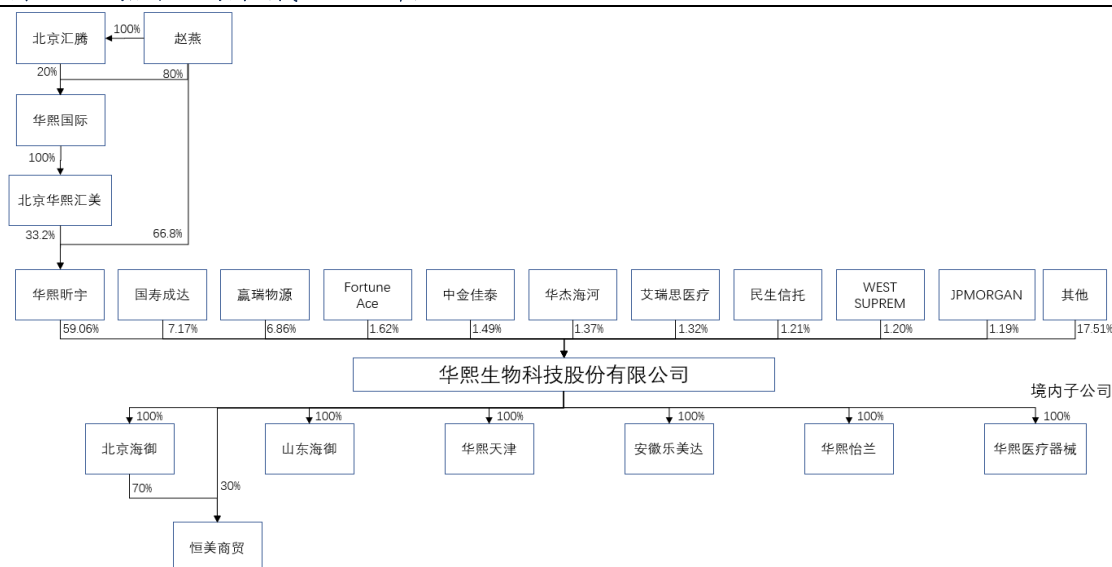


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

管理层持股比例超过 50%，股权集中。2019 年 10 月，公司以 47.79 元/股价格发行 4956 万股，募集资金约 32.74 亿元，主要用于投资中心提升改造项目、透明质酸钠及相关项目、生命健康产业园项目。截止 20 年，公司创始人赵燕女士通过华熙昕宇间接持有 59.1% 股份，国寿成达、宁夏赢瑞持有公司股份为 7.2%、6.9%，是公司前三大股东，整体上

公司实际控制人持股比例较高，股权集中。

图 2：公司股权结构图（截止 2020 年）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

高管团队具备强医药研发相关背景，核心团队稳定。公司实际控制人赵燕女士、高管刘爱华女士、郭学平先生具备生物学、药学等医药相关背景；核心高管团队进入公司时间长，团队稳定，其中刘爱华女士、郭学平先生、郭珈均先生、王爱华女士等加入集团市场超过 10 年。

表 1：公司核心高管基本情况（截止 2020 年）

姓名	性别	年龄	职位	加入公司时间	从业履历
赵燕	女	55	董事长兼总经理	2000 年	生物专业本科，曾任华熙昕宇投资有限公司总经理、华熙福瑞达董事
顾哲毅	男	37	董事	2017 年	曾任瑞银香港投资银行、英联(北京)投资咨询中心等
郭珈均	男	46	董事/副总经理/财务总监兼首席运营官	2002 年	曾任华熙生物科技有限公司、华熙国际投资集团有限公司、华熙福瑞达等
郭学平	男	56	董事/副总经理兼首席科学家	2000 年	国家科技进步二等奖获得者,吴阶平-保罗·杨森医药研究奖获得者，曾任山东省生物药物研究院主任及副院长、华熙福瑞达首席科学家
林伶俐	女	50	董事/副总经理兼首席战略官	2019 年	曾任联合利华、英美烟草集团、百事国际、诺基亚等
刘爱华	女	58	董事兼副总经理	2002 年	药物制剂专业本科，曾任济南第三制药厂实验室、山东省生物药物研究院等
马秋慧	女	37	董事	2009 年	生物化工专业研究生，曾任华熙福瑞达、华熙国际投资集团有限公司
王爱华	女	43	董事兼后台管理服务中心总经理	2007 年	曾任金诚国际、华熙国际投资集团有限公司等
张蕾娣	女	41	董事	2019 年	曾任罗兰贝格管理咨询公司等
李慧良	男	65	副总经理兼首席技术官	2018 年	教授级高级工程师，中国香化协会专家委员会副主任，曾任上海家化资深研究员（总监级）

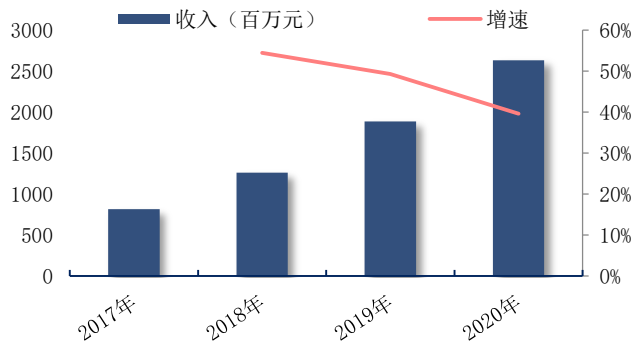
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2 财务分析：高利率带动业绩快速增长，现金创造能力强

公司 17-20 年收入复合增速 48%，归母净利率有所波动业绩仍快速增长。公司 2020 年

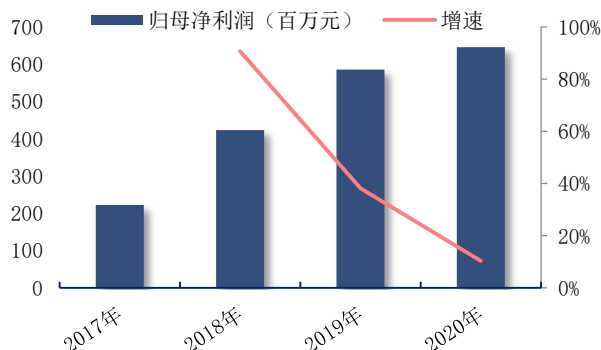
收入规模 26.3 亿元，同比增长 40%，17-20 年复合增速达 47.6%，得益于功能性护肤品等多业务的良好延展及原料业务的稳定发展近 4 年收入保持高速增长，受疫情影响，海外原料出口及线下医美终端业务受到冲击，20 年收入增速有所放缓。公司 2020 年归母净利润为 6.5 亿元，同比增长 10%，17-20 年复合增速为 42.7%，业绩增速略低于收入增速主要在于 19 年以来 C 端战略性投入影响短期业绩。

图 3：2017 年-2020 年公司收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

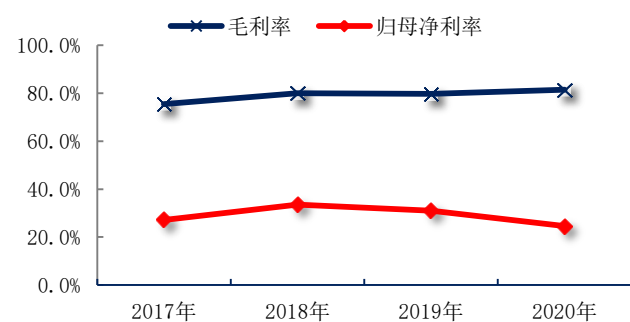
图 4：2017 年-2020 年公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

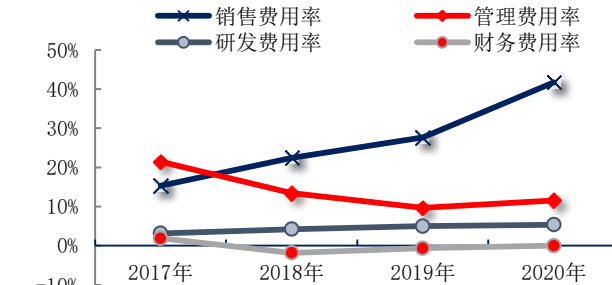
产品结构优化及规模效率助力毛利率稳定提升，销售费用率提升带来净利率波动。公司毛利率维持稳步提升，2020 年毛利率提升 1.7pct 至 81.4%，主要受益于产品结构优化及规模效应提升，成本管控能力强。公司 19 年以来归母净利率有所下降，20 年同比下降 6.6pct 至 24.5%，主要在于：1) 17 年以来销售费用率持续提升，主要在于公司不断增加对核心品牌建设的投入，线上推广费用及品牌建设费用上升，同时多业务发展销售人员团队扩大人员成本提升；2) 20 年受疫情影响管理费用率提升 1.9pct。

图 5：2017 年-2020 年公司毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2017 年-2020 年公司期间费用率

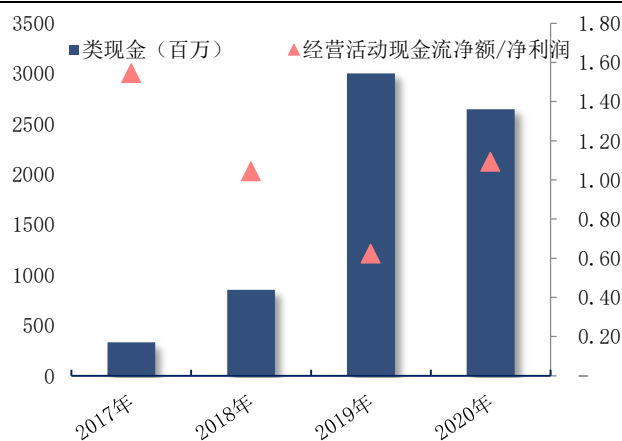


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

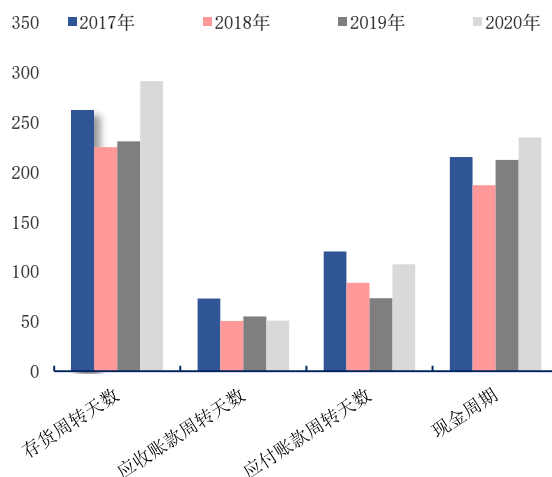
现金储备充足，存货周转天数拖累资金周转。现金创造能力方面，17-19 年经营活动现金流净额与归母净利润比重约从 1.5 下降至 0.8，主要由于职工薪酬、推广费用及各类运营费用支出增加，20 年比重升至 1.1，经营活动现金流净额较 19 年增长 93%，主要受益于公司加强对销售回款的管理，销售回款额较上年大幅增加。截止 2020 年，公司现金储备充足，货币资金、交易性金融资产与结构性存款合计为 26.5 亿元。公司 2020 年以来存货周转效率有所下降，存货周转天数为 291 天，主要受原材料与产品备货周期拉长拖累。

图 7：2017 年-2020 年公司类现金及现金流情况

图 8：2017 年-2020 年公司现金周期情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利水平提高带动 ROE 持续上升。公司 2020 年净资产收益率为 13.46%，受融资影响总资产周转效率有所下降，同时费用投放上升利润率有所下降，导致 ROE 有所下降。

表 2: 公司 2017-2020 年 ROE 变化情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
ROE (%)	14.90	24.40	24.59	13.46
—销售净利率 (%)	27.17	33.56	31.00	24.50
—资产周转率	0.46	0.64	0.54	0.49
—权益乘数	1.15	1.21	1.09	1.14

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

业务分析

2.1 原料业务:透明质酸钠原料为根基, 市场应用不断延展

2.1.1 公司业务: 透明质酸钠原料全球龙头, 布局生物活性物

公司拥有近 200 个规格的透明质酸钠产品, 同时布局透明质酸钠衍生物及生物活性物等原料。透明质酸钠是人体细胞及组织的重要组成部分, 分布在人体的皮肤、关节滑液、玻璃体等部位, 具备强锁水性、黏弹润滑性。目前, 透明质酸钠被广泛应用于医药行业、化妆品行业以及食品行业, 其中医药级透明质酸钠主要采用微生物发酵技术, 需控制肉毒素含量, 以中大型分子量透明质酸钠为主, 主要应用于眼科(滴眼液、眼科黏弹剂)、骨科(注射剂)、医美(注射剂)等领域; 食品级透明质酸钠主要采用微生物发酵技术, 无蛋白质及肉毒素控制, 主要应用于保健食品、普通食品及宠物食品领域; 化妆品级别透明质酸钠及衍生物采用微生物发酵技术及生物酶切技术等, 无肉毒素控制, 控制蛋白质含量, 以中小型分子量透明质酸钠为主, 主要应用于护肤品、彩妆及洗护用品等领域。

表 3: 公司原料及应用情况

	分类	应用	公司终端品牌布局	技术要求
医药级	外用级	滴眼液、外用药物等	海力达	微生物发酵技术为主，控制肉毒素含量，如内毒素<0.5IU/mg（滴眼液级） 内毒素<0.05IU/mg（注射级）
	注射级	眼科黏弹剂、软组织填充剂、骨关节改善用药等	润百颜、润致	
食品级	保健/普通食品	改善皮肤水分，增加骨密度，胃黏膜损伤有辅助作用，胶囊、片剂、冲剂、口服液等	肌泉	微生物发酵技术，无蛋白质与肉毒素控制

宠物食品等	食品相关	—
透明质酸钠	保湿性, 高分子/低分子/寡聚/酶切寡聚/纳诺透明质酸钠	润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活
透明质酸钠衍生物	cationHA® 高亲和性(用于洗护产品)、Hycolor® 油分散透明质酸钠(用于彩妆)等	润百颜
其他生物活性成分	γ-氨基丁酸(抗衰老)、依克多因(抗衰老)、HyaFactor®-PGA 聚谷氨酸钠、纳豆提取液、糙米发酵滤液	黑零、夸迪、肌活、米蓓尔等

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 4: 透明质酸钠分子量应用情况

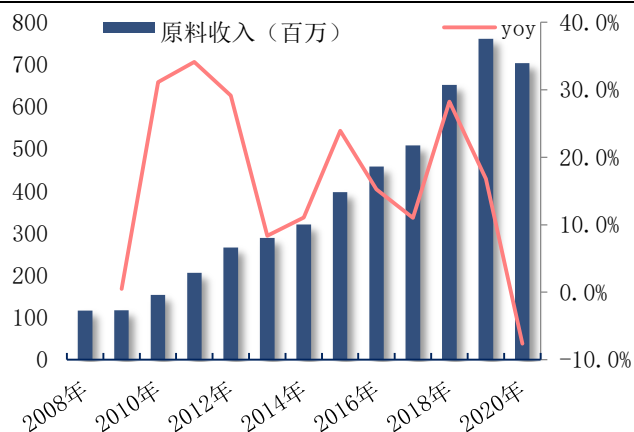
	大分子透明质酸钠	中分子透明质酸钠	小分子透明质酸钠	寡聚透明质酸钠
分子量	1800-2200K Da	1000-1800K Da	10-10000K Da	低于 10K Da
特性	水溶液粘稠, 体内代谢时间长	润滑剂保湿性强	透皮性强	透皮性强, 促进损伤修复、提供细胞保护
应用	塑形填充材料、眼科粘弹剂、化妆品	化妆品、注射液	保湿类护肤品	保湿类护肤品、药物载体

资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

食品与化妆品级原料驱动原料业务平稳增长, 整体以销量拉动为主, 均价提升不显著。2020 年公司原料业务收入为 7.0 亿元, 同降 7.6%, 08-20 年复合增速为 14.6%, 20 年受疫情影响原料出口有所影响, 剔除 20 年影响原料业务保持高双位数平稳增长。

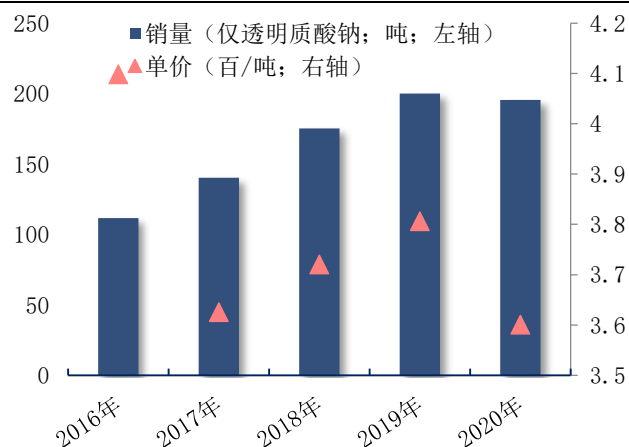
- 从量价拆分来看, 销量是驱动收入增长的重要因素: 1) 2020 年公司透明质酸钠原料(不含透明质酸钠衍生物及生物活性物)销量为 195 万吨, 16-20 年复合增速为 15.0%, 销量成为驱动收入增长的重要因素; 2) 2020 年公司原料收入/透明质酸钠销量比值为 360 元/吨, 16-20 年复合增速为-3.2%, 结构化均价提升不显著。

图 9: 2008-2020 年公司原料业务收入及增长情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 10: 2016-2020 年公司原料业务销量及单价



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- 从不同类型业务看, 食品级与化妆品级原料是驱动原料业务增长重要因素: 1) 18 年化妆品级原料占比原料业务收入比重超过 50%, 09-18 年以来维持 17.6% 复合增速, 平稳发展; 2) 18 年滴眼液级原料占比原料业务收入比重超过 20%, 增速有所放缓, 16-18 年收入复合增速近 5%; 3) 18 年食品级原料收入占比超过 10%, 16-18

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

年销量与均价（产能受限重点做高单价客户）提升共振驱动收入复合增速为 48%；
4) 18 年注射级原料收入占比为 13%，16-18 年复合增速为 23%。整体而言，受益于终端市场的高景气度，食品化妆品等业务板块增长平稳，收入以销量驱动为主。

表 5：公司原料业务按应用领域收入拆分情况

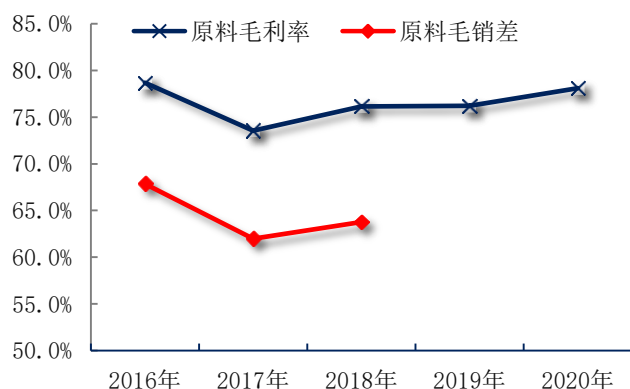
	2009 年	2010 年	2011 年	2016 年	2017 年	2018 年	16-18 年复合 增速	09-18 年 复合增速
滴眼液级收入(百万)	17	22	36	118	106	131	5.0%	22.7%
占比原料收入	14.4%	14.3%	17.7%	25.9%	20.8%	20.1%	—	
—销量(千克)				5906	5174	6950	8.5%	
—单价(万元/kg)				2.01	2.04	1.88	-3.2%	
注射级收入(百万)	17	16	18	57	61	87	23.3%	17.6%
占比原料收入	14.8%	10.4%	8.6%	12.6%	12.0%	13.4%	—	
—销量(千克)				431	497	768	33.4%	
—单价(万元/kg)				13.33	12.26	11.38	-7.6%	
化妆品级(百万)	70	100	123	244	280	343	18.6%	17.3%
占比原料收入	59.4%	64.8%	59.6%	53.3%	55.1%	52.6%	—	
—销量(千克)				95983	107780	140454	21.0%	
—单价(万元/kg)				0.25	0.26	0.24	-2.0%	
食品级(百万)	12	15	24	33	51	74	48.7%	19.5%
占比原料收入	10.6%	10.0%	11.6%	7.3%	10.1%	11.3%	—	
—销量(千克)				32616	47341	58678	34.1%	
—单价(万元/kg)				0.10	0.11	0.13	10.9%	
其他原料(百万)	1	1	5	4	10	17	97.3%	33.5%
占比原料收入	0.8%	0.6%	2.6%	0.9%	1.9%	2.6%	—	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

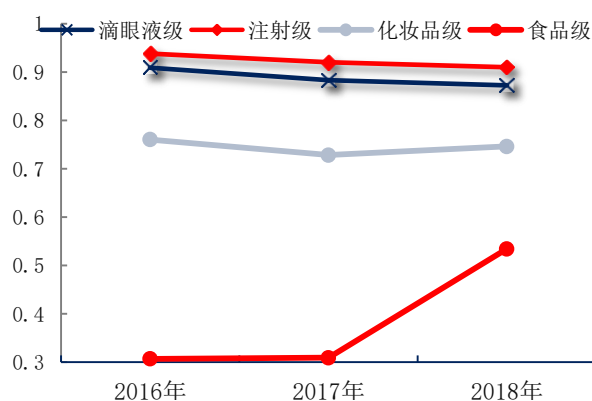
原料业务毛利率基本平稳，毛销差超过 60%为盈利水平最强的子版块。2020 年公司原料业务毛利率为 78.1%，16 年以来毛利率不断提升，其中：1) 滴眼液级与医美级原料毛利率较高，18 年两者毛利率分别为 87%和 91%，受竞争环境影响略有下滑，受益于更高技术门槛整体毛利率水平仍较高；2) 化妆品级原料基本稳定，仅次于医药级毛利率水平，18 年毛利率为 75%；3) 食品级原料受技术门槛及竞争格局等因素影响毛利率最低，18 年以来公司为产能最优化利用重点投入高单价客户毛利率显著提升，18 年毛利率为 53%。从毛销差角度，原料业务销售费用率较低且投入平稳，18 年该业务板块毛销差（毛利率-原料业务销售费用率-品牌建设费用率，下同）为 63.8%，为盈利水平最高的子版块。

图 11：2016-2020 年公司原料业务毛利率及毛销差情况

图 12：2016-2018 年公司不同板块原料毛利率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

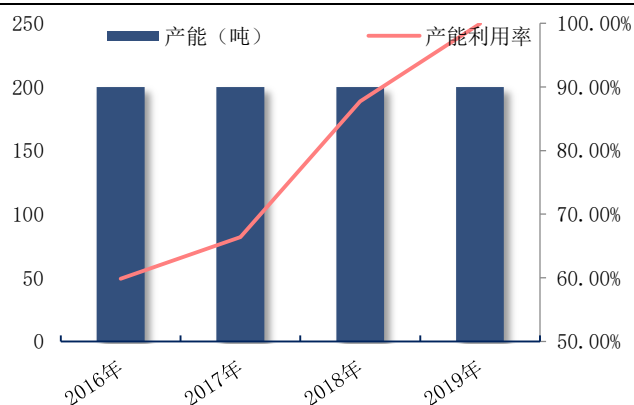


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

收购佛思特提升食品级为主的透明质酸钠原料产能，产能达 320 吨。公司原料以自产为主，截止 2020 年产能达 320 吨，伴随销量的稳定提升产能利用率逐步提升（18 年产能利用率达 88%）。2020 年 9 月公司完成对东营佛思特生物科技 100% 股权的收购，完善在食品级透明质酸钠原料产品的产能布局。2020 年 6 月公司与东辰生物签订投资协议，以 2.9 亿元收购佛思特 100% 股权，20 年 9 月收购落地。佛思特（即东辰生物）为透明质酸钠原料领域头部参与者，根据沙利文数据 18 年销量份额为 9%，以食品级透明质酸钠原料为主，化妆品级透明质酸钠为辅，19 年佛思特未经审计的收入为 0.68 亿元，净利润为 -0.07 亿元，年产能达 100 吨，大大补充了食品级透明质酸钠产能。

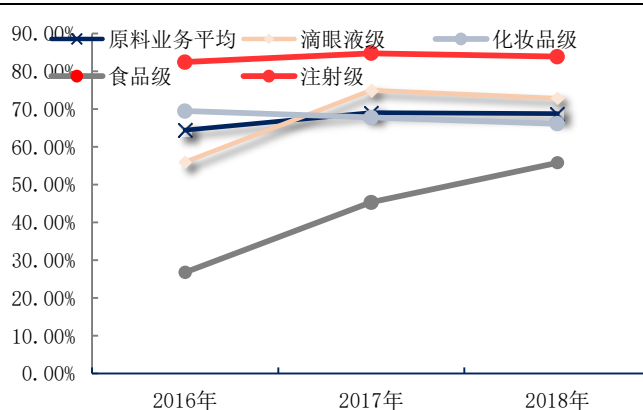
原料业务直销为主，经销为辅。公司原料下游主要客户为医药及医疗器械制造商、日化品品牌商以及食品制造商，在国内采用直营为主，经销为辅的销售模式，在境外采用经销为主的销售模式，同时设立美国子公司及日本办事处。截止 2018 年，公司原料业务直销比重为 69%，其中医药级直销比重更高，注射级与滴眼液级直销比重分别为 84%、73%，化妆品级与食品级直销比重偏低，分别为 66%、56%。

图 13: 2016-2019 年公司透明质酸钠产能及利用率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 14: 2016-2018 年公司不同板块原料业务直销比重



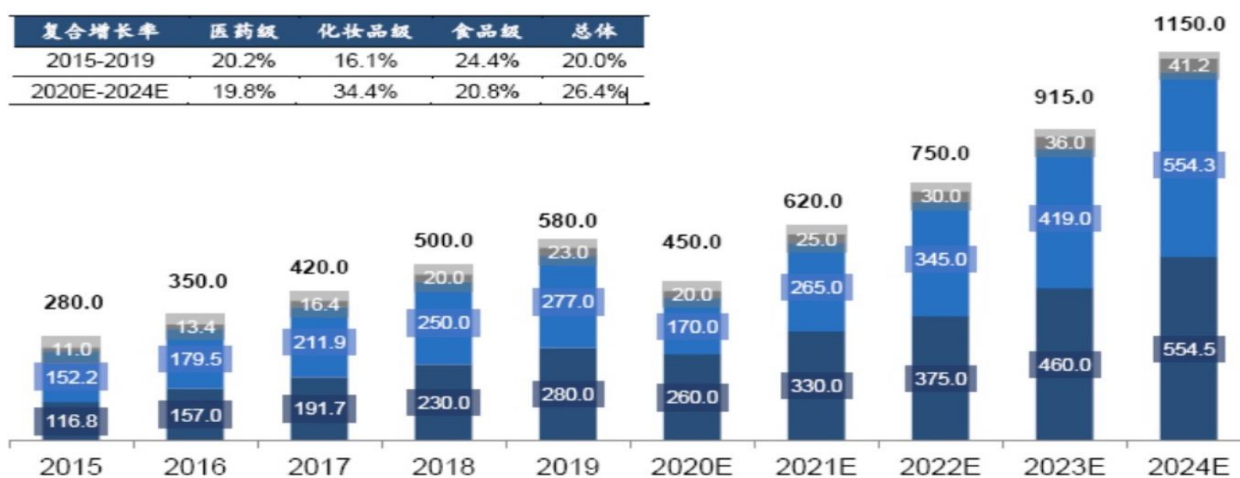
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.1.2 透明质酸原料保持双位数增长，华熙生物稳居全球第一

全球透明质酸钠原料保持双位数平稳增长，食品级等领域应用愈发成熟。根据沙利文数据，2019 年全球透明质酸钠市场销量为 580 吨，15-19 年复合增速为 20%，其中医药级透明质酸钠原料销量为 23 吨，占比 4%，15-19 年复合增速为 20%，基本与行业相当；化妆品级透明质酸钠销量为 277 吨，占比 48%，15-19 年复合增速为 16%，低于行业增

长；食品级透明质酸钠销量为 280 吨，占比 48%，15-19 年复合增速为 24%，是比重高且增速高的细分赛道。根据沙利文预测，未来透明质酸钠原料将维持 25% 以上的复合增长，原料市场保持较高景气度。

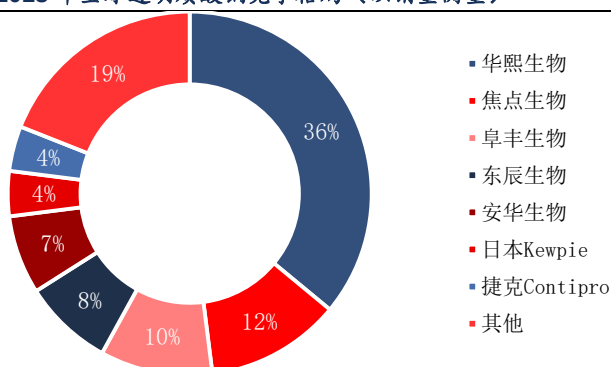
图 15：全球透明质酸钠原料市场规模及预测（以销量计算；吨）



资料来源：公司公告，佛罗斯沙利文，信达证券研发中心

透明质酸钠集中度较高，华熙生物稳居行业第一。根据沙利文数据，以销量为衡量维度，2018 年华熙生物占全球市场份额为 44%（考虑收购东辰生物），稳居第一；焦点生物、阜丰生物分别为行业第二和第三，份额占比分别为 12%、10%。

图 16：2018 年全球透明质酸钠竞争格局（以销量衡量）



资料来源：公司公告，FROST&SULLIVAN，信达证券研发中心

2.2 医疗终端业务:涉足医美、骨眼科领域，份额有所提升

2.2.1 布局医美、骨科、眼科业务，多业务共同发展

公司涉足医美、眼科以及骨科领域的医疗终端产品。公司 2012 年开始涉足医疗终端产品业务，先后在医疗美容、骨科、眼科领域布局：

- 1) 医美领域，公司解决交联技术三大难题（定向交联、有效交联、交联度精准控制），12 年 7 月旗下品牌润百颜获得 CFDA 三类医疗器械认证，成为国内首款交联透明质酸钠注射凝胶；2016 年含盐酸利多卡因的注射类透明质酸钠产品获得 CFDA 三类医疗器械认证，补充产品线矩阵提高品牌定位；2020 年公司旗下产品润致娃娃针获得 CFDA 三类医疗器械认证，成为国内首个含麻注射用微交联透明质酸钠填充产品；同时拥有丰富的医用皮肤剂保护剂产品线，产品矩阵布局丰富。

- 2) 其他领域, 公司解决高温灭菌过程中透明质酸分子量显著降低且体积膨胀导致预灌封注射器爆塞等行业技术难题, 国内率先采用终端湿热灭菌技术开发治疗骨关节炎透明质酸钠注射液品牌海力达, 该产品于 2014 年获得 CFDA 药品批文; 同时开发出治疗白内障手术的眼科黏弹剂海视健 (医疗器械 3) 等产品。

表 6: 公司医疗终端产品情况

行业	用途	品牌	CFDA 认证时间	定价	技术特征
眼科	眼科手术辅助用医疗器械, 用于白内障与人工晶体植入 (械 3)	海视健	2013 年	招标定价	终端灭菌技术
骨科	膝关节炎骨关节炎肩周炎治疗 (化药)	海力达	2014 年	招标定价	终端灭菌技术
医美	注射用透明质酸钠 (械 3)	润百颜、润致	2012 年、2016 年	大众款与高端款	梯度 3D 交联技术
	医用皮肤保护剂	润月雅等	2012 年等	大众款与高端款	梯度 3D 交联技术

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 7: 公司医疗美容产品推出时间、价格体系

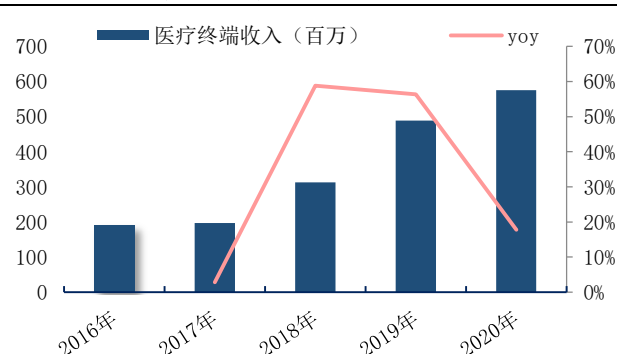
品牌	产品系列	CFDA 认证时间	产品参数特征	新氧价格区间	上海报价
润百颜	白紫	2012 年	中分子/双相/0.5/1ml 规格/20mg/ml/6 个月	500-1000 元/ml	380-976 元/ml
	黑金	2012 年	大分子/双相/20mg/ml/6-12 个月	480-2800 元/ml	699-2560 元/ml
	星耀	2012 年	中分子/双相/0.5-1ml/20mg/ml/6-12 个月	600-1500 元/ml	580-1120 元/ml
	月盈	2012 年	大分子/双相/1ml/20mg/ml/6-12 个月	1200-3000 元/次	680-1980 元/ml
润致			大分子; 双相; 20mg/ml; 1.0ml; 含利多卡因; 维持时间 8-12 个月	2500-4000/元/ml	
	润致	2016 年 5 月			1680-3960 元/ml

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

医美与骨科类产品推动医疗终端业务迅速增长, 整体以销量拉动为主, 均价提升不明显。2020 年公司医疗终端业务收入为 5.76 亿元, 同增 18%, 16-20 年复合增速为 31.7%, 2020 年受疫情影响医美等终端机构客流下滑疫情影响增速有所放缓。

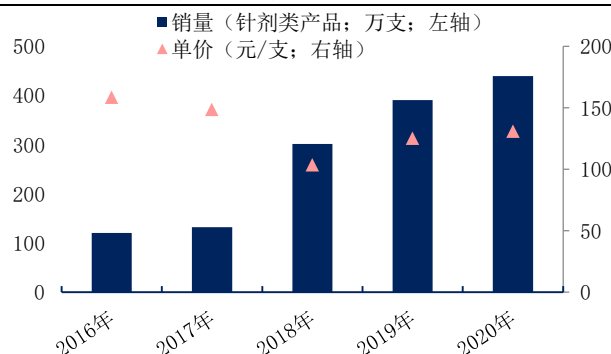
- 从量价拆分来看, 销量是推动收入增长的重要因素: 1) 2020 年医疗终端产品中针剂类产品销量为 430.0 万支, 较上年增长 10.1%, 16-20 年复合增速为 52.6%, 销量为带动收入增长的重要因素; 2) 2020 年公司医疗终端收入/针剂类产品销量比值为 133.9 元/支, 16-20 年复合增速为 -4.1%, 结构化均价提升不显著。

图 17: 2016 年-2020 年公司终端医疗收入及增速



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 2016 年-2020 年公司终端医疗业务销量及单价



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- 从不同类型业务看，医美与骨科类产品是推动医疗终端业务增长的主要因素：1) 20 年医美产品占比医疗终端业务收入比重 76%，16-20 年复合增速为 26.5%，增速稳定；2) 20 年骨科类产品占比医疗终端业务收入比重近 16%，16-20 年复合增速为 48.2%，增势可观；3) 20 年以眼科为代表的其他产品占比医疗终端收入比重为 9%，加速增长，16-20 年复合增速为 107.3%。整体而言，受益于国内医疗美容行业景气度及公司骨科、眼科医疗终端产品推广，业务板块增长迅速，整体以销量驱动为主。

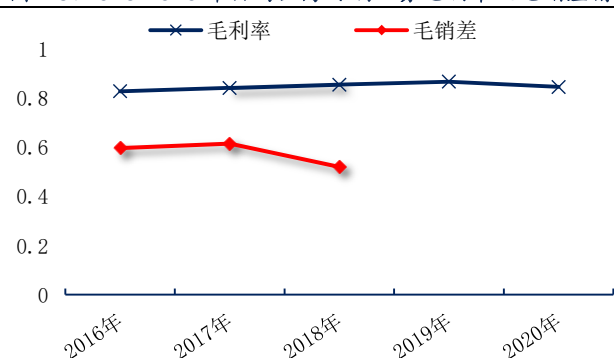
表 8：公司医疗终端业务按应用领域收入拆分情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	16-20 年复合增速
医疗美容产品收入（百万）	170	169	245	397	435	26.5%
占比医疗终端收入	88.8%	85.7%	78.4%	81.1%	75.5%	
—销量（ml）	274,537	207,969	365,447			15.4%（16-18 年）
—单价（元/ml）	426	398	267			-20.1%（16-18 年）
骨科注射液收入（百万）	19	24	59	81	90	48.2%
占比医疗终端收入	9.7%	12.3%	19.0%	16.7%	15.6%	
—销量（支）	607,950	677,351	1,292,765	1,518,200		35.7%（16-19 年）
—单价（元/支）	31	36	46	54		20.5%（16-19 年）
其他医疗终端产品	3	4	8	11	51	107.3%
占比医疗终端收入	1.4%	1.9%	2.6%	2.2%	8.9%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

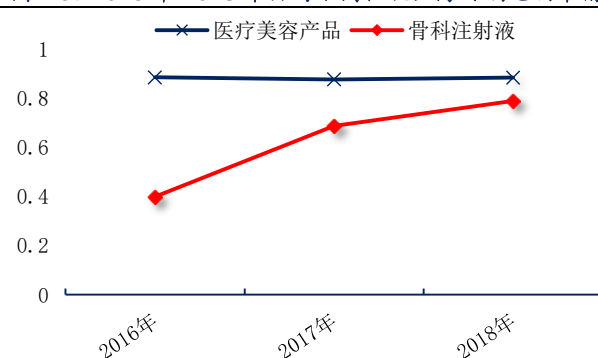
医疗终端业务毛利率稳定提升，毛销差有所下降。2020 年公司医疗终端业务毛利率为 84.6%，较 19 年下降 2.1cpt，主要受疫情影响高毛利海外业务有所承压，整体来看 16 年以来医疗终端业务毛利率稳步提升，其中：1) 医疗美容产品毛利率较高，受益于医疗美容市场的高速发展和公司的渠道优势，16-18 年医疗美容产品毛利率均高于 87%，较为稳定；2) 骨科注射液毛利率迅速提升，19 年骨科注射液毛利率为 78.8%，较 16 年提升 39.0pct，主要受益于老龄化带来的对骨科医疗产品的需求。从毛销差角度，医疗终端业务销售费用率较高，18 年该业务板块毛销差为 52.0%，盈利水平仅次于原料业务。

图 19：2016-2020 年公司医疗终端业务毛利率及毛销差情况



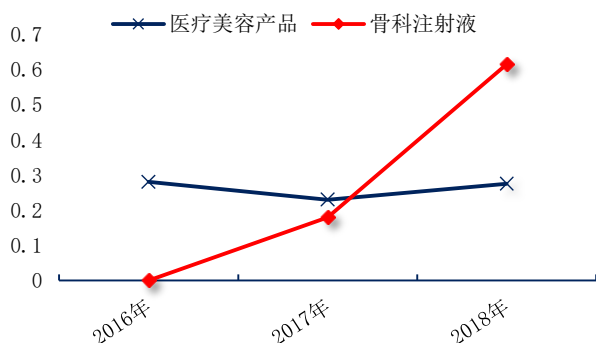
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：2016 年-2018 年公司不同板块医疗终端毛利率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

医疗终端业务经销为主，直销为辅。公司医疗终端产品主要以卖断方式销售给经销商，经销商再另行向终端客户进行销售。同时公司会向公立医疗机构、民营医疗机构进行直接销售。截止 2018 年，公司医疗终端业务直销比重为 33.4%，其中医疗美容产品直销比重为 27.5%，骨科注射液直销比重较高，为 61.5%。

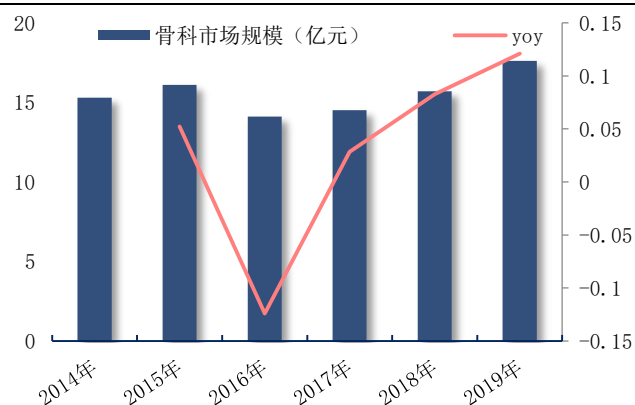
图 21：2016 年-2018 年不同板块医疗终端业务直销比重


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

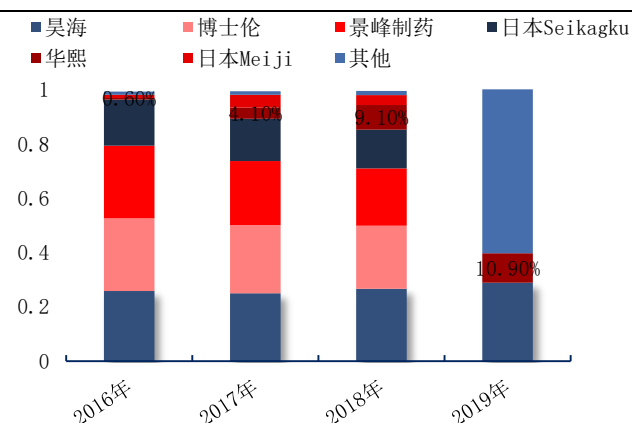
2.2.2 医美市场高景气度，细分市场份额持续提升

➤ 眼科与骨科：小众市场高集中度，华熙生物份额持续提升

骨科注射类透明质酸钠终端市场低速增长，华熙生物旗下海力达份额逆势提升挤进前五。从需求角度，根据沙利文数据，2019 年中国骨科透明质酸钠注射液市场规模为 17.6 亿元，占比骨科注射液市场份额为 17.2%，同比增速为 12.1%，14-19 年复合增速为 2.3%，细分市场低速增长，主要在于：骨科透明质酸钠注射液主要应用于膝关节关节炎治疗，透明质酸钠作为补充润滑液，具备良好的生物相容性，同时保护病损软骨，但目前单个疗程仍需 3 次甚至多次注射，存在非甾体类抗炎药、镇痛药物、糖皮质激素竞品，伴随人口老龄化加快，未来市场有望稳中有升。从竞争角度，根据沙利文数据，透明质酸钠骨科注射液集中度较高，2018 年 CR5 份额为 94.3%，伴随终端医疗端招标进展良好华熙生物（海力达）份额持续提升，从 2016 年的 0.6% 提升至 2019 年的 10.9%。

图 22：2016-2019 年骨科注射类透明质酸钠市场规模及增速


资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

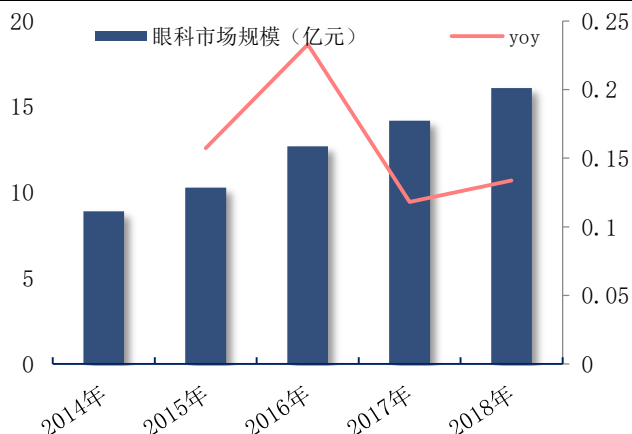
图 23：2016-2019 年骨科注射类透明质酸钠竞争格局变化


资料来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

眼科透明质酸钠市场持续扩容，华熙生物份额稳步提升。从需求角度，根据沙利文数据，2018 年中国眼科透明质酸钠应用市场规模为 16.1 亿元，14-18 年复合增速为 16.0%，眼科市场需求良好，主要在于：1) 透明质酸钠眼科应用场景之一的手术粘弹剂主要用于白内障手术中，用于起到暂时支撑作用避免眼部受到手术器械损伤，伴随人口老龄化，白内障患者群体稳中有升，手术作为唯一的有效治疗方式，为透明质酸钠粘弹剂带来市场；2) 透明质酸钠眼科应用场景之一的滴眼液主要用于干眼症，伴随人口老龄化及用眼方式不当持续增加，市场需求良好。从竞争角度，前两大厂商昊海与博士伦占据近 7 成

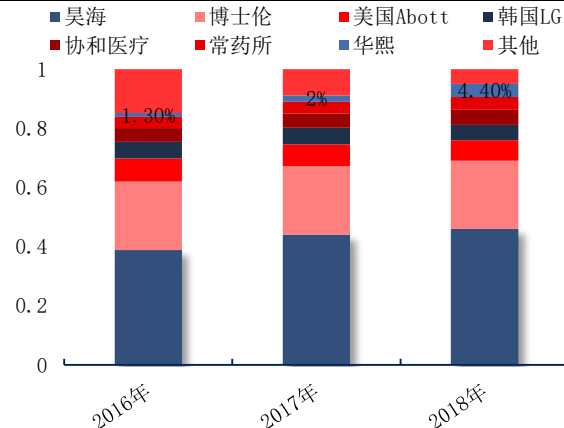
份额，龙头效应明显，华熙生物作为后进入这稳定扩展市场，截止 18 年占据 4.4% 份额，16 年到 18 年份额提升 3.1pct。

图 24：2016-2018 年眼科透明质酸钠应用市场规模及增速



资料来源: FROST&SULLIVAN, 信达证券研发中心

图 25：2016-2018 年眼科透明质酸钠应用市场竞争格局

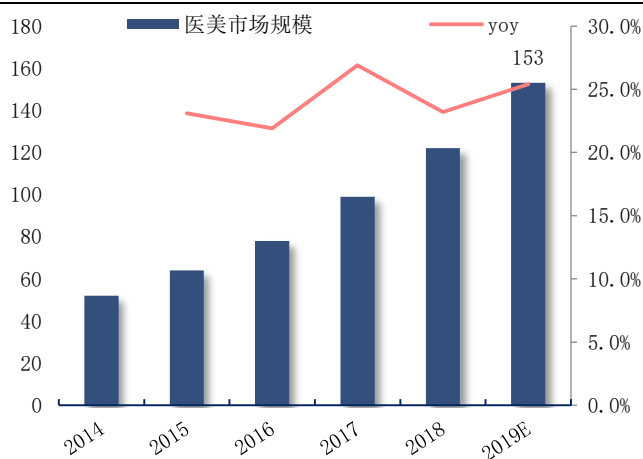


资料来源: FROST&SULLIVAN, 信达证券研发中心

➤ 医美市场：医美终端需求良好，华熙生物份额提升

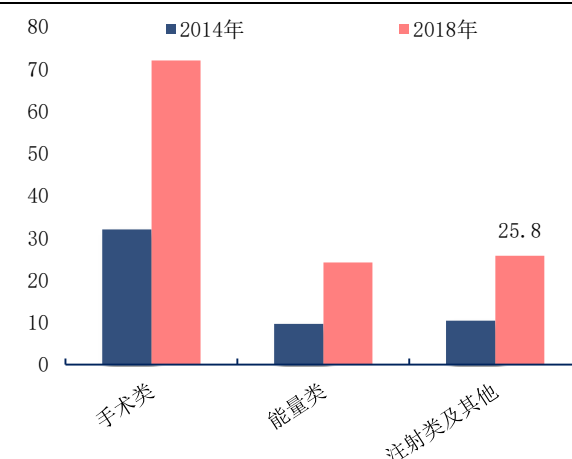
中国医疗美容行业保持 24% 复合增速，2019 年规模超 1500 亿，注射类项目高于行业增速。医疗美容指通过手术及非手术手段改变自身形象，包括面部、胸部、身体及四肢类手术项目，玻尿酸肉毒素等注射类非手术项目，以及激光等能量类非手术项目。根据 Frost&Sullivan 预测，2019 年中国医疗美容行业市场规模为 1530 亿元，近 5 年复合增速为 24%；其中手术类项目占比较高，2018 年市场规模 720 亿元，占比 59%，CACR(4) 为 23%；非手术类增速更高，注射类 2018 年市场规模为 258 亿元，占比 21%，CACR(4) 为 26%，而能量类 2018 年市场规模为 242 亿元，占比 19%，CACR(4) 为 26%。

图 26：2014-2019 年医美市场规模及增速（单位：十亿元）



资料来源: FROST&SULLIVAN, 信达证券研发中心

图 27：中国医疗美容行业结构情况（单位：十亿元）

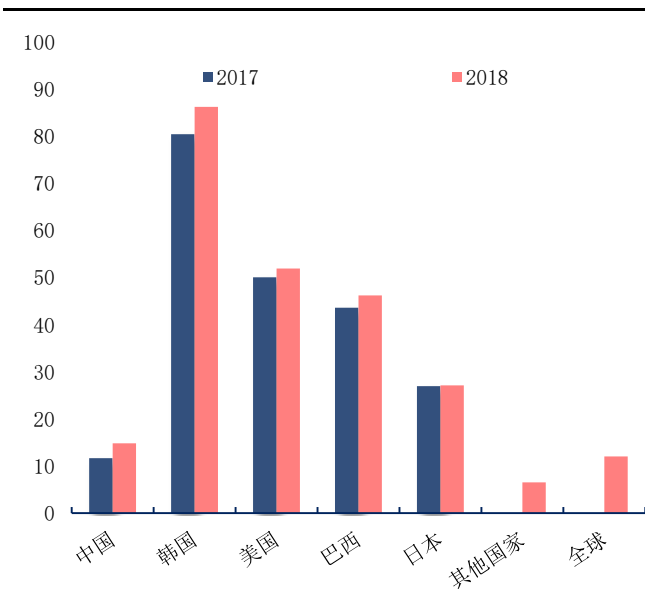


资料来源: FROST&SULLIVAN, 信达证券研发中心

中国医美渗透率较海外成熟市场仍在低位，疗程量增速领跑海外发达市场。2018 年中国疗程量占比 22% 超越美国成为医疗美容消费量最强市场，且保持 20% 以上增长，预计将加大与其他市场差距；但目前中国医疗美容千人渗透率基本与全球水平相当，较发达市场存在翻倍以上渗透空间。根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年全球医疗美容渗透率为 1.2%

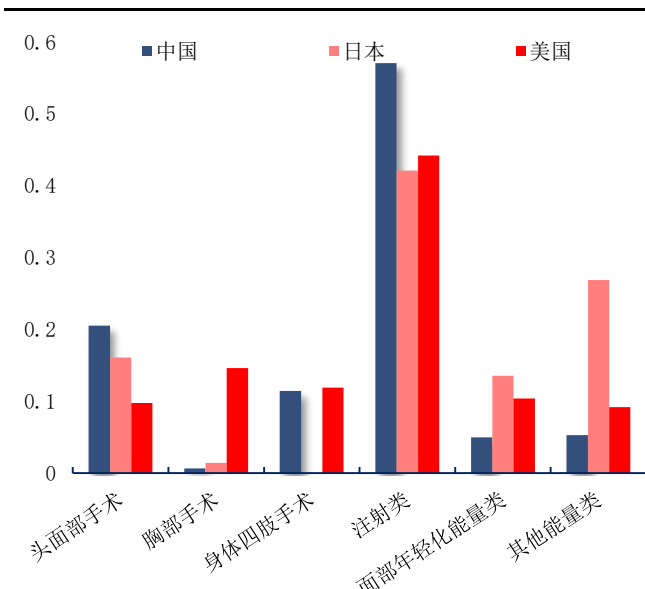
(此渗透率近似为疗程量/人口基数)，韩国、美国、巴西、日本四大医美市场较发达的国家渗透率分别为 8.6%、5.2%、4.6%、2.7%，渗透率同比提升 0.06 pct、0.02 pct、0.03pct、0.00pct。2018 年中国市场渗透率仅 1.5%，相较于成熟市场仍处于低位，存在翻倍以上提升空间。

图 28：全球不同国家医疗美容千人渗透率比较



资料来源：FROST&SULLIVAN，信达证券研发中心

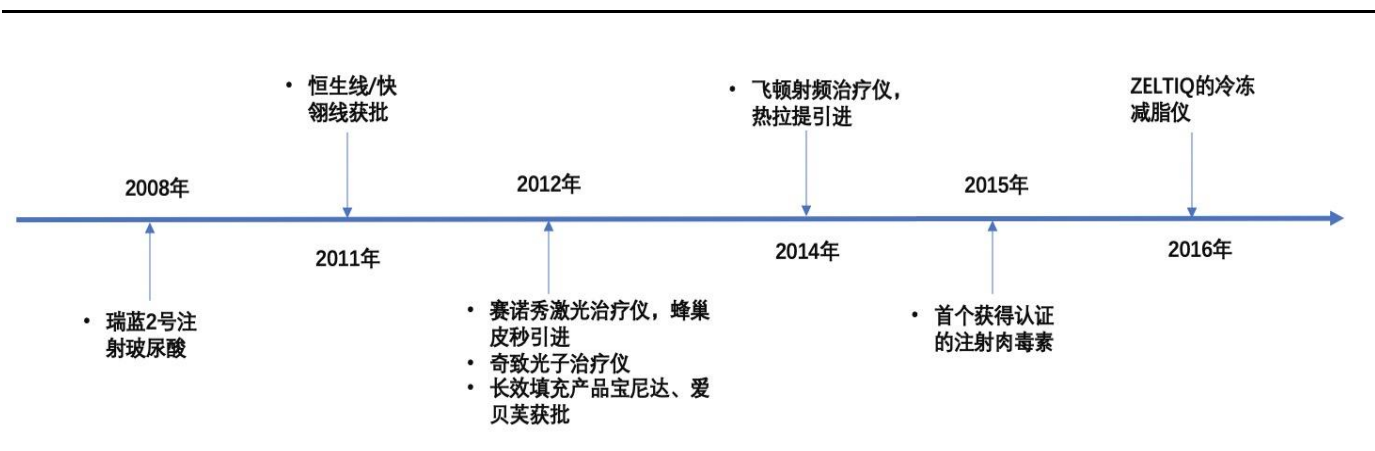
图 29：全球不同国家医疗美容疗程量占比及增速情况



资料来源：新氧大数据，ISPAS，信达证券研发中心

技术升级带来项目选择多样化，激发用户需求驱动行业增长。根据新氧分类，目前市场上可供选择的医疗美容项目分 18 个分类，598 种项目，包括眼部整形、面部轮廓、鼻部整形、美体塑形等，可供用户选择的项目不断丰富化。以注射类产品、手术类假体、能量类仪器在国内获得批文的数量变化为例，近十余年国内市场获得 CFDA 认证的产品数量显著增加。截止 2019 年底，注射类项目包括透明质酸钠相关（医疗器械）、肉毒毒素（药品）；同时，医疗美容项目越来越偏轻医美，减少用户担忧，提升选择概率。

图 30：2008 年以来医疗美容项目相关医疗器械/生物制药认证时间

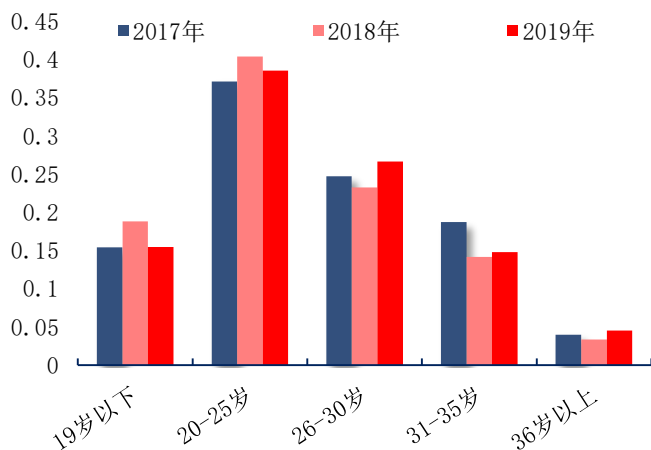


资料来源：药监局网站，信达证券研发中心（根据线上项目统计，存在遗漏）

90 后消费者相信医学美容，受互联网环境等影响观念更为开放，用户思维变化提供底层

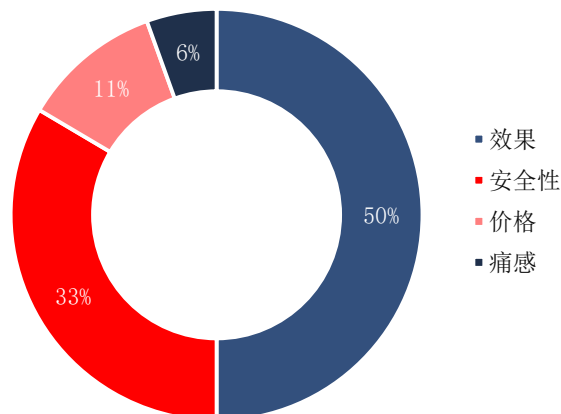
驱动力。90 后对医学美容接受程度逐步提升，尤其在发达城市的年轻用户群体中。一方面，90 后用户在互联网时代成长，思想更新潮，更容易接受机构传播信息；另一方面，直播短视频快速发展，明星“大众化”，催化医美大众化。根据新氧线上消费人群大数据，2019 年 30 岁以下人群占比 80.7%，近三年提升 3.4pct，00 后消费人群占比 15.5%，基本稳定；同时，年轻用户消费策略重要考量因素为效果、其次为安全性，对医美项目态度更开放。

图 31：2017-2019 年线上医美用户年龄结构变化



资料来源：新氧大数据，信达证券研发中心

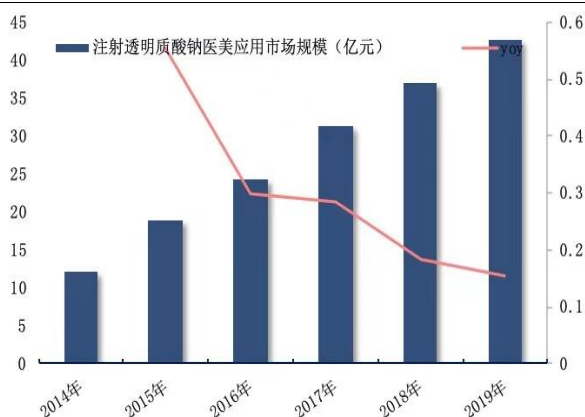
图 32：线上用户影响决策的要素



资料来源：新氧大数据，信达证券研发中心

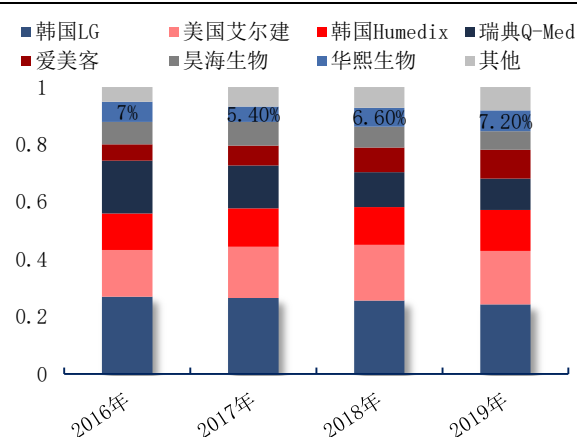
注射类透明质酸钠市场平稳增长，华熙生物 17 年以来份额有所提升。2019 年中国注射类透明质酸钠市场规模为 43 亿元，同比增长 15.4%，15-19 年细分行业增速有所放缓，主要受注射类透明质酸钠市场成熟度提升，光电类项目近年火热有所分流，未来伴随轻医美潮流持续及行业低渗透率，注射类透明质酸钠市场有望维持平稳增长。竞争格局方面，华熙生物自 2017 年以来份额稳定提升，得益于润致等新产品的良好表现，截止 2019 年，公司注射透明质酸钠医美产品位列行业第六，份额较 17 年低谷期提升 1.8pct 至 7.2%。

图 33：2014-2019 年注射类透明质酸钠市场规模及增速



资料来源：FROST&SULLIVAN，信达证券研发中心

图 34：2016-2019 年注射类透明质酸钠竞争格局变化



资料来源：FROST&SULLIVAN，信达证券研发中心

2.3 功效性护肤品:差异化品牌矩阵助力高增长

2.3.1 布局差异化品牌矩阵，5 年超过 100%高复合增长

公司依托原料创新方面优势，孵化自有化妆品及洗护品牌。公司自 2016 年起开始发展 C 端终端业务，2018 年下半年开始战略投入功能性护肤品终端业务，目前重点运营润百颜、夸迪、米蓓尔、Biomeso 肌活四大护肤品品牌，同时储备佰奥本集、雪沐年华等洗护品牌，其日化终端品牌均以透明质酸钠及其他重点研发原料为基础，进行产品创新，具体来看：

表 9：公司日化终端品牌布局情况

品牌	定位	成立时间	代表产品	20 年收入规模
润百颜	次抛原液为主的护肤品，主打 3D 玻尿酸	2016 年	水润次抛、377 次抛等	5.7 亿元，同增 65%
夸迪	冻龄抗初老，主打 5D 玻尿酸	2014 年	5D 玻尿酸原液	3.9 亿元，同增 513%
米蓓尔	针对敏感肌护肤品	2018 年	粉水、蓝绷带眼膜等	2.0 亿元，同增 136%
肌活 (Biomeso)	功能性原液	2018 年	虾青素肌底液	1.1 亿元，同增 46%
佰奥本集	头皮健康与年轻化的生物活性洗护品牌	—	—	—
雪沐年华	50 岁以上大龄高端洗护线	—	—	—

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

润百颜：2016 年润百颜蜂巢次抛原液推出标志着润百颜正式进入护肤品赛道。该品牌主打 mini 透明质酸钠原液，根据淘数据旗舰店 20 年 2 月-21 年 1 月销售结构，以精华为代表的次抛销售占比 63%，产品定位中高端，以畅销产品蜂巢次抛原液为例，双十一期间价格为 8.6 元/ml。目前润百颜为公司销售体量最大的护肤品品牌，根据淘数据，2020 年淘系 GMV 体量达到 6.5 亿元，线上快速成长；2020 年收入 5.7 亿元，同增 65%。

夸迪：品牌成立于 2014 年，早期通过线下销售为主，18 年进入天猫发力线上渠道。该品牌主打 5D 透明质酸钠次抛原液，5D 即五重透明质酸钠分子，分别为基础大中小 HA、Hycross、AcHA、mini HA、micro HA。根据淘数据旗舰店 20 年 2 月-21 年 1 月销售结构，以次抛原液为代表的精华销售占比 79%；夸迪品牌定位高端，以畅销产品小蓝抛为例，双十一期间价格为 18.6 元/ml，单位价格堪比一线国际大牌。夸迪 20 年销量迅速提升，根据淘数据，2020 年淘系 GMV 体量达 3.7 亿元，20 年 6 月到 12 月增速为 6890%；2020 年收入 3.9 亿元，同增 513%，成为 20 年化妆品领域增速最迅猛的品牌。

米蓓尔：品牌成立于 2018 年，定位于敏感肌修复，主要通过线上渠道销售。根据淘数据旗舰店产品销售结构，面部护理套装与化妆水为其主要产品类型，销售占比分别为 42%、30%；米蓓尔定位大众化，以畅销品粉水为例，双十一期间价格为 0.8 元/ml。根据淘数据，2020 年淘系 GMV 体量为 3.0 亿元，20 年 6-12 月增速为 364%；2020 年收入 2.0 亿元，同增 136%，增速仅次于夸迪。

Biomeso-肌活：品牌成立于 2018 年，主打功效性精华原液，主要通过线上渠道销售。根据淘数据旗舰店 20 年 2 月-21 年 1 月产品销售结构，精华销售占比为 56%，是销售占比最高的子类目；肌活定位中端，以畅销品虾青素精华为例，双十一期间价格为 7.3 元/ml。肌活正处于稳步成长期间，根据淘数据，2020 年淘系全网 GMV 为 1.7 亿元，20 年 6-12 月增速为 78%；2020 年收入 1.1 亿元，同增 46%。

表 10：公司日化终端品牌 2020 年 2 月-2021 年 1 月天猫旗舰店产品结构情况

润百颜		夸迪		米蓓尔		肌活	
类目	GMV 占比	类目	GMV 占比	类目	GMV 占比	类目	GMV 占比
精华	63%	精华	79%	面部护理套装	42%	精华	55%
面膜	14%	面膜	10%	化妆水/爽肤水	30%	面膜	28%

面部护理套装	10%	面部护理套装	6%	面膜	14%	化妆水/爽肤水	12%
其他	13%	其他	5%	其他	14%	其他	5%

资料来源：淘数据，信达证券研发中心（淘数据与实际产品结构存在差异，仅供子类目分布参考）

功效性护肤品业务高速发展，次抛原液与水乳膏霜等其他产品发展良好。2020 年功能性护肤品收入 13.5 亿元，16-20 年复合增速为 114%，保持高景气度。分产品类型看，功能性护肤品以次抛原液产品为主，18 年收入占比功效性护肤品超过 60%，单位价格整体平稳，以销量驱动为主；水乳膏霜等其他类型护肤品占比持续提升，18 年收入占比功效性护肤品 27%，较 16 年提升 5pct；面膜品类受单位价格持续下滑影响收入占比下降，18 年占比仅 11%，平均出厂价为 11 元/片，较 16 年 29 元/片平均出厂价下滑幅度较高。

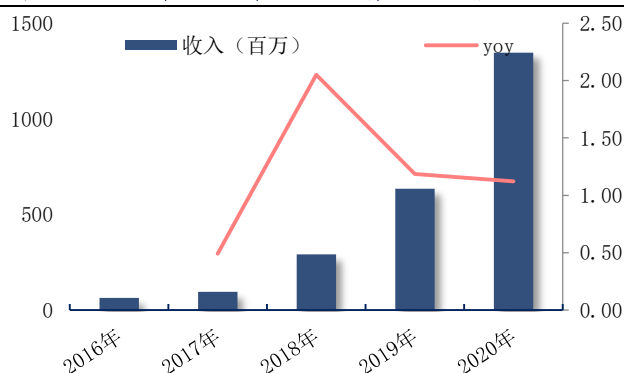
表 11：公司功能性护肤品产品结构拆分

	2016 年	2017 年	2018 年
次抛原液（百万元）	38.1	43.5	179.2
—销量（万 ml）	7,41.49	10,77.13	3326.75
—单价（元/ml）	5.1	4.0	5.4
占比	59.7%	45.7%	61.7%
面膜（百万元）	11.6	12.2	31.4
—销量（万片）	39.52	43.84	289.05
—单价（元/片）	29.3	27.7	10.9
占比	18.1%	12.8%	10.8%
其他产品（含丝丽精华液；百万元）	14.2	39.5	79.6
占比	22.2%	41.5%	27.4%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

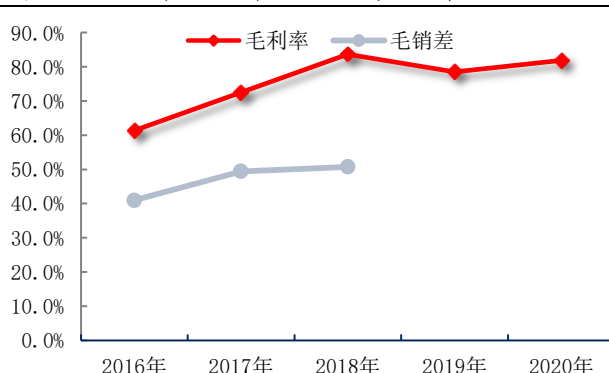
结构变化及规模效应带动毛利率有所提升，品牌战略性投入影响毛销差。2020 年功能性护肤品业务毛利率为 81.89%，同比提升 2.4pct，主要在于：1）高毛利率产品如次抛原液产品销售占比提升以及高端定位品牌夸迪等增速更高；2）以直销为主的线上渠道占比提升；3）次抛等产品规模效应带来单位成本下降。2018 年公司功能性护肤品销售费率为 33%，毛销差为 51%，19 年以来受品牌投入战略影响，线上推广成本上升，估计功能性护肤品销售费用率有所提升，影响整体毛销差。

图 35：2016 年-2020 年化妆品业务收入及增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

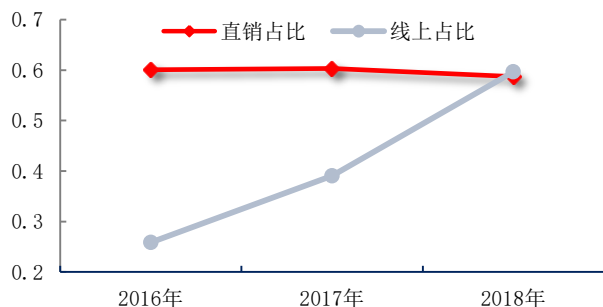
图 36：2016 年-2020 年化妆品业务毛利率及毛销差



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

功能性护肤品业务以直销为主，线上比重持续提升。公司化妆品业务：1) 线上销售以直销为主，主要是公司在天猫、小红书等平台开设面向终端用户的店铺；以经销为辅，主要是公司买断给京东自营等线上平台或者线上经销商；2) 线下销售以经销为主，主要是公司直接买断给经销商，经销商通过微商或者销售至医美机构等模式销售；以直销为辅，主要是公司直接买给医美机构。此外，公司不同化妆品品牌销售模式存在差异，润百颜与夸迪早期通过医美、微商等渠道传播，采用线上线下结合方式销售，米蓓尔与肌活等后起之秀以线上销售为主。2018 年公司功效性护肤品业务线上占比 60%，直销占比 59%，化妆品业务线上化率不断提升；截止 2020 年，润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活天猫渠道销售分别占比 58%、57%、49%、77%。

图 37：2016 年-2018 年公司化妆品业务直销与经销比重



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 38：2020 年公司化妆品业务不同品牌渠道结构情况

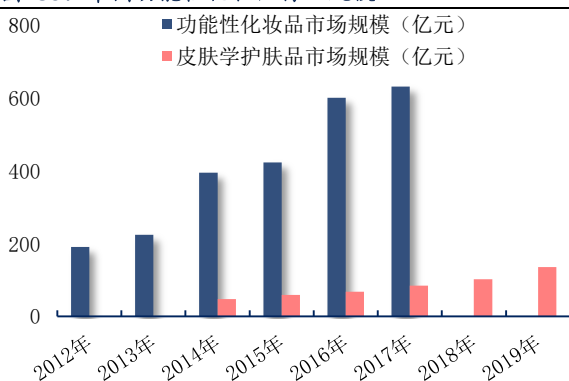
	天猫	经销	其他渠道
润百颜	58%	29%	13%
夸迪	57%	11%	32%
米蓓尔	49%	36%	15%
肌活	77%	12%	11%
合计	54%	22%	18%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3.2 功能性护肤品持续高景气度，大体量品牌规模约 30 亿元

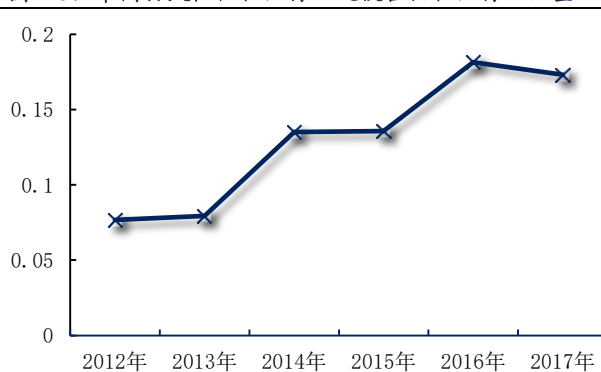
功能性护肤品是化妆品行业高景气度细分赛道。国内对化妆品最为权威的区分为妆字号及特字号，特字号主要为美白祛斑、防晒等特定诉求的产品，需要获得药监局特字号批文。功能性护肤品一类为针对敏感肌、痘痘肌等问题肌肤解决方案的皮肤学护肤品，一类指在护肤品中添加特定比例的核心成分达到抗衰、美白、补水保湿等诉求的功效性产品。根据前瞻产业网，2017 年功能性化妆品市场规模为 632 亿元，占比化妆品市场规模为 17.3%，12-17 年细分赛道复合增速 27%，高于行业整体景气度。

图 39：中国功能性化妆品行业规模



资料来源：前瞻产业网，信达证券研发中心

图 40：中国功效性化妆品行业规模占化妆品行业比重



资料来源：前瞻产业网，欧瑞咨询，信达证券研发中心

表 12：护肤品特定功能性护肤诉求分类

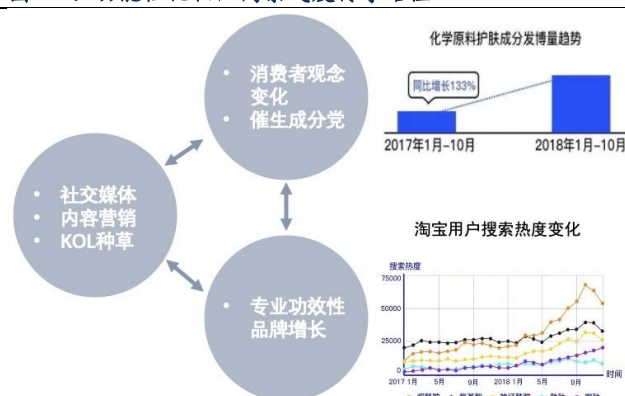
类型	诉求	成分	代表产品
功效性护肤品	抗衰类	维生素 E、维 A 及衍生物（视黄醇等）、花青素及虾青素、黄酮类和多酚类、肽类、玻色因	修丽可维生素 CE 精华液、标婷维 E 乳、露得清 A 醇晚霜、雅顿时空焕活胶囊精华、肌活虾青素肌底液、珀莱雅双抗精华、赫拉海藻寡肽精华液、薇诺娜寡肽修复喷雾、赫莲娜（玻色因）

美白类	烟酰胺 (VB3)、熊果苷、维生素 C 及衍生物、XX 产物发酵溶胞物 (半乳糖酵母及二裂酵母)、酸类	修丽可烟酰胺晚霜、olay 小白瓶、薇诺娜熊果苷精华乳、城野医生 VC100 化妆水、SK-II 神仙水、雅诗兰黛小棕瓶、欧莱雅青春密码酵素精华肌底液、修丽可果酸焕活复颜精华液、宝拉珍选焕彩果酸柔肤精华乳
保湿类	透明质酸钠等	润百颜次抛、夸迪次抛
舒敏类	积雪草提取物、马齿苋提取物、含矿物质等温泉水等	玉泽皮肤屏障霜、薇诺娜特护霜、理肤泉喷雾等
祛痘类	水杨酸提取物、页岩油提取物等	博乐达产品、宝拉产品等
祛斑类	烟酰胺、3-o-乙基抗坏血酸、熊果苷、滇山茶花提取物	药都仁和美白祛斑霜、薇诺娜光透皙白淡斑霜

资料来源: 信达证券研发中心

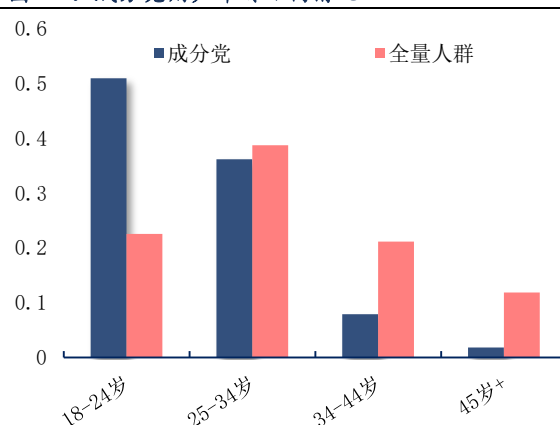
社媒助力年轻消费者底层变化,成分党风起云涌,驱动功能性护肤品高景气度。小红书、微博等社交媒体助力消费者更加关注化妆品成分及功效,根据 CBNDdata 数据,2017 年 1-10 月以来微博护肤品化学原料发文数量提升幅度超过 100%,淘宝用户关键词搜索烟酰胺等成分热度提升。通过各大社媒 KOL 的广泛种草,叠加成分本身的功效性,越来越多的消费者加入成分党阵营。根据个推大数据近一年 (19 年 2 月-20 年 2 月) 超过 500w 人群 (偏好美丽修行等成分类测评 app 的用户) 数据分析,年轻化是成分党主要特征,成分党人群中 18-24 岁占比超过 5 成,高于全量人群中 18-24 岁人群 2 成以上的比重。

图 41: 功能性化妆品高景气度传导路径



资料来源: 聚美丽, 信达证券研发中心

图 42: 成分党用户年龄结构情况

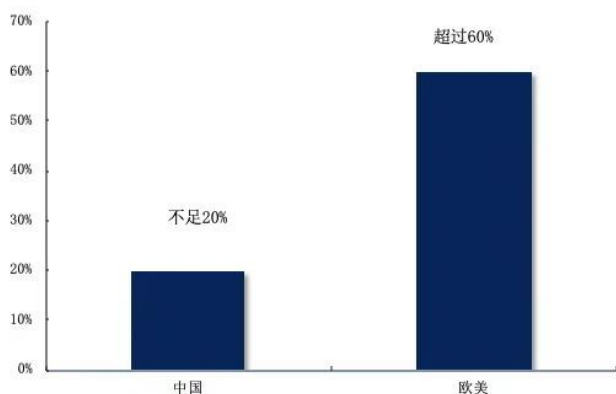


资料来源: 个推大数据, 信达证券研发中心

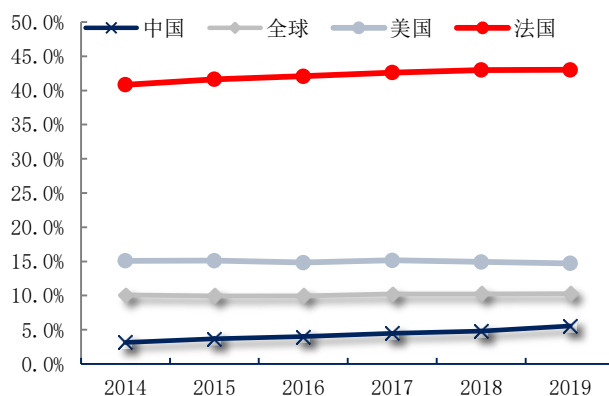
功效性化妆品是对产品力要求更高的精致护肤需求,对标海外成熟市场具备更高天花板。伴随化妆品行业人群渗透率不断提升,消费者对产品诉求从普及使用到精致护理转变,功效性护肤品符合美妆消费升级趋势,本质是对产品力更高要求。根据华经产业研究及前瞻产业研究,2017 年欧美发达市场功能性化妆品渗透率超过 60%,中国市场渗透率仅 17%,未来强研发基础品牌不断创新,通过新潮营销方式推广放大声量,功效性化妆品细分赛道具备更高天花板。

图 43: 2017 年功能性化妆品渗透率情况

图 44: 2019 年中外皮肤学护肤品渗透率情况



资料来源: 华经产业研究, 前瞻产业研究, 信达证券研发中心



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

国内市场存在大体量功效性品牌, 市场发展初期品牌成长可期。国内市场来看, HFP、修丽可、润百颜等品牌具备一定规模体量, 其中以原液为主导的功效性品牌 HFP 领先市场, 2019 年欧睿口径零售额为 22 亿元, 产品大众化定价, 核心原液产品单价为 5.0-8.0 元/ml。国际市场看, The Ordinary、修丽可、城野医生等品牌具备一定规模体量, 其中被雅诗兰黛集团收购的加拿大品牌 The Ordinary 以销售原液为主, 大众化定价, 单位价格仅 2.3-6.0 元/ml, 其所在母公司 Deciem 集团 2020 年销售额为 4.6 亿美元, 约 30 亿元。功效性护肤品市场尚在发展初期, 本土品牌 2014 年陆续成立, 对标市场头部品牌, 润百颜、夸迪、肌活等品牌成长可期。

表 13: 功能性化妆品代表品牌情况

公司	品牌	国家	成立时间	销售额	定价
蛋壳科技	HFP	中国	2014 年	19 年零售额 22.0 亿元	原液: 149-239 元/30ml
华熙生物	润百颜	中国	2016 年		原液: 339-419 元/45ml
	夸迪	中国	2014 年	19 年公司收入 6 亿元	原液: 368-508 元/30ml
	肌活	中国	2018 年		原液: 129-144 元/30ml
鲁商发展	颐莲、瑗尔博士等	中国	2003 年/2018 年	19 年公司收入 3 亿元	原液: 369-389 元/39ml
欧莱雅	修丽可	美国	1997 年 (2010 年入驻中国)	19 年中国零售额 6.2 亿元	原液 980 元/30ml
雅诗兰黛	The Ordinary 等	加拿大	2013 年	20 年全球销售额 4.6 亿美元, 人民币约 30 亿元	原液: 69-179 元/30ml
强生	城野医生	日本	1999 年 (2013 年入驻中国)	19 年全球零售额 2.4 亿美元	377 原液: 520/28g
DR.WU	DR.WU	中国*台湾	2003 年 (2014 年入驻中国)	20 年中国淘系 0.6 亿 GMV	原液: 210-280 元/15ml
蕾浓株式会社	TUNEMAKERS	日本	1999 年 (2016 年入驻中国)	20 年中国淘系 1.2 亿 GMV	原液: 119-596 元/20ml

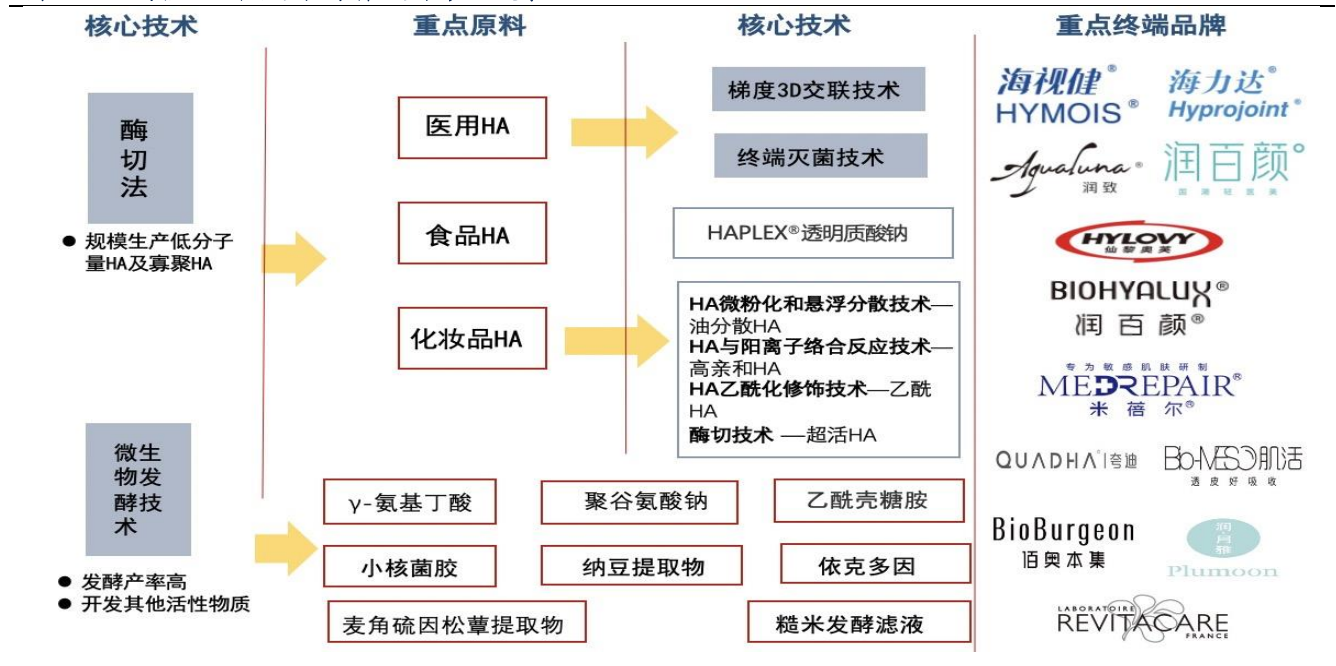
数据来源: 公司公告, 欧瑞咨询, 天猫, 信达证券研发中心

竞争优势

3.1 透明质酸钠及相关应用研发实力雄厚，全产业链产品创新层出不穷

公司在透明质酸钠及其相关应用、生物活性物质研发应用上优势突出。公司拥有持续研发创新能力，科研团队深耕透明质酸钠原料及相关应用 30 余年，拥有微生物发酵技术、生物酶切技术、梯度 3D 交联技术、终端灭菌技术四大技术平台。原料方面，公司自主研发医药级、化妆品级、食品级 HA，产品核酸、肉毒素等杂质含量分别是欧洲药典标准的 1/50 和 1/20；同时利用微生物发酵平台研发 γ -氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、麦角硫因，小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等，创新能力强。终端产品方面，公司耗时六年获得国内首款 CFDA 认证的国产交联透明质酸钠填充剂，打破外资品牌垄断的局面；同时，公司首创次抛概念，采用 BFS 一体无菌罐装，具备创新性。截止 2020 年，公司已获得授权专利 85 项，较上年增加 11 项目，其中发明专利 49 项，较上年增 6 项，在研项目 123 项，集中在化妆品、医疗美容以及功能性食品等相关领域。

图 45：公司核心技术、重点原料及重点产品关系



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 14：公司四大核心技术及优势

技术	优势
微生物发酵技术	1) 产品核酸、肉毒素等杂质含量分别是欧洲药典标准的 1/50 和 1/20；2) 医药级产品国内取得 7 项注册备案资质，国际上取得欧盟、韩国、美国等注册备案资质 21 项；3) 基于技术平台开发其他生物活性物质，如 γ -氨基丁酸、依克多因、聚谷氨酸、小核菌胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等
生物酶切技术	实现 2K-4000Kda 分子量范围透明质酸钠的规模化生产，超过商业化透明质酸钠分子量一般介于 500K-2000Kda 的标准
梯度 3D 交联技术	实现不同活性基团的定向交联、实现交联剂与透明质酸钠的有效交联以及精准控制交联度
终端灭菌技术	1) 无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一；2) 肉毒素限制值是国家限值标准的 1/30，降低副反应

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

强大研发团队阵容与持续研发投入为研发实力沉淀保驾护航。研发团队建设方面，公司建立专业稳定的研发团队：1) 除李慧良先生外其他核心技术人员加入公司超过 14 年，团队稳定；2) 截止 20 年研发团队 377 人，其中研发团队领头人郭学平博士是享受国务院特殊津贴的专家，是国内透明质酸钠发酵技术研究的开创者，主持开发国内首个获得

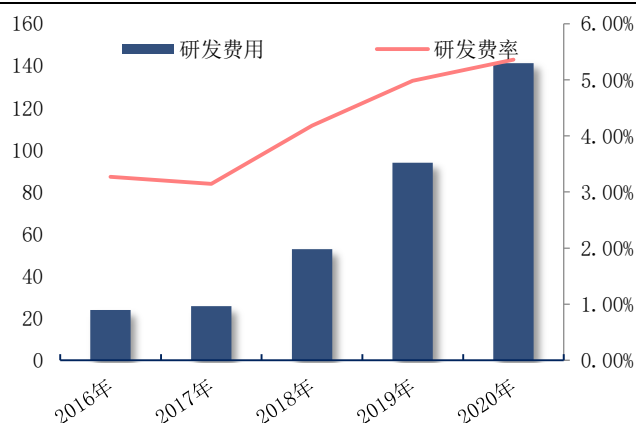
CFDA 批准的交联透明质酸钠。研发投入方面，公司 20 年研发投入为 1.41 亿元，占比收入 5.4%，同比增长 50%，维持高研发投入。相比于行业可比公司，公司研发团队人员规模庞大，高于爱美客、贝泰妮、上海家化等公司。

表 15：公司核心技术团队情况

姓名	出生日期	职级	从业背景
郭学平	1965 年	董事、副总	山东大学博士，曾任山东省生物药物研究院副院长，山东福瑞达精细化工副总，2000 年加入公司
刘爱华	1963 年	董事、副总	沈阳药学院学士，曾任济南第三制药厂副厂长，济南永宁制药副总兼所长，山东省生物药物研究院副院长，2002 年加入华熙福瑞达
栾贻宏	1964 年	副总	山东大学硕士，曾任济南维尔康技术质量总经理，2004 年加入公司
李慧良	1956 年	副总	上海中医药大学学士，曾任海军军医大学上海公利医院药剂师，上海家化技术总监，2018 年加入公司
石艳丽	1971 年	资深技术人员	山东大学硕士，曾任山东金泰生物工程发酵室主管，2003 年加入公司
刘建建	—	技术人员	硕士学历，2006 年加入公司
黄思玲	—	技术人员	硕士学历，2006 年加入公司

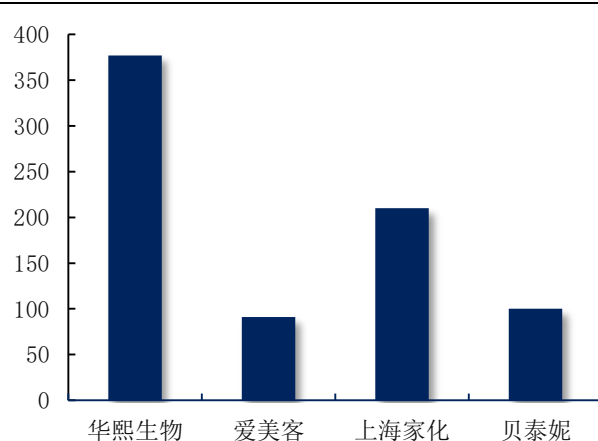
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 46：公司 2016-2020 年研发费用投入情况（百万）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 47：2020 年研发人员数量同业比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心（贝泰妮研发人员数量为 20H1）

研发优势商业化运用良好，核心终端产品逐步涉足。功能护肤品领域，公司玻尿酸分子运用于润百颜、夸迪等多个产品线，其他生物活性物质依克多因、糙米发酵滤液等运用于米蓓尔、肌活、润百颜、夸迪等多个产品线，终端销售良好，公司原料端优势可转化成产品优势，商业化变现良好。

表 16：公司重点原料在功能性护肤品领域应用情况

品牌	产品	定价	单位价格	重要成分	20M11 GMV
润百颜	水润次抛	419 元/45ml	9.31 元/ml	大分子/小分子/miniHA 玻尿酸	5973 万
	紧致次抛	469 元/45ml	10.42 元/ml	二裂酵母提取物、miniHA/大分子/小分子玻尿酸	1045 万
	377 次抛	469 元/45ml	10.42 元/ml	377 微脂囊精粹、VC 衍生物、麦角硫因松茸提取物、大分子/小分子/miniHA 玻尿酸	3638 万
	屏障调理面霜	479 元/60g	7.98 元/g	熙敏修、miniHA/大分子玻尿酸、Hyacross、乙酰化 HA、依克多因、CB2-Skin、积雪草提取物	14 万
夸迪	战痘次抛	368 元/30ml	12.27 元/ml	水杨酸、5D 玻尿酸、依克多因、积雪草、发酵精粹	2181 万

	紧致焕颜次抛	138 元/7ml	19.71 元/ml	5D 玻尿酸、二裂酵母发酵产物、蓝铜胜肽、烟酰胺 PC	1362 万
	动能支撑轻龄霜	658 元/50g	13.16 元/ml	5D 玻尿酸、依克多因、鲟鱼子酱提取物、白池花籽油、维生素 B、糙米发酵滤液	65 万
米蓓尔	多元修护滋养水	128 元/100ml	1.28 元/ml	二酵母提取物、维生素 B12、针叶樱桃提取物、依克多因	578 万
	舒缓精华水	208 元/260ml	0.8 元/ml	水解 HA（熙敏修）、4D-HA 玻尿酸、泛醇 B5、神经酰胺 II	331 万
肌活	糙米精华水	109 元/100ml	1.09 元/ml	酵母菌/大米发酵产物滤液、二裂酵母发酵产物、依克多因	488 万
	虾青素精华液	129 元/15ml	8.6 元/ml	虾青素、角鲨烷、复合寡肽	254 万
	传明酸肌底液	144 元/15ml	9.6 元/ml	SymWhite377、烟酰胺、传明酸、Sepiwhite MSH、VC 衍生物、谷胱甘肽	314 万
	左旋乳酸肌底液	124 元/15ml	8.27 元/ml	左旋乳酸、miniHA 玻尿酸、金黄洋甘菊提取物、海藻糖	401 万

资料来源: 淘数据, 天猫旗舰店, 信达证券研发中心

3.2 机制灵活, 员工激励到位, 注重人才培养

公司员工激励到位, 股权激励覆盖面宽。公司 A 股上市前搭建员工持股平台, 授予 27 名核心骨干 0.31% 股权(占比 18 年年底股权比例); 21 年 2 月, 公司开启股权激励计划, 授予 206 名高管、核心骨干 1% 股权比例, 授予员工数量及大幅扩容, 收入及业绩考核条件低于过去十年收入及业绩增长的平均水平, 员工获得股权概率高。

表 17: 公司 2018 年以来股权激励情况

时间	覆盖人数	授予股权	考核条件
2018 年 12 月	27 名核心骨干, 占比 2.2%	占比 0.31%(18 年)	为上市前员工持股平台, 无考核条件
2021 年 2 月	206 名员工, 占比 9.6%	占比 1%	考核 21-24 年收入及净利润, 收入及业绩目标增速低于历史平均水平

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 18: 公司 2021 年股权激励考核条件 (单位: 亿元)

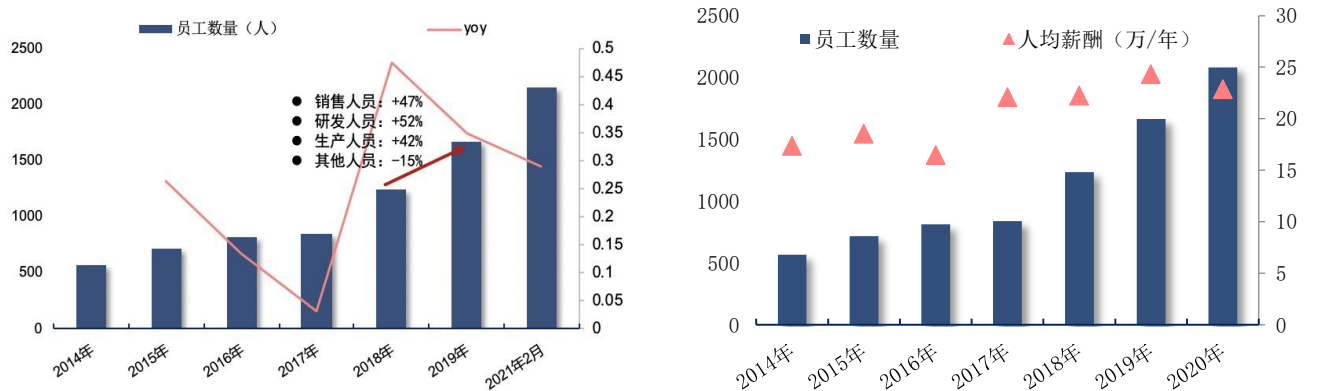
	收入目标				净利润目标			
	目标收入	同比增速	触发收入	同比增速	目标净利润	同比增速	触发净利润	同比增速
2021 年	30.2	14.7%	27.9	6.1%	7.0	8.7%	6.8	5.1%
2022 年	35.8	18.8%	32.4	16.2%	7.9	12.5%	7.5	10.3%
2023 年	41.5	15.8%	37.0	14.0%	8.8	11.1%	8.2	9.4%
2024 年	47.2	13.6%	41.5	12.2%	9.7	10.0%	8.9	8.6%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

招兵买马重视人才培养, 人员扩容明显。公司自 2018 年以来人员扩容明显, 截止 2021 年 2 月, 人员数量较 17 年增长 156%, 伴随功能性化妆品等多业务发展, 公司不断引进人才, 丰富人才储备; 以 2020 年为例, 研发人员、销售人员、生产人员较 18 年分别增长 64%、113%、105%, 重点板块人力资源扩容明显。同时, 伴随人员扩容, 整体薪酬福利水平提升, 以 2020 年为例, 销售、研发人员人均薪酬较 18 年分别提升 2%、15%。整体而言, 伴随公司业务发展, 管理层投入人力资源魄力大, 保障人才储备以面对行业环境变化。此外, 公司开设华熙大学, 集合前后台中高层进行为期一年的培训, 启动青年团及各个业务板块的雄鹰计划, 加强对内部员工的培训与提升。

图 48: 公司员工数量变化情况

图 49: 公司员工薪酬变化

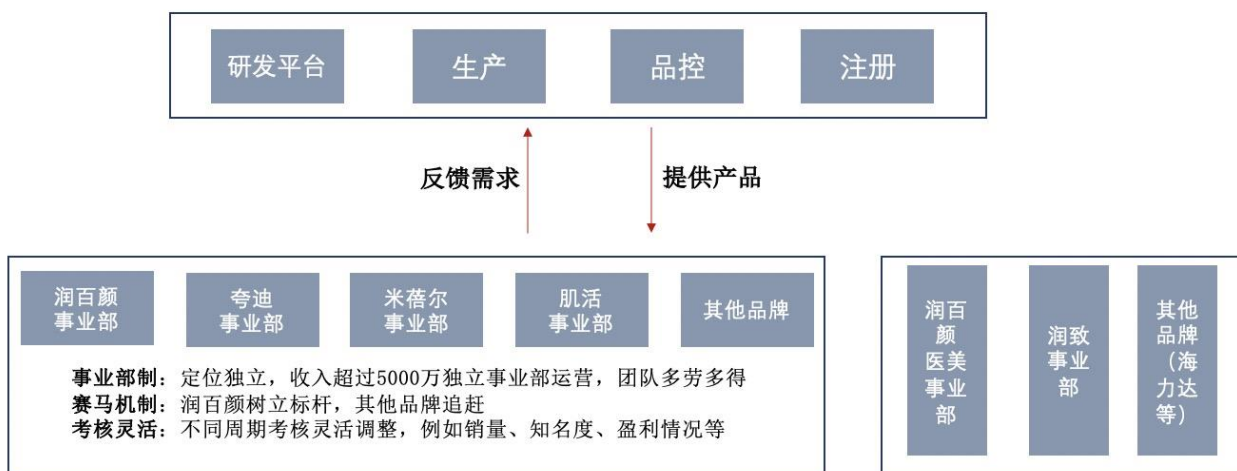


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

机制灵活, 激发组织活力。公司建立完善的前、中、后台制度, 保障三大业务体系共同发展, 激发组织活力。2019 年公司对组织架构进行调整, 明确前中后台职能划分, 前台为承担销售考核的各品牌团队, 中后台为研发、生产、品控等团队; 前台确定事业部制, 选择品牌、市场、产品、销售中的三到四个为事业部合伙人, 承担考核指标; 研发团队确立阿米巴模式, 立项获得认可即可成立个人工作室进行内部竞标。以功能性护肤品事业线为例, 各个品牌根据客户定位向中后台反馈产品需求, 承担销售、品牌知名度、盈利性等考核指标, 当年收入体量超过 5000 万即可成立独立事业部运营, 同时团队多劳多得, 激发组织活力。此外, 多品牌运营中, 以润百颜为标杆品牌, 其他品牌在各自细分赛道进行追赶, 形成良性竞争环境, 推动多品牌共同发展。

图 50: 公司功能性化妆品业务、医疗美容、原料业务关系



资料来源: 信达证券研发中心

未来看点

4.1 加大推新以及品牌投入, 润百颜、夸迪、米蓓尔等品牌持续释放活力

公司保持润百颜高增长的基础上, 夸迪、米蓓尔、肌活三大品牌快速成长, 品牌成长速度提升, 赛道高景气度、研发优势突出以及组织高活力外, 近年来边际变化在于高投入与品牌运营能力提升, 具体而言:

第一, 加大市场投入, 线上推广费用、人员投放、品宣投入增加

公司 19 年起加大投入为多品牌高增长奠定基础：1) 2019 年起线上推广服务费投入大幅提升，2020 年线上推广服务费高达 4.93 亿元，占比化妆品收入 36.6%；2) 2018 年起陆续加大品宣投放，提升集团品牌知名度，20 年该项费用占比收入达 4.8%；3) 人力投入加大，20 年人力成本占比收入提升至 8.6%。

图 51：公司 2019 年以来化妆品业务费用投入显著提升

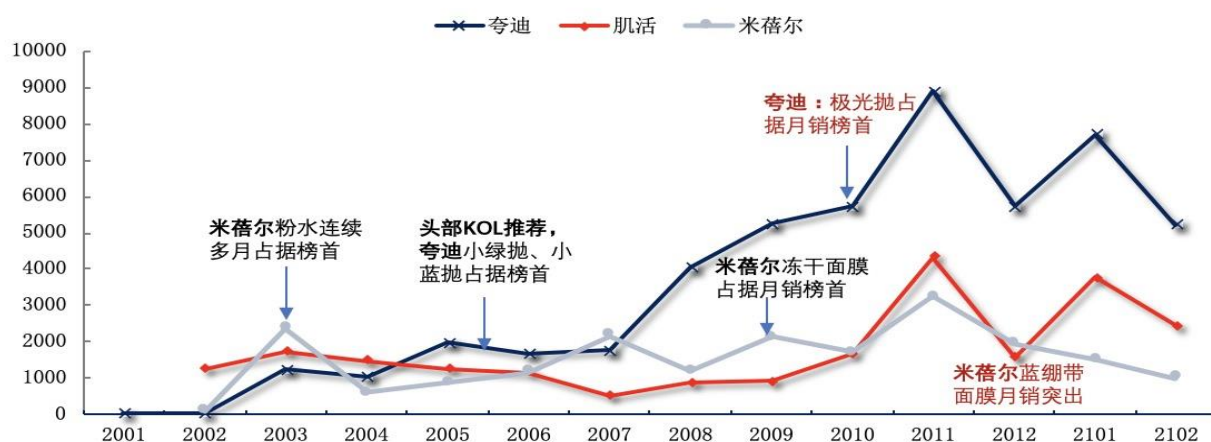
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	
线上推广服务费（百万）	1	5	12	104	493	线上投入加大，新媒体费用增加
占比化妆品收入	1.4%	5.1%	4.2%	16.4%	36.6%	
职工薪酬（百万）	48	51	105	159	227	人力投入加大，主要为化妆品与医美
占比公司总收入	6.6%	6.3%	8.3%	8.4%	8.6%	
广告宣传费用（百万）	13	9	53	91	125	品宣投入加大
占比公司总收入	1.8%	1.1%	4.2%	4.8%	4.8%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

第二，品牌运营能力不断提升，紧跟潮流趋势，逐步建立用户心智

1) 聚焦投入，打造爆款产品，运营更有章法。公司聚焦投入打造标签产品线，如润百颜的蜂巢水润次抛、夸迪小绿抛、米蓓尔粉水等，聚焦单品投入产出比更高，以单品提升品牌知名度，反哺其他产品线销售。以旗舰店双十一单月销售为例，润百颜水润次抛单月 GMV 占比 34%，夸迪小绿抛单月 GMV 占比 25%，米蓓尔粉水单月 GMV 占比 18%。

图 52：米蓓尔、夸迪、肌活淘系月度 GMV 与重点事件关系（单位：万）



资料来源：淘数据，信达证券研发中心

2) 强化团队自营能力，加大社媒投放紧跟潮流。公司品牌采用 TP 与自营相结合方式，近年加大自有有人力资源投入，招募年轻化运营团队，强化品牌自营能力，提升 C 端品牌运营能力。截止 2021 年 1 月公司旗下品牌官方号在抖音上拥有超过 25 万粉丝，小红书上拥有超过 5 万粉丝，微博上拥有 58 万粉丝，2020 年上半年基本完成新媒体入驻，未来有待进一步发力。此外，公司抓住头部 KOL 流量红利，润百颜与薇娅合作，抖音、淘宝直播等互动型投放加大，传播广度迅速打开；夸迪与李佳琦合作，自 20 年 3 月进入李佳琪直播间以来，小蓝抛、小绿抛等产品相继迅速走红，成为年度高复购率爆款产品。

表 19：公司各个社交平台运营情况

天猫	京东	抖音	小红书	微博
----	----	----	-----	----

	注册时间	2017 年 1 月	2017 年 5 月	2019 年 3 月	2018 年 6 月	2015 年 11 月
润百颜	粉丝数量 (万)	170.6	78.6	3.6	3.2	36
	笔记数量			82	212	2085
	注册时间	2018 年 7 月	2020 年 10 月	2018 年 8 月	2019 年 6 月	2018 年 8 月
夸迪	粉丝数量 (万)	23.5	5.5	1.2	0.2	0.3
	笔记数量			28	4	265
	注册时间	2018 年 9 月	2020 年 6 月	2020 年 4 月	2020 年 4 月	2018 年 10 月
米蓓尔	粉丝数量 (万)	48.5	10.6	1.6	0.7	4.5
	笔记数量			18	39	615
	注册时间	2016 年 12 月	2020 年 3 月	2019 年 1 月	2018 年 10 月	2018 年 7 月
肌活	粉丝数量 (万)	30.4	20.4	0.7	1.1	6.4
	笔记数量	-	-	17	214	377
	注册时间	-	-	2020 年 5 月	无官方账号	2018 年 7 月
华熙生物	粉丝数量 (万)	-	-	17.2	-	10.8
	笔记数量	-	-	68	-	194

资料来源: 各品牌号, 信达研发中心 (截至 2021 年 3 月 10 日)

图 53: 以润百颜为例 2018 年以来重点营销事件



资料来源: 小红书, 微博, 信达证券研发中心

3) 强化原料优势, 逐步建立产品力领先用户心智。2020 年公司旗下各品牌产品介绍文案及短视频介绍文稿加强产品原料优势 (如全球玻尿酸龙头供应商+20 余年研发沉淀等)、生产优势的宣传 (如获得四大国际认证+国际领先生产线), 且突出为华熙生物旗下品牌, 加深品牌印象, 逐步建立产品力领先心智。

从认知到认同, 新品延展值得期待。公司 2020 年下半年陆续推出差异化新品, 如润百颜推出敏感肌修复产品系列、夸迪推出 CT50 眼霜等新品, 伴随公司品牌知名度不断提升, 凭借强产品力润百颜、夸迪等品牌有望实现消费者从认知到认同, 提升新品成为爆品概率。

表 20: 公司旗下化妆品品牌近一年以来重磅新品布局

品牌	产品名称	成分	定价	上新时间
润百颜	御敏修复系列	瓷敏大白管 CB2-Skin, 智慧玻尿酸, 乳酸菌提取物, 依克多因	419 元/45ml	2021 年 3 月
		大白瓶 CB2-Skin, 智慧玻尿酸, 乳酸菌提取物, 依克多因积雪草	419 元/60ml	2021 年 3 月

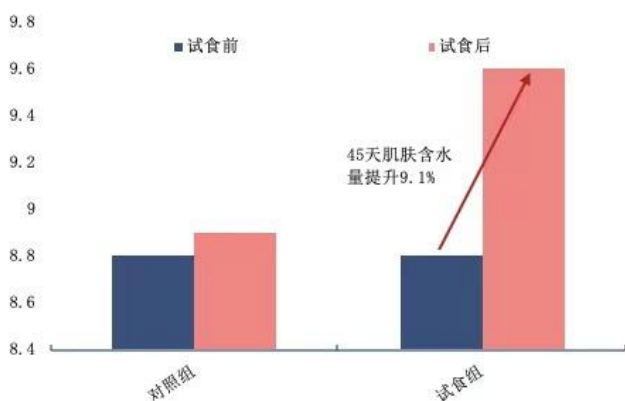
夸迪	CT50 系列	大白玻尿酸调理水	智慧玻尿酸、依克多因、乳酸菌提取物、积雪草提取物	319 元/180ml	2021 年 3 月
		CT50 紧致眼霜	CT50、5D 玻尿酸、鱼子酱精华等、兰花精粹、小果咖啡籽、单子山茶花萃、茉莉花萃、虾脊兰菁萃	557 元/18g	2021 年 3 月
		CT50 面霜	CT50、5D 玻尿酸、鱼子酱精华、多肽等等	648 元/50g	2020 年 11 月
米蓓尔	抗衰类	轻龄紧致丝绒霜	山毛榉、棕榈神经酰五肽、烟酰胺、肌肽、麦角硫因、角鲨烷、雪松木/向日葵/娑罗双树植物油、玻色因	338 元/50g	2020 年 11 月
		蓝绷带面膜	山毛榉、蓝铜胜肽、神经酰胺、角鲨烷、孔雀石树植物油、玻色因	188 元/110g	2020 年 11 月

资料来源：天猫旗舰店，信达研发中心

4.2 功能性食品运营打开新天花板

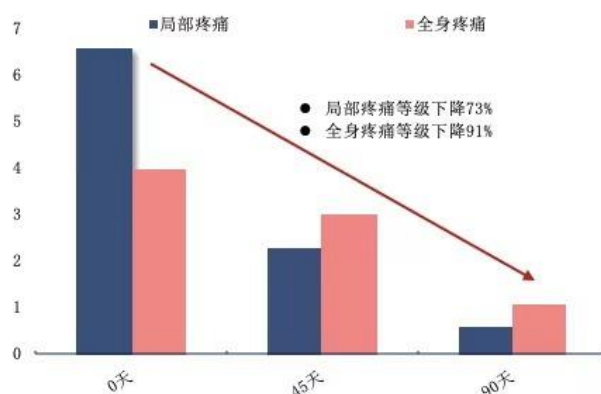
透明质酸钠食品级应用国际市场成熟，具备多重保健功能。早在 2008 年透明质酸钠在动物实验中证实可被人体消化吸收，并广泛分布在人体各组织中，具备如下几大作用：1) 补充皮肤、眼睛黏膜等部分水分；2) 改善关节功能、骨质疏松及软骨病；3) 修复胃黏膜损伤，促进创伤愈合等。国际上透明质酸钠食品级应用较为普遍，如日本、美国、英国、加拿大、捷克、韩国等多个国家均可使用在食品及保健品中，如 swisse 水光片、move free 益骨力；英敏特全球新产品数据库 GNPD 查询到日本超过 160 种食品中含有透明质酸钠成分。

图 54：口服透明质酸钠增加水分的临床研究



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图 55：口服透明质酸钠改善运动人群关节不适临床研究

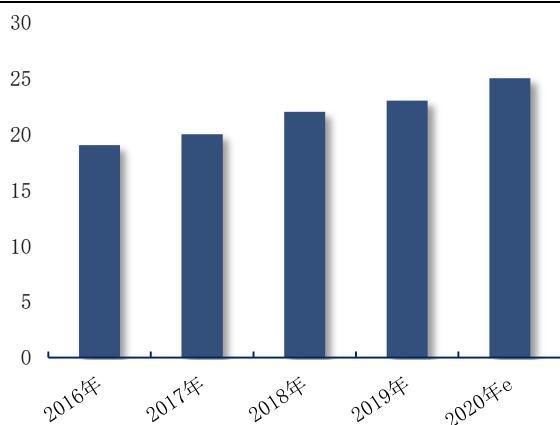


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

全球透明质酸钠终端食品市场规模超过 20 亿元，中国批准食品级投放，有望打开新市场。根据艾瑞咨询，全球透明质酸钠食品级终端市场规模为 23 亿元，16-19 年复合增速为 6.5%，全球市场保持平稳增长，未来伴随政策放开及厂家市场培育，透明质酸钠食品级应用有望获得新空间。2021 年 1 月，国家卫健委批准由华熙生物申报的透明质酸钠新型食品原料 HAPLEX PLUS，允许使用于乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力和巧克力制品、糖果、冷冻食品（不包括婴儿食品），未来透明质酸钠食品级应用将打开蓝海市场，带来新发展前景。

图 56：全球透明质酸钠食品级终端市场规模（亿元）

图 57：水肌泉品牌情况



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心



资料来源: 公司直播间, 信达证券研发中心

重磅推出国内透明质酸食品品牌黑零与肌泉, 引领行业浪潮。公司早期拥有功能性食品品牌仙黎奥芙等, 其中仙黎奥芙主要产品为 GABA 植物饮 (r-氨基酸、酸枣仁)、海明健牌优活胶囊 (透明质酸、低聚肽、花青素)。2021 年 1 月 22 日, 公司宣布推出国内首个玻尿酸食品品牌黑零, 未来黑零品牌将推出“透明质酸白芸豆纤体咀嚼片、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, 采用公司自主研发的透明质酸原料, 将健康与美味结合。2021 年 3 月, 公司推出透明质酸钠饮用水“水肌泉”, 定价 45.9 元/6 瓶, 通过喝水补充玻尿酸, 进入 1500 亿饮用水市场。

4.3 润致新品推出, 渠道优化, 加强品牌建设, 三年打造医美第一品牌

拥有全面的注射透明质酸钠产品线, 产品梯队有序。公司医疗美容领域拥有润百颜、润致两大品牌, 涉及注射用修饰透明质酸钠凝胶、水光针等多个产品系列, 覆盖大众化、中高端产品线。

1) 产品创新: 推出润致娃娃针, 成为国内首款含麻额纹填充透明质酸钠产品。2020 年 3 月, 公司旗下产品“注射用修饰透明质酸钠凝胶”获得药监局批准, 同年 9 月, 公司在第九届全国微创医学美容大会上重磅推广新产品润致娃娃针。该产品采用微交联玻尿酸, 粘弹性介于交联玻尿酸与非交联玻尿酸之间, 通过填充机制效应促进纤维细胞产生 1 型胶原蛋白, 同时应用独家利多卡因释放技术, 缓解术后疼痛 24 小时, 成为国内首个填充额纹的含麻产品。根据新氧 App 价格, 润致娃娃针终端定价 3980 元/2ml, 补充并升级了润致产品线。

表 21: 公司润致娃娃针产品情况

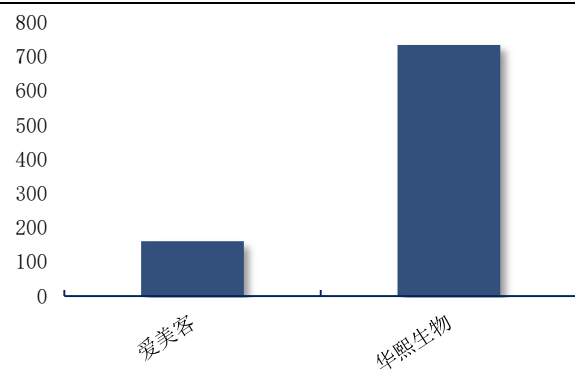
产品名称	CFDA 认证时间	上市时间	产品特征	终端定价
润致娃娃针	2020 年 3 月	2020 年 9 月	微交联/含利多卡因	3980 元/2ml

资料来源: 新氧, 信达证券研发中心

2) 渠道优化: 加强直营队伍建设, 强化渠道管理。过去公司医疗美容业务主要通过经销商模式销售, 以便迅速打开市场, 相比于行业头部参与者艾尔建、爱美客, 公司在直销团队投入上不占优势, 例如 2020 年爱美客销售团队人数为 160 人, 同期华熙生物销售人

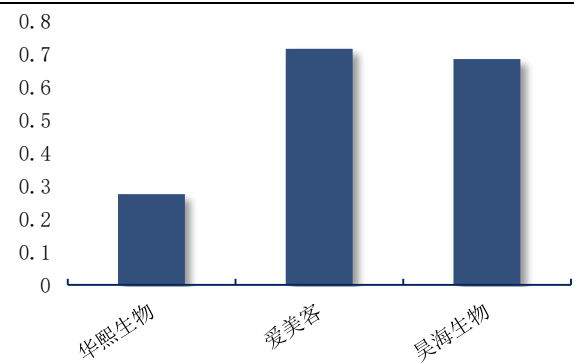
数为 734 人，考虑到三大业务板块渠道重合度低，医美业务销售团队投入不占优势。同时，医美行业乱象频繁，直销有利于品牌商直接管控终端机构，减少乱医美概率，提升品牌形象。20 年公司加大直销队伍建设，未来直销比重将获得提升，有望追赶竞争对手。

图 58：华熙生物与同业销售人员比较



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 59：2018 年同业医疗美容产品直销收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4) **品牌建设：20 年润致品牌公益活动频现，助力品牌形象传播。** 医美行业上游品牌商无法通过广告等形式进行品牌宣传，品牌商通过新氧、医美机构等渠道间接接触消费者，塑造品牌力。对于高端医美产品，产品形象塑造尤为重要。公司近年加强与机构粘性，建立专业的医学市场支持团队，成立华熙学院，定期与医生进行学术探讨、培训等，疫情期间快速反应具备多场公益活动，协助市场开拓与品牌形象树立。

表 22：以润致品牌为例 2020 年部分相关活动

主题	时间	内容
润致娃娃针专家共识研讨会	2021/1/1	邀请北京大学第一医院吴艳教授、北京小忠丽格医疗美容赵晓忠院长等 50 余位专家出席，探讨润致娃娃针新型透明质酸在临床实践中的应用。
润致娃娃针发布会北京站	2020/10/1	邀请卓正医疗睿清医美刘丽红博士，美心制造品牌创始人李福先生，华熙生物医美事业部市场推广总监张向飞先生，华熙生物医美事业部临床教育总监杨波先生为大家分享润致娃娃针的产品及运营内容。
润致舒适修容临床应用培训交流兰州站	2020/10/1	邀请华韩集团四川悦好医院院长王祥与原山大附属济南中心医院整形外科宫昔教授出席，分享 BV5 美学及润致单项产品唇部美学两大主题
“润容颜 致逆行”公益活动	2020/3/1	覆盖北京、上海、广州、深圳等二十多个城市的超百家医美机构，注射数千支玻尿酸，帮助上千名医护人员修复致美容颜

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

5.1 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年收入分别 35.9 亿元/47.0 亿元/60.6 亿元，同比增速分别为 36.3%/31.1%/28.9%，其中原料业务收入分别为 7.9 亿元/9.3 亿元/10.9 亿元，同比增速分别为 13%/17%/17%，医疗终端业务收入分别为 7.0 亿元/8.6 亿元/10.5 亿元，同比增速分别为 22%/22%/22%，功能性护肤品收入分别为 20.9 亿元/29.2 亿元/39.3 亿元，同比增速分别为 55%/40%/35%。预计公司归母净利润为 8.3 亿元/10.9 亿元/14.0 亿元，对应增速为 27.7%/31.1%/29.3%，对应估值为 100.4 倍、76.4 倍、59.1 倍。

表 23：公司收入成本拆分及预测（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
收入	1263	1885	2631	3586	4703	6062
YOY	54.4%	49.2%	39.6%	36.3%	31.1%	28.9%
毛利率	79.9%	79.7%	81.4%	81.6%	81.6%	81.7%
—原料业务	651	761	703	794	929	1087
YOY	28.2%	16.8%	-7.6%	13.0%	17.0%	17.0%
毛利率	76.2%	76.1%	78.1%	78.1%	78.1%	78.1%
—医疗终端产品	313	489	576	703	857	1046
YOY	58.9%	56.3%	17.8%	22.0%	22.0%	22.0%
毛利率	85.5%	86.7%	84.6%	84.6%	84.6%	84.6%
—功能性护肤品	290	634	1346	2089	2916	3929
YOY	205.0%	118.5%	112.2%	55.2%	39.6%	34.7%
毛利率	83.7%	78.5%	81.9%	81.9%	81.9%	81.9%

数据来源：信达证券研发中心预测

5.2 估值与投资评级

公司为全球透明质酸钠龙头厂家，积极扩展透明质酸钠医疗终端应用及化妆品与食品级终端应用，我们选取医疗美容国货龙头标的爱美客、化妆品龙头标的贝泰妮、珀莱雅作为可比公司。截止 2021 年 4 月 12 日，可比公司 21 年归母净利润平均增速为 42%，对应估值为 108.1 倍；根据我们的盈利预测，华熙生物 21 年归母净利润增速为 30.1%，估值为 100.4 倍，低于可比公司估值，首次覆盖，给予买入评级。

表 24：公司同业可比公司估值情况

		2020 年	2021E	2022E
爱美客	归母净利润增速 (%)	43.93	51.41	44.81
	PE	179	164.5	113.4
贝泰妮	归母净利润增速 (%)	31.94	46.26	37.86
	PE	—	105.2	76.2
珀莱雅	归母净利润增速 (%)	21.89	27.64	24.17
	PE	69.8	54.7	44.0
增速平均值 (%)		32.91	41.77	35.61
PE 平均值		124.4	108.1	77.9

数据来源：万得，信达证券研发中心（更新至 2021 年 4 月 12 日）

风险因素

竞争加剧导致化妆品业务增长不及预期：尽管近年来功效性肤受社交媒体兴起需求旺盛，但是众多小众化品牌陆续进入市场，同时畅销成分存在变化，终端竞争激励；若公司旗下的品牌未能抓住流量变化趋势持续获取新客户，同时不断提升产品力维持高复购率，影响公司化妆品业务持续高增长。

多业务多品牌共同发力影响利润率：公司透明质酸钠全产业链布局，拥有丰富的品牌矩阵，对组织架构搭建及人员管理、费用投放提出更高要求；同时，近年来化妆品行业流量成本不断上升，公司正处于多品牌孵化的关键时期，且以润百颜、润致为代表的医美品牌加大品牌建设；若公司未能树立良好的机制，优化资源投放，影响公司未来利润率稳定。

润致等新产品推广不及预期：注射类透明质酸钠行业竞争激烈，近年来受能量类项目火爆影响，需求及价格有所影响，同时行业受终端用户评价影响；未来若公司未能精细化运营注射类产品，维持良好的机构粘性，将不利于医美针剂产品销售或影响价格的稳定性。

原料业务受价格战冲击影响盈利水平：受疫情影响行业出现价格战，公司作为全球龙头企业价格较为稳定，若公司通过降低价格获取更高份额将可能对原料利润率造成负面影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,771	3,664	4,233	5,376	6,878
货币资金	2,201	1,390	993	1,825	2,935
应收票据	1	5	3	4	5
应收账款	372	372	639	799	996
预付账款	37	45	79	104	133
存货	315	477	541	663	822
其他	845	1,375	1,977	1,982	1,987
非流动资产	1,201	2,053	2,862	3,508	4,204
长期股权投资	15	18	28	28	28
固定资产(合计)	460	627	1,086	1,595	2,154
无形资产	385	427	464	501	538
其他	341	982	1,285	1,385	1,485
资产总计	4,972	5,717	7,095	8,884	11,083
流动负债	366	553	648	845	1,083
短期借款	0	24	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	95	197	163	213	274
其他	271	332	485	631	809
非流动负债	56	146	146	146	146
长期借款	0	0	0	0	0
其他	56	146	146	146	146
负债合计	422	699	794	990	1,229
少数股东权益	-1	-2	-2	-4	-5
归属母公司股东权益	4,550	5,020	6,304	7,897	9,859
负债和股东权益	4,972	5,717	7,095	8,884	11,083

重要财务指标

单位:百万
元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,886	2,633	3,586	4,703	6,062
同比 (%)	49.3%	39.6%	36.2%	31.1%	28.9%
归属母公司净利润	586	646	825	1,085	1,402
同比 (%)	38.2%	10.3%	27.7%	31.5%	29.3%
毛利率 (%)	79.7%	81.4%	81.6%	81.6%	81.7%
ROE%	12.9%	12.9%	13.1%	13.7%	14.2%
EPS (摊薄)(元)	1.22	1.35	1.72	2.26	2.92
P/E	68.36	108.83	100.37	76.35	59.06
P/B	8.80	14.00	13.14	10.49	8.40
EV/EBITDA	51.01	88.16	89.51	67.95	52.29

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,886	2,633	3,586	4,703	6,062
营业成本	384	489	661	864	1,111
营业税金及附加	26	34	47	61	79
销售费用	521	1,099	1,614	2,116	2,728
管理费用	182	162	221	277	352
研发费用	94	141	192	252	325
财务费用	-12	-1	-11	-14	-24
减值损失合计	-4	-16	-13	-13	-13
投资净收益	0	34	43	52	61
其他	12	32	76	90	109
营业利润	700	757	970	1,275	1,648
营业外收支	2	2	0	0	0
利润总额	701	759	970	1,275	1,648
所得税	116	114	145	191	247
净利润	585	645	824	1,084	1,401
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	586	646	825	1,085	1,402
EBITDA	742	782	914	1,192	1,527
EPS (当年)(元)	1.22	1.35	1.72	2.26	2.92

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	365	705	1,423	980	1,249
净利润	585	645	824	1,084	1,401
折旧摊销	63	75	62	60	60
财务费用	-5	7	1	0	0
投资损失	0	-34	-43	-52	-61
营运资金变动	-270	25	566	-125	-164
其它	-8	-12	13	13	13
投资活动现金流	-1,247	-1,331	-1,795	-148	-139
资本支出	-450	-763	-405	-200	-200
长期投资	0	-11	-634	0	0
其他	-797	-558	-757	52	61
筹资活动现金流	2,224	-160	-25	0	0
吸收投资	2,276	0	0	0	0
借款	-40	24	-24	0	0
支付利息或股息	0	-178	-1	0	0
现金流净增加额	1,348	-798	-397	832	1,110

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。