

幕后到台前，“技术嫁接”浇灌“HA 乔木”茁壮成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-06-30

收盘价（元）	277.86
近 12 个月最高/最低（元）	283.14/116.79
总股本（百万股）	480
流通股本（百万股）	93.34
流通股比例（%）	19.45
总市值（亿元）	1334
流通市值（亿元）	259

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 技术为先：研发筑基嫁接优质赛道，品牌塑造水到渠成

“酒香不怕巷子深”的前提是“酒酿得好”，再以香味远飘以吸引客户。因此，在“产品技术研发”与“销售渠道铺开”的打造上，华熙的发展更像是先打造具备竞争优势的技术壁垒，即“微生物发酵+交联”两大技术平台。对于在护肤品、医美终端产品及功能性食品领域的业务拓展，我们认为更像是通过“技术嫁接”实现业务的“传承”——选择想做且能做的板块，实现业绩贡献更多元且确定性强。“原料+终端+护肤+食品”的新老业务在业绩贡献的排布上实现“短期与中长期”相应结合的分配。对于品牌的塑造则是借力各细分业务的协同效应水到渠成，让公司标签从直接的 HA--间接的 HA 标签--超越的 HA。

● 技术嫁接一：终端产品+打通上下游

公司以技术起家，（1）国内最早采用发酵法进行 HA 原料生产的企业，结合酶切法，公司的产率更高和 HA 分子量更广，产品质量受到国际认可。基于此，**公司 HA 原料销量全球第一，远高于其他企业，玻尿酸原料龙头地位稳固。**（2）公司“梯度 3D 交联”技术解决了透明质酸定向交联、有效交联（非悬垂修饰）及交联度精准控制的三大技术难题，开发了多个玻尿酸填充剂、骨科、眼科及其他终端管线产品。截至 2021 年 6 月，公司是国内获得 NMPA 批文最多的透明质酸软组织填充剂企业，随着国内医美市场进入严监管，公司资质壁垒逐渐凸显。

● 技术嫁接二：护肤品+差异化

由于公司独特的酶切技术能够精准控制分子量，大量生产寡聚 HA，因此公司推出了**富含寡聚 HA 的次抛原液，实现肌底补水**，与行业中的其他护肤产品差异化竞争。同时，在技术的基础上，公司逐渐加大品牌建设，实现了护肤品业务的高速增长，**2016-2020 年功能性护肤品销售额复合增速为 114%**，预计随着公司品牌声量的提升，触及更多消费者，功能性护肤业务保持较快增长。

● 技术嫁接三：功能性食品+先行者

中国功能性食品处于发展初期，目前以保健食品为主，对标比较成熟的日本市场，**2018 年日本功能性食品市场规模达到 1975 亿日元，增速为 15%，高于保健食品市场的 5%**，因此预计中国功能性食品市场具有较大增长空间。公司作为食品级 HA 的生产商，积极推动 HA 作为普通食品添加剂获批并抢先推出了多品类的功能性食品，抢占消费者心智；同时公司与营

养代餐著名品牌 Wonderlab 合作推出玻尿酸软糖，加速市场教育，预计公司功能性食品业务快速放量。

● 投资建议

公司依托两大技术平台，多点布局 HA 业务，构筑“原料+终端+护肤+食品”四轮业务驱动格局，原料业务龙头地位稳固，医美终端增长确定性强，营销投入带动功能性护肤业务高增长，功能性食品潜在市场空间大。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.69/2.22/2.84 元/股，对应当前股价 PE 分别为 165、125、98 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

HA 原料竞争加剧风险；润致等医美终端产品销售不及预期的风险；护肤品行业竞争激烈，品牌建设不及预期的风险；功能性食品市场教育进展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2633	3859	5272	6733
收入同比 (%)	39.6%	46.6%	36.6%	27.7%
归属母公司净利润	646	810	1064	1365
净利润同比 (%)	10.3%	25.4%	31.4%	28.3%
毛利率 (%)	81.4%	80.3%	79.5%	79.6%
ROE (%)	12.9%	13.9%	15.4%	16.5%
每股收益 (元)	1.35	1.69	2.22	2.84
P/E	108.8	164.7	125.4	97.7
P/B	14.0	22.9	19.3	16.1

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 “原料+终端+护肤+食品”HA 全产业链布局	7
1.1 行业领先的透明质酸全产业链平台	7
1.2 股权结构集中，管理团队稳定	8
1.3 功能性护肤品业务表现亮眼，带动业绩高速增长	9
2 研发为基，构筑坚实技术壁垒	12
2.1 深耕透明质酸研发，建成两大先进技术平台	12
2.2 依托微生物发酵技术平台，稳坐 HA 原料龙头地位	13
2.3 交联技术平台实现高质量终端产品生产	17
2.4 HA 产业链全面开花，应用场景持续更新中	19
3 技术赋能，医美终端业务增长可期	21
3.1 中国医美行业市场空间大，逐渐走向规范化	21
3.2 轻医美市场增长靓丽，公司产品颇受青睐	25
3.4 骨科+眼科市场规模有望持续增长	29
4 发力营销，功能性护肤差异化竞争	31
4.1 基于酶切法+ BFS 技术，多个功能性护肤品牌孵化	31
4.2 中国“颜值经济”火热，化妆品市场渗透率提升空间大	32
4.3 国产品牌崛起热潮，公司走 HA 特色竞争路线	34
4.4 营销接力，致力打造品牌护城河	36
5 功能性食品蓄势，做行业的先行者	39
5.1 中国功能性食品初露头角，成长空间大	39
5.2 国产玻尿酸食品先行者，自建+合作推新加速市场教育	42
6 盈利预测及投资建议	43
盈利预测参考因素	43
投资建议	44
风险提示:	44
财务报表与盈利预测	45

图表目录

图表 1 公司发展历程	7
图表 2 公司股权结构 (截至 2021 年 6 月 3 日)	8
图表 3 公司核心高管情况 (截至 2021 年 5 月)	8
图表 4 公司营业收入及其增速	9
图表 5 公司收入构成	9
图表 6 公司功能性护肤品收入及其增速	10
图表 7 公司医疗终端产品收入及其增速	10
图表 8 公司毛利情况	10
图表 9 公司净利润情况	10
图表 10 公司费用率变化 (%)	11
图表 11 公司销售费用构成 (%)	11
图表 12 公司营运能力	11
图表 13 公司研发费用及增速	12
图表 14 华熙生物可比公司研发人员数量	13
图表 15 公司研发人员构成 (截至 2020 年底)	13
图表 16 公司两大技术平台	13
图表 17 发酵法与提取法对比	14
图表 18 微生物发酵技术流程	14
图表 19 根据 HA 分子量分类	15
图表 20 公司采用酶切法生产寡聚 HA	15
图表 21 公司生产的寡聚 HA 纯度更高	15
图表 22 公司原料和辅料获批情况	16
图表 23 公司产品质量标准高于欧洲和日本药典的要求	16
图表 24 医药级原料产品注册情况 (截至 2021 年 5 月 28 日)	16
图表 25 2019 全球透明质酸原料竞争格局 (按销量)	17
图表 26 2021 公司总产能 (吨)	17
图表 27 全球透明质酸原料销量构成 (%)	17
图表 28 医药级透明质酸单价和毛利率高	17
图表 29 非交联与交联玻尿酸对比	18
图表 30 透明质酸主要修饰位点	18
图表 31 单相交联与双相交联	18
图表 32 公司“3D”交联技术	18
图表 33 NMPA 获批情况	19
图表 34 公司技术平台应用	20
图表 35 透明质酸应用场景	20
图表 36 透明质酸具有独特特性和生理功能	21
图表 37 公司主要医美产品	21
图表 38 中国医美市场规模及增速	22
图表 39 主要国家医美渗透率 (%)	22

图表 40 2020 医美用户年龄分布	22
图表 41 2019 医美用户城市分布	22
图表 42 医美用户家庭收入	23
图表 43 2019 中国消费者轻医美态度	23
图表 44 中国整形外科和美容医院诊疗人次	23
图表 45 医美用户关注信息	24
图表 46 2019 中国合法合规医疗机构及医生占比	24
图表 47 监管走向规范化	25
图表 48 手术类和非手术类项目（占比为中国 2019 年比重）	26
图表 49 手术类与非手术类项目比较	26
图表 50 中国注射类医美市场规模及增速	27
图表 51 2019 中国注射类医美构成	27
图表 52 中国透明质酸填充剂市场规模	27
图表 53 中国透明质酸填充剂市场竞争格局（按销售额）	28
图表 54 2019 中国透明质酸市场竞争格局	28
图表 55 润百颜受到用户和医生喜爱	28
图表 56 公司主要玻尿酸产品价格统计	28
图表 57 润致娃娃针	29
图表 58 御龄双子针	29
图表 59 AQUALUNA 润致利多卡因缓释技术作用时间	29
图表 60 中国眼科治疗透明质酸终端产品市场规模	30
图表 61 中国白内障手术量	30
图表 62 中国骨科治疗透明质酸终端产品市场规模	30
图表 63 不同分子量的作用	31
图表 64 MINI HA 透皮吸收率	31
图表 65 简洁的 BFS 工艺流程	31
图表 66 公司功能性护肤主要品牌	32
图表 67 全球化妆品市场规模及增速	33
图表 68 中国化妆品市场规模及增速	33
图表 69 2019 年全球化妆品市场分布（按销售额）	33
图表 70 中国化妆品市场增长（按定位）	33
图表 71 各国化妆品市场人均消费额（美元/人/年）	34
图表 72 外资品牌主导中国化妆品市场	34
图表 73 国产品牌前 20 市场占有率	34
图表 74 女性美妆护肤消费者中 18~29 岁年轻女性占比超 50%	35
图表 75 2019 年国产化妆品品牌价格分布	35
图表 76 2019 年外资品牌化妆品品牌价格分布	35
图表 77 国产品牌积极采用新媒体营销方式	36
图表 78 公司差异化竞争路线	36
图表 79 MINI HA 透皮吸收率	36
图表 80 公司销售费用及增速	37
图表 81 可比公司销售费用率（%）	37
图表 82 功能性护肤品销售额及增速	37

图表 83 公司形成线上+线下全渠道销售模式.....	38
图表 84 2020 年公司化妆品业务不同品牌渠道结构情况.....	38
图表 85 润百颜天猫旗舰店经营数据.....	38
图表 86 公司通过全渠道接触消费者.....	39
图表 87 2021 润百颜 618 战报.....	39
图表 88 功能性食品分类细目.....	39
图表 89 功能性食品中的保健品与普通食品的区别.....	40
图表 90 功能性食品（补充剂）市场（亿日元）.....	40
图表 91 功能性标示食品规模及增速（亿日元）.....	40
图表 92 中国保健食品市场规模.....	41
图表 93 2018 年全球人均功能性食品支出（元/人）.....	41
图表 94 2018 年全球人均保健品消费支出（美元/人）.....	41
图表 95 全球消费者关注功能性食品.....	42
图表 96 口服 HA 的功效.....	42
图表 97 食品级透明质酸产量.....	42
图表 98 食品级透明质酸销售收入.....	42
图表 99 公司推出的透明质酸食品.....	43
图表 100 WONDERLAB 2021“618”年京东开门红战报.....	43
图表 101 盈利预测影响因素.....	43

1 “原料+终端+护肤+食品”HA 全产业链布局

1.1 行业领先的透明质酸全产业链平台

华熙生物科技股份有限公司（后简称“公司”）是集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台公司，公司前身为山东福瑞达，曾于 2008 年在香港联交所主板上市，2017 年 11 月通过私有化退市；2019 年 11 月 6 日，公司成功登陆科创板。

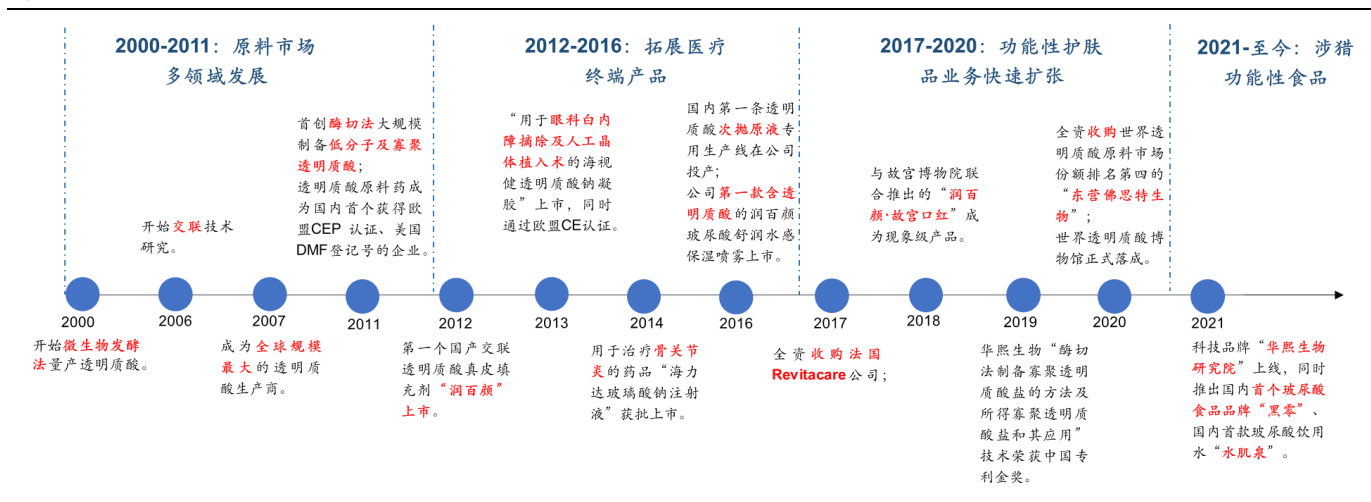
2000-2011：原料市场多领域发展。公司依托生物发酵技术平台，拥有以透明质酸为核心的一系列生物活性物产品，透明质酸产品包括医药级、外用级和食品级三大品类、近 200 个规格。2000 年，公司开始运用微生物发酵法量产透明质酸。公司自 2006 年开始交联技术的研究，解决了透明质酸在交联过程中的定向交联、有效交联（非悬垂修饰）及交联度精准控制的三大技术难题。2007 年公司成为全球规模最大的透明质酸生产商，透明质酸产量从 2000 年 0.8 吨到 2018 年达到近 180 吨，产业化规模位居国际前列。

2012-2016：拓展医疗终端产品。2012 年，公司首款医美终端产品“润百颜”获批，推出第一个国产交联 HA 注射产品。2013 年治疗骨关节炎的“海力达®”玻璃酸钠注射液取得欧盟三类医疗器械 CE 认证，2014 年取得中国 CFDA 药品批文，公司成功进入国内外骨科市场。2016 年，公司含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶率先通过 CFDA 认证，进一步提高了公司在填充剂领域的市场地位。

2017-2020：功能性护肤品业务快速扩张。2016 年 6 月，公司功能性护肤品丝丽精华液完成审核及备案并开始在国内销售。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、米蓓尔等品牌。2018 年，公司与故宫博物院合作推出“故宫口红”，塑造了国产功能性护肤品的品牌形象，获得了消费者的高度认可。公司 2017-2020 年功能性护肤品营业收入复合增速达 141.9%。

2021-至今：开始涉猎功能性食品市场，逐渐形成玻尿酸全产业链布局。2021 年公司旗下科技品牌“华熙生物研究院”上线，同时推出国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”，推出国内首款玻尿酸饮用水“水肌泉”。

图表 1 公司发展历程

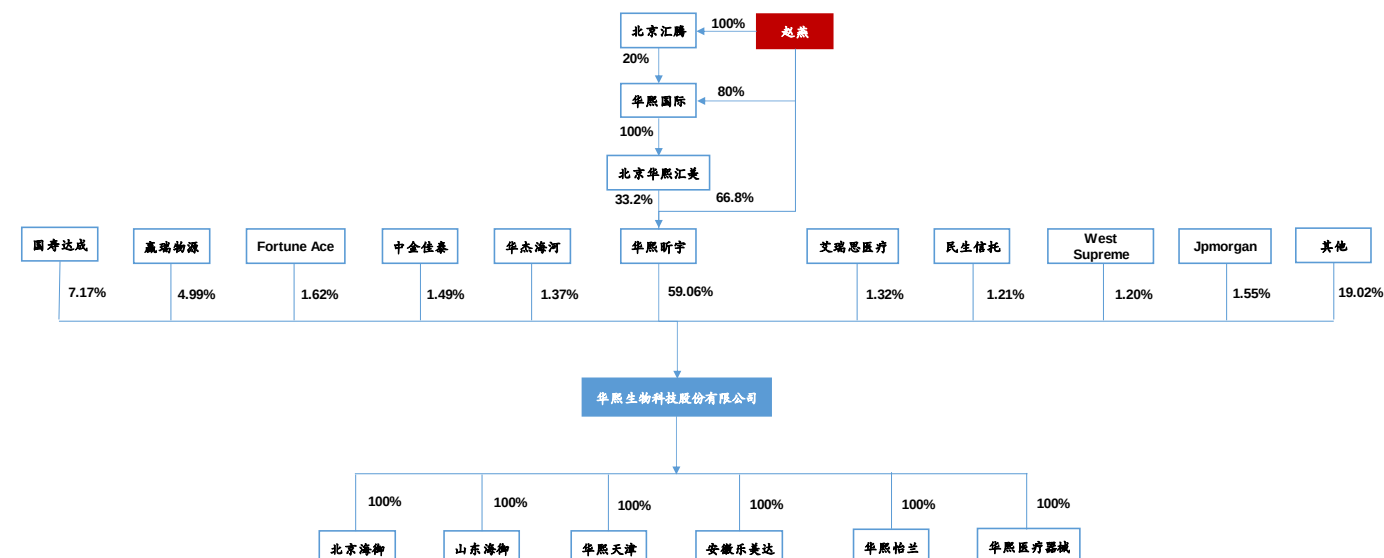


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 股权结构集中，管理团队稳定

管理层持股比例超 50%，实际控制人为赵燕：华熙昕宇、国寿达成、赢瑞物源分别为公司前三大股东，赵燕通过直接和间接持有华熙昕宇的 100% 股权成为公司实际控制人，共持有公司 59.06% 的股权，公司的股权结构比较集中。

图表 2 公司股权结构（截至 2021 年 6 月 3 日）



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

核心管理层稳定，专业能力强：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、王爱华女士等加入公司超过 10 年。公司实际控制人赵燕女士、高管刘爱华女士、郭学平先生、马秋慧女士具备生物学、药学等医药相关背景；公司董事郭学平先生曾获得国家科技进步二等奖、吴阶平-保罗·杨森医药研究奖，享受国务院特殊政府津贴，核心管理层具有较强的医药专业能力。

图表 3 公司核心高管情况（截至 2021 年 5 月）

姓名	性别	年龄	职位	加入时间	从业履历
赵燕	女	55	董事长、总经理	2000 年	曾任华熙昕宇投资有限公司总经理、华熙福瑞达董事
李亦争	男	37	董事	2021 年	曾任职中信建投投资银行部高级副总裁、广东威创视讯科技股份有限公司董事会秘书
郭学平	男	56	董事、副总经理	2000 年	曾任山东省生物药物研究院副院长、山东福瑞达精细化工有限公司副总经理
刘爱华	女	58	董事、副总经理	2002 年	曾济南永宁制药有限公司副总经理兼科研所所长、山东省生物药物研究院副院长等
林伶俐	女	50	董事、副总经理	2019 年	曾任联合利华、英美烟草集团、百事国际、诺基亚等
郭珈均	男	46	董事、副总经理、	2002 年	曾任华熙国际投资集团有限公司副总经理、华熙

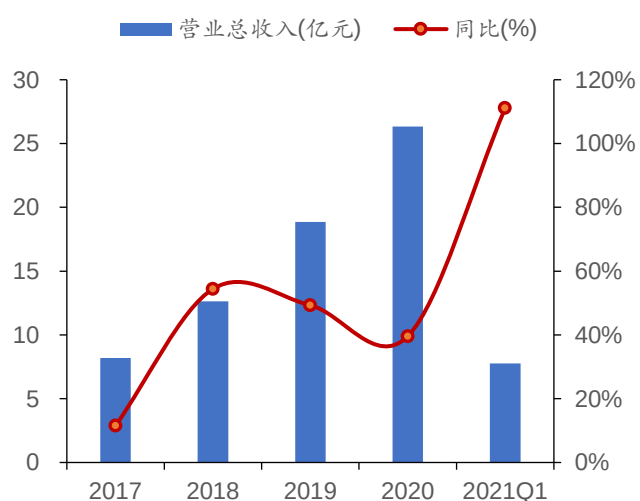
财务总监					福瑞达首席运营官等
张蕾娣	女	41	董事	2019 年	曾任罗兰贝格管理咨询公司项目经理、任国寿股权投资有限公司董事总经理
王爱华	女	43	董事	2007 年	曾任华熙国际投资集团有限公司董事长助理及海外事业部经理
顾哲毅	男	37	董事	2017 年	曾任瑞银香港投资银行分析师、英联(北京)投资咨询中心董事等
马秋慧	女	37	董事	2009 年	曾任华熙福瑞达产品经理、华熙国际投资集团有限公司董事长助理、董事长办公室主任等

资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

1.3 功能性护肤品业务表现亮眼，带动业绩高速增长

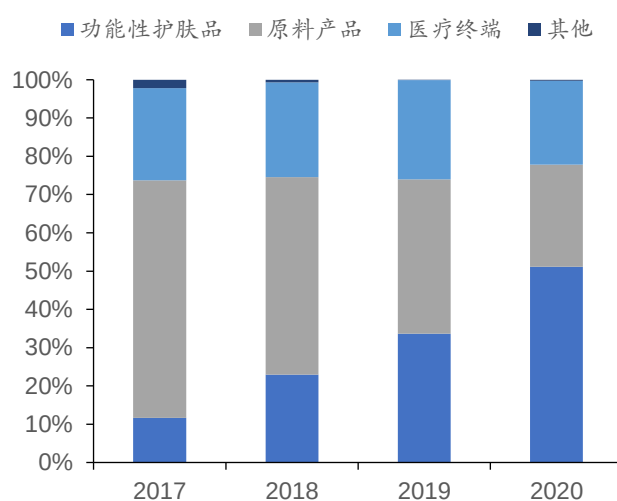
营业收入快速增长，功能性护肤品表现突出：公司 2018-2020 年营业收入分别为 12.7/18.9/26.3 亿元，复合增长率为 43.9%。从营收占比来看，2020 年公司功能性护肤品、原料、终端产品收入占比分别为 51.1%、26.7%、21.9%，功能性护肤品已经成为主要收入来源，原料业务受海外疫情影响较大。

图表 4 公司营业收入及其增速



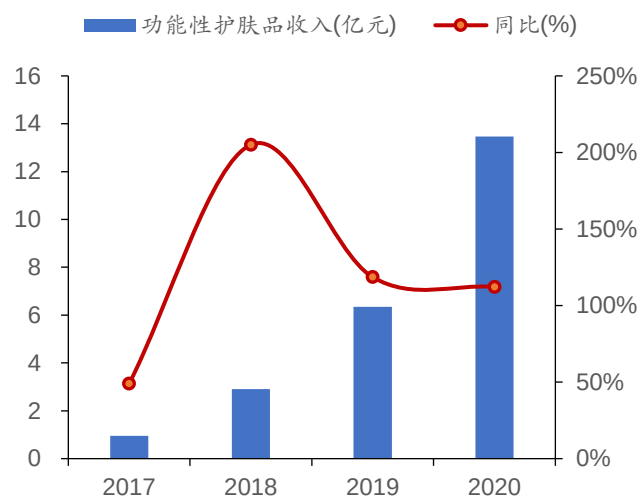
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司收入构成



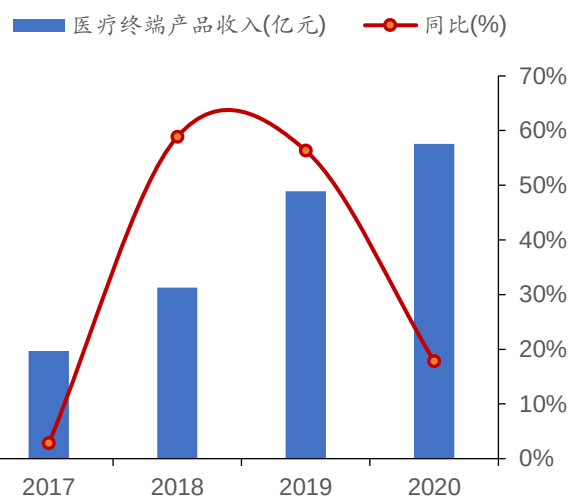
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司功能性护肤品收入及其增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

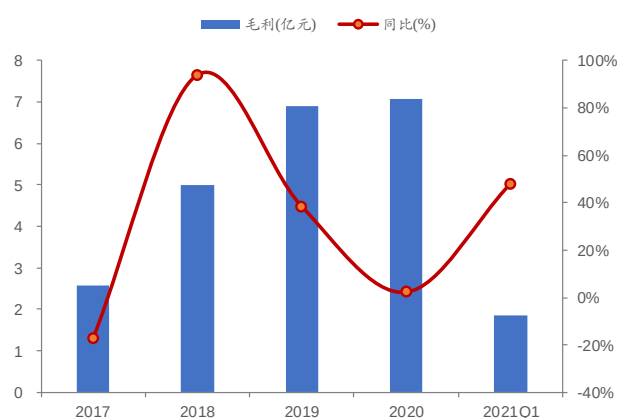
图表 7 公司医疗终端产品收入及其增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

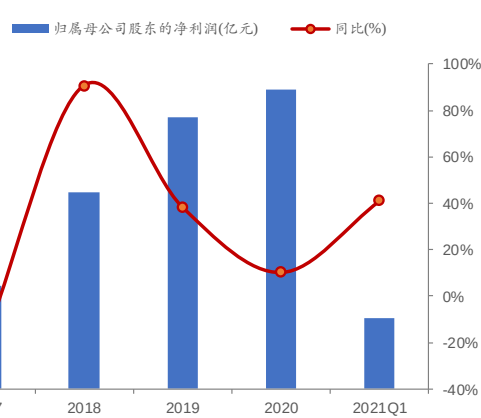
公司毛利率维持在较高水平, 但净利率受营销投入增长影响有所下降: 公司毛利率维持较高水平, 2020 年毛利率高达 81.4%, 具有较强的盈利能力。但受疫情影响, 毛利润和净利润增速均有所回落。2018-2020 公司毛利率分别为 79.9%/79.7%/81.4%, 净利率分别为 33.6%/31.0%/24.5%, 净利率逐年下降与销售费用率增加有关。

图表 8 公司毛利情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司净利润情况

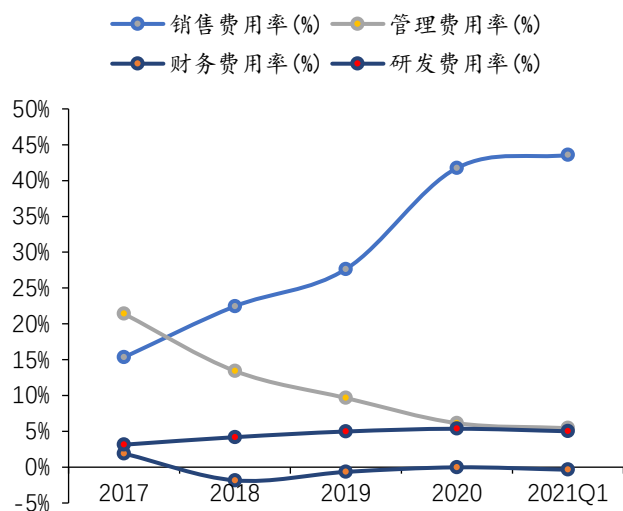


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司销售费用率逐年提升, 管理费用率呈下降态势: 公司 2018-2020 销售费用率分别为 22.5%/27.7%/41.8%, 与可比公司相比处于行业中等水平, 主要是公司增强对核心品牌的建设投入, 以及 C 端护肤品新品上市线上推广投放费用上升导致销售费用率增加。公司 2018-2020 管理费用率分别为 13.4%/9.7%/6.1%, 逐年下降, 主要是因为 Revitacare 业绩对赌协议于 2019 年已完成, 公司管理人员数量与职工

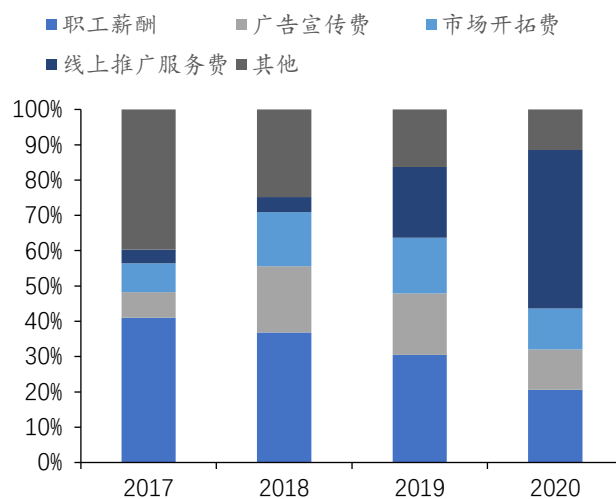
薪酬比较稳定。公司多年来一直保持高研发投入,现拥有上海、济南两大研发中心,2020 年研发费用为 141 百万元,同比增长 50%。

图表 10 公司费用率变化 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

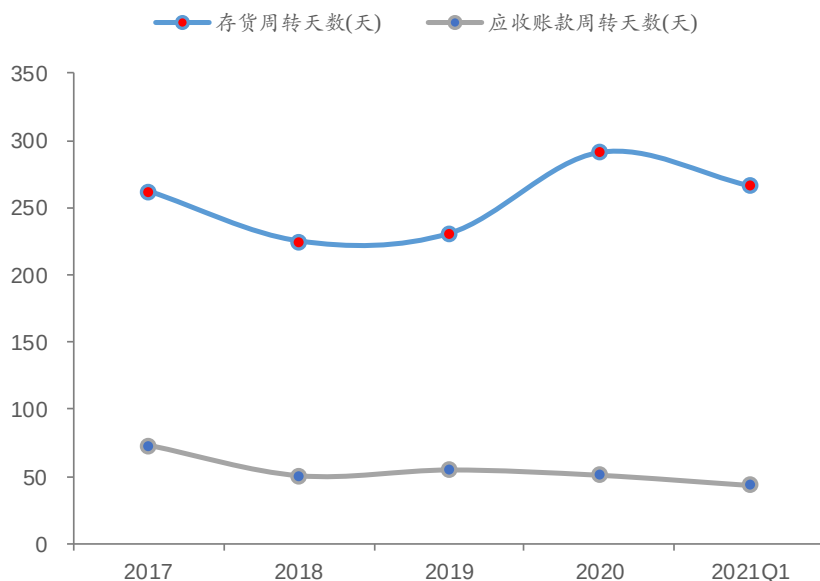
图表 11 公司销售费用构成 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司存货周转与应收账款周转改善: 2018-2020Q1 公司的存货周转天数分别为 225/231/291/266 天, 2018-2020Q1 公司应收账款周转天数分别为 50.56/54.79/50.87/43.34 天, 公司的存货和应收账款周转效率在 2021Q1 明显优化, 主要是因为疫情影响减弱, 公司产品销售逐渐恢复。

图表 12 公司营运能力



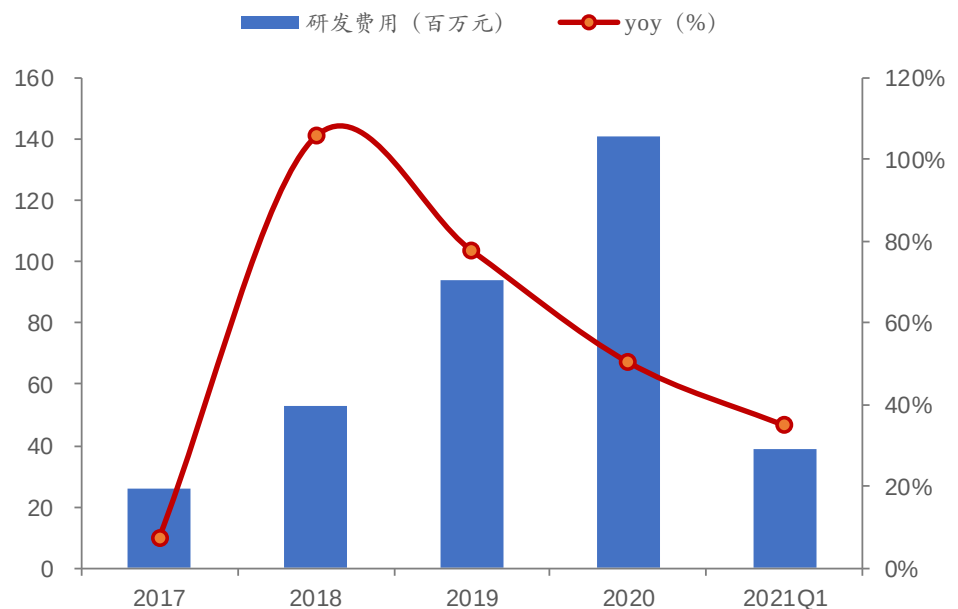
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 研发为基，构筑坚实技术壁垒

2.1 深耕透明质酸研发，建成两大先进技术平台

公司重视技术研发，研发费用逐年增长：公司多年来一直保持高研发投入，先后在济南、上海、北京等地设立了国际先进水平的研发机构；还与清华大学、江南大学、哈佛大学、加州理工大学等国内外高校展开合作，对透明质酸等生物活性物质进行功效机制研究。2018-2020 年公司研发费用分别为 0.5/0.9/1.4 亿元，占营业收入 5.4%，同比增长分别为 106%、78%、50%，公司的研发投入持续增长，积极开发新产品、新技术，支持公司的产品储备、业务发展的需求。

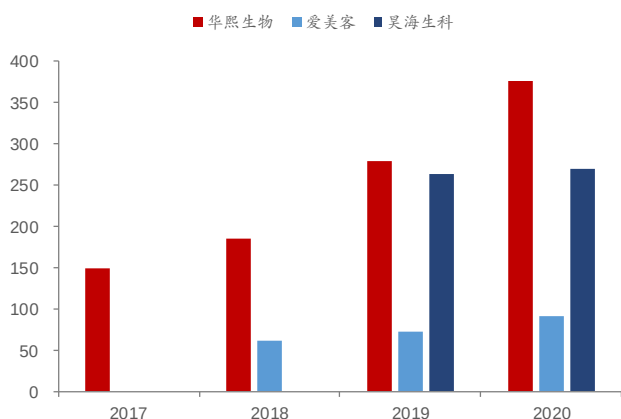
图表 13 公司研发费用及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

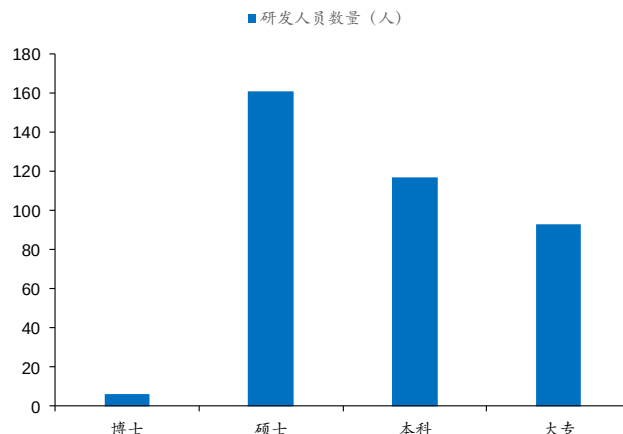
公司研发团队积淀深厚，研发人员数量逐年上升：截至 2020 年底，公司拥有研发人员 377 人，占公司总人数的 18.1%，其中硕士及以上学历超过 44%，在同行中处于领先水平。公司研发人员具有药学、药物制剂、发酵工程等交叉学科专业背景，主要研发团队拥有 30 余年微生物发酵、生物医药领域的研发经验，其中首席科学家郭学平博士在玻尿酸领域深耕 20 余年，享受国务院特殊津贴，曾获得国家科学进步二等奖；首席技术官李慧良先生曾任上海家化技术总监，研发了六神、佰草集等国内知名品牌。

图表 14 华熙生物可比公司研发人员数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

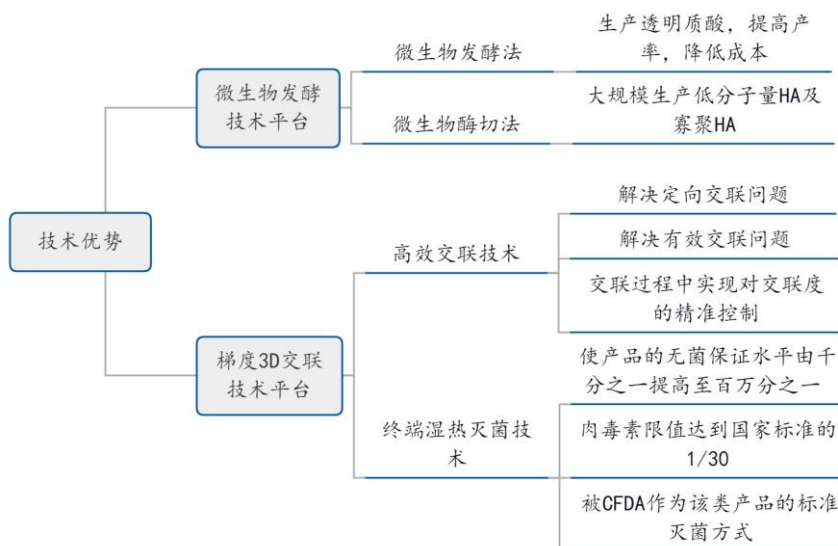
图表 15 公司研发人员构成（截至 2020 年底）



资料来源：wind，华安证券研究所

公司形成微生物发酵+交联两大先进技术平台：公司最早在国内采用微生物发酵法生产透明质酸，改变了我国以动物组织提取法生产透明质酸且主要依靠进口的落后局面，极大的提高了质量和产量，降低了生产成本。公司采用“梯度 3D 交联”技术，解决了三大技术难题，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紧密、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。

图表 16 公司两大技术平台



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

2.2 依托微生物发酵技术平台，稳坐 HA 原料龙头地位

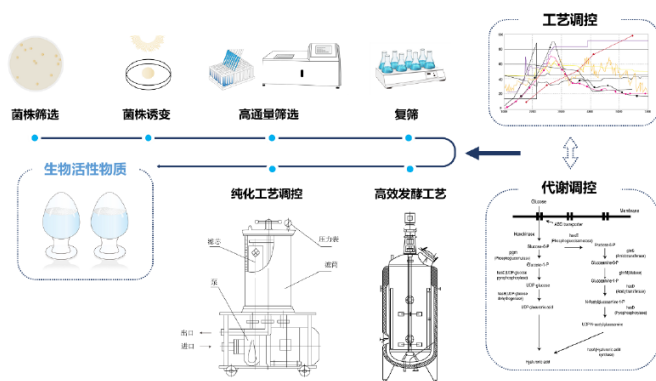
公司创新性的采用了发酵法，提高产品产率：透明质酸的获取主要应用动物组织提取法和发酵法，与传统的提取相比，发酵法使用菌株进行培养，原材料更易得，并

且容易进行分离精制，品质稳定产量大。公司通过野生链球菌诱变和高通量筛选，获得了高产率的菌株，发酵产率达到 10-13 g/L，远高于行业最优的 6-7 g/L，降低了生产成本，实现公司玻尿酸原料生产规模的快速增长。

图表 17 发酵法与提取法对比

	提取法	发酵法
原材料	动物原料（人脐带、动物玻璃体、鸡冠等）；来源受限	菌种，生物培养基；易得
存在状态	在原料中与蛋白质和其他多糖形成复合体	在发酵液中游离中存在
分离精制难度	复杂	容易
分子量与保湿性	小于 10×10^5 ，保湿性差	$>15 \times 10^5$ ，保湿性强
品质与产量	取决于动物原料的品质与数量	品质稳定，产量大
价格成本	成本高，应用受限	成本低，应用广泛
应用	价格昂贵，化妆品中添加受到制约	能增加在化妆品的添加量
纯度与收率	低	高

图表 18 微生物发酵技术流程



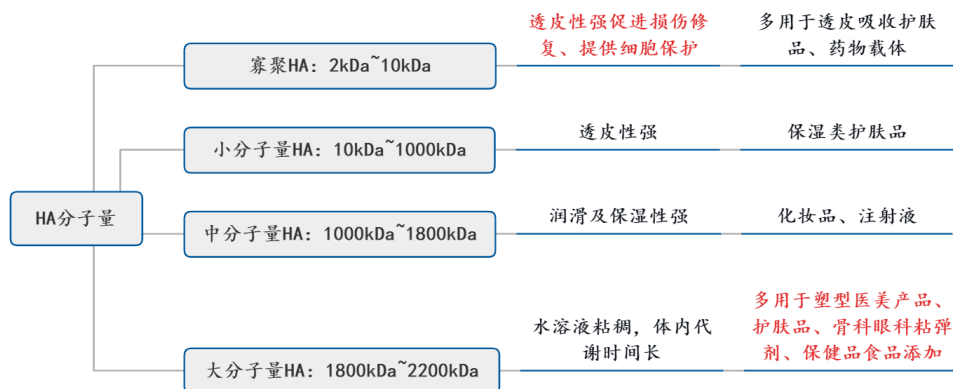
资料来源：公司招股书，郭学平等.中国生化药物杂志,1998,19

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(4) :209~212，华安证券研究所

HA 分子量范围广，覆盖了医药级、食品级和化妆品级：根据分子量的大小，可以分为寡聚 HA、小分子量 HA、中分子量 HA 和大分子量 HA。寡聚 HA 具有较强透皮性，能够促进损伤修复，提供细胞保护，多用于透皮吸收护肤品和药物载体；大分子 HA 在体内的代谢时间长，适用于塑形医美产品，在护肤品、骨科眼科粘弹剂等都有广泛应用。由于提取纯化过程中高分子量容易降解，并且通常采用过氧化氢、酸、碱降解等化学方法生产低分子量 HA，此类降解反应过程不易控制且产品分子量分布不均，对透明质酸的结构破坏较大，同时存在环保和生产安全问题，因此 2000kDa 以上的高分子量 and 低分子量 HA 难以实现量产，商业化的透明质酸分子量一般是 500kDa~2000kDa。公司采用酶切法生产寡聚 HA，并通过诱变筛选得到了可生产高分子量的菌株，实现了 2kDa~4000 kDa 分子量范围内不同分子量的生产。

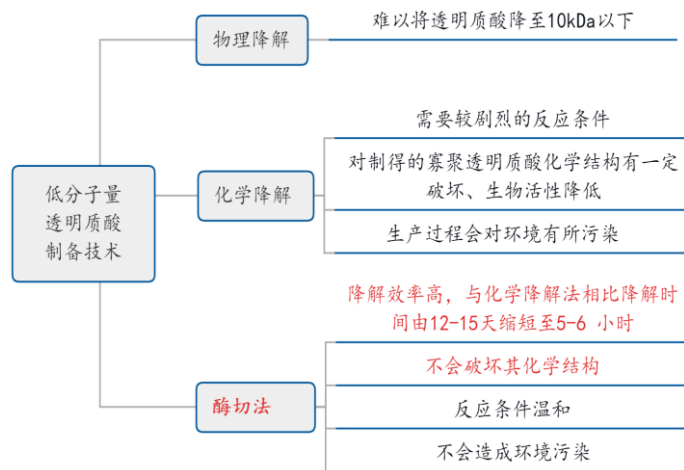
图表 19 根据 HA 分子量分类



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

发酵法结合酶切法降解效率和纯度更高：公司通过自主研发在全球率先实现了酶切法规模化生产寡肽 HA，与化学降解法相比，酶切法反应条件温和，产品化学结构完整，并且降解效率由 12-15 天缩短至 5-6 小时，极大的提升了降解效率。此外，公司酶切法生产的寡聚 HA 纯度更高，公司酶切寡聚透明质酸的纯度在 97%以上，与化学降解法相比大幅提升。

图表 20 公司采用酶切法生产寡聚 HA



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 21 公司生产的寡聚 HA 纯度更高

样品		降解方法	纯度 (HPLC 法)
华熙生物	纳诺 HA@-1	酶切法	97.66%
	纳诺 HA@-2	酶切法	98.02%
	纳诺 HA@-3	酶切法	98.52%
	纳诺 HA@-4	酶切法	97.79%
化学降解法样品-1		化学法	62.35%
化学降解法样品-2		化学法	67.65%
化学降解法样品-3		化学法	63.23%

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司产品质量高，获得国际认可：公司是国内同时拥有玻尿酸原料和辅料注册证的企业，产品质量高于欧洲和日本药典的要求，核酸和肉毒素等杂质显著低于药典标准。国际上，公司医用级原料取得了欧盟、美国、日本等国家的注册资质，资质齐全。

图表 22 公司原料和辅料获批情况

企业名称	登记号	品类	批准日期
景峰制药	H20000159	原料药	2019-07-12
昊海生科	H20000326	原料药	2019-12-02
华熙生物	H20113379	原料药	2016-04-18
华熙生物	H20133147	原料药	2017-12-12
力邦制药	H20054738	原料药	2020-10-09
华熙生物	F20040001	药用辅料	2004-04-29
博士伦福瑞达	F20020001	药用辅料	2010-11-26

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 23 公司产品质量标准高于欧洲和日本药典的要求

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

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 24 医药级原料产品注册情况 (截至 2021 年 5 月 28 日)

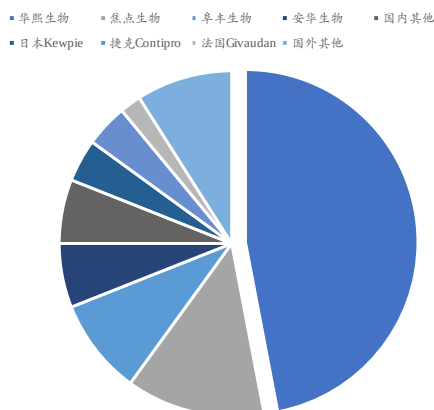
地区及公司	中国		美国 DMF	欧盟 CEP
	批准文号	CDE 登记号		
华熙生物	3	4	5	7
Kewpie (日本)	1	2	4	2
资生堂 (日本)	-	-	1	1
Kikkoman Biochemifa (日本)	-	-	2	3
Seikagaku (日本)	-	-	2	-
Maruha (日本)	-	-	1	1
Contipro (捷克)	-	-	2	2
Fidia Farmaceutic (意大利)	-	-	1	5
HTL (法国)	-	-	3	4
LG life (韩国)	-	-	-	1
Genzyme (美国)	-	-	-	-
Lifecore (美国)	-	-	1	1

资料来源：公司招股书，各国资质监管网站，华安证券研究所

注：表中数字为各厂家医药级透明质酸在各个国家取得的注册资质（注册证书或 DMF，根据各国注册法规有所不同）的数量

公司 HA 原料销量全球第一，稳坐 HA 原料龙头：中国是全球透明质酸原料销量最高的国家，2019 年底中国透明质酸原料销量占比在全球达到 81%，远高于其他国家和地区。国内前 5 家企业销量占全球的 75%，其中华熙生物 2019 年销量占比达到 39%，主要是由于公司生产技术先进，产率和纯度更高，极大的提升了生产规模并降低了成本。2020 年公司收购市占率为 8% 的东辰生物子公司东营佛思特，2021 年 6 月天津厂区投产，透明质酸原料规划产能 660 吨，预计 2021 年总产能达到 1080 吨，同比增长 157%，龙头地位进一步巩固。

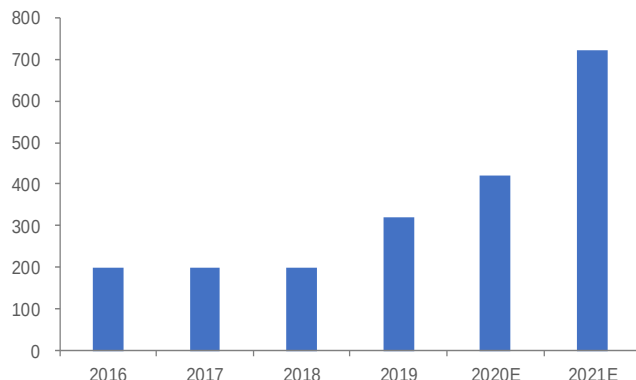
图表 25 2019 全球透明质酸原料竞争格局 (按销量)



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

注: 数据截至 2019 年底, 华熙生物于 2020 年 6 月完成对东辰生物原料生产公司佛思特的收购。

图表 26 2021 公司总产能 (吨)

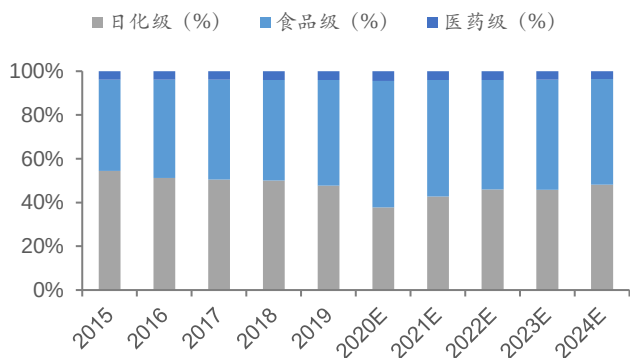


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 2020 年含收购佛思特约 100 吨, 2021 天津厂区投产规划 660 吨

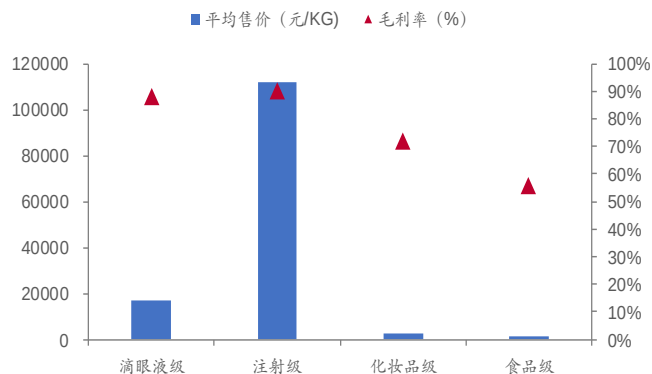
医药级透明质酸高附加值彰显公司优势: 根据用途和技术, 透明质酸可以分为医药级、化妆品级、食品级。目前, 化妆品级和食品级透明质酸产品居市场主导地位, 2019 年这两类产品的全球销量占比合计在 96% 左右, 而医药级透明质酸产品占比仅为 4%, 市占率较低。但是医药级透明质酸原料产品的单价远高于其他级别产品, 以华熙生物为例, 2018 年注射级和滴眼液级的平均售价分别为 11.38 万元/KG 和 1.88 万元/KG, 而化妆品级和食品级的平均售价为 0.24 万元/KG 和 0.13 万元/KG, 随着医美注射需求的增长, 预计注射级透明质酸渗透率持续提升, 公司原料优势进一步彰显。

图表 27 全球透明质酸原料销量构成 (%)



资料来源: Frost & Sullivan, 华安证券研究所

图表 28 医药级透明质酸单价和毛利率高



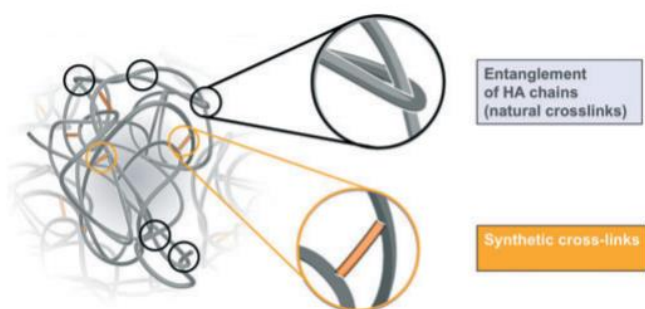
资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

2.3 交联技术平台实现高质量终端产品生产

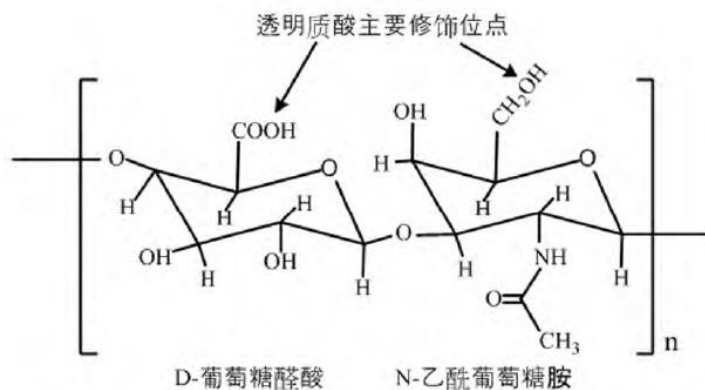
交联技术增强玻尿酸的塑形性和稳定性, 公司交联技术平台先进: 交联透明质酸是目前应用最多的面部软组织填充剂材料, 交联是利用分子结构两端具有活性基团的交联剂分子与相邻透明质酸分子链上的活泼基团进行共价键合反应, 使多条透明

质酸线性分子连接成为三维立体分子结构的技术。存在于自然界及人体内的都是非交联玻尿酸，由于透明质酸酶和自由基的存在，在人体内的代谢周期大概 1-21 天左右，弥补 HA 在组织中易降解，体内存留时间短等缺点，延长重复注射填充周期，需要采用交联技术进行结构修饰。

图表 29 非交联与交联玻尿酸对比



图表 30 透明质酸主要修饰位点

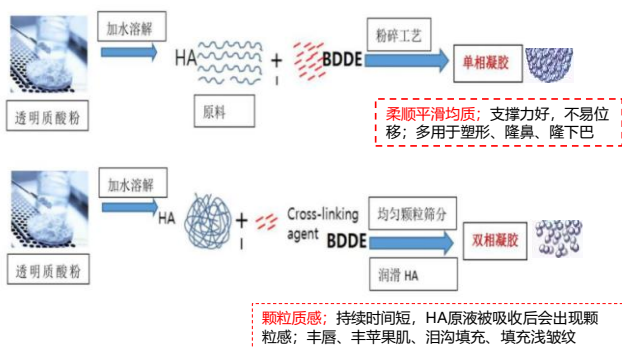


资料来源：Edsman K, et al. Dermatol Surg. 2012 Jul;38(7 Pt 2):1170-9, 华安证券研究所

资料来源：《山东化工》，华安证券研究所

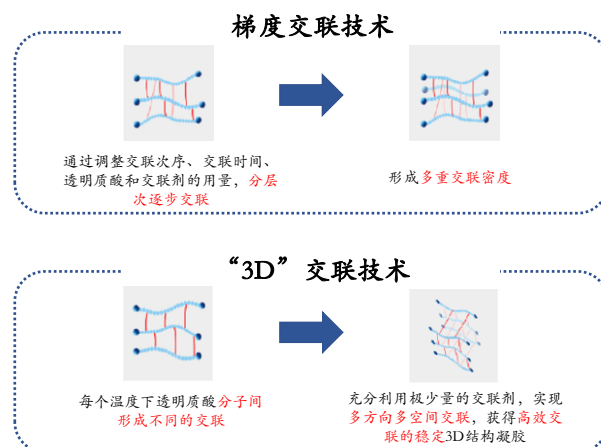
公司依托交联技术平台，多个产品管线持续获批：双向交联是指透明质酸通过 3D 交联技术形成的具有良好支撑效果的凝胶；单向交联是指透明质酸通过梯度交联技术形成的均一、顺滑的凝胶。公司“梯度 3D 交联”技术解决了透明质酸定向交联、有效交联（非悬垂修饰）及交联度精准控制的三大技术难题，开发了多个玻尿酸填充剂、骨科、眼科及其他终端管线产品。“润百颜”2012 年获得 CFDA 认证，是首个获批的国产交联透明质酸软组织填充剂，2016 年和 2019 年含利多卡因双相交联“润致”和单相交联“润致”分别获 CFDA 批准。

图表 31 单相交联与双相交联



资料来源：华东宁波医药官网，华安证券研究所

图表 32 公司“3D”交联技术



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司 NMPA 获批数量高于国内同行，具有资质优势：公司在国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度等国家组织注册备案资质 23 项。

国内,截至2021年6月,40款透明质酸填充剂获NMPA证书,包括9家海外企业,9家国产企业;目前公司有6个注射用修饰透明质酸钠凝胶注册批件,仅次于艾尔建和瑞典Q-MedAB,超过韩国LG和国内爱美客、昊海生科(上海其胜为其全资子公司)等企业。随着国内监管加强,行业规范化发展,具有更多资质证书的企业竞争优势凸显。

图表 33 NMPA 获批情况

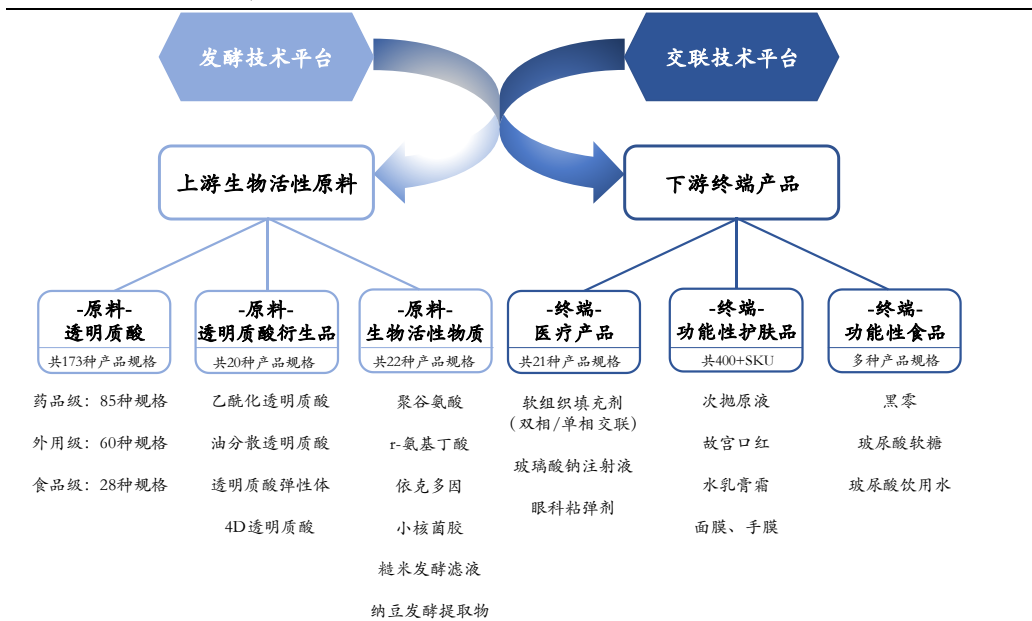
注册人名称	产品名称	注册人信息	注册证编号	批准日期	有效期至	时长
海外进口						
韩国LG	注射用修饰透明质酸钠凝胶	韩国	国械注进20173462005	2017.6.26	2022.6.25	5年
			国械注进20183461717	2018.2.13	2023.2.12	5年
			国械注进20153133933	2020.11.2	2025.11.1	5年
			国械注进20163131014	2021.2.18	2026.2.17	5年
韩国(汇美迪斯) Humedix	注射用交联透明质酸钠凝胶	韩国	国械注进20153130263	2019.11.6	2024.11.5	5年
			国械注进20193130565	2019.11.19	2024.11.18	5年
瑞典Q-MedAB	注射用修饰透明质酸钠凝胶	瑞典	国械注进20173646998	2017.11.6	2022.11.5	5年
			国械注进20203130045	2020.1.23	2025.1.22	5年
			国械注进20213130059	2021.3.3	2026.3.2	5年
			国械注进20203130098	2020.2.28	2025.2.27	5年
			国械注进20193130625	2020.3.10	2024.12.11	4年零十个月
			国械注进20183460227	2018.6.25	2023.6.24	5年
S.A. FILORGA	注射用交联透明质酸钠凝胶	比利时	国械注进20193130526	2019.11.1	2024.10.31	5年
CROMA GmbH	注射用修饰透明质酸钠凝胶	奥地利	国械注进20173465168	2017.5.12	2022.5.11	5年
CG Bio Co.,Ltd.	注射用交联透明质酸钠凝胶	韩国	国械注进20193130095	2019.3.13	2024.3.12	5年
艾尔建Allergan	注射用交联透明质酸钠凝胶	法国	国械注进20193130410	2019.8.19	2024.8.18	5年
			国械注进20153131708	2020.3.3	2025.3.2	5年
			国械注进20153131709	2020.3.4	2025.3.3	5年
			国械注进20203130165	2020.4.10	2025.4.9	5年
			国械注进20213130109	2021.4.19	2026.4.18	5年
科研生物科技	注射用修饰透明质酸钠凝胶	台湾高雄市	国械注许20183460062	2018.2.13	2023.2.12	5年
Genoss Co., Ltd.	注射用修饰透明质酸钠凝胶	韩国	国械注进20193130627	2019.12.12	2024.12.11	5年
国产器械						
华熙生物	注射用修饰透明质酸钠凝胶	济南市	国械注准20193130257	2019.4.28	2024.4.27	5年
			国械注准20143132037	2019.9.2	2024.9.1	5年
			国械注准20203130295	2020.3.20	2025.3.19	5年
			国械注准20203130568	2020.6.19	2025.6.18	5年
			国械注准20203130569	2020.6.19	2025.6.18	5年
			国械注准20163130861	2021.5.31	2026.5.30	5年
北京蒙博润	注射用交联透明质酸钠凝胶	北京市	国械注准20153130014	2019.6.24	2024.6.23	5年
爱美客	注射用透明质酸钠复合溶液	北京市	国械注准20153130674	2019.12.27	2024.12.26	5年
			国械注准20163131804	2021.3.19	2026.3.18	5年
上海其胜(昊海生科全资子公司)	注射用修饰透明质酸钠凝胶	上海市	国械注准20173460810	2017.5.22	2022.5.21	5年
			国械注准20203130314	2020.3.30	2025.3.29	5年
			国械注准20163131492	2020.11.16	2025.11.15	5年
常州药物研究所	注射用交联透明质酸钠凝胶	常州市	国械注准20183460109	2018.3.28	2023.3.27	5年
山东凯乐普	注射用修饰透明质酸钠凝胶	章丘市	国械注准20173463254	2017.7.5	2022.7.4	5年
杭州协合	注射用修饰透明质酸钠凝胶	杭州经济技术开发区	国械注准20203130096	2020.1.23	2025.1.22	5年
			国械注准20153131332	2020.6.19	2025.6.18	5年
瑞莱思	注射用交联透明质酸钠凝胶	北京市	国械注准20203130700	2020.8.12	2025.8.11	5年
杭州科腾	注射用交联透明质酸钠凝胶	杭州市	国械注准20213130191	2021.3.18	2026.3.17	5年

资料来源: NMPA, 华安证券研究所

2.4 HA 产业链全面开花, 应用场景持续更新中

有效利用公司技术平台, HA 全产业链布局: 公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台, 建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系, 服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。

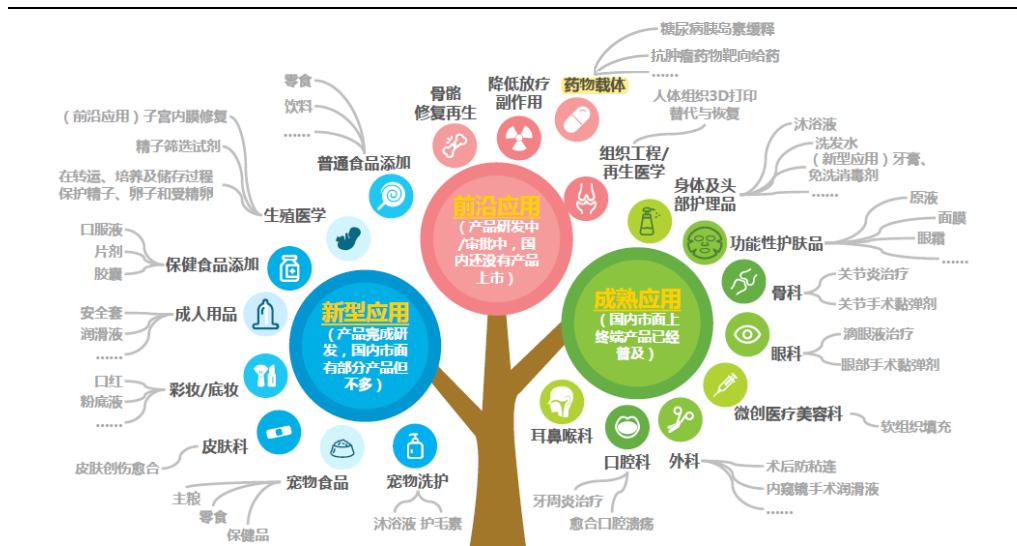
图表 34 公司技术平台应用



资料来源：公司公告，华安证券研究所

“万物皆可玻尿酸”，终端应用场景持续更新：目前透明质酸在医疗美容、功能性护肤及骨科、眼科等领域应用比较成熟，市场中有关产品已经普及。随着对于透明质酸的认识逐渐增长和原料生产技术的提升，其应用场景开始拓展到成人用品、生殖辅助等细分领域，并且由于透明质酸的可降解性，可控制药物缓释等特点，药物载体和组织工程/再生医学等前沿领域都在尝试结合透明质酸开发新产品。

图表 35 透明质酸应用场景



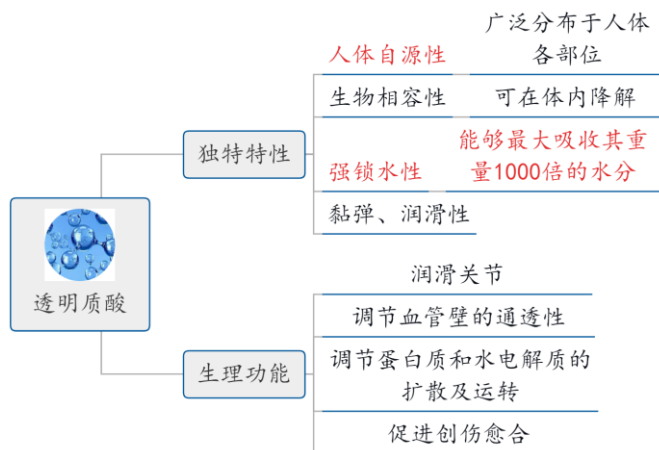
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

3 技术赋能，医美终端业务增长可期

3.1 中国医美行业市场空间大，逐渐走向规范化

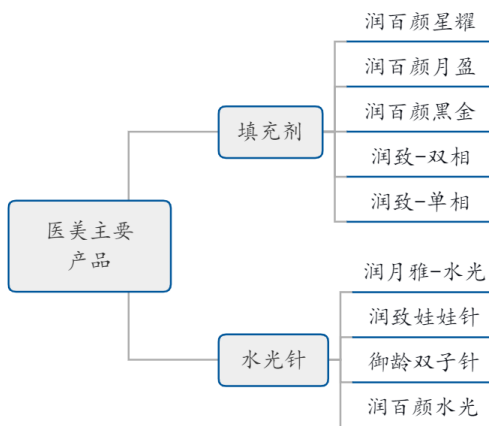
玻尿酸适用于医美填充，公司依托 3D 交联技术率先推出国产填充品牌：透明质酸具有独特的人体自源性、保水性、黏弹性、生物相容性等特点，非常适用于整形填充，但是由于非交联玻尿酸在人体中留存时间短，直到 2000 年左右交联技术出现，玻尿酸才广泛应用于医疗美容等领域，目前国外市场发展较为成熟。国内市场起步较晚，公司率先通过梯度 3D 交联技术生产出交联效率高、质地致密、内聚性好、黏弹性优、填充能力强的凝胶，2012 年“润百颜”获得 CFDA 认证，成为首个获批的国产交联透明质酸软组织填充剂，随后多个玻尿酸填充产品持续上市。

图表 36 透明质酸具有独特特性和生理功能



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

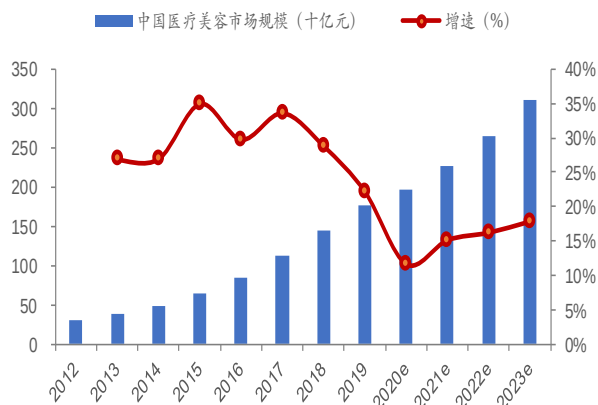
图表 37 公司主要医美产品



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

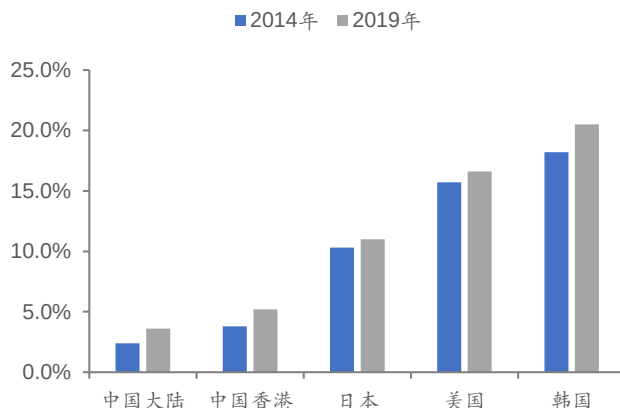
中国医美市场规模大，渗透率提升空间广：2018 年之前中国医美市场高速增长，2012-2018 年复合增速达到 30%，2018 年开始因为医美人才不足、行业规范性不够等导致医美事故频发，消费者对医美的安全性呈观望态度，大量中小机构盈利困难，行业增速放缓，2019 年中国医美市场规模达到 1769 亿元，增速为 22%，2020 年因疫情原因行业增速略受影响，预计随着国内医美需求增长以及医疗机构不断调整和规范化，医美市场将逐步回暖，艾瑞咨询预计 2023 年中国医美市场规模达到 3000 亿元。

图表 38 中国医美市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

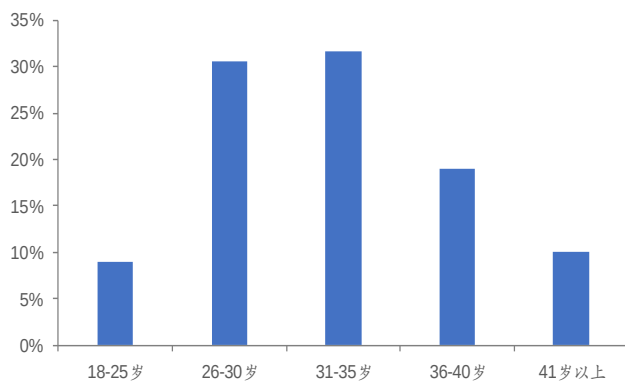
图表 39 主要国家医美渗透率 (%)



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

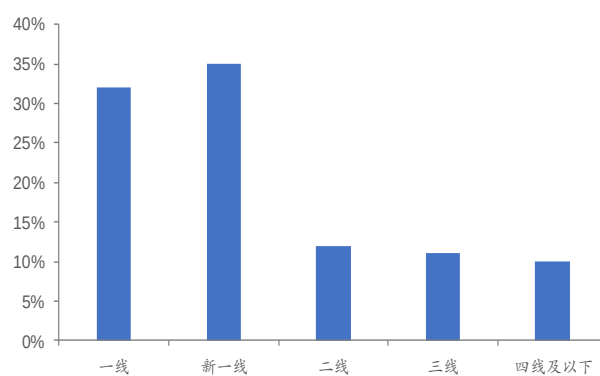
医美用户以一线城市年轻女性为主，低线渗透率提升空间大：根据艾瑞咨询，医美用户以 25-35 岁的女性为主，2020 年占比分别为 30.6%和 31.6%，52%的用户家庭月收入在 2-5 万元；从城市分布看，以一线和新一线是医美的主要用户，2019 年新一线用户渗透率提升，占比超过一线用户；主要是因为医美属于可选消费，一线和新一线城市医美机构分布广泛，人群对医美认知更成熟，接受度更高且人均收入水平高于低线城市。随着居民人均收入的增长、对于医美的认知更为深入以及更多医美机构市场下沉，二三线城市医美渗透率预计持续提升。

图表 40 2020 医美用户年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 41 2019 医美用户城市分布



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 42 医美用户家庭收入

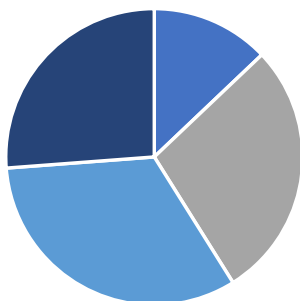


资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

医美知识普及促进消费者接受度提高：大众对于医美整形一直颇有争议，随着社媒的迅速发展，医疗机构通过直播等多种形式进行医美知识普及，加强消费者教育，以及大众对美的感受和追求愈加强烈，在求职就业、恋爱婚姻、社会变革等多因素影响下，医美接受度逐步提高，2019 年已经和愿意尝试轻医美的人群占比超过 70%。中国医疗美容医院诊疗人次高速增长，2019 年中国美容医院诊疗人次 837.7 万人次，2010-2019 年复合增长率达到 35.9%。

图表 43 2019 中国消费者轻医美态度

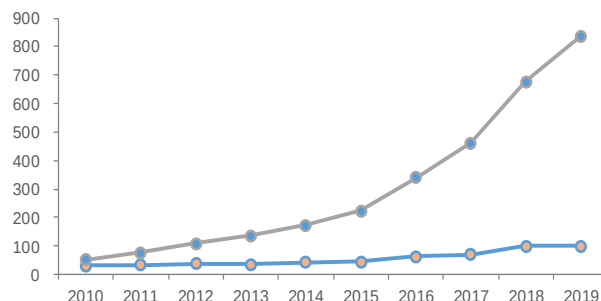
一次消费 多次消费 想要尝试 不想尝试



资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所

图表 44 中国整形外科和美容医院诊疗人次

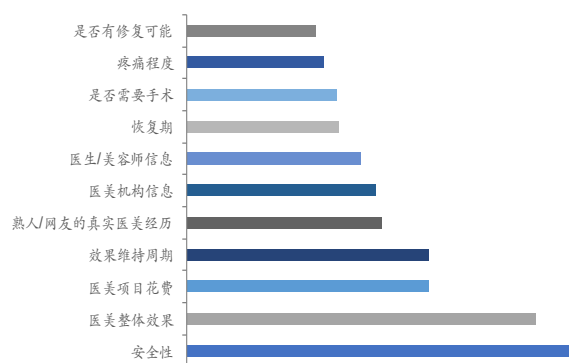
整形外科医院 (万人次) 美容医院 (万人次)



资料来源：中国卫生统计年鉴，华安证券研究所

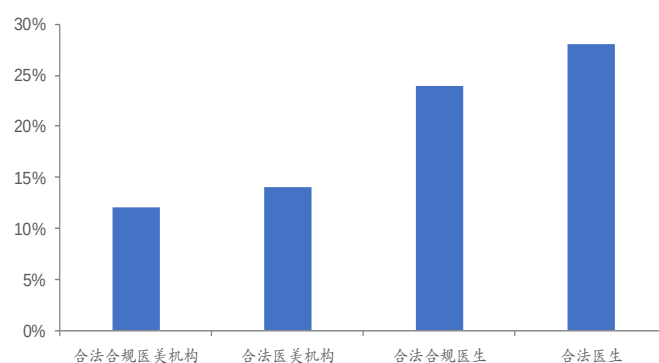
医美用户重视资质和口碑，但中国医美市场合法合规机构严重缺乏：受到医美行业虚假宣传、非法行医、假货水货盛行等乱象及整形失败等医疗事故频发新闻影响，消费者在进行医美决策时最关注的是安全性，根据艾瑞咨询，在选择医美机构时 67.7% 的用户会考虑机构的资质，67.3% 的用户会考虑知名度和口碑，在选择医生时，65.9% 的用户看着口碑与评价，64.7% 看着医生的执业资质。但是 2019 年合法医美机构占比 14%，合法医生占比 28%，合法合规机构和医生严重不足，医美终端市场上充斥着黑医生、黑机构，极大的降低了消费者的对国内医美的信任度。

图表 45 医美用户关注信息



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 46 2019 中国合法合规医疗机构及医生占比



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

市场监管趋严，规范化加速行业出清：1994 年医美政策开始出台，发布《医疗机构基本标准》，规定了美容医院等医疗美容机构的基本标准。2002 年规定了医美医生必须持有执业资格，2009 年规定对医美项目进行分级管理。2010 年开始，由于医美事故频发，国家加强医美监管，打击非法医美，2011/2013/2017 年多次开展打击非法医美专项行动。2018 年要求到 2020 年实现医疗卫生监管的法治化、规范化，2021 年 6 月卫健委等 8 部门开展打击医美专项整治方案，预计监管趋严，行业进一步向规范化发展，加速非法机构退出，有利于行业的长期发展。

图 表 47 监管走向规范化

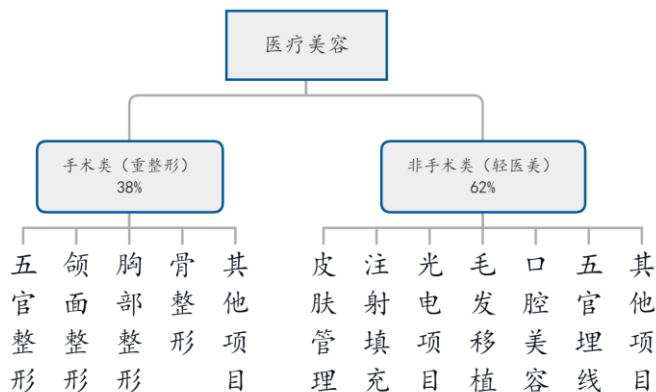
	时间	名称	主要内容
医美行业监管政策出台，行业开始走向规范化	1994年	《医疗机构诊疗科目名录》	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的“一级诊疗科目”。
	1994年	《医疗机构基本标准》	规定了美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所和综合性医院医疗美容科等医疗美容机构的基本标准。
	2002年	《医疗美容服务管理办法》	规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格，并且对执业机构提出明确监督管理。
	2002年	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	规范医疗美容机构、医疗美容科（室）基本标准。
	2008年	《医疗美容机构基本标准（修订征求意见稿）》	规定了医疗美容机构的床位、面积、人员配置、设备等方面的标准。
医美事故频发，严厉打击非法医美	2009年	《医疗美容项目分级管理目录》	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小将美容外科分为四级，对医疗美容项目进行分级管理。
	2010年	“医疗美容行业监管工作座谈会”	卫生部马晓伟副部长提出完善和落实医疗美容行业相关法律法规、发挥行业协会协助政府主管部门的行业监管工作。
	2011年	关于征求《美容医疗机构医疗美容科（室）基本标准（2011版征求意见稿）》意见通知	要求美容医院加强对医疗人员配置及医疗信息化设置，医疗美容门诊部、诊所及医疗美容科对床位设置、医护人员配置和学历要求提升。
	2011年	《关于开展医疗美容专项整治工作的通知》	在全国范围内开展医疗美容专项整治工作，取缔以非专业正规的形式进入医疗美容诊所活动的单位和个人。
	2012年	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求。
	2013年	“打击非法行医专项行动”	于2013年10月起在全国范围内开展为期一年的进一步整顿医疗秩序，打击非法行医专项行动，工作任务包括以城市生活美容机构为重点，查处未取得《医疗机构执业许可证》擅自从事医疗美容诊疗活动的单位和个人。
	2014年	“注射用透明质酸专项监督检查”	国家食药监局开展了注射用透明质酸专项监督检查，全国累计检查透明质酸钠经营企业21415家，使用单位27463家，互联网经营企业984家。
	2014年	《医疗美容机构评价标准》	在全国7省、直辖市共17家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作，并计划于3年内对全国民营医疗美容机构作出评价认证。
	2015年	《医疗机构管理条例实施细则》	美容服务机构开展医疗美容业务的，必须依据条例及本细则，申请设置相应类别的医疗机构。
	2017年	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	2017.5-2018.4开展大规模严厉打击非法医疗美容专项行动，根据国家卫生健康委披露，全国公安机关共破获涉医美刑事案件、涉药品安全案件1219件，抓获犯罪嫌疑人1899名，捣毁制售假药黑窝点728个，总涉案金额近7亿元。
实行强监管政策，行业逐渐走向规范	2018年	《国务院办公厅关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的指导意见》	到2020年，实现医疗卫生行业综合监管法治化、规范化、常态化。
	2019年	“医美乱象专项整治抽检与查处”	将医疗美容纳入国家监督抽查以及8部门联合开展的医疗乱象专项整治，并对一批违法违规医美机构进行处罚。
	2019年	《关于提升社会办医疗机构管理能力和医疗质量安全水平的通知》	要求各级卫生健康行政部门和中医药主管部门加强对其下属社会办医疗机构管理和内涵建设，提升社会办医疗机构管理能力和医疗质量安全水平，促进社会办医持续、健康、规范发展。
	2020年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业自律作用，着力加大政府监管力度。
	2020年	《医疗美容病例范本（试行）》	针对民营医疗美容机构医疗质量管理存在的突出问题：病历书写不完整不规范现象进行规范调整
	2020年	《医疗美容主诊医师备案培训大纲》	指导各地规范开展医疗美容主诊医师培训工作，进一步提高医疗美容主诊医师备案管理水平，切实保障医疗美容服务质量和安全
	2021年	《医疗美容机构评价标准实施细则（2021版）》	美容服务机构开展医疗美容业务的，必须依据条例及本细则，申请设置相应类别的医疗机构。
	2021年	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	国家卫生健康委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局决定于2021年6月-12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。

资料来源：卫健委，中国整容协会等政府网站，华安证券研究所

3.2 轻医美市场增长靓丽，公司产品颇受青睐

轻医美单价低，风险小，复购率高：医美项目分为手术类和非手术类两类，根据艾瑞咨询，2019年非手术项目占比达到62%，非手术类主要包括注射填充、皮肤管理、光电项目等，由于具有创伤和风险小、单价低、恢复期短、效果可逆等特点，与手术项目比，消费者更容易接受，因此轻医美复购率更高。

图表 48 手术类和非手术类项目（占比为中国 2019 年比重）



资料来源：艾媒咨询，艾瑞咨询，华安证券研究所

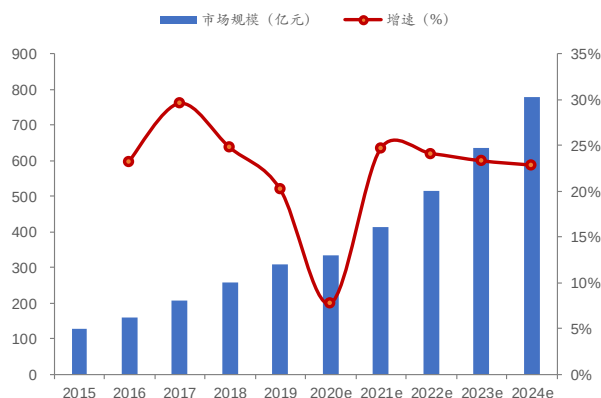
图表 49 手术类与非手术类项目比较

指标	手术类（重整形）	非手术类（轻医美）
类别	五官整形、颌面整形、胸部整形、美体整形、骨整形	皮肤管理（光子嫩肤、超声刀、热玛吉等）、 注射填充（玻尿酸、肉毒素） 、口腔美容、五官埋线、毛发移植
使用器材	手术刀	注射填充材料及激光等
执行次数	一次	多次
项目价格	10000-60000 元	500-30000 元
恢复期	1-6 个月	1 天-4 周
效果	永久	3-12 个月
复购率	低	高
创伤和风险	高	低

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

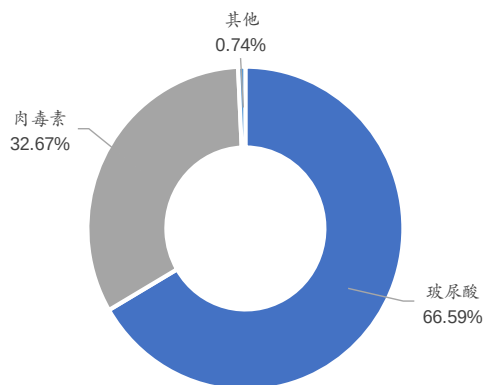
玻尿酸填充剂市场规模快速增长，预计 2024 年达到 120 亿元：2019 年中国注射类医美市场规模为 309 亿元，增速为 20%；透明质酸填充剂市场规模为 47.6 亿元，增速为 29%，透明质酸填充剂市场增长快于注射类医美市场，预计随着产品质量提升、产品认知增长，透明质酸填充剂市场有望持续增长，根据弗若斯特沙利文，预计 2024 年市场规模达到 120 亿元，2020-2024 年复合增长率为 24.6%。

图表 50 中国注射类医美市场规模及增速



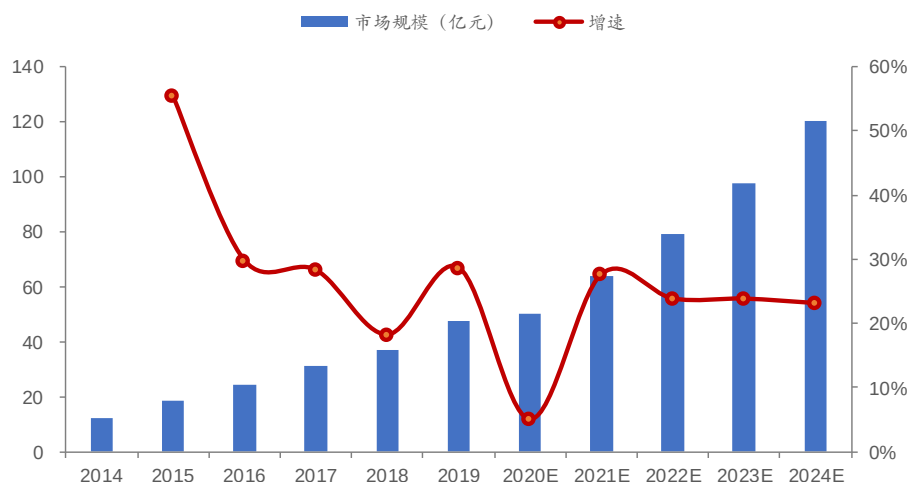
资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

图表 51 2019 中国注射类医美构成



资料来源: 新氧大数据, 华安证券研究所

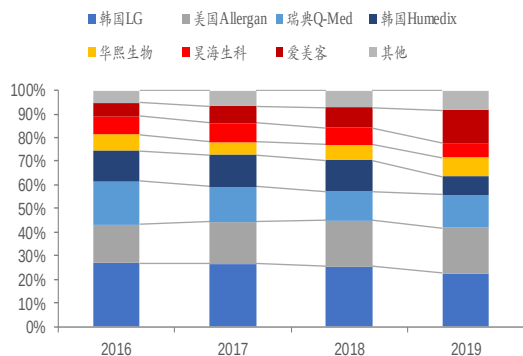
图表 52 中国透明质酸填充剂市场规模



资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

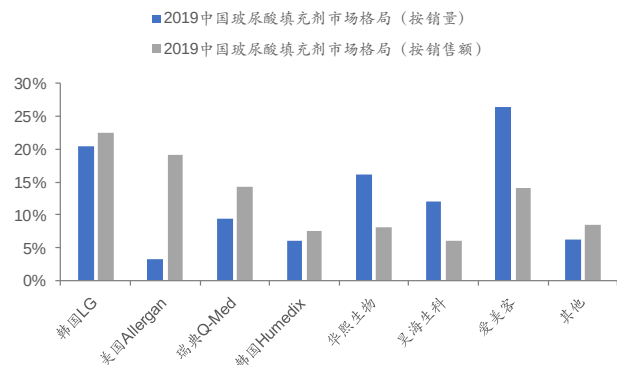
国产品牌销售收入有望提升, 华熙“润百颜”受到医生和用户喜爱: 从销售收入分析, 2019 年中国排名前三的本土企业华熙生物、爱美客、昊海生科占比为 28%, 与 2018 年的 23%相比, 国产份额有所提升, 进口品牌产品仍占据市场的主导地位。但是从销量来看, 前三家中国企业占比为 55%, 超过进口品牌, 由于国产品牌单价较进口品牌产品低。随着产品品类增加、国产产品质量和生产技术提高, 国产品牌销售收入有望进一步增长。根据更美 APP, 2019 年用户满意度最高的玻尿酸和品牌中润百颜排名第三和第四, 受到医生和用户的喜爱, 优于其他国产品牌, 有望受益于国产品牌崛起。

图表 53 中国透明质酸填充剂市场竞争格局（按销售额）



资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

图表 54 2019 中国透明质酸市场竞争格局



资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

图表 55 润百颜受到用户和医生喜爱



资料来源：更美 2019 医美行业白皮书，华安证券研究所

价格定位中端，与国外品牌差异化竞争：国外产品在技术和品牌上具有优势，因此在国内具有定价权，国外品牌大多定位高端，价格一般较高，如乔雅登雅致价格为 5000-17250 元/ml。国内产品价格相对较低，公司润百颜产品价格在 500-3000 元/ml，润致定位高于润百颜在 2500-4000 元/ml。公司与国外品牌实行差异化竞争，产品种类丰富，满足不同消费者需求，有望实现销售持续增长。

图表 56 公司主要玻尿酸产品价格统计

品牌名称	上市/认证时间	交联方式	交联剂	价格（元/ml）
润百颜白紫	2012	双相交联	BDDE	500-1000
润百颜黑金	2012	双相交联	BDDE	480-2800
润百颜月盈	2012	双相交联	BDDE	1200-3000
润百颜星耀	2012	双相交联	BDDE	600-1500
润致玻尿酸	2018	双相交联	BDDE	2500-4000
润致娃娃针	2020	HEG 交联	/	2880-3880

资料来源：新氧 APP，华安证券研究所

持续创新，丰富产品矩阵：2020 年 9 月，公司推出了润致娃娃针，2021 年 5 月，御龄双子针上市。润致娃娃针采用独特 HEC 高效微交联技术，介于交联和非交联透明质酸凝胶之间，可以刺激皮肤胶原蛋白新生，显著减少皱纹。同时采用了利多卡因缓释技术，24 小时内持续缓解疼痛。御龄双子针包括逆龄熨纹针和元气少女针，其中，“逆龄熨纹针”是中国首款定位祛静态纹的械字号三类产品，弥补了中国静态纹市场的空白，“妙龄元气针”含有大小分子强效复合智慧玻尿酸 PRO，能够快速补充玻尿酸。公司依托先进技术平台，持续推出新产品，扩大适用人群，有望提升公司市占率。

图表 57 润致娃娃针



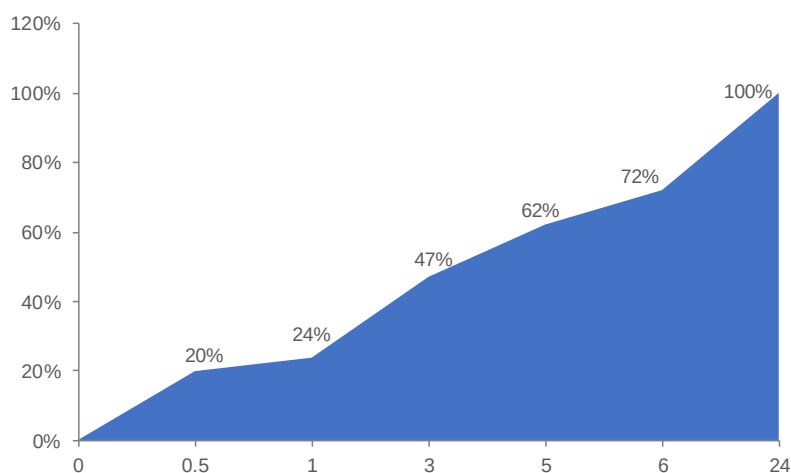
资料来源：中国财经产业网，华安证券研究所

图表 58 御龄双子针



资料来源：女人街，华安证券研究所

图表 59 Aqualuna 润致利多卡因缓释技术作用时间



资料来源：华熙生物研发中心，搜狐，华安证券研究所

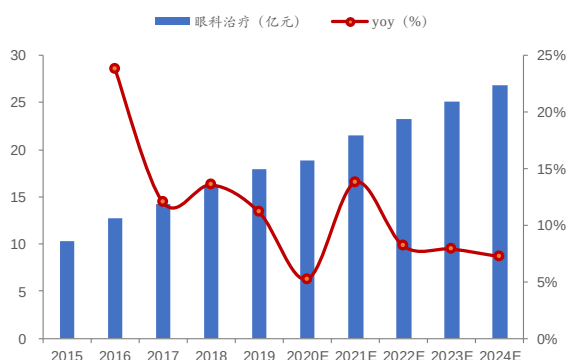
3.4 骨科+眼科市场规模有望持续增长

眼科市场持续扩容，保持高速增长：用于眼科治疗的透明质酸产品包括粘弹剂和润滑剂，粘弹剂在眼科手术中可以保护眼部组织，维持操作空间；润滑剂能够减轻眼部不适、缓解视疲劳，治疗干眼症以及增加滴眼液的粘度和润滑性。2019 年中

国眼科治疗透明质酸产品规模达到 17.9 亿元人民币，市场增速较快，2014-2019 年复合增长率为 19%，眼科市场需求良好。根据艾瑞咨询预测，中国眼科治疗透明质酸终端产品市场规模在 2021 年达到约 21 亿元人民币。

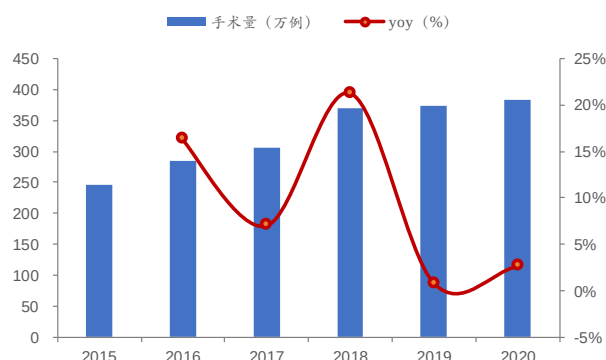
老龄化和用眼不当持续增长，透明质酸应用市场巨大：第七次人口普查数据显示，中国 60 岁及以上人口为 2.6 亿人，受到人口老龄化、用眼不当等因素影响，中国白内障患者及干眼症患者患病率持续增加。据央广网报道，中国 60 岁以上的老年人白内障发病率高达 80% 以上；另一方面，中国目前白内障复明手术量每年约有 300 万例，年复合增长率达到 16.3%，增长态势明显。手术作为白内障唯一的治疗方式，将为透明质酸应用带来巨大的市场。

图表 60 中国眼科治疗透明质酸终端产品市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

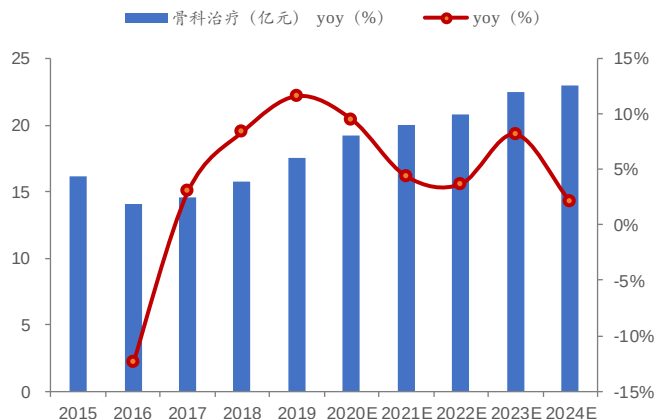
图表 61 中国白内障手术量



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

病人依从性有望提升，骨科市场低速增长：中国骨关节炎患病率随年龄增加而升高，同时伴随高致残率的风险。玻璃酸钠注射液作为关节补充滑液，可保护病损软骨，且具备良好的生物相容性，不良反应较少，其市场保持稳定增长，2014-2019 年复合增速为 3.5%。随着玻璃酸钠注射液的普及，药物效果和病人依从性有望进一步提升，有较好的市场前景。艾瑞咨询预测，中国骨科治疗透明质酸终端产品市场规模将在 2021 年达到约 20 亿元人民币。

图表 62 中国骨科治疗透明质酸终端产品市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

4 发力营销，功能性护肤差异化竞争

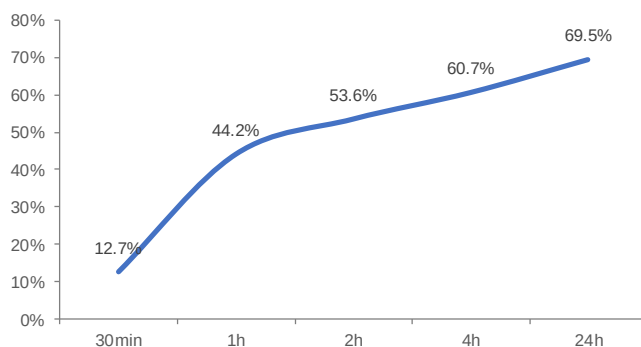
4.1 基于酶切法+BFS 技术，多个功能性护肤品牌孵化

酶切技术精准控制分子量，次抛原液顺势诞生：不同分子量的玻尿酸对于皮肤的作用存在差异，大分子 HA 在皮脂膜形成透气水化膜，减少内部水分流失；小分子 HA 肌肤表面补水，滋润内层；mini HA 真皮补水。公司微生物发酵技术实现了透明质酸实现 2kDa~4000 kDa 分子量的生产，基于此公司在 2016 年推出了润百颜次抛原液，富含大分子 HA、小分子 HA 和 miniHA，直达肌底补水。

图表 63 不同分子量的作用



图表 64 mini HA 透皮吸收率

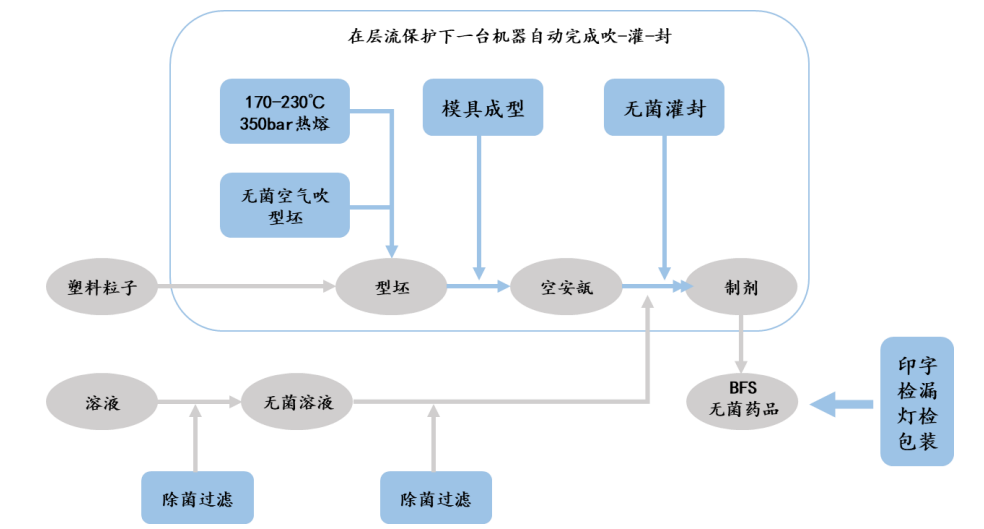


资料来源：润百颜天猫旗舰店，华安证券研究所

资料来源：润百颜天猫旗舰店，华安证券研究所

BFS 高温一体瞬时灌装技术提高原液安全性：集吹瓶 (Blow) - 灌装 (Fill) - 封口 (Seal) “三合一”无菌灌装工艺，具有安全、高效、环保、便捷的特点。这一工艺使制瓶、灌装、封口三种操作均在无菌状态下的同一工位完成。BFS 工艺的流程非常简洁，即通过高温高压的挤出过程，使塑料达到无菌的状态；随即在同一工位完成容器的生产、灌装以及封口过程。公司利用 BFS 灌装技术开发生产的系列“透明质酸次抛原液”产品在生产安全性方面远超普通化妆品公司。

图表 65 简洁的 BFS 工艺流程



资料来源：知网-《浅谈吹灌封“三合一”工艺与工程》，华安证券研究所

公司功能性护肤乘技术之风，高壁垒差异化竞争：公司依托微生物发酵、交联两大技术平台，深入研究不同分子量透明质酸、γ-氨基丁酸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，陆续开发了润百颜、夸迪、米蓓尔等一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损等肌肤问题的功能性护肤品。公司 miniHA、5D 玻尿酸、麦角硫因、二裂酵母溶胞物、依克多因等活性物生产技术短期难以实现，公司功能性护肤形成较高壁垒。

图表 66 公司功能性护肤主要品牌

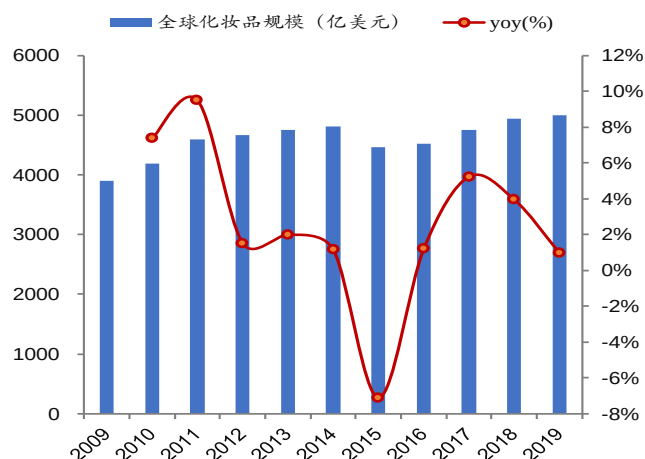
	上市时间	品牌定位	明星产品	主打功效	特色成分
润百颜	2016	主打 HA 元素的 核心战略品牌	蜂巢玻尿酸水润 次抛原液	维持肌肤水润保 湿、润泽 Q 弹	大分子/小分子/miniHA 玻尿酸
夸迪	2018	主打 5D 玻尿酸复 配科技为核心的 高端品牌	5D 玻尿酸焕颜精 粹次抛原液	抗初老，淡化眼 纹、颈纹、妊娠纹	5D 玻尿酸 (Micro/Mini/Ac/基础大中小 HA 玻尿 酸、Hyacross)、三肽-1,三肽-5、蓝铜胜肽、烟酰 胺 PC、二裂酵母溶胞物
米蓓尔	2018	专注敏感肌修护 护理品牌	多元修护滋养 水、玻尿酸精华 水	深层润养修护、平 衡肌肤微生态、提 亮嫩肤	麦角硫因、二裂酵母溶胞物、依克多因、传明酸、乙 基 VC、维生素 B12；水解 HA（熙敏修）、4D-HA 玻尿酸、泛醇 B5、神经酰胺 II
BM 肌活	2018	开创理性护肤新 主张冻龄抗初老 的贵妇级护肤品 牌	糙米精华水、虾 青素还原修护动 力肌底液	调节水油平衡、强 韧维稳肌肤、提升 肌底通透度	酵母菌/大米发酵产物滤液、二裂酵母发酵产物、依 克多因；虾青素、角鲨烷、复合寡肽

资料来源：公司公告，各品牌天猫旗舰店，华安证券研究所

4.2 中国“颜值经济”火热，化妆品市场渗透率提升空间大

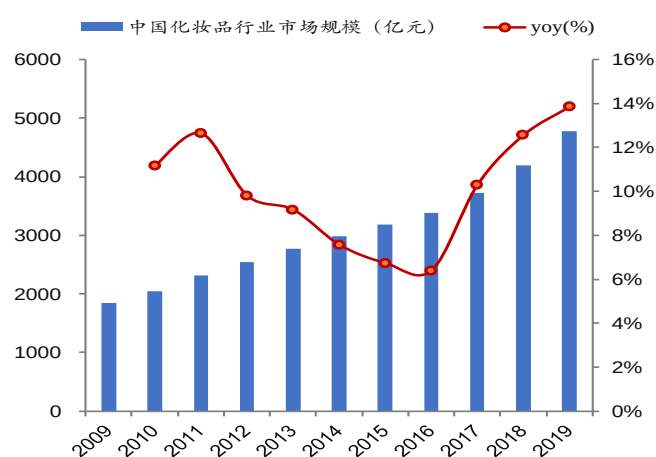
中国化妆品市场增速高于全球增速：随着中国国内经济的发展及人均可支配收入的增长，中国“颜值经济”迅速崛起，目前中国已经成为全球第二大化妆品市场，2019 年中国化妆品市场在全球占比为 14%，仅次于美国市场的 19%。2019 年全球化妆品市场规模为 4996 亿美元，增速为 1%，全球化妆品行业增长趋于稳定，而中国在 2019 年市场规模为 4777 亿元，增速达到 14%，其中高端市场增速达到 31%，大众市场增速为 8%，目前中国化妆品市场已经成为高增长的赛道。

图表 67 全球化妆品市场规模及增速



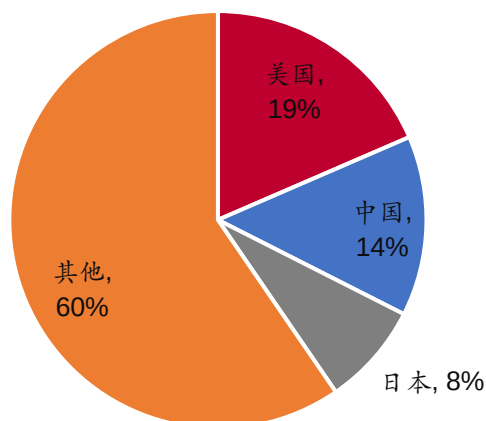
资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 68 中国化妆品市场规模及增速



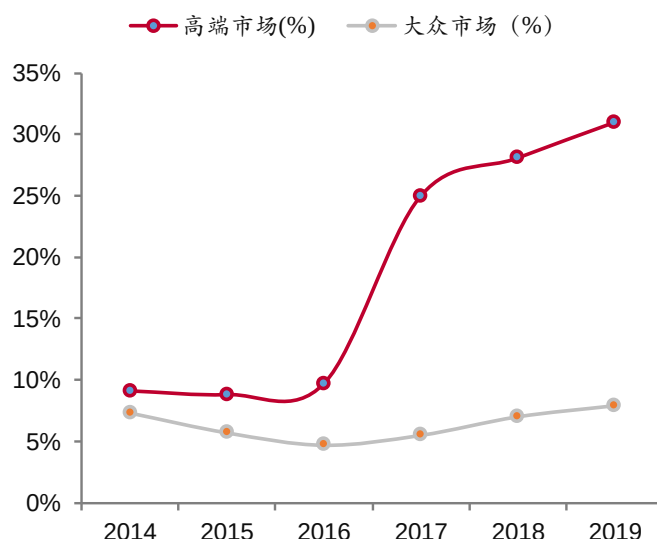
资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 69 2019 年全球化妆品市场分布 (按销售额)



资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，华安证券研究所

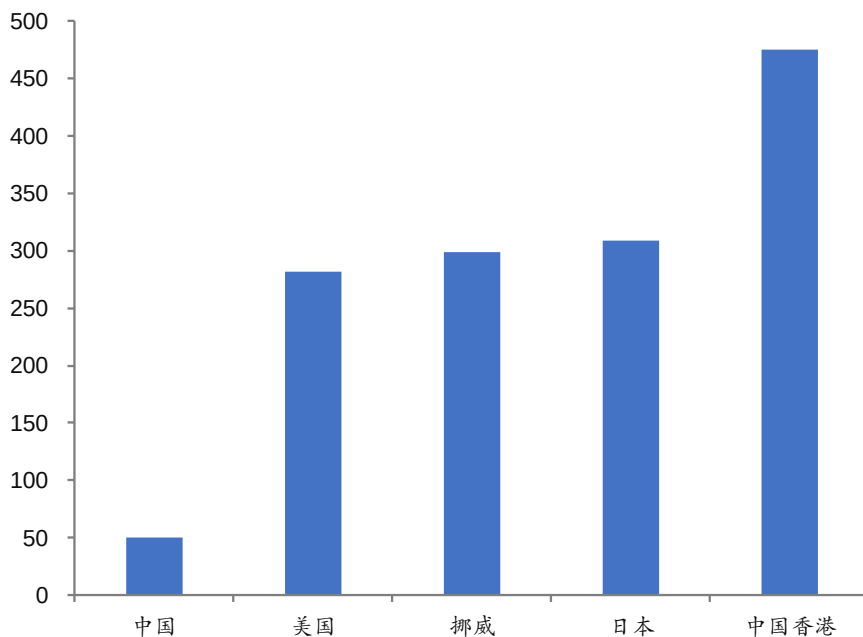
图表 70 中国化妆品市场增长 (按定位)



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

对标海外，中国化妆品人均消费额还有 6 倍增长空间：中国化妆品市场起步较晚，市场教育还在进行中，2019 年中国化妆品市场人均消费额 50 美元，美国、挪威、日本的人均消费额分别为 282/299/309 美元，而中国香港的人均消费额达到了 475 美元，与美国、挪威、日本相比，中国人均消费额还有 6 倍增长空间，与中国香港相比则还有 8 倍以上增长空间。

图表 71 各国化妆品市场人均消费额 (美元/人/年)

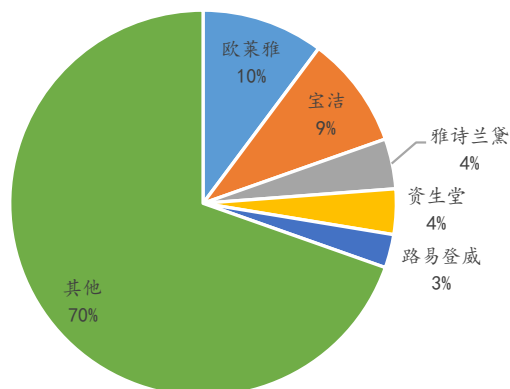


资料来源：欧睿，华安证券研究所

4.3 国产品牌崛起热潮，公司走 HA 特色竞争路线

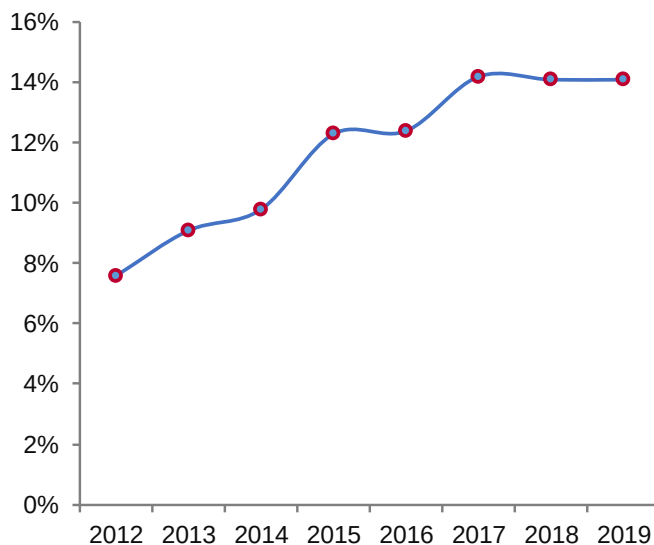
外资品牌主导中国化妆品市场，国产品牌市占率持续提升：中国化妆品市场仍以外资企业为主，总体集中度较低，2019 年中国化妆品市场前 5 大品牌是分别是欧莱雅、宝洁、雅诗兰黛、资生堂和路易登威，总市占率为 30%。随着 90 后消费人群的崛起及国货在产品 and 营销等方面发力，国产品牌前 20 市占率提升比较显著，由 2012 年的 8% 提升为 2019 年的 14%。

图表 72 外资品牌主导中国化妆品市场



资料来源：欧睿，华安证券研究所

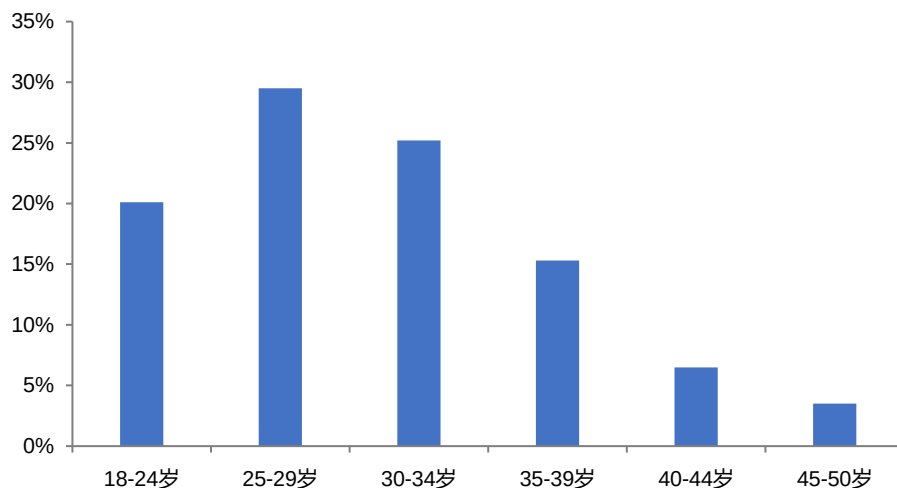
图表 73 国产品牌前 20 市场占有率



资料来源：欧睿，华安证券研究所

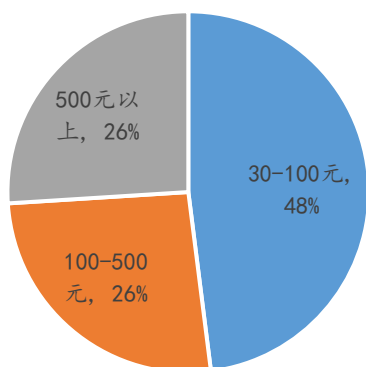
年轻女性乐于尝试高性价比的国货品牌：根据艾瑞咨询，中国女性美妆护肤消费者中 18-29 岁的年轻女性的占比已经达到了一半，他们对于国货品牌的接受度更高，并且愿意尝试新鲜产品及爆品。并且由于这些人群基本是大学生及初入职场的女性，在选择护肤品时会考虑在需求范围内性价比更高的产品，国货品牌相对于外资大牌来说具有更高的性价比。

图表 74 女性美妆护肤消费者中 18~29 岁年轻女性占比超 50%



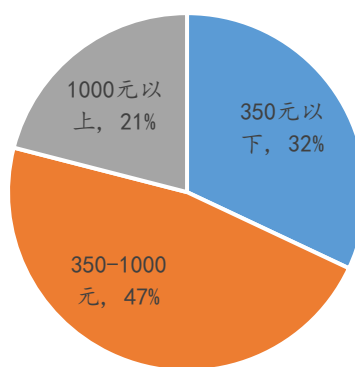
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 75 2019 年国产化妆品品牌价格分布



资料来源：海豹研究院，华安证券研究所

图表 76 2019 年外资品牌化妆品品牌价格分布



资料来源：海豹研究院，华安证券研究所

新媒体营销刺激消费：微博、微信、小红书、抖音等平台的快速发展使明星、网红等利用图片和短视频等在社交媒体传播分享护肤体验和知识，扩展了营销触及的广度及深度，短视频对于商品的展示生动直观，很容易刺激消费者的购买欲望。2020 年电商渠道成为中国女性抗敏护肤品购买的主要渠道，国产品牌通过与李佳琦、薇娅等网红和 KOL 合作，把握新媒体机会进行营销，促进销售增长。

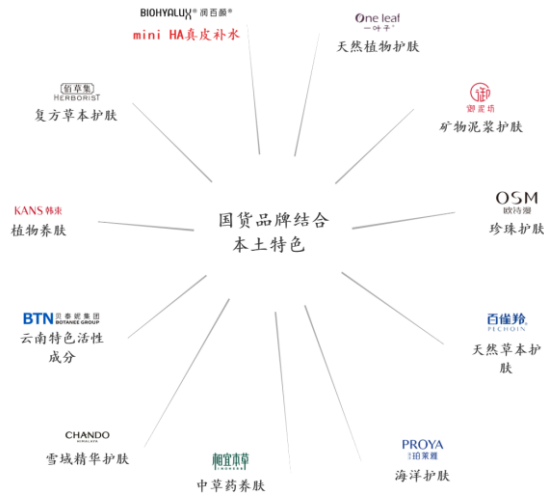
图表 77 国产品牌积极采用新媒体营销方式



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

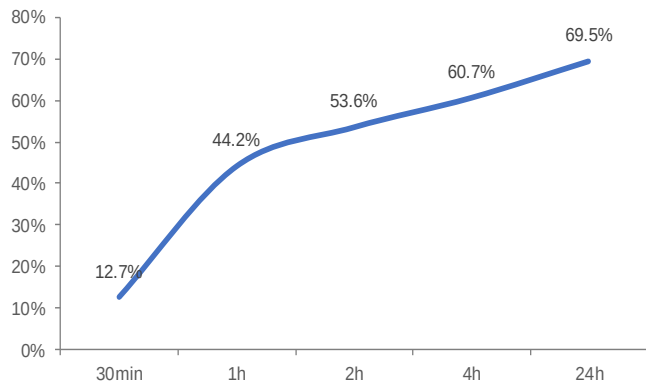
公司利用原料优势，走差异化产品路线：多家国产品牌通过差异化产品定位在化妆品细分市场快速增长，如佰草集、百雀羚、相宜本草等品牌强调中草药及植物草本护肤，珀莱雅主打海洋护肤，御泥坊矿物泥浆护肤，公司利用原料分子量优势，主打次抛原液，加入 miniHA，深层补水，透皮吸收率达到 69.5%，受到消费者的喜爱，润百颜菁透焕亮次抛原液，斩获 2020 年“新氧亮肤黑科技奖”；经典产品“润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛原液”在 2020 年累计售出超过 2000 万支。

图表 78 公司差异化竞争路线



资料来源：各公司官网及公告，华安证券研究所

图表 79 mini HA 透皮吸收率

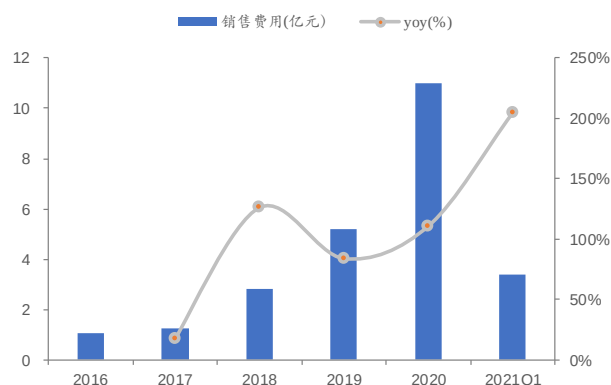


资料来源：润百颜天猫旗舰店，华安证券研究所

4.4 营销接力，致力打造品牌护城河

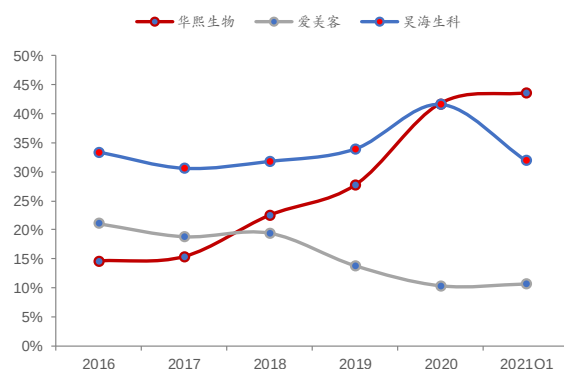
公司营销投入持续增加，品牌效应逐渐凸显：公司以技术立足，成立以来专注透明质酸研发，形成了较强的技术壁垒，但是消费者对于公司产品的认知还存在不足，2018 年以来，公司持续加大营销投入，致力打造品牌形象。2020 年公司营销费用为 11 亿元，同比增长 111%，2017-2020 年公司营销费用复合增长率达到 79%，2020 年公司营销费用率与昊海生科持平，在行业中处于较高水平。公司高营销投入带动功能性护肤品在市场上迅速放量，2016-2020 年功能性护肤品销售额复合增速为 114%。

图表 80 公司销售费用及增速



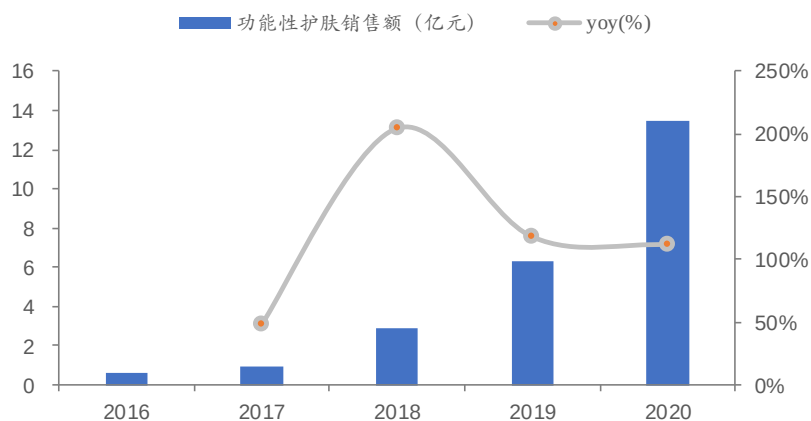
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 81 可比公司销售费用率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

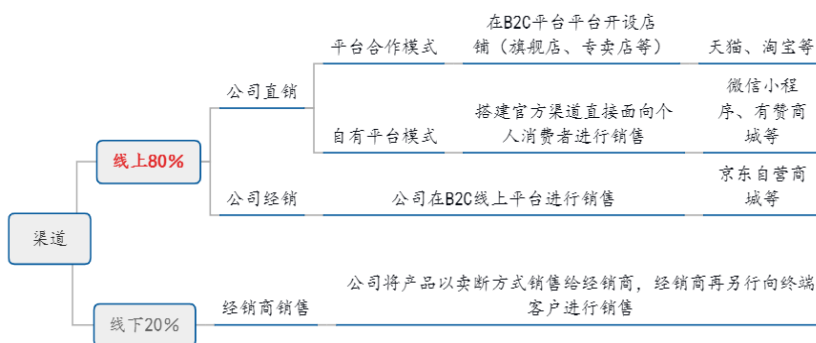
图表 82 功能性护肤品销售额及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司形成线下体验+线上购买的协同模式, 逐步布局线下渠道: 公司的功能性护肤品业务目前主要是结合线下、线上两种渠道进行销售, 并且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。当线上用户数量达到一定基数时, 公司可以选择通过私域运营, 渠道下沉、渠道多元化等一系列方式带来进一步的发展空间。

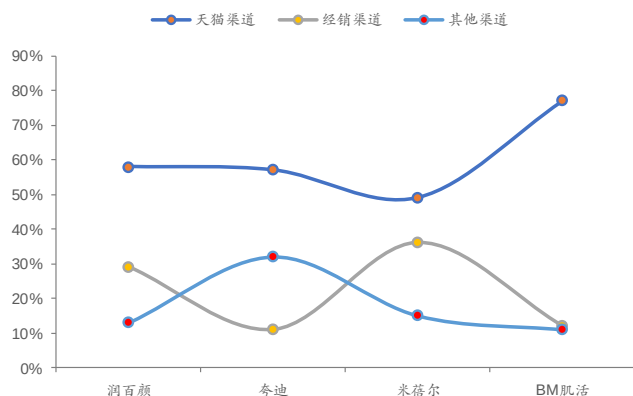
图表 83 公司形成线上+线下全渠道销售模式



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

线上渠道高增长，客户复购率提升：相较线下渠道，线上渠道中间环节少、传播效率高，有利于新品牌迅速进入市场，抢占消费者心智。2017 年以后，公司积极拓宽线上销售渠道，于 2018 年陆续设立多个新品牌事业部，通过自营模式在淘宝、天猫、有赞开设官方旗舰店，同时以经销模式与京东自营、小红书、辣妈学院等平台展开合作。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%。2020 年功能性护肤收入较 2019 年增长 112.19%。其中，公司主打功能性护肤品品牌润百颜凭借多年来的品牌经营与推广、良好的产品品质以及线上线下销售渠道相融合的开拓与发展，公司的新客拓展率以及老客复购率亦在不断提升。

图表 84 2020 年公司化妆品业务不同品牌渠道结构情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 85 润百颜天猫旗舰店经营数据

数据名称	2017	2018	2019Q1
访问量 (个)	810994	4659250	5602227
整体用户的平均访问时长 (秒)	18	20	16
整体用户的付费转化率	3.30%	3.80%	1.40%
平均客单价	607	540	455
新客户的重复购买率	26.30%	21.10%	10.90%
老客户的重复购买率	0%	41.40%	20.50%
浏览-下单转化率	3.70%	5%	1.10%

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司营销方式不断升级，有望实现破圈：2020 年功能性化妆品业务同比增长 112%，得益于公司在营销方面不断扩大投入和传播力度，全力打造出一系列的爆款产品。公司对于其营销手段不断升级创新，形成 IP 联名+明星代言+直播 KOL+电视广告投放多维化营销体系，品牌声量逐渐扩大，加速公司功能性护肤品牌破圈，2021 年 618 公司润百颜销售额超过 2.3 亿元，全平台同比增长 232%，首次荣登国货护肤类目 top5。

图表 86 公司通过全渠道接触消费者



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 87 2021 润百颜 618 战报



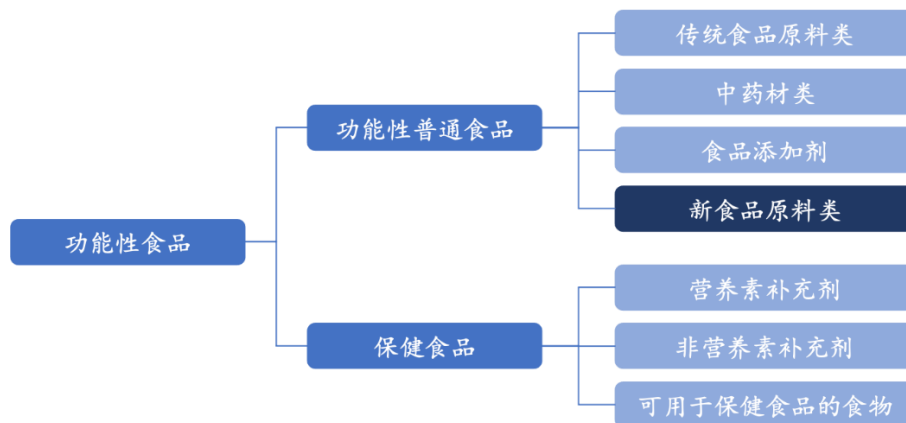
资料来源：润百颜官方微博，华安证券研究所

5 功能性食品蓄势，做行业的先行者

5.1 中国功能性食品初露头角，成长空间大

目前中国功能性食品以保健品为主：功能性食品是指具有特定营养保健、调节机体功能功能的食品，目前中国对于功能性食品的定义同保健食品，皆是以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品。参照日本，我们将功能性食品分为功能性普通食品和保健品，其中透明质酸和 γ -氨基丁酸等原料都属于新食品原料类。

图表 88 功能性食品分类细目



资料来源：日本厚生劳动省，华安证券研究所

与普通食品对比，中国对于功能性食品有更多约束和限制：中国监管机构目前对于功能性食品仍持有谨慎的态度，在用量、宣传、生产许可等多方面都更为严格。根据卫健委所披露的可添加至功能性普通食品的新食品原料的审批中，国内目前存在较多限制，例如消费者每日透明质酸食用量为 3g/kg，远低于美国所规定的每日 18.96g/kg。

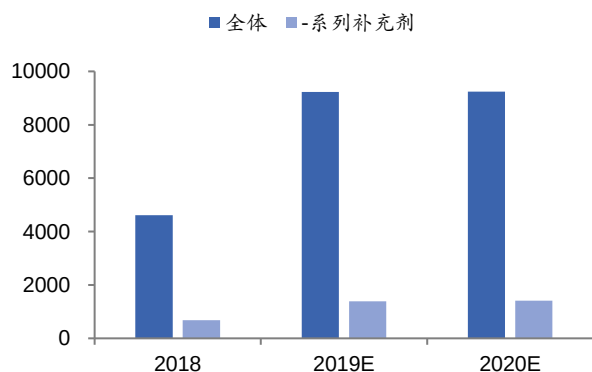
图表 89 功能性食品中的保健品与普通食品的区别

	保健食品	普通食品
概念	适宜于 特定人群食用 ，具有调节机体功能，但不以治疗疾病为目的的食品。	指 各种供人食用或者饮用的成品和原料 ，以及按照传统既是食品又是药品的物品，但是不包括以治疗为目的的物品。
食用量	有规定的食用量	一般没有服用量要求
生产许可	需经国家药监局注册或备案	需要办理 食品生产许可证 （初级农产品除外）
相关立法	《保健食品注册与备案管理办法》、《保健食品管理办法》、《保健（功能）食品通用标准》	《食品生产经营日常监督检查管理办法》、《食品安全法》、《食品安全国家标准管理办法》
管理部门	由 国家食品药品监督管理局 审评，省国家食品药品监督管理局管理生产过程	由 区一级 的卫生局和技术监督局管理
广告宣传	保健食品广告 不得含有 表示功效、安全性的断言或保证； 不得 涉及疾病预防、治疗功能； 不得 声称或暗示广告商品为保障健康所必须； 不得 利用代言人作推荐、证明。	除不允许宣传保健功能和治疗功能外， 对其广告宣传的监管更为宽松
营销渠道	分销、直销、商超、药店、电商等，目前以 直销模式为主	分销、直销、商超、电商等，目前以 分销渠道为主

资料来源：国家食品药品监督管理局，华安证券研究所

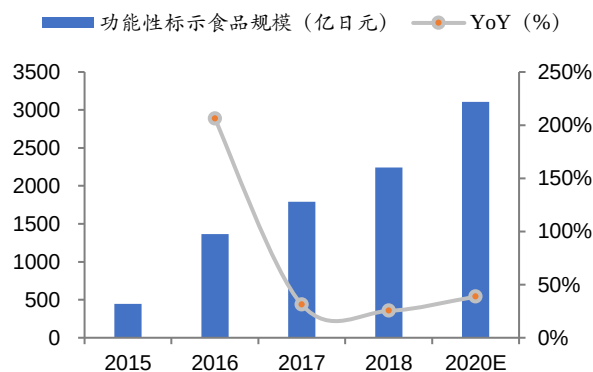
日本功能性食品市场较为成熟，2018 年市场规模达到 1975 亿日元：日本是最早提出功能性食品并提出明确定义的国家，日本的保健功能食品分为特定保健用食品、营养功能食品、功能性标示食品三类。随着日本保健品市场的完善以及人们对于健康关注度的逐年增高，保健品市场也在快速扩张。根据富士经济披露的日本国内保健功能食品数据，2018 年日本保健功能食品市场预计为 7115 亿日元，比上年增长 5.4%，其中功能性标示食品达到 1975 亿日元，增加了 15.1%，功能性食品的增速远高于保健品行业。

图表 90 功能性食品（补充剂）市场（亿日元）



资料来源：富士经济，华安证券研究所

图表 91 功能性标示食品规模及增速（亿日元）

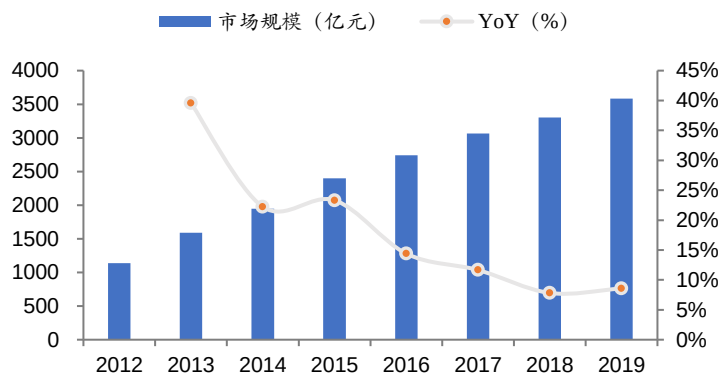


资料来源：富士经济，华安证券研究所

中国功能性食品起步初期，渗透率低：中国目前的功能性食品规模主要为保健食品为主，智研咨询预计 2021 年中国保健食品行业有望超 2000 亿元，市场正处于高速发展的阶段，根据智研咨询，2019 年中国保健食品的市场规模同比增长 8.6%，

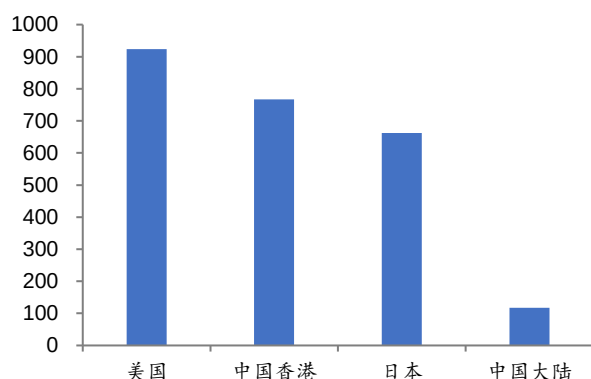
2012-2019 年 CAGR 为 17.8%。2018 年中国在保健食品和功能性食品上的人均消费支出远低于世界主要国家，与美国相比，中国相对更为成熟的保健品市场上人均保健品支出相差 3 倍，而功能性食品相差接近 8 倍，因此中国功能性食品市场增长空间广阔。

图表 92 中国保健食品市场规模



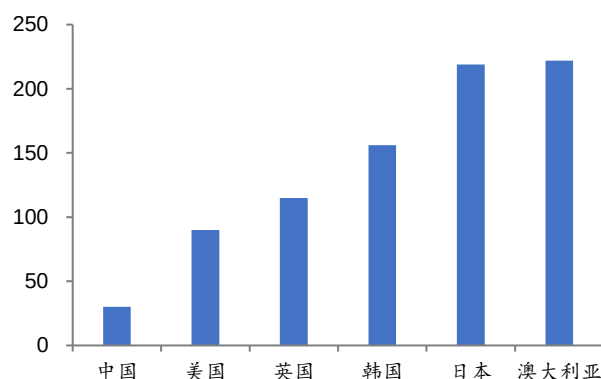
资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 93 2018 年全球人均功能性食品支出 (元/人)



资料来源：IQVIA，前瞻产业研究院，华安证券研究所

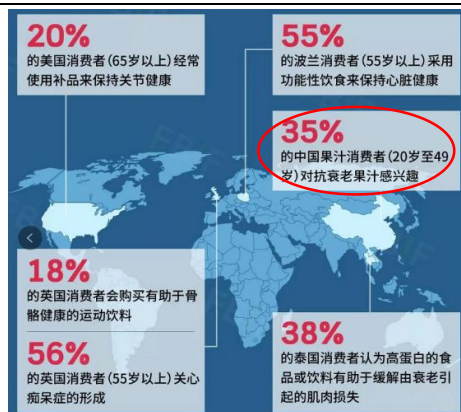
图表 94 2018 年全球人均保健品消费支出 (美元/人)



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

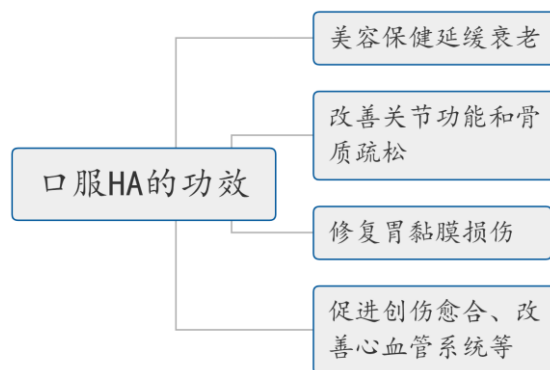
政策与意识并驾齐驱，口服 HA 市场方兴未艾：2021 年 1 月国家卫健委批准食品级透明质酸可应用于普通食品添加，并且随着收入水平和健康意识的提升中国功能性食品市场进一步打开，有望迎来广阔增量。根据 Mintel 发布的报告显示，全球消费者越来越关注食品和饮料在保持健康，抗衰老方面的作用，2019 年中国 35% 的果汁消费者对抗衰老感兴趣。由于口服 HA 具有延缓衰老、改善关节功能、修复胃粘膜损伤等多重功效，HA 食品市场有望受益。

图表 95 全球消费者关注功能性食品



资料来源: FBIF, Mintel, 华安证券研究所

图表 96 口服 HA 的功效



资料来源: 《透明质酸在食品中的应用》, 华安证券研究所

5.2 国产玻尿酸食品先行者, 自建+合作推新加速市场教育

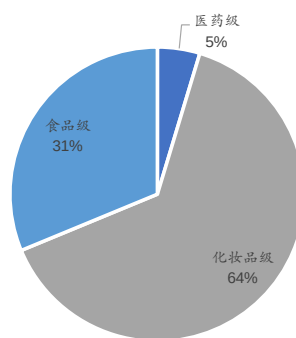
公司自有食品级原料产能, 是抢先切入功能性食品赛道的先决条件: 公司是食品级原料的主要供应商, 2018 年全球食品级透明质酸销量 230 吨, 华熙销量 59 吨, 市占率达到 26%。公司在透明质酸保健食品领域早有尝试, 推出了“海明健优活胶囊”和进口产品透明质酸口服产品“普兰萌”, 因此公司一直推动透明质酸钠用于普通食品。2021 年 1 月 7 日国家卫健委正式批准公司主导申报的透明质酸钠原料可作为新食品原料应用于乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力和巧克力制品 (包括代可可脂巧克力及制品) 以及糖果、冷冻饮品中。2021 年 1 月 22 日, 公司率先推出了透明质酸食品“黑零”, 抢先进入玻尿酸食品市场。

图表 97 食品级透明质酸产量



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

图表 98 食品级透明质酸销售收入



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

自建品牌多品类占领消费者心智, 合作品牌加速市场教育: 透明质酸钠获批作为普通食品添加剂后, 公司快速推出多个品牌, 2021 年 1 月推出全国首个玻尿酸食品品牌“黑零”, 同时发布了六类含透明质酸新品, 涵盖咀嚼片、软糖、饮品等, 2021 年 3 月公司又推出首个玻尿酸饮用水品牌“水肌泉”, 覆盖多品类, 迅速抢占玻尿酸产品市场, 占领消费者心智。2021 年 2 月份公司宣布旗下 HAPLEX Plus 透明质酸钠与 WONDERLAB 合作, 推出国内首款玻尿酸软糖。Wonderlab 成立 1 年就成为营

养代餐市场的知名品牌，具有丰富的市场教育和品牌培育的经验，品牌受到营养美容消费者的喜爱和信任，公司与其合作有助于加速玻尿酸食品市场教育。预计接下来公司会陆续推出更多的玻尿酸食品，进一步完善玻尿酸食品的产品矩阵，功能性食品业务将成为公司新的业绩增长亮点。

图表 99 公司推出的透明质酸食品



图表 100 Wonderlab 2021“618”年京东开门红战报



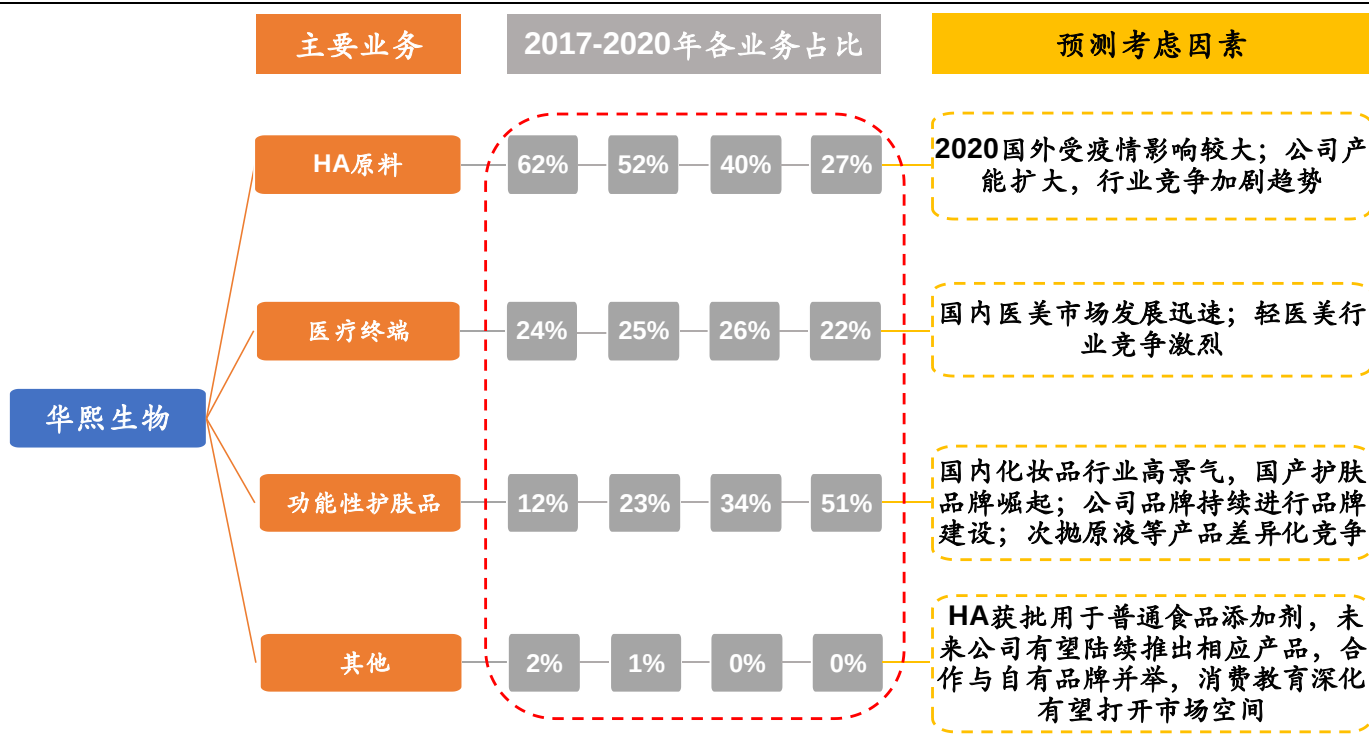
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：金融界网，华安证券研究所

6 盈利预测及投资建议

盈利预测参考因素

图表 101 盈利预测影响因素



资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议

公司依托两大技术平台，多点布局 HA 业务，构筑“原料+终端+护肤+食品”四轮业务驱动格局，原料业务龙头地位稳固，医美终端增长确定性强，营销投入带动功能性护肤业务高增长，功能性食品增长空间大。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.69/2.22/2.84 元/股，对应当前股价 PE 分别为 165、125、98 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

HA 原料竞争加剧风险：随着更多企业进入 HA 原料市场以及现有企业产能扩大，HA 原料行业竞争加剧，存在价格下降的风险。

润致等医美终端产品销售不及预期的风险：公司推出了“润致娃娃针”、御龄双子针等新品，与成熟产品比，市场认知还存在不足，需要较大的推广投入，并且随着更多医美终端产品获批上市，行业竞争逐渐加剧，存在销售不及预期的风险。

护肤品行业竞争激烈，品牌建设不及预期的风险：随着颜值经济的兴起，众多国产护肤企业进入市场，护肤品市场竞争激烈。公司大力进行品牌建设，若不能及时追踪流量热点，持续获取新客户，增强老客户粘性，可能会影响公司品牌建设进度及公司护肤品营收增速。

功能性食品市场教育进展不及预期：公司抢先进入功能性食品市场，持续推出新的功能性食品品牌，但是目前中国消费者市场还需进行教育，若公司市场教育进展不及预期，可能会影响功能性食品销售计划。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3664	4159	4981	6075
现金	1390	1404	1654	2209
应收账款	372	629	852	1069
其他应收款	35	37	52	69
预付账款	45	67	98	124
存货	477	666	970	1245
其他流动资产	1345	1355	1354	1360
非流动资产	2053	2615	3180	3759
长期投资	18	18	18	18
固定资产	627	801	957	1121
无形资产	427	549	661	764
其他非流动资产	982	1248	1544	1856
资产总计	5717	6774	8161	9834
流动负债	553	802	1125	1435
短期借款	24	24	24	24
应付账款	197	246	364	473
其他流动负债	332	531	737	938
非流动负债	146	146	146	146
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	146	146	146	146
负债合计	699	948	1271	1581
少数股东权益	-2	-3	-4	-6
股本	480	480	480	480
资本公积	3452	3452	3452	3452
留存收益	1088	1898	2962	4327
归属母公司股东权	5020	5829	6893	8259
负债和股东权益	5717	6774	8161	9834

现金流量表				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	705	635	846	1151
净利润	646	810	1064	1365
折旧摊销	75	92	77	80
财务费用	7	0	0	0
投资损失	-34	-31	-44	-60
营运资金变动	25	-233	-248	-231
其他经营现金流	608	1040	1308	1592
投资活动现金流	-1331	-622	-596	-597
资本支出	-763	-652	-640	-657
长期投资	-11	0	0	0
其他投资现金流	-558	31	44	60
筹资活动现金流	-160	0	0	0
短期借款	24	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-184	0	0	0
现金净增加额	-798	14	250	554

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2633	3859	5272	6733
营业成本	489	760	1079	1376
营业税金及附加	34	50	69	88
销售费用	1099	1601	2188	2794
管理费用	162	386	527	673
财务费用	-1	0	0	0
资产减值损失	-16	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资净收益	34	31	44	60
营业利润	757	961	1260	1616
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	759	963	1261	1618
所得税	114	154	199	254
净利润	645	809	1063	1364
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	646	810	1064	1365
EBITDA	782	960	1204	1521
EPS (元)	1.35	1.69	2.22	2.84

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	39.6%	46.6%	36.6%	27.7%
营业利润	8.2%	26.9%	31.1%	28.3%
归属于母公司净利润	10.3%	25.4%	31.4%	28.3%
获利能力				
毛利率 (%)	81.4%	80.3%	79.5%	79.6%
净利率 (%)	24.5%	21.0%	20.2%	20.3%
ROE (%)	12.9%	13.9%	15.4%	16.5%
ROIC (%)	11.9%	12.5%	13.7%	14.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	12.2%	14.0%	15.6%	16.1%
净负债比率 (%)	13.9%	16.3%	18.5%	19.2%
流动比率	6.63	5.19	4.43	4.23
速动比率	5.68	4.27	3.48	3.28
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.57	0.65	0.68
应收账款周转率	7.07	6.13	6.19	6.30
应付账款周转率	2.49	3.09	2.96	2.91
每股指标 (元)				
每股收益	1.35	1.69	2.22	2.84
每股经营现金流	1.47	1.32	1.76	2.40
每股净资产	10.46	12.14	14.36	17.21
估值比率				
P/E	108.83	164.72	125.36	97.68
P/B	14.00	22.88	19.35	16.15
EV/EBITDA	88.16	137.49	109.38	86.27

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。