

医美系列报告之四：医美产品 2021 年有望迎来快速放量，功能护肤品持续驱动公司高速增长

华熙生物(688363)

► 2021 年是公司医美板块爆发拐点之年，公司的医美业务存在显著预期差。

我们认为公司医美业务板块将会在 2021 年迎来爆发，爆发点来自两大重磅产品驱动，一是润致娃娃针，二是润致双相塑型玻尿酸。

润致娃娃针于 2020 年 7 月上市，作为国内市场唯一批准面部额部的三类器械证（国内仅有三张三类器械水光，公司为唯一的面部额部，其他两个分别为手部和颈部），具有极大稀缺性，同时，润致娃娃针具有含麻无痛和微交联长效两大独特核心优势，我们保守预计 2021 年润致娃娃针销售额有望达到 1~1.5 亿元。再叠加公司 2021 年 5 月推出御龄双子针，将会快速推向市场，给公司医美带来额外的增量。

润致双相填充玻尿酸作为塑型玻尿酸产品定位中端，终端价格 2000~3000 元，是 5000 元以下唯一主打塑型的玻尿酸，实现了很好的卡位，填补了 5000 元以下塑型玻尿酸产品的空白市场。公司润致双相玻尿酸产品力极强，具备两大优势：优势一是具有 4~5 小时的利多卡因麻药缓释技术，体验感好、舒适度高，优势二为公司的交联剂独家洗脱工艺，不含游离的交联剂 BDDE，安全性极高，口碑好，不良反应率低，复购率高。

公司润百颜、润月雅和法国丝丽产品在 2021 年也将进入常规的市场推广，2021 年公司医美业务收入增速有望超过 60%，预计 2021 年公司医美板块带来净利润实现翻倍增长，是公司 2021 年整体净利润增长的最重要驱动力之一。

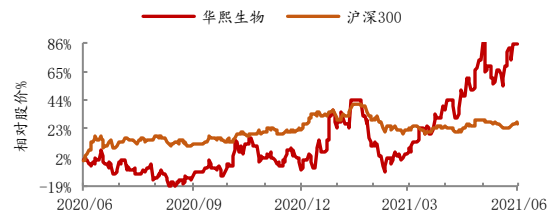
► 功能护肤品业务初步获得成功，润百颜、夸迪等子品牌初具规模，2021 年有望继续保持高速增长

公司的功能性护肤品区别于日常的护肤品。功能性护肤品能够解决皮肤特定的问题，契合消费者的需求，定位清晰，并且回购率更高（获客成本边际下降），公司经过两三年的品牌投入，主打品牌润百颜和夸迪初步具备规模，肌活、米蓓尔等产品逐渐进入放量期。鉴于产品还在打造品牌阶段需要持续的市场费用投入，我们预计 2020 年公司功能护肤品业务利润率 10%~11%；2021 年我们预计公司护肤品继续保持快速增长，在润百颜次抛精华和夸迪等定价中高端的高毛利率产品高速增长驱动下，2021 年，公司功能护肤品利润率有望稳重有升。

► 公司作为全球 HA 原料供应商龙头，在国内放开 HA 原料应用在食品的背景下，公司在行业的地位和稀缺性将会持续，未来有望陆续推出含透明质酸的食品，切入健康食品终端。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	266.98
股票代码：	688363
52 周最高价/最低价：	283.14/116.79
总市值(亿)	1,281.50
自由流通市值(亿)	249.20
自由流通股数(百万)	93.34



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

相关研究

1. 医美系列报告之二爱美客深度报告：医美龙头，洞察消费趋势，引领医美发展潮流 2020.11.27
2. 医美系列报告之一昊海生科深度报告：大眼科与医美双引擎驱动医疗器械平台型公司持续增长 2020.08.31
3. 需求驱动医美服务终端快速扩容，大型品牌连锁终端有望迎来集中度提升实现无边界扩张 2021.02.20

在国内放开 HA 原料应用在食品的背景下，公司未来有望陆续推出含透明质酸的食品，切入健康食品终端。我们预计公司的 HA 原料业务 2021 年保持合理的增长（10~15%）。公司在 HA 原料提供业务形成了强大的壁垒（日本资生堂退出），规模优势、技术迭代、玻尿酸产品厂家对高端优质原料的诉求，在全球均具备稀缺性，而不仅仅是普通的原料制备。

► **2020 年是公司经营低点，2021 年公司各项业务全面扭转，迎来经营拐点。**

疫情影响，2020 年公司的原料药业务和医美业务均有所下降，功能护肤品实现高速增长，表观收入实现较快增长，但由于功能护肤品利润率较低，因此公司表观净利润增速较低。2021 年，公司各项业务轻装上阵，特别是在医美+功能护肤品两大业务板块的驱动下，食品成为公司战略业务之后，净利润保持快速增长，与此同时，原料药业务贡献的净利润占比下降到 50% 以下，未来公司的医美和功能护肤品占比将持续提升。

► **首次覆盖，给予“买入”评级**

我们预计公司 2021~2023 年收入分别为 39.99/58.08/80.85 亿元，同比增长 51.9%/45.3%/39.2%，归母净利润为 8.42/12.82/18.50 亿元，同比增长 30.4%/52.25/44.3%，对应 PE 为 158X/104X/72X。考虑到公司在透明质酸材料的独到技术、润致娃娃针爆品带动医美增长、润致玻尿酸得到市场认可的持续放量、公司爆品持续推出（2021 年已经推出御龄双子针）、润百颜和夸迪双品牌形成并带动其他功能性护肤品持续增长，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

市场营销推广不达预期；肉毒素无法获得 NMPA 审批；市场竞争激烈带来降价风险；功能性护肤品费用率继续上升。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,886	2,633	3,999	5,808	8,085
YoY (%)	49.3%	39.6%	51.9%	45.3%	39.2%
归母净利润(百万元)	586	646	842	1,282	1,850
YoY (%)	38.2%	10.3%	30.4%	52.2%	44.3%
毛利率 (%)	79.7%	81.4%	82.1%	82.7%	83.1%
每股收益 (元)	1.22	1.35	1.76	2.67	3.85
ROE	12.9%	12.9%	14.4%	17.9%	20.6%
市盈率	227.75	206.51	158.32	104.02	72.08

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 核心投资逻辑，我们与市场的认知差异	6
2. 玻尿酸原料起家，延伸至医美和功能性护肤品	8
2.1. 构建了玻尿酸原料和终端产品一体化的业务格局	8
2.2. 公司历史业绩增长稳健，持续研发投入构建技术平台	10
3. 医美赛道具备医药和消费属性，壁垒高、市场广阔	12
3.1. 医美行业产业链梳理，产品引领行业发展	12
3.2. 润致玻尿酸填充剂+润致娃娃针两大重磅品种 2021 年有望开始快速放量，拥有脸部唯一获得三类医疗器械证的水光针	21
4. 功能性护肤品，更贴近消费者，具备爆发力	28
4.1. 皮肤级护肤品大赛道，市场规模 136 亿元，增速 23%	28
4.2. 透明质酸为基础的功能性护肤品产品齐全	30
5. 全球透明质酸原料龙头，掌握核心技术	34
5.1. 公司为全球透明质酸原料龙头，市占率 36%	34
5.2. 中国放开 HA 原料在食品应用，带来新增长赛道	38
5.3. 公司掌握 HA 核心技术，壁垒高	39
6. 估值比较与业务拆解	42
7. 风险提示	43

图表目录

图 1 公司重大发展节点	8
图 2 公司医药领域透明质酸原料	8
图 3 公司化妆品领域透明质酸原料	8
图 4 公司玻尿酸医疗终端产品	9
图 5 公司润百颜注射级医美产品	9
图 6 润致娃娃针：营养补给站	9
图 7 润致娃娃针：抗衰 CP 档	9
图 8 公司润百颜次抛大师系列	10
图 9 公司米蓓尔品牌系列	10
图 10 公司 2010~2020 收入和扣非归母净利润	11
图 11 公司历年 ROE	11
图 12 公司历年毛利率和净利率	11
图 13 医疗美容产业链格局	14
图 14 全球医疗美容服务疗程数（万例）	14
图 15 我国医疗美容就诊人数大幅增长	14
图 16 部分国家医疗美容服务市场规模（2018）	15
图 17 各国医美消费每千人诊疗次数（2018 年，次）	15
图 18 各国 2018 年人均 GDP（单位：美元）	16
图 19 每人医美消费支出 2018 年（单位：美元）	16
图 20 中国医疗美容服务市场规模（2015-2024E，十亿元）	16
图 21 中国注射类非手术市场规模及占整体医美市场比例（2015~2024E，单位：十亿元）	17
图 22 中国注射医美市场份额分布 2019 年	17
图 23 注射类医美项目增速 2019 年	17
图 24 中国医药级透明质酸终端产品市场规模（亿元）	18
图 25 中国医疗美容透明质酸市场规模（亿元）	18
图 26 透明质酸注射填充剂竞争格局（销售金额）	19
图 27 2019 年透明质酸注射填充剂市场格局（销量）	19
图 28 我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模（亿元）	21
图 29 我国粘弹剂市场规模（亿元）	21

图 30	公司医疗终端皮肤类产品营业收入分布	23
图 31	公司皮肤类产品销售模式占比	23
图 32	润致品牌下的三个产品品类	23
图 33	润致利多卡因缓慢释放观察	24
图 34	润致 Natural 和其他品牌修饰度比较	24
图 35	润致娃娃针宣传册	26
图 36	润致娃娃针：新一代水光治疗方案	26
图 37	润致娃娃产品组合用途	26
图 38	润致娃娃针：针对熬夜脸的文案宣传	26
图 39	爱美客嗨体销售额	27
图 40	润致娃娃针销售额预估	27
图 41	动态皱纹产生	27
图 42	静态纹需补充流失的真皮结构	27
图 43	元气针是“四元超复”强效超水光	28
图 44	静态纹需补充流失的真皮结构	28
图 45	2019 年我国化妆品市场构成	29
图 46	中国护肤品行业市场容量增长（2014~2019）	29
图 47	皮肤学级护肤品市场容量增长（2014~2019）	29
图 48	逐年递增的皮肤科就诊率	29
图 49	中国女性的肤质比例	30
图 50	逐年递增的皮肤科就诊率	30
图 51	中国女性不同人生阶段的皮肤状况比例	30
图 52	中国女性在皮肤管理上的花费	30
图 53	公司为玻尿酸次抛原液开创者	31
图 54	公司功能性护肤品历年收入	32
图 55	功能性护肤品收入构成	32
图 56	次抛原液功能	32
图 57	夸迪次抛原液	32
图 58	米蓓尔产品系列	33
图 59	贝泰妮销售情况	33
图 60	贝泰妮毛利率和净利率	33
图 61	华熙生物功能护肤品产品梯队	34
图 62	2020 双十一部分产品销售额	34
图 63	润百颜和米蓓尔复购率高	34
图 64	HA 在机体中的分布	35
图 65	HA 及其衍生物的应用	35
图 66	全球透明质酸原料市场销量（单位 吨，2014~2023E 年）	36
图 67	2018 年全球各类 HA 原料销量和销售额占比	36
图 68	华熙各类 HA 原料产品的 2018 年平均售价	36
图 69	中国 HA 原料销量及增速 2014~2023 年	37
图 70	中国 HA 原料销售额及增速 2014~2023 年	37
图 71	全球 HA 原料市场销量竞争格局（2018 年）	37
图 72	华熙各等级别 HA 原料全球销量占比（2018 年）	37
图 73	全球透明质酸原料食品市场销量和占比（单位/吨）	38
图 74	玻尿酸食品应用水肌泉和 HA 软糖	39
图 75	玻尿酸食品应用软糖	39
图 76	发酵、交联两大科技平台	39
图 77	微生物发酵技术	40
表 1	公司的两大平台和四大核心技术	12
表 2	手术类和非手术类医疗美容	12
表 3	医疗美容项目主要分类	13
表 4	市面上的透明质酸钠填充剂一览	19
表 5	公司医美级 HA 一览	22

表 6	国内仅有的三张水光类三类医疗器械注册证.....	25
表 7	公司骨科 HA 累计中标省份和覆盖医院.....	28
表 8	提取法和发酵法生产透明质酸的主要区别.....	35
表 9	公司核心技术为产品产业化奠定基础.....	39
表 10	公司医药级原料产品在国际上取得的产品注册情况及与同行业主要公司的对比情况.....	41
表 11	估值对比.....	42
表 12	公司各业务业绩增长预估.....	43

1. 核心投资逻辑，我们与市场的认知差异

我们对华熙生物的理解与市场观点存在显著差异，区别在于：

核心逻辑 1，2021 年是公司医美板块爆发拐点之年，我们认为公司的医美业务存在显著预期差。

市场普遍认为公司的增长逻辑和亮点在功能性护肤品的快速增长和品牌 IP，市场认为，公司医美板块缺乏竞争力，产品乏善可陈，而我们认为公司医美业务板块将会在 2021 年迎来爆发，爆发点来自两大重磅产品驱动，一是润致娃娃针，二是润致双相塑型玻尿酸。公司 5 月份推出的润致双针，短期内还处于市场推广阶段，是公司未来医美业务快速发展的又一推手。

- **润致娃娃针**于 2020 年 7 月上市，作为国内市场唯一批准面部额部的三类器械证（国内仅有三张三类器械水光，公司为唯一的面部额部，其他两个分别为手部和颈部），具有极大稀缺性，同时，润致娃娃针具有含麻无痛和微交联长效两大独特核心优势，产品力极强，其所处的中胚层疗法市场也正处于高速增长阶段，润致娃娃针经过半年市场导入期，2021 年有望迎来销售爆发，我们保守预计 2021 年润致娃娃针销售额有望达到 1~1.5 亿元。实际上，公司 5 月份推出润致双子针（熨纹针和元气针）也属于润致的此类产品系列，未来也会为公司医美业务贡献业绩。
- **润致双相填充玻尿酸**作为塑型玻尿酸产品定位中端，终端价格 2000~3000 元，是 5000 元以下唯一主打塑型的玻尿酸，实现了很好的卡位，填补了 5000 元以下塑型玻尿酸产品的空白市场；而其他主打塑型的玻尿酸品牌，如瑞蓝的丽瑛、艾莉薇的 Ultra Volume、乔雅登的丰颜、爱美客的宝尼达，定价均在 5000 元甚至 10000 元以上。公司润致双相玻尿酸产品力极强，具备两大优势：优势一是具有 4~5 小时的利多卡因麻药缓释技术，体验感好、舒适度高，优势二为公司的交联剂独家洗脱工艺，不含游离的交联剂 BDDE，安全性极高，口碑好，不良反应率低，复购率高，并且产品作为 530 中大粒径颗粒有很好的塑型效果，有塑型又不会粒径过大导致过硬，填充自然。我们预计，这个产品经过 2 年的培育期，口碑及复购率已经逐步形成，随着疫情后医美欣欣向荣，2021 年有望迎来爆发期，2020 年产品销售额约为 5000 万元，我们保守预计 2021 年润致双相玻尿酸销售收入有望过亿元，并持续保持快速增长。

此外，公司的医美团队不少来自外资龙头医美公司，为专业的医美销售，学术能力强，可以为终端机构提供整体医美解决方案，我们认为 2021 年公司润百颜玻尿酸有望迎来行业恢复的增长；而润月雅水光针作为入门级的水光针有望继续保持其行业地位。

子公司品牌法国丝丽作为中胚层疗法的优质产品之一，和目前市场最火的菲洛嘉对标媲美，法国丝丽历经 2019 年的调整，2020 年慢慢迎来市场的快速增长，并且公司在海南设立医美基地，也有望推动公司丝丽产品快速转化至国内市场。法国丝丽 2019 年收入 5000 万元左右，2020 年收入 9000 万~1 亿元，增速迅速，2021 年有望继续保持高速放量。

综上，2021 年，公司医美业务收入增速有望超过 60%，考虑到 2020 年上半年疫情影响费用率极高不正常、及公司的润致娃娃针和润致塑型玻尿酸定价均显著高于润百颜和润月雅系列，毛利率和净利润率较高，同时 2021 年迎来产品快速放量，2021 年公司医美业务净利润有望显著提升，参考公司医美板块过去几年净利润率、及爱美客的净利润率，我们预计，公司 2021 年医美板块净利润率有望达到 40%，医美板块业务贡献净利润预计在 2.4 亿元，我们预计和测算，公司 2020 年医美板块净利润仅

为 1.2 亿元左右（4 亿元收入，对应净利率 30%），相应地，2021 年公司医美板块带来净利润增量达 1.2 亿元，实现翻倍增长，是公司 2021 年整体净利润增长的最重要驱动力之一。

核心逻辑 2，功能护肤品业务初步获得成功，润百颜、夸迪等子品牌初具规模，2021 年有望继续保持高速增长

我们认为公司的功能性护肤品区别于日常的护肤品。功能性护肤品能够解决皮肤特定的问题，契合消费者的需求，定位清晰，并且回购率更高（获客成本边际下降），公司经过两三年的品牌投入，主打品牌润百颜和夸迪初步具备规模，肌活、米蓓尔等产品逐渐进入放量期，公司功能护肤品的收入 2020 年为 13.46 亿元，鉴于产品还在打造品牌阶段需要持续的市场费用投入，我们预计 2020 年公司功能护肤品业务利润率 10%~11%；2021 年我们预计公司护肤品继续保持快速增长，在润百颜次抛精华和夸迪等定价中高端的高毛利率产品高速增长驱动下，2021 年，公司功能护肤品利润率有望稳重有升。我们按照 2020 年功能护肤品净利率 10% 测算，13.46 亿元功能护肤品收入贡献净利润 1.35 亿元，假设 2021 年净利率提升 1~2 个百分点，按照我们测算的 2021 年功能护肤品收入 24.23 亿元测算，净利率 12% 对应功能护肤品净利润 2.9 亿元，相比 2020 年实现翻倍。

核心逻辑 3，公司作为全球 HA 原料供应商龙头，在国内放开 HA 原料应用在食品的背景下，公司在行业的地位和稀缺性将会持续，未来有望陆续推出含透明质酸的食品，切入健康食品终端。

我们预计公司的 HA 原料业务 2021 年保持常规的增长（10~15%），鉴于公司的净利率稳定，预计 HA 原料带来 3.2~4.0 亿的净利润。公司在 HA 原料提供业务形成了强大的壁垒（日本资生堂退出），规模优势、技术迭代、玻尿酸产品厂家对高端优质原料的诉求，在全球均具备稀缺性，而不仅仅是普通的原料制备。

在国内放开 HA 原料应用在食品的背景下，公司未来有望陆续推出含透明质酸的食品，切入健康食品终端。

核心逻辑 4，2020 年是公司经营低点，2021 年公司各项业务全面扭转，迎来经营拐点。

2020 年，受疫情影响，公司的玻尿酸原料业务和医美业务均有所下降，功能护肤品实现了高速增长，驱动了 2020 年公司表现收入实现较快增长，但由于功能护肤品业务利润率较低，因此，2020 年公司表现净利润预计增速较低。

展望 2021 年，如前所述，随着疫情影响消除，医美行业欣欣向荣，公司医美板块将迎来全产品的增长，特别是润致娃娃针和润致双相塑型玻尿酸，将实现快速放量，驱动公司医美业务 2021 年实现收入近 6 亿元，同比增长 60%，净利润约 2.4 亿元，同比翻倍；功能护肤品继续保持高速增长实现收入 23 亿元，同比增长近 80%，净利润率稳中有升，实现净利润 2.9 亿元；玻尿酸原料业务实现恢复性增长，按照净利润增速 10~15%，达到 3.2~4 亿元，如果考虑国内食品添加透明质酸政策的落地，公司 2021 年透明质酸原料药业务有望增速更快。

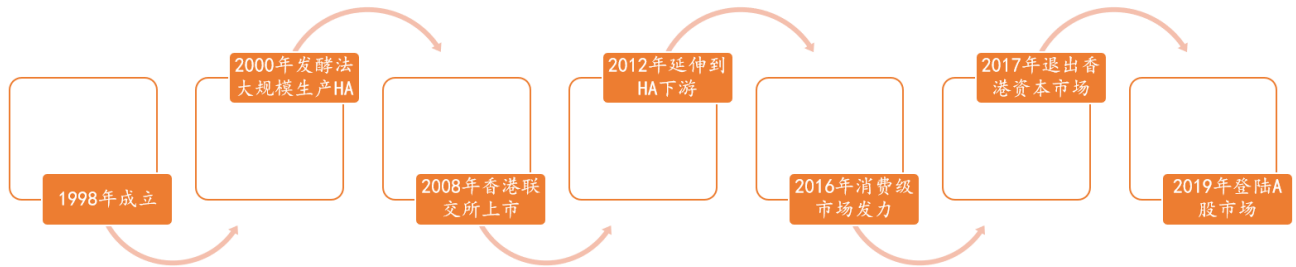
综上，可以看出，2020 年是公司经营低点，2021 年，公司各项业务轻装上阵，特别是在医美+功能护肤品两大业务板块的驱动下，净利润有望超 8 亿元以上，与此同时，玻尿酸原料业务贡献的净利润占比下降到 50% 以下，未来还将持续下降，公司的净利润构成，医美和功能护肤品占比将持续提升。

2. 玻尿酸原料起家，延伸至医美和功能性护肤品

2.1. 构建了玻尿酸原料和终端产品一体化的业务格局

华熙生物成立于1998年，2008年在中国香港联交所主板上市，2017年退出中国香港资本市场，2019年登陆A股市场，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，微生物发酵生产透明质酸技术处于优势地位；凭借微生物发酵和交联两大技术平台，建立了生物活性材料从原料到医疗终端产品、功能性护肤品、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、食品等领域的制造企业、医疗机构及终端用户。

图1 公司重大发展节点



资料来源：公司官网，华西证券研究所

1998年，核心创始团队开始创业，并开始透明质酸产品的研发、生产和销售业务，团队2000年收购、建厂并全国首发性实现以发酵法大规模生产HA，至今已经发展为全球最大的透明质酸原料提供商，2018年市占率36%。目前，公司依托生物发酵技术平台及产业化优势，开发出以透明质酸为核心的一系列生物活性物产品，其中透明质酸包括医药级、化妆品级和食品级近200个规格的产品，广泛应用于药品、医疗器械、化妆品及功能性食品领域。其他生物活性物产品包括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。

图2 公司医药领域透明质酸原料



资料来源：公司官网，华西证券研究所

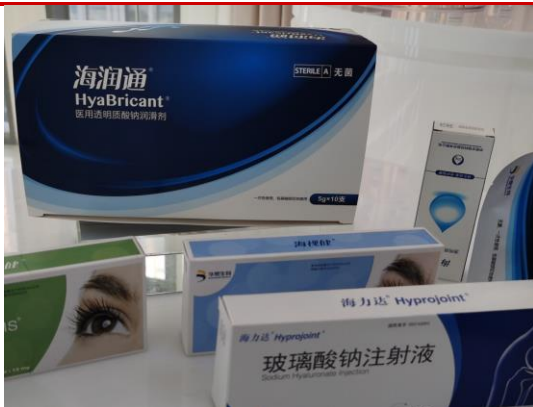
图3 公司化妆品领域透明质酸原料



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2012年，公司从透明质酸原料向下游延伸，推出“润百颜”，并且逐渐扩展到骨科和眼科医疗终端，并陆续推出润百颜医美板块升级品牌“润致”。推出 HA 终端产品润百颜，业务向产业链下游扩展，是公司业务战略很重要的一步，目前公司在 HA 应用医疗终端推出了除了在医美知名的品牌“润百颜”和“润致”外，还包括骨科和眼科的透明质酸产品。2015年医疗终端的产品销售额占比为 37%，公司摆脱了依赖玻尿酸原料业务的局面。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 NMPA 认证；2019年，公司推出国内首款自主研发的单相含麻透明质酸软组织填充剂，公司不断丰富其他透明质酸填充剂产品线，升级术后修复系列产品，如液体敷料、喷剂敷料等产品。2020年，公司润致品牌持续获 NMPA 审批，将会持续补充供公司在填充类型玻尿酸的品类和应用范围，并且，润致水光系列娃娃针将会是公司医美板块的新增长点。

图 4 公司玻尿酸医疗终端产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 5 公司润百颜注射级医美产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 6 润致娃娃针：营养补给站



资料来源：润致官网，华西证券研究所

图 7 润致娃娃针：抗衰 CP 档



资料来源：润致官网，华西证券研究所

2016年，公司进入消费端市场，瞄准功能性护肤品赛道。公司的润百颜品牌开发出消费端（妆字号）产品，2018年为公司在消费端市场的转型之年，一是当年3月推出5款新品：润致、华熙颐宝、Bio-MESO肌活、德玛润、夸迪；二是在上海家化从业26年的李慧良先生加入公司，负责功能护肤品的研发，大大加强了公司功能性护肤品的研发实力。2019年公司功能性护肤品的营收超过6亿元，保持超过11%的增长，业务占比34%。

图 8 公司润百颜次抛大师系列



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 9 公司米蓓尔品牌系列



资料来源：公司官网，华西证券研究所

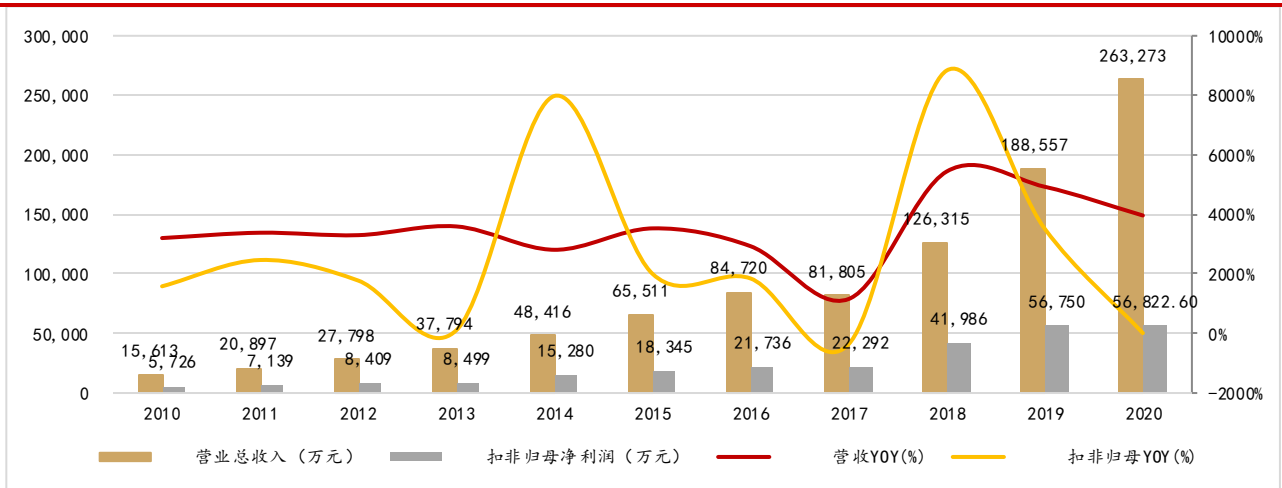
至今，公司形成了以玻尿酸原料提供为基础，医美业务（医疗终端）和功能性护肤品为两翼驱动增长的业务格局，2019 年三个业务板块销售占比分别为 40%、26% 和 34%。未来，随着公司在食品端的发力，未来食品领域的销售额提高，将会成为公司的第三大业务驱动增长。

2.2. 公司历史业绩增长稳健，持续研发投入构建技术平台

公司 2010 年营收 1.56 亿元，2019 年营收 18.86 亿元，九年复合增速为 31.89%，业务高速增长；2010 年扣非归母净利润为 5726 万元，2019 年为 5.68 亿元，九年 CAGR 为 29.03%。2020 年疫情因素影响公司业务常规推广，2020 年公司收入 26.33 亿元，同比增长 39.63%，归母扣非净利润为 5.68 亿元，同比略微有增长，更体现出公司在应对特殊环境的能力。

如我们上面分析公司的发展历史，公司从原料到医疗终端产品（医美为主），再到直接 to C 的消费级产品（功能护肤品、食品），保证了公司的产品持续迭代，从而保证了公司的持续发展。公司是一家发展不断迭代螺旋向前的公司。

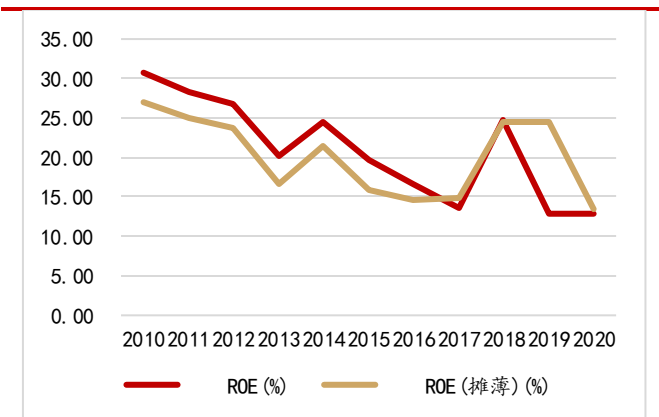
图 10 公司 2010~2020 收入和扣非归母净利润



资料来源: wind, 华西证券研究所

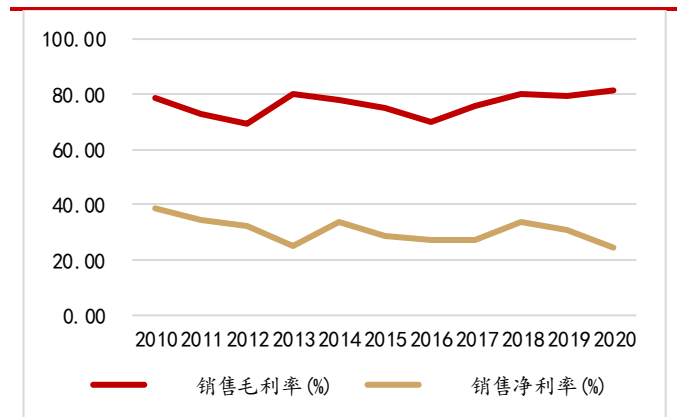
公司的 ROE 历年维持较高水平, 2018 年 ROE (摊薄) 为 24.40%, 2019 年 24.59%, 相对稳定, 历史为 15~27% 的区间。而公司毛利相对稳定, 历年在 69~80% 区间波动, 近两年相对稳定, 毛利率为 80% 左右。

图 11 公司历年 ROE



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 12 公司历年毛利率和净利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

公司持续进行研发投入, 过去三年每年投入的金额都超过 1 亿元, 2020 年研发费用为 1.41 亿元, 同比增长为 50.35%。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司已申请专利 341 项 (含发明专利 289 项), 其中已获授权专利 85 项 (含中国发明专利 45 项, 国外发明专利 4 项)。新取得的发明专利围绕功能糖及氨基酸两大类生物活性物的基础研究和应用基础研究构建了公司核心科技力。其中“酶切法制备寡聚透明质酸盐的方法及所得寡聚透明质酸盐和其应用”技术专利获得第 21 届中国专利金奖。

公司的两大平台微生物发酵技术平台和梯度 3D 交联技术平台, 实现了四大技术 (微生物发酵法生产透明质酸技术、国际上首次使用的可以大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸的微生物酶切法技术、透明质酸高效交联技术、终端灭菌技术), 支持公司持续进行产品的研发和延展。

表 1 公司的两大平台和四大核心技术

两大科技平台	四大核心技术	奖项与认证	专利/许可
微生物发酵技术平台	国际领先的微生物发酵法生产透明质酸技术	国家科技进步二等奖； 国家重点新产品； 国家火炬高技术产业项目； 山东省重点研发计划 国家科技进步二等奖； 山东省科技进步奖； 山东省专利奖； 山东名牌产品； 山东省科技发展计划项目； 21 届中国专利金奖	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了 7 项注册备案资质；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 23 项
	国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸	国家重点新产品； 山东省重大专项； 国产交联透明质酸软组织填充剂首家获得 NMPA 批准； 欧盟三类医疗器械 CE 证书	医疗终端产品在国内取得药械类认证 25 项，国际认证 11 项
梯度 3D 交联技术平台	透明质酸高效交联技术突破 玻璃酸钠注射液国内率先采用终端灭菌技术	山东省技术创新项目； NMPA 把终端灭菌工艺作为同类产品的标准灭菌方式	

资料来源：wind，华西证券研究所

3. 医美赛道具备医药和消费属性，壁垒高、市场广阔

3.1. 医美行业产业链梳理，产品引领行业发展

医疗美容是指运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。

医疗美容根据是否需要手术，分为手术类和非手术类医疗美容，均是由经注册的专业医师及医疗专家进行。手术类医疗美容服务指的是通过手术对胸、鼻、眼皮及其他身体部位进行侵入性的改变，旨在从根本上改变外观。非手术类医疗美容服务又称为微整形，主要包括注射疗法和激光疗法。注射疗法指通过注射肉毒杆菌、透明质酸钠、胶原蛋白、聚左旋乳酸等材料达到消除面部皱纹、凹陷的目的；激光疗法使用激光收紧深层皮肤，去除色素，重塑肌肤表层。

表 2 手术类和非手术类医疗美容

项目	手术	非手术（轻医美）
使用器材	手术刀	注射填充材料、水光、激光等
执行次数	一次	多次
康复时间	根据手术难度，以周数计	根据服务难度，以小时计
面临风险	较高	较低

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

表 3 医疗美容项目主要分类

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

资料来源: 德勤咨询, 华西证券研究所

医疗美容产业链格局: 医疗美容产业链中, 行业上游为医疗美容耗材的生产商和器械设备的制造商, 行业中游为医疗美容机构, 包括公立医院的整形外科、皮肤科和非公立医疗美容机构, 下游为广大终端消费者。

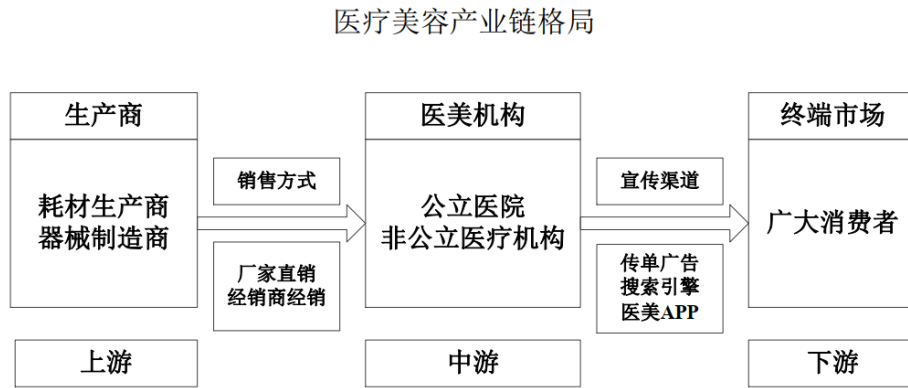
目前医疗美容产业链具备几个特点:

(1) 上游原料生产商/针剂生产商集中度高, 毛利率高: **毛利率 80~95%, 净利率从 25~50%**, 比较典型的公司包括爱美客、华熙生物、昊海生科等;

(2) 中游为医美机构, 医疗美容机构集中度低, 国内有超过 1.2 万家医疗美容整形机构, 大型的机构如美莱、艺星、伊美尔、华韩整形、苏宁环球等, 通常大型医美机构有超过 10 位全职主诊医生; 此外, 国内有超过 8000 多家小微型机构, 一般主诊医生一位再配合 2~3 位助手。**美容机构毛利率在 40~65%, 净利率看每家机构的运营效率, 一般 10%。医美机构的最大成本为营销获客成本, 占比 20~50%不等, 而药械成本约占 10~25%, 医生的医疗服务成本占比 10~25%。(参考我们之前的深度报告《【华西医药】医美系列报告之三医疗美容服务行业深度研究报告: 需求驱动医美服务终端快速扩容, 大型品牌连锁终端有望迎来集中度提升实现无边界扩张》)**

(3) 医美平台: 有线上线下, 线上呈现互联网的头部特性, 如新氧(SY.O)在纳斯达克上市, 市值 15 亿美元, 2019 年收入 11.5 亿元, 扣非归母净利润为 1.77 亿元, **毛利率 82.75%, 净利率 15.35%**。

图 13 医疗美容产业链格局



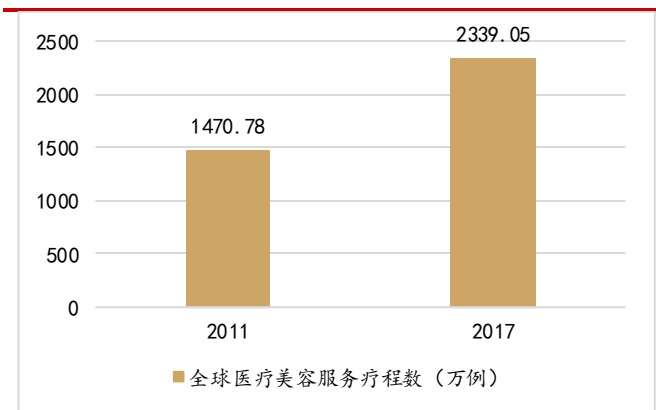
资料来源：爱美客招股书，华西证券研究所

3.1.1. 我国医美行业复合增速 24.2%，经济发展带动，医美产业处于产业发展初期

从世界范围来看，医疗美容行业已处于稳定发展阶段。据国际整形美容医学学会统计，全球医疗美容服务疗程数从 2011 年的 1470.78 万例增长至 2017 年的 2339.05 万例，年均复合增长率为 8.04%。

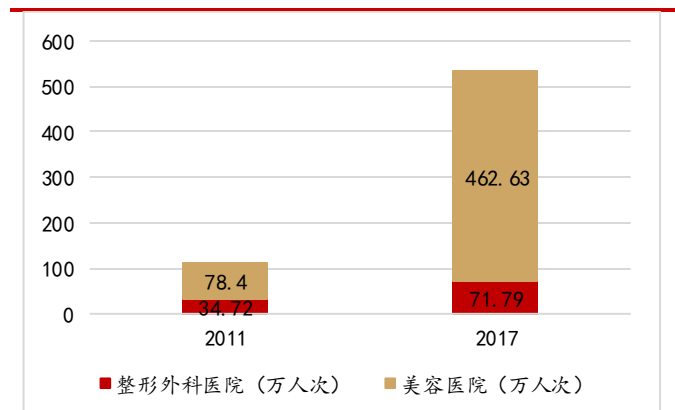
在我国，医疗美容已有近 30 年的行业历史，处于高速发展阶段。从医疗美容机构的规模数量看，2011 年末，我国各类医疗机构中医疗美容科床位数为 5242 张，2017 年末增长至 11470 张，年均复合增长率高达 13.94%。从就诊人数看，2011 年，我国整形外科医院、美容医院的门诊数量分别为 34.72 万人次和 78.40 万人次，共 113.12 万人次，至 2017 年已分别增长至 71.79 万人次和 462.63 万人次，共 534.42 万人次，合计就诊人数年均复合增长率高达 29.54%。并且可以看到，美容医院的诊疗人次增速更快，未来医美的场景主要是美容医院为主导。

图 14 全球医疗美容服务疗程数（万例）



资料来源：爱美客招股书，华西证券研究所

图 15 我国医疗美容就诊人数大幅增长



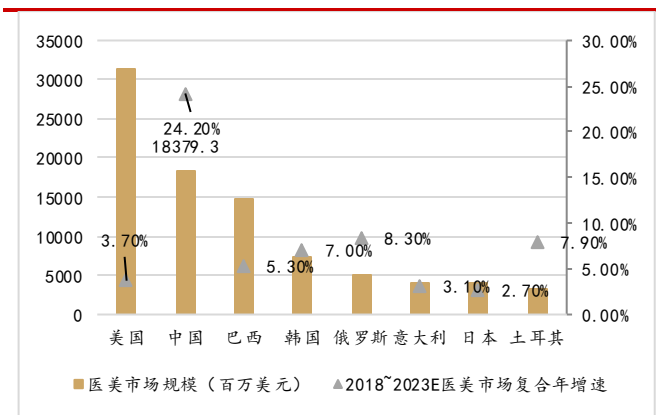
资料来源：爱美客招股书，华西证券研究所

就市场规模而言，我国医美服务市场 2018 年 183.79 亿美元，目前全球排名第二，仅次于美国的 313.76 亿美元，而据国际美容整形外科协会与沙利文预测，中国医美市场增速全球最高，预计 2018~2023 年复合增速达 24.2%，而市场增速美国仅有

3.7%，巴西、韩国、俄罗斯等国家的增速也不慢，有 5.3%、7.0%和 8.3%。医美产业全球范围内景气度高。

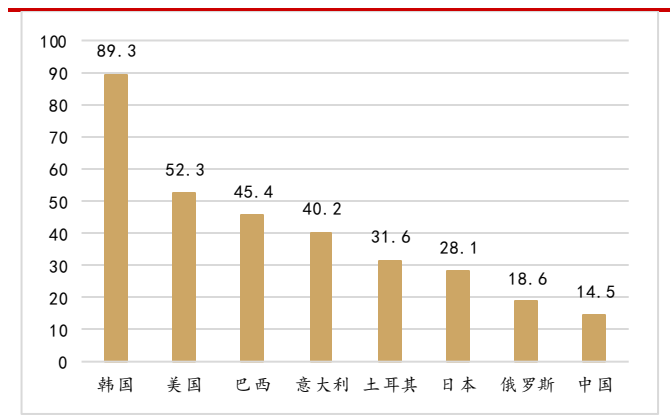
从每千人医美消费的次数计算，我国差距依旧大。韩国最高为 89.3，而美国为 52.3，俄罗斯为 18.6，中国仅有 14.5，相比日本的 28.1 中国还有翻倍的诊疗次数，相比美国有近 4 倍的空间。当然，和当地的经济水平、人均可支配收入、对美好事物的认知等，都有差异，不能够简单来做市场空间测算，但是可以看到国内的消费者在医美消费领域与全球其他国家的差异，从而看到未来发展的趋势。经济的发展、人均可支配收入的增加、购买力和个人医美意识的提升，为中国医疗美容市场的增长提供了强有力的支撑。根据弗若斯特沙利文分析，受监管的中国医疗美容市场规模在 2018 年达到 1217 亿元人民币，并预计在 2023 年达到 3601 亿元人民币，复合增长率为 24.2%。

图 16 部分国家医疗美容服务市场规模（2018）



资料来源：爱美客 2020 年投资者大会，华西证券研究所

图 17 各国医美消费每千人诊疗次数（2018 年，次）

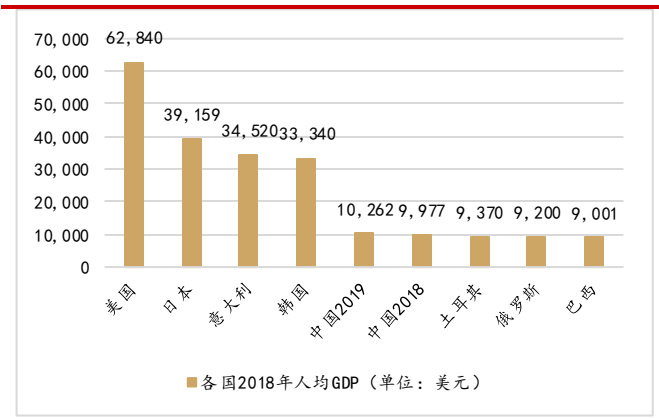


资料来源：爱美客 2020 年投资者大会，华西证券研究所

再看各国人均 GDP 的差异，中国的人均 GDP 在 2019 年 1.03 万美元，而 2018 年韩国为 3.33 万美元、意大利为 3.45 万美元、美国为 6.28 万美元，鉴于存在人均 GDP 的经济时差，随着国内经济的发展，理论上我国医美行业会追赶美国、日本、意大利和韩国等医美大国的水平。

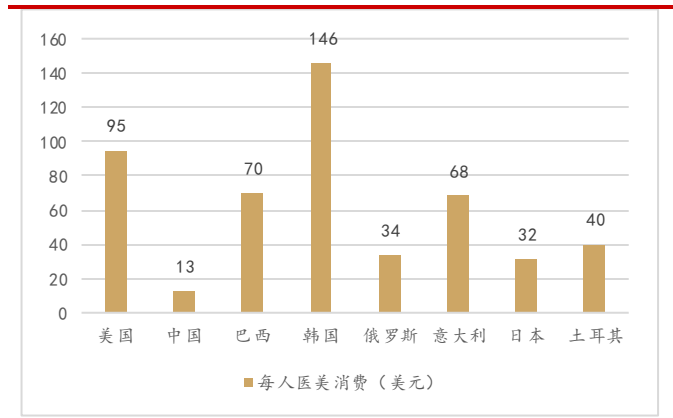
各个国家每人医美的消费中国仅为韩国的 8.9%。**韩国 2018 年人均医美支出 146 美元，美国为 95 美元，巴西为 70 美元，意大利为 68 美元，我国仅有 13 美元**，与俄罗斯、土耳其、日本等都有差距，和韩国、美国、意大利的差距就更大。

图 18 各国 2018 年人均 GDP (单位: 美元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

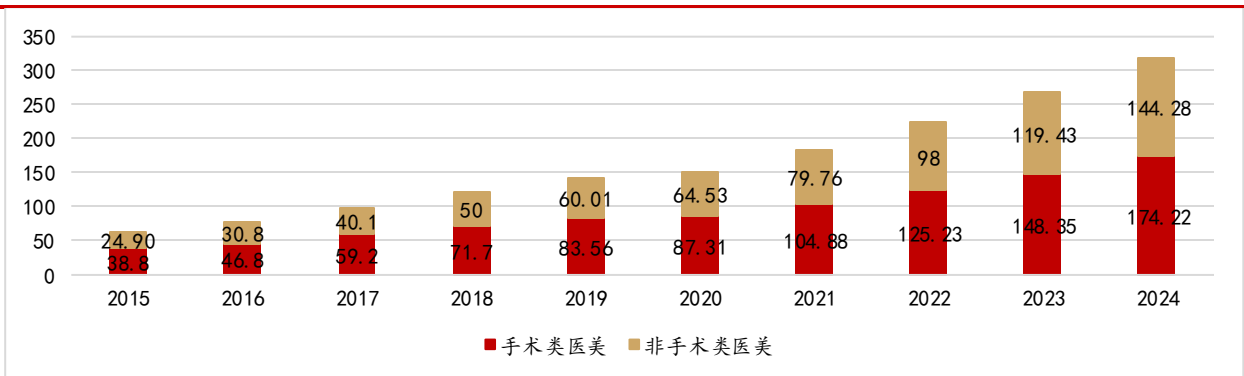
图 19 每人医美消费支出 2018 年(单位: 美元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

中国医美行业合规机构数量从 2015 年的 7000 家增加至 2019 年的 12700 家, 增长超过 80%。**2019 年监管下合规的医疗美容服务市场规模为 1436 亿元, 相比 2015 年的 638 亿元大幅提升, 复合年增长率为 22.50%。非手术类医美服务由于恢复时间较短, 更加安全等优势, 在中国越来越受欢迎, 非手术类市场增速高于同期手术类市场增速。**2019 年, 非手术类医疗美容市场占市场的市场份额为 41.8%; 根据沙利文的研究报告, 2024 年预计非手术类医疗美容市场占市场的份额会超过 45%, 非手术类微创手术细分市场增速更快。此外, 也要留意, 非手术类的微创手术也得益于操作医生更多。

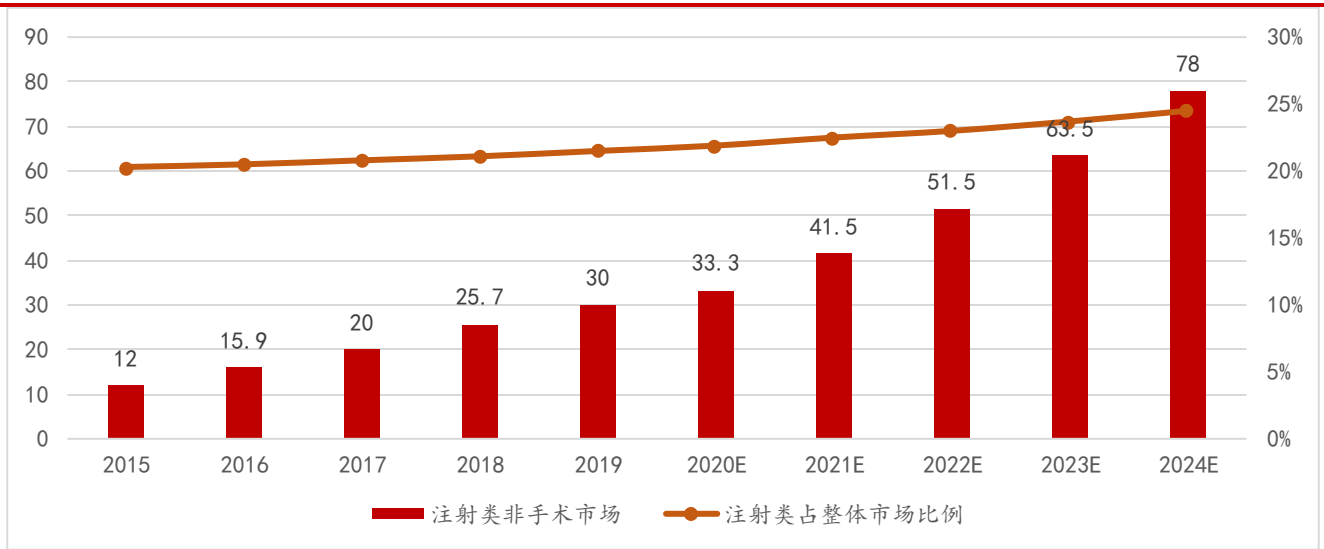
图 20 中国医疗美容服务市场规模 (2015-2024E, 十亿元)



资料来源: 沙利文, 华西证券研究所

中国非手术类微创医疗美容可以进一步分成三类: 注射类, 能量类以及其他类。注射类医疗美容主要是用通过微小切口, 以最小的组织损伤为代价, 替代传统的医疗美容操作方式。**医疗美容注射类产品被 NMPA 批准的主要有四类产品: 透明质酸钠类填充剂 (含复合材料)、胶原蛋白填充剂、肉毒毒素、埋植线四大类。**中国注射类非手术市场 2015~2019 复合增长为 24.40%, 而 2019~2024 预计复合增长 20.40%, 依然保持快速增长。

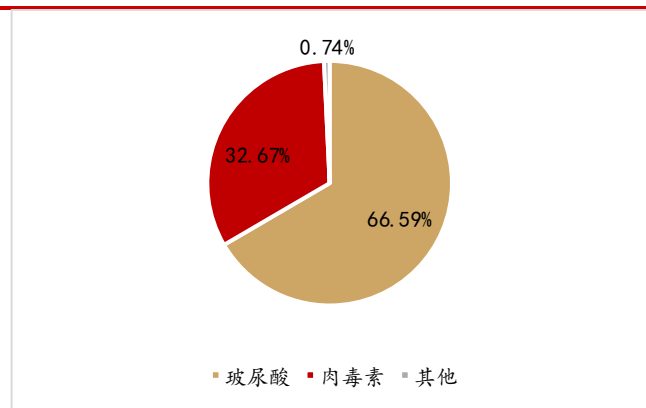
图 21 中国注射类非手术市场规模及占整体医美市场比例 (2015~2024E, 单位: 十亿元)



资料来源: 沙利文, 华西证券研究所

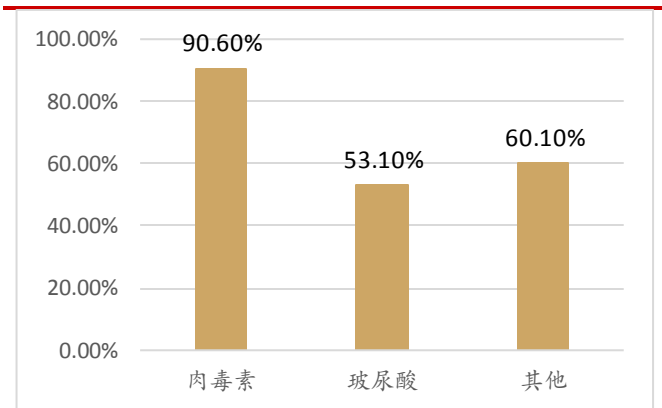
目前, 透明质酸钠和肉毒毒素已经成为最受欢迎的医疗美容项目, 据国际整形美容医学会统计, 2017 年两个项目占全球医疗美容项目数的比例分别为 17.35%和 16.47%。而根据新氧大数据, 我国注射医美市场份额主要是玻尿酸和肉毒素, 占比分别为 66.59%和 32.67%, 并且增速都较快, 分别为 53.10%和 90.60%。

图 22 中国注射医美市场份额分布 2019 年



资料来源: 新氧大数据, 华西证券研究所

图 23 注射类医美项目增速 2019 年

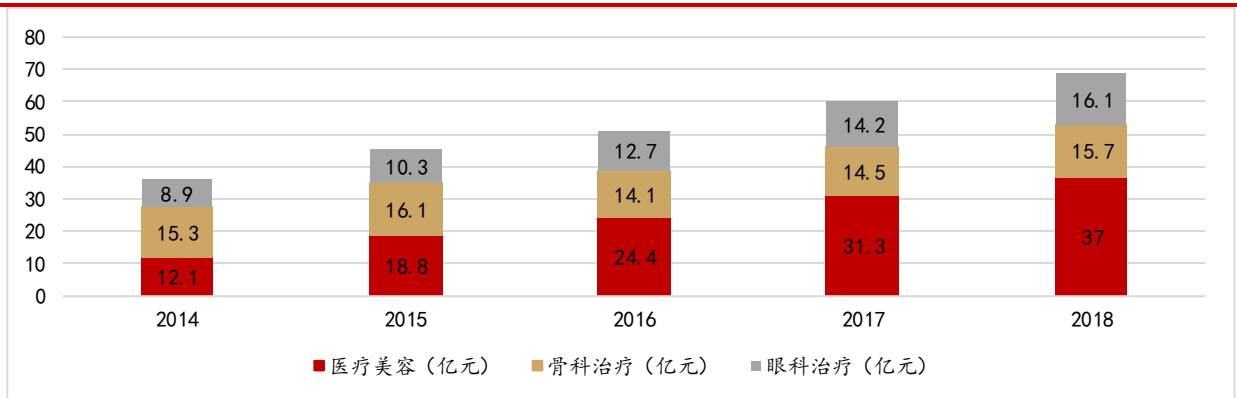


资料来源: 新氧大数据, 华西证券研究所

3.1.2. 医美玻尿酸市场规模 50 亿元, 公司为国内龙头

美国整形美容外科协会统计显示, 用于美容领域的透明质酸钠销售额占总销售的 60%以上, 2017 年全球销售额达到 25.43 亿美元。而中国 54%的医用级透明质酸用于医疗美容, 在骨科和眼科的使用比例为 23%。

图 24 中国医药级透明质酸终端产品市场规模（亿元）

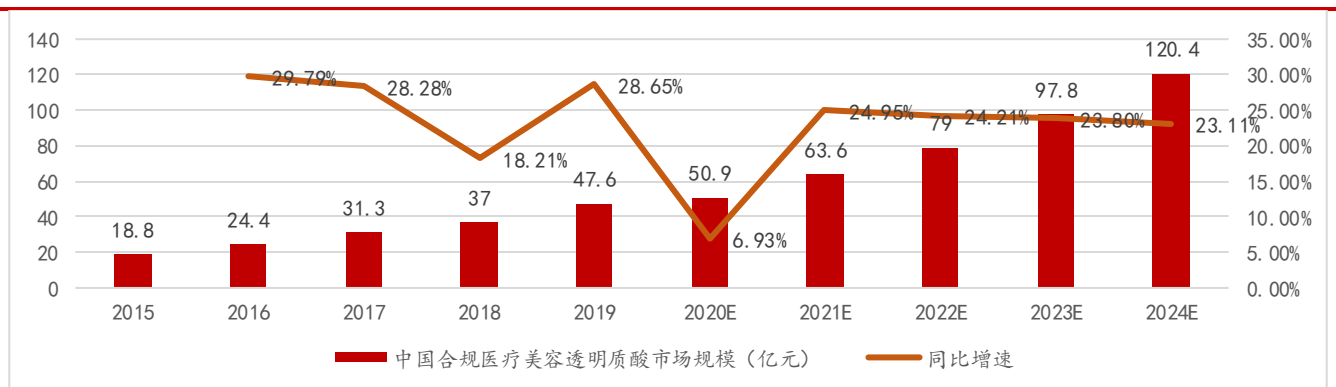


资料来源：沙利文分析，华西证券研究所

在医疗美容用途中，透明质酸可以通过皮下填充剂的形式，人工注射进入真皮褶皱凹陷或希望丰润的部位，更为直接、快速地补充透明质酸，从而达到上述皮肤美容效果，并借由透明质酸的粘弹性和塑型功能，同时实现消除皱纹以及修饰面部的效果。用于医疗美容的透明质酸产品，广泛覆盖于中国各大公立和私立合规医疗机构，2019年中国医疗美容透明质酸产品市场规模达到约50亿元人民币，2015~2019年复合增长率达到26.2%。

随着医疗美容透明质酸填充剂本土产品品类的增多，质量的逐步提高，以及技术的创新，例如与利多卡因药械联用的透明质酸填充剂可在操作过程中起到止痛效果，增加病人的接受程度，本土品牌的市场销售收入有望进一步提高。中国医疗美容透明质酸产品整体市场规模将进一步扩大，预计在2024年达到120.4亿元。

图 25 中国医疗美容透明质酸市场规模（亿元）

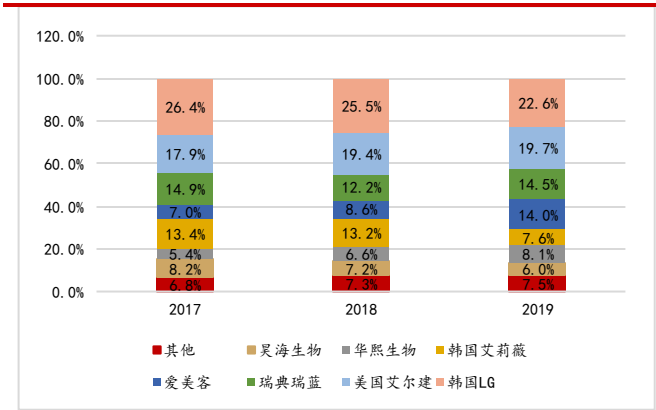


资料来源：沙利文分析，华西证券研究所

国内透明质酸品牌集中，top5销量市占率约85%，“品质+品牌”带来的持续消费。国内透明质酸注射填充剂的格局，按照销售金额看，华熙生物的占比持续提升，从2017年占比仅有5.4%到2019年占比8.1%，市占率稳健提高；而从销量的市占率来看，2019年华熙生物占比16.1%市场占有率第三，仅仅次于爱美客和韩国LG。从销售金额和销售量的市占率差异，国内和进口的透明质酸在出厂价格还有较大的区间，国内的三家（爱美客、华熙、昊海）的出厂价格差异不大，而瑞典瑞蓝的价格为国产

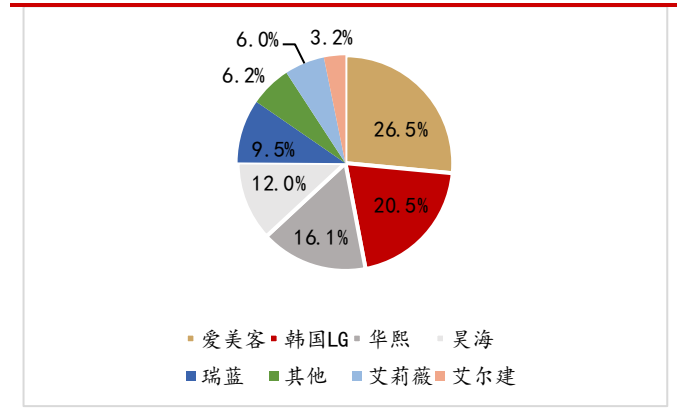
三家的约 3 倍，韩国 LG 和韩国艾莉薇的约是国产品牌的 2 倍多，美国艾尔建的价格最高为国产公司的 10 倍多。全球最顶尖的玻尿酸品牌美国艾尔建的乔雅登系列产品更具有定价权，产品更高端，显示出了消费类产品的品牌定价属性。

图 26 透明质酸注射填充剂竞争格局（销售金额）



资料来源：沙利文，华西证券研究所

图 27 2019 年透明质酸注射填充剂市场格局（销量）



资料来源：沙利文，华西证券研究所

表 4 市面上的透明质酸钠填充剂一览

公司	国家/地区	上市时间	品牌	细分规格	维持时间	成分及定位	终端价（元/每支）
爱美客	中国	2009\2016	逸美\逸美一加一	无	1-2 年	非交联 HA 和羟丙基甲基纤维素的复合产品	2000~4000/元/ml; 3800-6800 元/ml
		2012	宝尼达	无	5-10 年	透明质酸、微球等	6400~11000/元/0.5ml
		2015	爱芙莱	中 / 小分子	6 个月左右	修饰透明质酸钠; 盐酸利多卡因	1000~3000/元/ml
		2016	嗨体	无	6-12 个月	透明质酸、氨基酸、肌肽、维生素	7000~9800/元/2.5ml
		2019	爱美飞	无	8-10 个月	交联透明质酸	
华熙生物	中国	2012	润百颜白紫	中分子	6 个月左右	注射用修饰透明质酸凝胶	500~1000/元/ml
		2012	润百颜黑金	大分子	6-12 个月	高纯度透明质酸	480~2800/元/ml
		2018	润致	大分子	8-12 个月	双相玻尿酸	2500~4000/元/ml
		2019	TWINHA 水光	无	1-3 个月	微分子透明质酸	980~1980/元/次
昊海生科	中国	2013	海薇	无	6-12 个月	注射用透明质酸钠	300~1500/元/ml
		2017	娇兰	小分子	3-6 个月	双相小分子玻尿酸	3000~4000/元/ml
蒙博润	中国	2014	舒颜	中分子	6-12 个月	双相玻尿酸	500~2000/元/ml
		2019	觉醒	无	3 个月左右		3800~3800/元/次
科妍生物	中国台湾	2014	法思丽	大分子	12-18 个月	注射用修饰透明质酸钠凝胶	1800~7800/元/ml
杭州协合医疗	中国	2015	欣菲聆	中分子	6 个月左右	双相玻尿酸	880~2800/元/ml
		2019	塑欣	无	6-12 个月		
和康生物	中国台湾	2017	贝丽姿	中分子	6-9 个月	双相颗粒型玻尿酸	3000~6000/元/2ml
		2016	芙媾登	中分子	8-12 个月	双相玻尿酸	980~3880/元/ml
凯乐普生物	中国	2017	玻菲	无	6-12 个月	双相玻尿酸	4000~7000/元/ml

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

		2019	菲羽	无	6-12个月		2000~4000/元/次
常州药物研究所	中国	2018	碧萃诗	中分子	6-9个月	交联透明质酸	600~1500元/ml
浙江梓正医药	中国	2019	馨妍	无	6-12个月		4800~6800/元/ml
华熙福瑞达生物	中国	2012	奥昵	中分子	6个月左右	双相玻尿酸	500~1000/元/ml
苏州蔓尔生物	中国	—	思黛莉	中分子	4个月左右		800~1500/元/2ml
Q-Med AB	瑞典	2008	瑞蓝 II	中分子	8-12个月	经交联的透明质酸钠	1000~4800/元/ml
LG Life	韩国	2013	伊婉 classics	中分子	6-9个月	双相玻尿酸	2000~2800/元/ml
		2014	伊婉 volumns	大分子	8-12个月	双相玻尿酸	1800~3800/元/ml
		2015	伊婉 classic plus	中分子	6-9个月	双相玻尿酸/含麻	2000~5000/元/ml
		2016	伊婉 volumn plus	大分子	8-12个月	双相玻尿酸/含麻	3000~6000/元/ml
Humedix	韩国	2015	艾莉薇	中分子	1年左右	高纯度透明质酸	3500~6800/元/ml
Allergan	美国	2015	乔雅登	中分子	1年左右	注射用交联玻尿酸纳凝胶	4000~13800/元/0.8ml
CROMA	奥地利	2017	Princess Volume	大分子	9个月左右		6800~9800/元/ml
大熊制药	韩国	2019	婕尔	中分子	6-12个月	单相凝胶包裹着双相颗粒	7800~7800/元/次
菲洛嘉	法国	2019	Art Filler	无	18个月左右	经交联透明质酸	
吉诺斯	韩国	2020	蒙娜丽莎	大分子	8-12个月	双相玻尿酸	2000~3000/元/ml
法国维法西公司	法国	未获得认证	丝丽 Stylage S	无	8-12个月	交联透明质酸、甘露醇	1500~3000/元
瑞士泰奥赛恩	瑞士	未获得认证	泰奥水光	无	1-3个月	非交联的透明质酸、氨基酸	2000~6000/元/ml
Laboratoires Surface-Paris	法国	未获得认证	修菲氏	无	6-12个月	高度交联透明质酸	

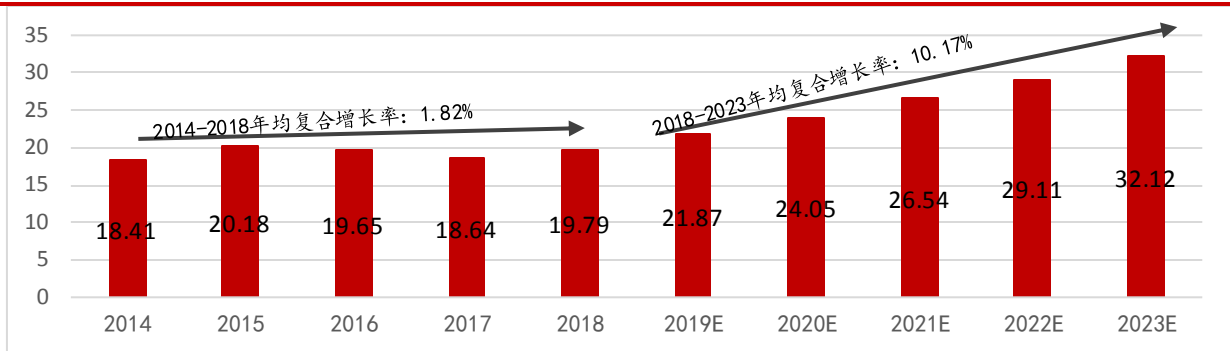
资料来源：新氧，华西证券研究所

此外，公司的透明质酸钠也获得 NMPA 审批用于骨科和眼科，透明质酸在骨科和眼科市场规模约 40 亿元，保持双位数增长，公司有望凭借着品质和价格优势，稳健获得市场份额。

骨科关节腔粘弹补充剂市场规模近 20 亿元，预计保持稳健两位数增长。

我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模由 2014 年市场规模 18.41 亿元增长至 2018 年的 19.79 亿元，年均复合增长率为 1.82%。随着人口老龄化及治疗意识的提高，以及骨科关节腔粘弹补充剂治疗的技术水平和质量的提高得到医生和患者的认可，预计我国骨科关节腔注射用凝胶的需求数量将持续增长，骨科关节腔注射用凝胶总体市场规模也将不断增加。南方医药经济研究所、标点医药预计，**2023 年骨科关节腔粘弹补充剂市场规模可达 32.12 亿元左右，2018 年至 2023 年均复合增长率达 10.17%**。公司作为国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，随着市场规模的扩大，公司骨科产品的销量和收入将进一步提升。

图 28 我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模（亿元）

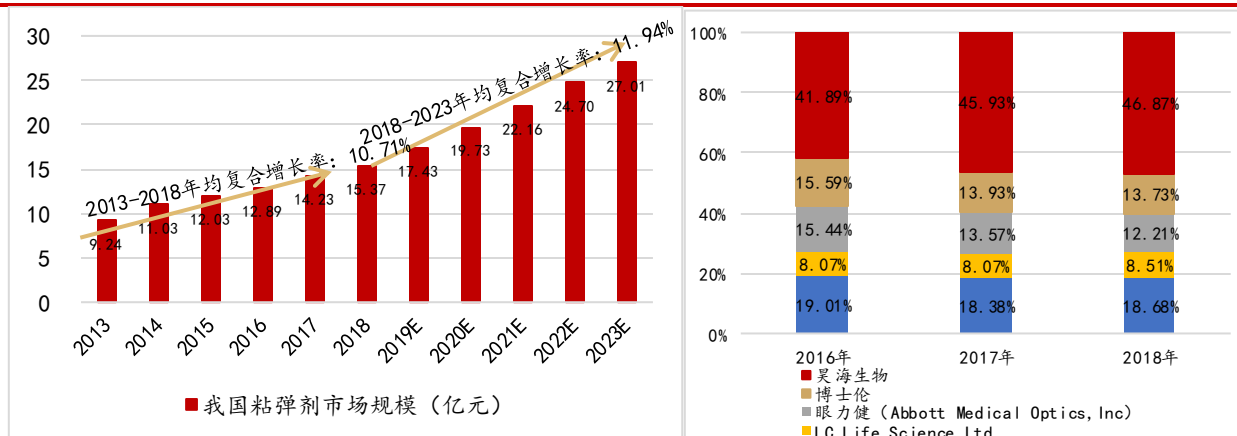


资料来源：南方医药经济研究所、标点医药，华西证券研究所

眼科粘弹剂（眼科透明质酸）市场相对成熟，市场规模 15 亿元，预计保持稳健两位数增长。我国粘弹剂市场规模已由 2014 年的 11.03 亿元增长至 2018 年的 15.37 亿元，2014~2018 年年均复合增长率为 8.65%；预计 2023 年我国眼科粘弹剂市场规模将达到 27.01 亿元，2018 年至 2023 年年均复合增长率达 11.94%。

白内障治疗等眼科疾病的刚性需求将带给粘弹剂广阔的成长空间。白内障是一种中老年人群中的常见病、多发病，也是全球致盲率最高的眼科疾病。据中华医学会眼科分会统计，中国 60~89 岁人群白内障发病率为 80%，90 岁以上人群发病率达到 90%以上。随着我国老龄化程度不断加深，白内障治疗等眼科疾病的治疗需求将稳步增长。此外，随着民众眼科健康意识、就医观念和支付能力逐步增强，同时公共和民营医疗资源持续投入，粘弹剂产品的需求还将得到进一步提升，粘弹剂市场规模也将保持稳健的增长态势。公司竞争格局吴海生科、博士伦和眼力健市占率前三。吴海生科 2018 年眼科粘弹剂产品的市场份额为 46.87%，市场份额第二的博士伦（13.73%）和第三的眼力健（12.21%）。

图 29 我国粘弹剂市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

3.2. 润致玻尿酸填充剂+润致娃娃针两大重磅品种 2021 年有望开始快速放量，拥有脸部唯一获得三类医疗器械证的水光针

2012年，公司从透明质酸原料向下游延伸，推出“润百颜”，由此切入医美终端市场，并陆续推出润百颜医美板块升级品牌“润致”，润致的玻尿酸主要在于塑型。

公司推出 HA 终端产品润百颜，业务向产业链下游扩展，是公司业务战略很重要的一步，目前公司在 HA 应用医疗终端推出了除了在医美知名的品牌“润百颜”和“润致”外，还包括骨科和眼科的透明质酸产品。2015年医疗终端的产品销售额占比为37%，公司摆脱了依赖玻尿酸原料业务的局面。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 NMPA 认证；2019年，公司推出国内首款自主研发的单相含麻透明质酸软组织填充剂，公司不断丰富其他透明质酸填充剂产品线。2020年，公司润致品牌产品持续获 NMPA 审批，将会持续补充供公司在填充类型玻尿酸的品类和应用范围，并且，润致水光系列娃娃针将会是公司医美板块的新增长点。

表 5 公司医美级 HA 一览

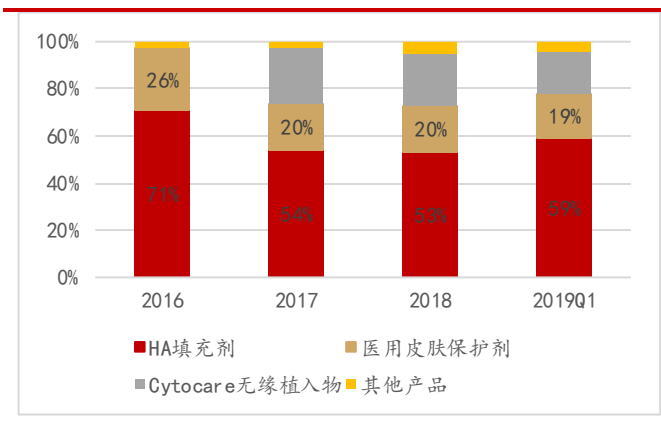
公司	国家/地区	上市时间	品牌	细分规格	维持时间	成分及定位	终端价（元/每支）
华熙生物	中国	2012	润百颜白紫	中分子	6个月左右	注射用修饰透明质酸钠凝胶	500~1000元/ml
		2012	润百颜黑金	大分子	6~12个月	高纯度透明质酸	480~2800元/ml
		2018	润致	大分子	8~12个月	双相 HA, 利多卡因	2500~4000元/ml
		2019	TWINHA 水光	无	1~3个月	微分子透明质酸	980~1980元/次
		2019	润致	大分子		单相, 利多卡因	2500~4000元/ml
		2020	润致			微交联玻尿酸	2600~3980元/ml
		2020	润致	大分子	6~12个月	HA, 利多卡因	
		2020	润致	大分子	6~12个月	HA, 利多卡因	

资料来源：新氧，米内网，华西证券研究所

公司皮肤类产品（医美业务）2018年销售2.5亿，2019年销售约3.7亿元，增速近50%，主要是2018年公司持续推出的新产品持续放量以及公司品牌力带来的优势。目前公司的两个品类，“润百颜”（白紫/黑金）定位低端市场，“润致”定位中高端。润百颜白紫采用中分子 HA，终端定价500~1000元/ml；润百颜黑金采用高分子 HA，终端定价480~2800元/ml。“润致”2016年获批，2018年逐渐推向市场，润致定位中高端，同时添加了利多卡因，注射更加舒适，终端定价2500~4000元/ml，产品形成了合理的梯队。

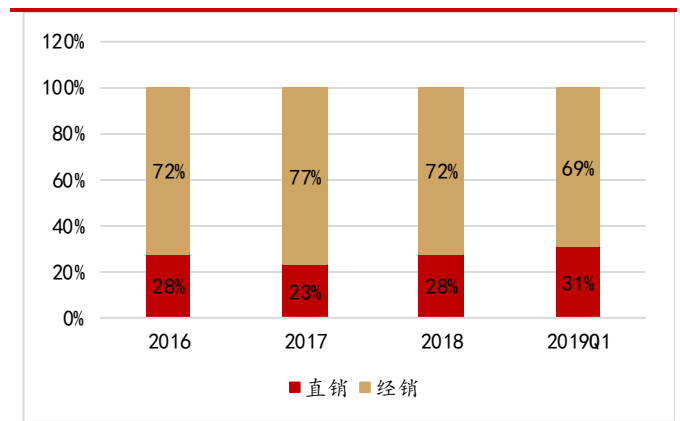
公司玻尿酸产品，以润百颜为入门级，牢牢占据流量入口，润致作为升级产品，以其精准的卡位、合适的价格、持续缓释的利多卡因（不疼）和安全性，持续推向市场。在推广早期，润百颜和润致是两个独立的医美品牌，由两个团队单独负责，后逐渐把两个团队合并，目前负责医美的团队成员，多数来自外企品牌，对如何推广中高端产品有足够的认知，历经2018年的磨合、2019年的宣传，2020年由于疫情无法常规做市场推广，但是润致医美品牌作为填充型玻尿酸的中高端逐渐得到市场认可。

图 30 公司医疗终端皮肤类产品营业收入分布



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 31 公司皮肤类产品销售模式占比



资料来源: wind, 华西证券研究所

实际上, 润百颜医美产品作为玻尿酸入门级流量产品的定位不会变化, 而未来公司的医美产品主要放在润致品牌旗下。

目前, 润致品牌玻尿酸有三类产品: 双相塑型玻尿酸(中高端, 价位 1000~5000 元以下品类)、单相填充玻尿酸(高端填充, 无颗粒感, 代谢慢效果维持时间长)、润致娃娃针水光系列(国内面部额部唯一三类医疗器械注册证)。润致的双向和单相玻尿酸有差异: 蓝色包装双相, 塑型玻尿酸, 500um 中大粒径; 红色包装是单相填充, 非常柔软, 没有任何颗粒感, 适合在非常薄的浅表部位, 比如唇部等填充, 完全无颗粒感, 但是, 单纯填充的市场, 没有塑型大。

图 32 润致品牌下的三个产品品类



资料来源: 润致官网, 华西证券研究所

润致品牌的定位和价位, 需要靠教育, 用学术推动。润百颜上市已经很多年, 是一个流量产品, 实际上公司过去 1 年整合两支独立的医美团队, 组建为医美事业部。公司产品定位清晰, 润百颜已经上市 8 年了, 有一个自然增长, 润致 2018 年下半年上市(产品推向市场), 经过 2 年的整合和过渡期, 润致双相产品得到市场认可。

润致系列全部都含麻, 保证足够的舒适度。

润致双相塑型玻尿酸, 是一个双相产品, 粒径是 500um 左右, 这个粒径塑型刚刚好, 有塑型又不会粒径过大导致过硬, 舒适自然填充。润致含有利多卡因缓释技术, 这是公司独立研发的独家技术, 可以持续 4~5 个小时缓慢释放, 润致在注射的过程中, 利多卡因会瞬间释放一部分, 注射过程中不疼, 注射后塑型过程中, 持续的不疼。而这个技术为公司独家技术。

而华熙医美目前大部分的玻尿酸填充产品放在润百颜品牌下面，润致单相（填充）的成本并不低，定价较高，如果大家选便宜的，更多会选双相小颗粒的爱芙莱或者润百颜，双相小颗粒的填充剂，维持时间会短一些，而且摸起来会有颗粒感，单相产品完全无颗粒感，产品相对柔软，有品质的客人，想打好的，没有颗粒感的，只需要填充，就选单相填充。

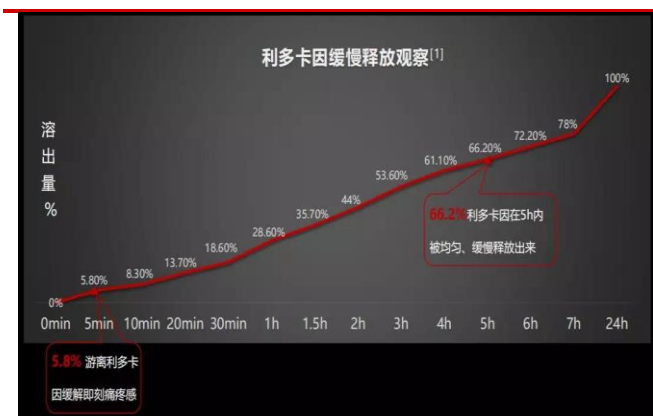
润致蓝色双相填充玻尿酸实际上是个明星品类。华熙生物经过 200~300 次实验，调制出来的产品，安全度高。所有的玻尿酸都有不良反应，只是不良反应率高低的问题。润致双相玻尿酸产品是在华熙做了多年玻尿酸产品之后，通过反复的工艺改善，不良反应率红肿发生越低，复购率越高。润致双相产品安全度高，主要在于：（1）全中国所有玻尿酸都通过 BDDE 交联剂进行交联的，游离的交联剂会产生红肿，华熙生物能够在成品前，通过工艺把游离的交联剂洗脱，润致的游离交联剂占比远低于瑞蓝和乔雅登；（2）注射后有 4~5 小时的缓释，消费者舒适度强，粒径适中，有很好的塑型，经过 2 年上市，复购率高。

过去润致双相产品放量慢本身是产品遇到行业的降价问题，产品顶住压力不降价，而医美机构在这样背景下，不愿意尝试新的产品。2018~2019 年，很多产品都在上市，如韩国等外资品牌，行业面临降价，鉴于润致双相玻尿酸的疗效，公司基本没有降低润致双相的价格，顶住了压力。而 2019 年 2020 年来，行业开始关注疗效和复购率，2020 年疫情影响常规推广，直到 2020 年下半年医美业务逐渐恢复。

此外，和其他品牌玻尿酸比较，华熙润致的玻尿酸修饰度更低，交联更加高效。华熙采用的交联修饰度表述结合交联剂与聚合物单体单元之间的化学计量关系，如修饰度为 1，即仅用 1 个交联剂分子将 100 个玻尿酸分子交联起来，且获得长效稳定的结构。

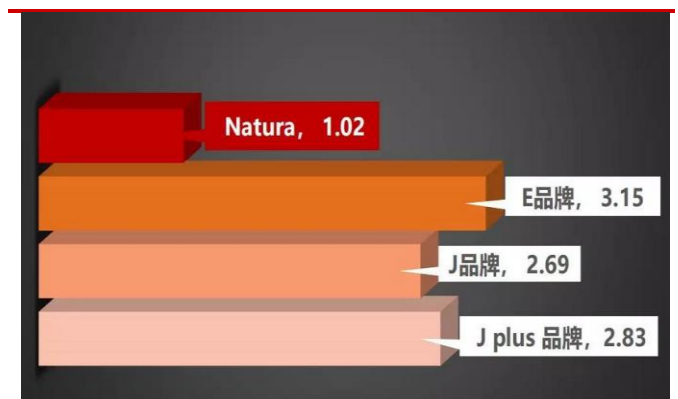
润致填充玻尿酸实际上在性能上，更能满足临床的需求，在玻尿酸分为国产 1000 元以下，1000~5000 元中高端，以及 5000 元以上高端的三个割裂市场而言，润致已经在 2018 年玻尿酸大幅降价的降价潮中稳定住价格，性能得到认可。在团队稳定情况下，我们预计润致玻尿酸在原来 2019~2020 年大约 5000 多万的销量情况下，有望很快保持增量，我们预计产品销量有望 2021 年达 1 亿元。

图 33 润致利多卡因缓慢释放观察



资料来源：华熙生物研发实验中心，华西证券研究所

图 34 润致 Natural 和其他品牌修饰度比较



资料来源：华熙生物研发实验中心，华西证券研究所

公司具备脸部真皮层到中层注射的唯一三类医疗器械证，市场共三张可用于面部水光的三类医疗器械证，分别为爱美客嗨体、高德美瑞蓝唯瑛和华熙生物润致娃娃针。

- 华熙生物 2020 年 3 月获批润致玻尿酸（市场名称“润致娃娃针”，水光系列产品），产品使用范围为：该产品用于**面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹**。
- 爱美客的注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）的应用范围为：该产品用于皮内真皮层注射填充，以纠正**颈部**中重度皱纹。
- 而市场还有另外一张三类注册证为高德美瑞蓝唯提，唯提的注册证范围主要在**手部**，注册时间为 2020 年 3 月，该产品适用于 18 岁以上**手背部**需要增加组织容量的人群，用于手背部真皮层，最佳为真皮深层的注射，以改善手部皮肤外观。

表 6 国内仅有的三张水光类三类医疗器械注册证

公司	获批时间	品牌名称	产品名称	产品成分	产品适用范围	三类器械	注册部位
华熙生物	2020 年 3 月	润致娃娃针	注射用修饰透明质酸钠凝胶	微交联玻尿酸、利多卡因	面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹。	是	面部、额部
高德美	2020 年 2 月	瑞蓝唯提	注射用交联透明质酸钠凝胶	微交联玻尿酸	18 岁以上手背部需要增加组织容量的人群·用于手背部真皮层·最佳为真皮深层的注射·以改善手部皮肤外观。	是	手部
爱美客	2016 年 12 月	嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素 B2	用于皮内真皮层注射填充·以纠正颈部中重度皱纹。	是	颈部

资料来源：米内网，华西证券研究所

水光注射作用有：可以有效改善脸部、颈部、手部的皱纹；收缩毛孔，增加弹力，紧致皮肤；刺激较小有效改善鱼尾纹、法令纹等敏感部位；充分补充水分，使皮肤水润柔嫩、有光泽。目前市场水光产品众多，实际上仅仅有三家公司是符合水光的三类医疗器械要求，爱美客、高德美和华熙生物，市场其他的水光类产品实际上都处于违规使用的状态。市场目前不合规（完全无证）的水光大约占市场的 50%，而市场上每年水光的数量约为 400 万支，呈现了竞争激烈（均为非三类证甚至无证的竞争）、价格低廉（100 元出货价数百元终端价并且买送赠等政策）等特点，医美市场逐渐合规化情况下，非三类证会陆续被清洗出市场。

润致娃娃针是一款具有 HEC 高效交联技术的产品，交联度为 0.6，理论上其降解所需时间较非交联玻尿酸水光更长，可以促进胶原纤维的生成，并通过网格化锁水及修复皮肤张力的作用，让肌肤实现“补水+紧致+平纹”三效合一。所以，润致娃娃针，除了在脸部额部的明显部位优势之外，还有微交联释剂保持时间更长以及含有 0.3% 的利多卡因可以解决水光治疗过程的疼痛问题（其在注射后立刻释放 16%利多卡因，随即缓慢释放长达 24 小时，能够有效缓解术中及术后的疼痛感，同时也降低了求美者的内心恐惧感）。

娃娃针切合了求美者的追求，切入中胚层治疗领域，与丝丽等产品形成搭配。近年来中胚层疗法增长很快，相关产品包括嗨体、菲洛嘉、法国丝丽。水光的手法是中胚层疗法，整个行业面临合规器械证缺失的问题，目前代表的包括嗨体为主的

三类医疗器械证为合规，而菲洛嘉等无证甚至仅有一二类证的为不合规使用。消费趋势上，部分希望变美的消费者接受不了塑型，而中胚层主要是肤质改善，消费者都能够接受，市场增长快。

总结润致娃娃针的优势主要是：(1) 三类水光：脸部额部三类医疗器械唯一注册证；(2) 网格化锁水&修护皮肤张力：微交联颗粒促进胶原纤维生成；补水紧致，提升皮肤弹性和紧致度，1~2 针效果维持一年；(3) 传承润致系利多卡因缓释技术：0.3%利多卡因缓慢释放，舒适填充浅表层；有效抑制炎性因子表达，减缓治疗反应，恢复更快。

公司通过测试润致娃娃针，专业皮肤测试仪器观察受试者数据显示，第一次治疗后 14 天，面部毛孔明显改善，肤色提亮，皮肤更紧致。

图 35 润致娃娃针宣传册



资料来源：润致官网，华西证券研究所

图 37 润致娃娃产品组合用途



资料来源：润致官网，华西证券研究所

图 36 润致娃娃针：新一代水光治疗方案



资料来源：华熙生物研发实验中心，华西证券研究所

图 38 润致娃娃针：针对熬夜脸的文案宣传

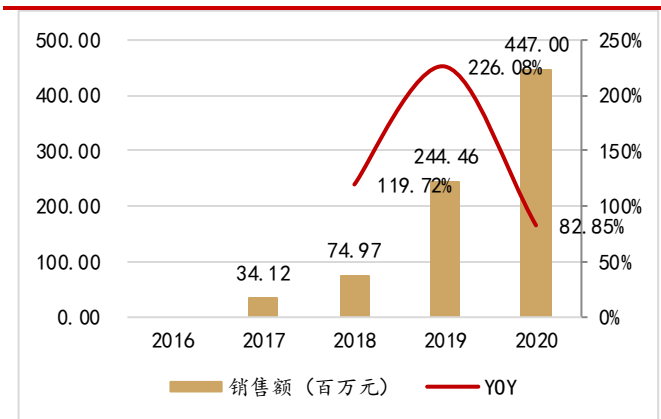


资料来源：润致官网，华西证券研究所

故，我们可以理解，嗨体在颈纹部位的销售数据和在颈部保养的地位，一定程度可以作为润致娃娃针在脸部额部销售的参考，但是如今的医美市场和对事物的接受程度比 2017 年和 2018 年更快，所以推广上量曲线比嗨体会更陡峭。爱美客嗨体 2016 年推出，2017 年销售额 3400 万元，到 2019 年 2.4 亿元，2020 年上半年疫情下增长 57%，而润致娃娃针 2020 年年中开始陆续在各地上市进行推广，已经经过了近半年的培训和市场导入期，考虑到脸部额部市场比颈纹更大、华熙以分销为主铺货触及医疗终端能力更强，我们保守预计 2021 年销量为 1~1.5 亿元，我们取 1.5 亿元来预计，2025 年保守预计销售额超过 10 亿元。润致娃娃针之于华熙医美板块与嗨体之于爱美客，均具备重要战略意义。

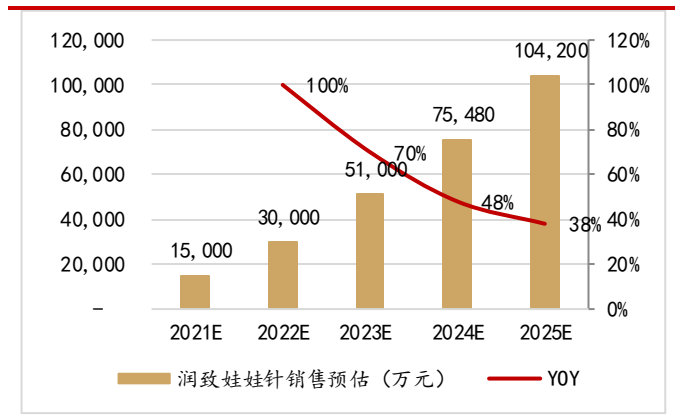
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 39 爱美客嗨体销售额



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 40 润致娃娃针销售额预估



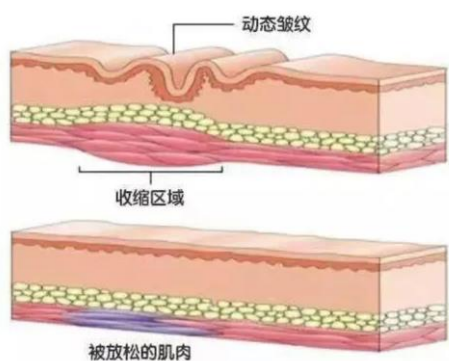
资料来源: wind, 华西证券研究所

2021年5月,公司在杭州发布医美新产品“御龄双子针”,分别是“逆龄熨纹针”和“妙龄元气针”,一针熨无纹,一针满元气。

熨纹针主要是抚平面部已产生的静态纹,典型的如法令纹、眼纹等等。皮肤出现动态纹,是皮肤老化的征兆,不及时采取措施会演化成静态纹。注射除皱针(肉毒),是通过麻痹神经和松弛肌肉,使肌肉暂时停止收缩,以此控制动态纹,并预防静态纹的产生。静态纹一般因为皮下胶原蛋白跟水分流失导致肌肤失去弹性和张力进而形成的皱纹,是真皮层的结构发生变化。

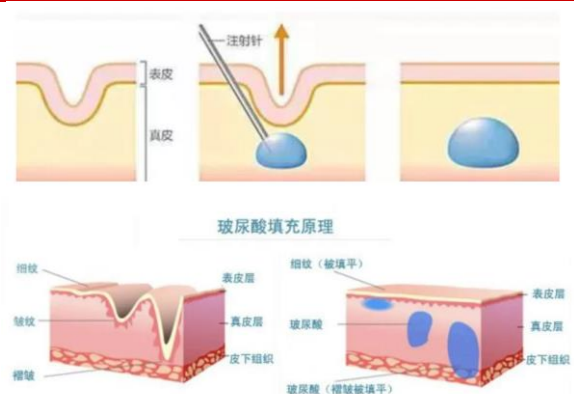
“熨纹针”是国内首款专门治疗静态纹的除皱产品,主要用于面部真皮组织浅层到中层注射以纠正静态皱纹,含有微交联透明质酸,刺激成纤维细胞活性,刺激促进I型胶原蛋白生成,增加真皮基质容量,微填充真皮层凹陷,平衡补水,缓解皮肤干燥,保持水润。适合包括法令纹、木偶纹、颈纹、嘴角纹、泪沟、颧颊沟及鼻唇沟等部位。熨纹针具备高效祛纹效果,单次使用祛纹效果能够持续3~6个月,且是通过国家NMPA认证的三类医疗器械产品。

图 41 动态皱纹产生



资料来源: 丽都医美, 华西证券研究所

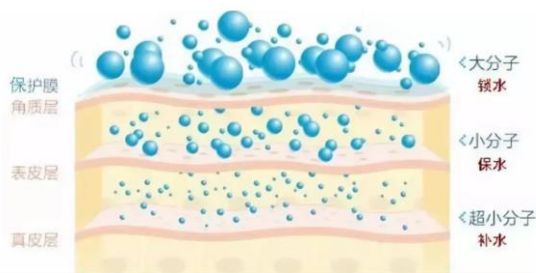
图 42 静态纹需补充流失的真皮结构



资料来源: 丽都医美, 华西证券研究所

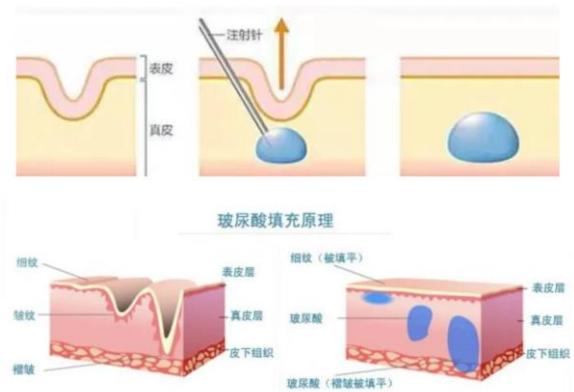
元气针，则针对面部年轻化综合设计“四元超复”强效超水光。它拥有超高浓度的透明质酸钠，内含大、中、小、微分子玻尿酸，独创蜂巢构造，精巧稳固，保湿维稳效果更优越，能够快速补水，立体提升肌肤状态。大分子玻尿酸能够起到填充定型的作用，可以用于隆胸、丰臀、隆鼻、隆下巴等塑型手术中，填充部位是深层组织。大分子玻尿酸还可以用来除皱，针对一些比较深的皱纹，如法令纹，维持的时间相对久一些。中分子注射部位可以是泪沟、唇部等长皱纹的地方。和大分子玻尿酸一样，中分子玻尿酸注射的部位也是深层组织，不能填充皮肤表层。小分子玻尿酸是像水一样的玻尿酸分子，主要用于全脸的真皮层注射，能补充真皮层缺失的水分，以及修复受损肌肤，起到保湿嫩肤的作用，弥补大分子和中分子玻尿酸的不足。元气针是一类医疗器械证书，还能搭配项目涂抹使用，来提升面部元气。

图 43 元气针是“四元超复”强效超水光



资料来源：丽都医美，华西证券研究所

图 44 静态纹需补充流失的真皮结构



资料来源：丽都医美，华西证券研究所

公司的御龄双子针以“解决静态额部皱纹”为核心定位，以“肉毒伴侣”为宣称可以快速提升消费者的认知。对操作医生的要求不高，产品定位精准，未来御龄双子针将会是公司医美赛道保持高速增长很重要的品类。

此外，公司在公立医院终端机构的产品上的延伸。公司骨科和眼科类玻尿酸产品粘弹剂 2018 年销售约 6500 万元，目前覆盖了超过 1400 家医疗机构，随着招标的持续推进以及代理商的空间更高（因为公司成本低，出厂价比同行低 25%），未来骨科和眼科粘弹剂有望在医疗机构保持持续的增长，为公司在医疗终端带来增长，并且，公司玻尿酸在公立医院手术场景使用，更加印证了公司在玻尿酸品质的把控。

表 7 公司骨科 HA 累计中标省份和覆盖医院

	2016	2017	2018	2019
累计中标省份 (个)	8	16	20	23
覆盖医院 (家)	320	660	1295	1400+

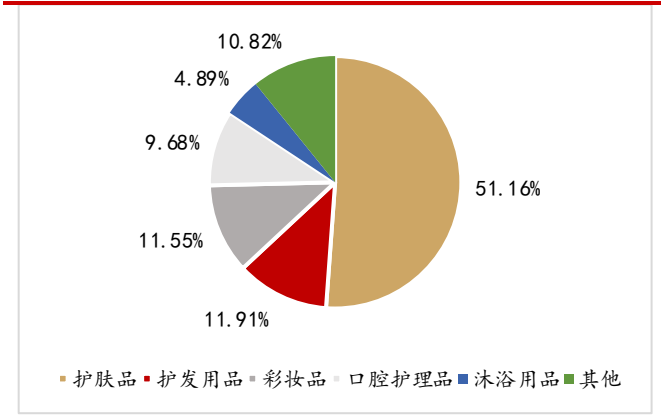
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

4. 功能性护肤品，更贴近消费者，具备爆发力

4.1. 皮肤级护肤品大赛道，市场规模 136 亿元，增速 23%

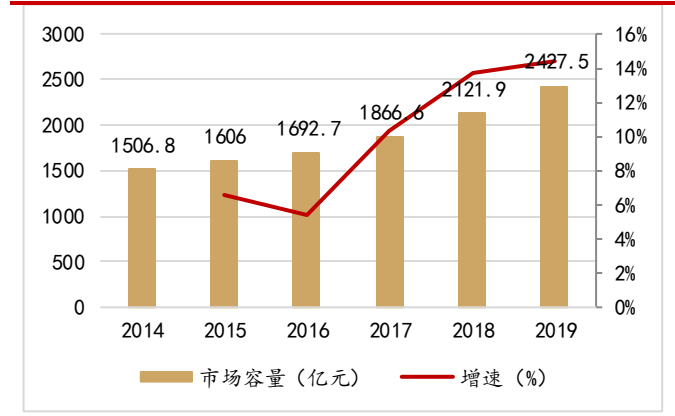
根据 Euromonitor 的统计数据显示，2019 年度，我国护肤品市场容量为 2,444.15 亿元，占化妆品整体市场 51.16% 的份额。2014~2019 年中国护肤品市场的年均复合增长率达到 10.1%，增速略高于化妆品行业的整体增速。

图 45 2019 年我国化妆品市场构成



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

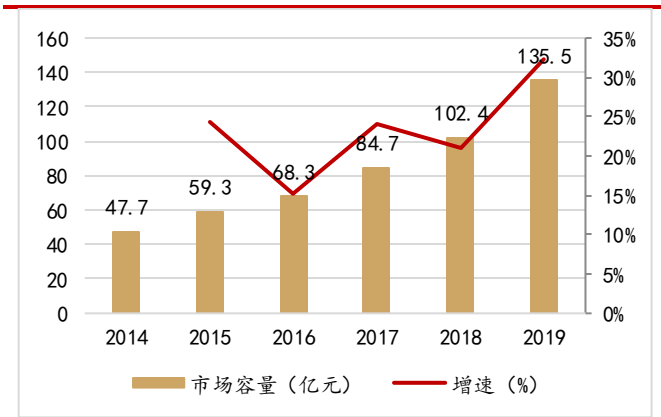
图 46 中国护肤品行业市场容量增长（2014~2019）



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

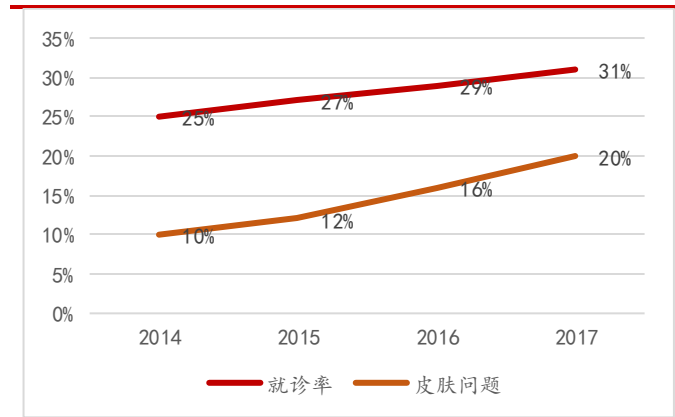
皮肤级护肤品市场规模 136 亿元，皮肤学级护肤品主要指采用温和科学的配方，强调产品安全性和专业性，适用于肌肤敏感等问题的肌肤护理产品。受空气、环境、压力等多因素的影响，肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高，该部分消费者人群对于化妆品的安全性、专业性要求更高，其对于皮肤改善的巨大需求使得皮肤学级护肤品市场规模在近几年实现高速增长。国际知名化妆品品牌如“薇姿”、“理肤泉”、“雅漾”等都致力于研发温和、不刺激、具有舒缓敏感肌肤效果的产品。根据 Euromonitor 的统计数据显示，2019 年度，中国皮肤学级护肤品市场容量为 135.51 亿元，2014~2019 年中国皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率达到 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体增速，皮肤学级护肤品市场未来预计仍将保持高速增长。

图 47 皮肤学级护肤品市场容量增长（2014~2019）



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

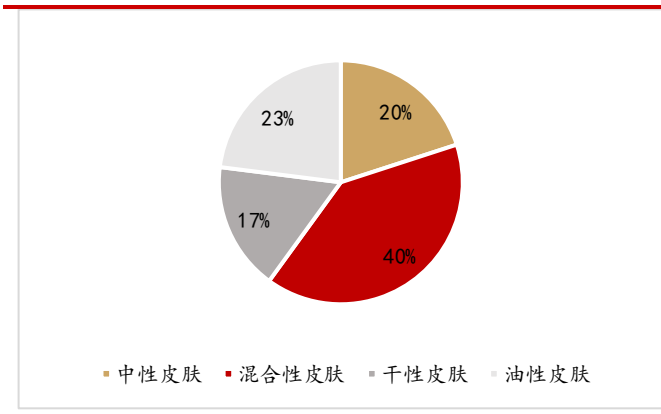
图 48 逐年递增的皮肤科就诊率



资料来源：美图，华西证券研究所

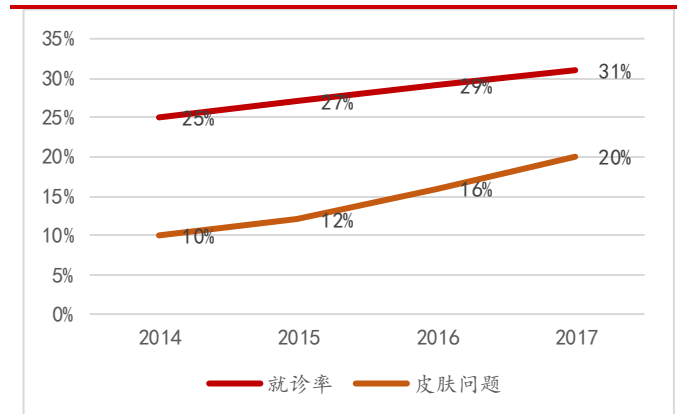
根据美图联合上海市皮肤疾病医院发布的《2017 年中国女性皮肤问题研究报告》，150 万份数据显示，随着大气污染、电波辐射不断增加，肌肤的存活环境越来越恶劣，肌肤问题不断出现。而心理压力、熬夜、暴饮暴食和化妆品使用不当，也导致了各类皮肤问题的出现。

图 49 中国女性的肤质比例



资料来源：美图，华西证券研究所

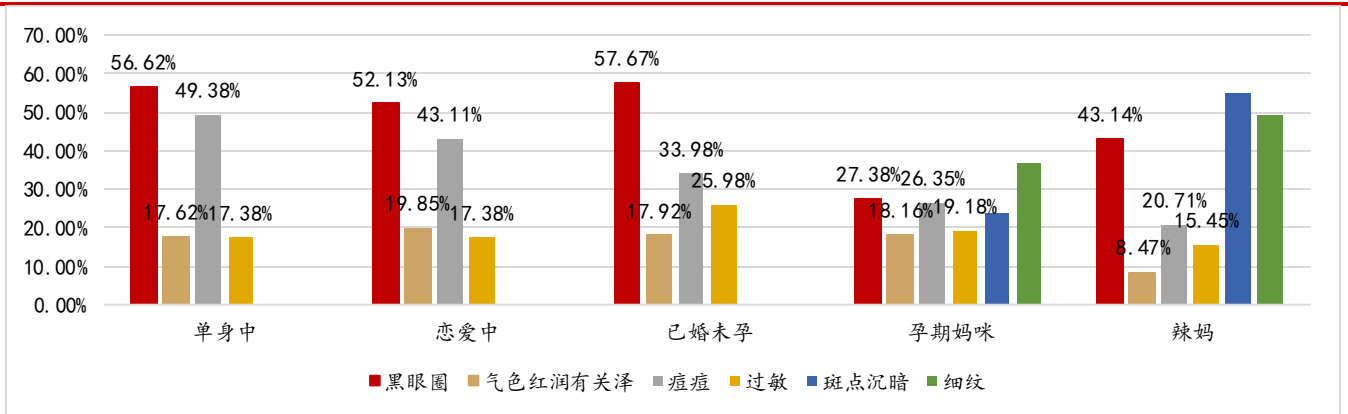
图 50 逐年递增的皮肤科就诊率



资料来源：美图，华西证券研究所

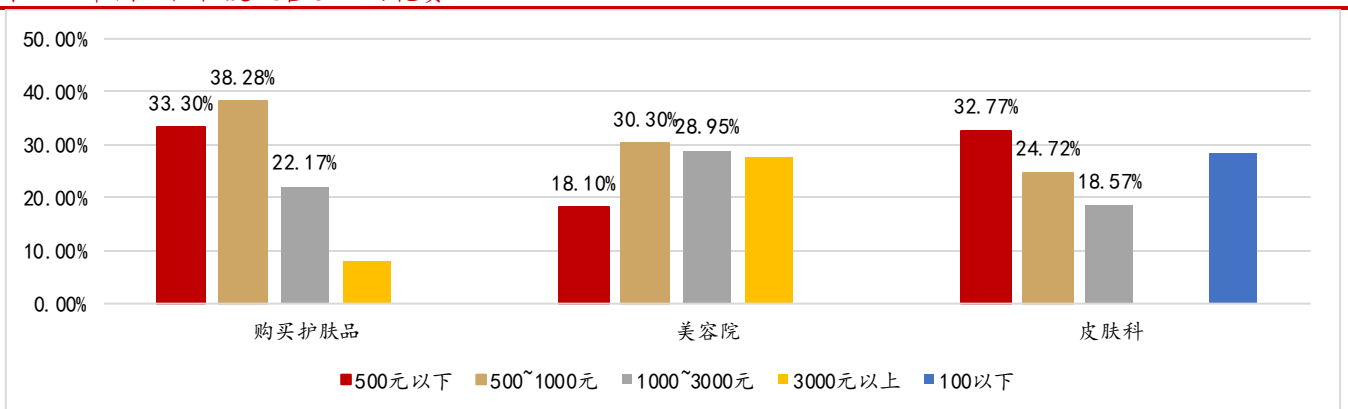
并且，不同年龄段，会出现不同的皮肤状况，例如痘痘困扰和过敏在调研人群的比例在 15~26%。中国女性在皮肤上的花费大部分在 500~3000 元，并且消费场景主要是护肤品和美容院。

图 51 中国女性不同人生阶段的皮肤状况比例



资料来源：美图，华西证券研究所

图 52 中国女性在皮肤管理上的花费



资料来源：美图，华西证券研究所

4.2. 透明质酸为基础的功能性护肤品产品齐全

如我们前面所说，2016年，公司进入消费端市场，并且2018年为公司在功能性护肤品的发力之年。一是当年3月推出5款新品：**润致、华熙颐宝、Bio-MESO肌活、德玛润、夸迪**，补充了公司在各类皮肤护理的产品线；二是在上海家化从业26年的**李慧良先生加入公司，负责功能护肤品的研发，负责上海研究所的建立，大大加强了公司功能性护肤品的实力**。2019年公司功能性护肤品的营收超过6亿元，保持超过119%的增长，业务占比34%，而当年玻尿酸原料业务占比仅有40%；2020年功能护肤品充分利用线上的营销渠道，并和头部直播KOL合作，销售收入超13亿元，同比增速112%，保持快速增长。

公司以其两大科学技术平台为依托，开发出医疗级别的产品。公司依托微生物发酵技术、交联技术两大平台为核心的研发体系，深入研究不同分子量透明质酸、γ-氨基丁酸、依克多因等生物活性物质及其交联衍生物对人体皮肤的功效，并以此为核心成分，以精简配方、活性成分含量高、功效针对性强为研发导向，开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等不同肌肤问题的功能性护肤品。公司利用在生物医药行业多年的技术和经验积累，使用吹灌封一体化技术生产出无菌、无化学防腐添加的小包装“透明质酸次抛原液”系列产品。目前，**公司旗下拥有“润百颜（BIOHYALUX）”、“夸迪（QUADHA）”、“BM肌活”、“米蓓尔（MEDREPAIR）”、“润月雅（PLUMOON）”、“德玛润”、“润熙禾（BLOOMCARE）”、“佰奥本集（BioBurgeon）”等多个品牌系列**，产品种类包括**次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、喷雾、母婴个护、头皮护理及部分彩妆产品**，如与故宫博物院联合推出的“故宫口红”等系列产品。同时，公司积极应对2020年初新冠肺炎疫情，依靠自身配方储备和快速的生产响应能力，推出消毒类产品润百颜医用免洗消毒凝胶。

目前，从产品看，公司的次抛原液定位中高端（公司开拓了**玻尿酸次抛的概念和产品**），2016年，公司将用于眼药水生产的B.F.S.无菌灌装技术用在功能性护肤品的生产中，推出“蜂巢玻尿酸水润次抛”产品，开创了玻尿酸“次抛原液”新品类。并且其便携小包装广受出差销售者的喜爱。2018年次抛原液贡献62%功能性化妆品的收入，其毛利率达90%。

图 53 公司为玻尿酸次抛原液开创者



资料来源：公司官网，华西证券研究所

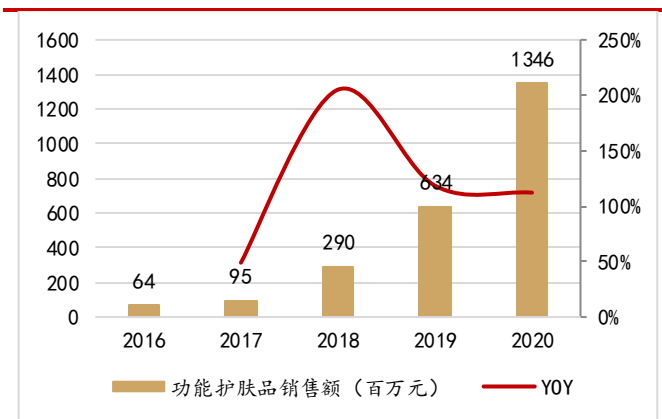
2018年华熙生物与故宫博物院联合推出的“润百颜·故宫口红”，公司将专利成分 Hyacolor®油分散透明质酸用于口红中，解决了化妆品行业的公认难题——高度亲水的玻尿酸难以添加到全油配方的产品中，让玻尿酸突破了“彩妆禁区”。

公司在功能性护肤品领域，能够快速推出新产品，并且大部分都是原创产品，从“次抛玻尿酸”、“故宫口红”等可见，并且公司充分利用公司作为玻尿酸全球最大厂家的优势，把玻尿酸应用到功能护肤品领域，可以快速得到市场的认可。

此外，公司在润百颜品牌下持续进行合理的广告推广，2019年公司签约泰国当红小生 Mike Angelo 作为润百颜首席体验官，2020年联合动漫 IP “哆啦 A 梦” 出品“润百颜哆啦 A 梦限定系列”。

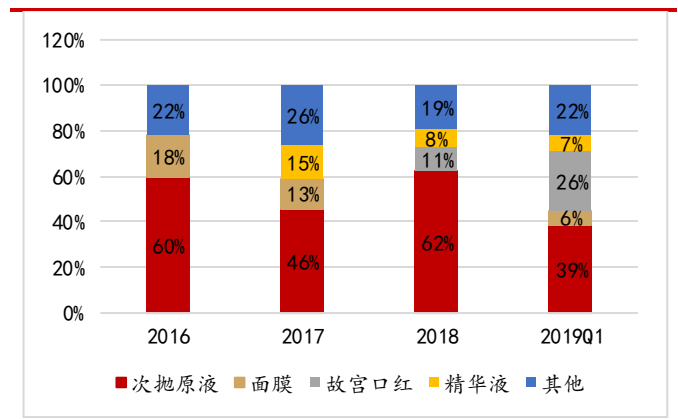
2019年和2020年，随着公司的营销手段更积极，公司2019年功能性护肤品板块收入约6.3亿元，增速达119%，2020年，润百颜系列的产品（尤其次抛原液）和夸迪持续拉动公司板块持续增长，收入达13.5亿元。

图 54 公司功能性护肤品历年收入



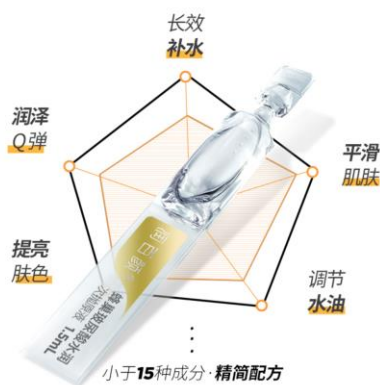
资料来源：wind，华西证券研究所

图 55 功能性护肤品收入构成



资料来源：wind，华西证券研究所

图 56 次抛原液功能



资料来源：公司线上旗舰店，华西证券研究所

图 57 夸迪次抛原液



资料来源：公司线上旗舰店，华西证券研究所

此外，公司的“米蓓尔 Medrepair”品牌专注敏感肌肤修护，未来有望快速增长。如我们前面分析，国内皮肤敏感问题为各大年龄段存在的问题。米蓓尔以透明质酸为基质，含有大分子玻尿酸、小分子玻尿酸、吸附型玻尿酸以及 MINI 玻尿酸，吸收更好，可以定向修复肌肤损伤，目前在敏感肌肤、干燥/缺水肌肤、油性/毛孔肌肤、暗黄/暗沉无光肌肤受到消费者欢迎。

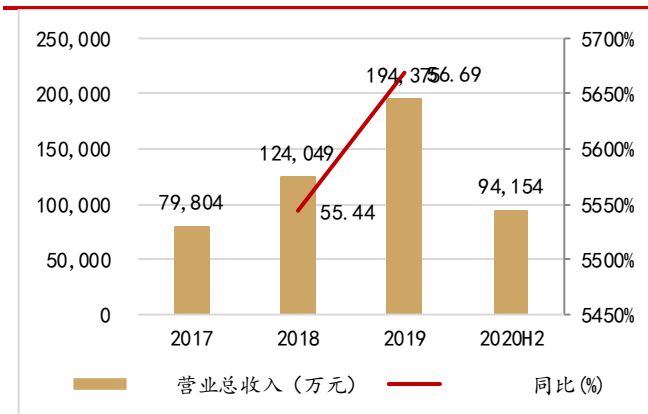
图 58 米蓓尔产品系列



资料来源：米蓓尔天猫旗舰店，华西证券研究所

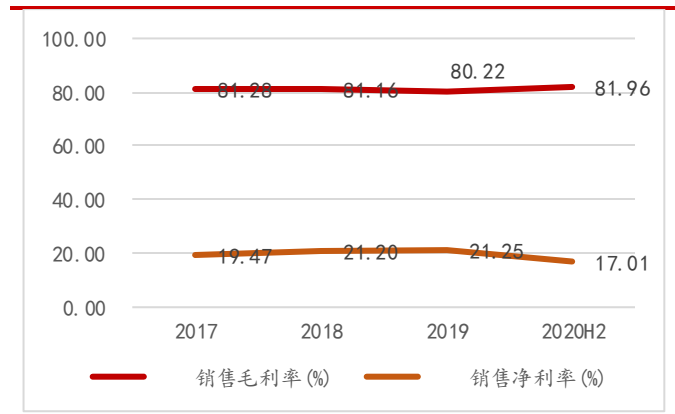
目前，云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司专注于皮肤健康，成立于 2010 年，2019 年收入 19.44 亿元，同比增长 56.69%。贝泰妮毛利率净利率相对稳定，2019 年毛利率 80.22%，净利率 21.25%。皮肤健康领域，一方面需要产品能够解决消费者的问题，另外，对营销的要求高，需要线上+线下+KOL 的方式去做推广。华熙生物的米蓓尔对标贝泰妮的产品，未来有望在敏感肌肤领域快速增长。

图 59 贝泰妮销售情况



资料来源：wind，华西证券研究所

图 60 贝泰妮毛利率和净利率



资料来源：wind，华西证券研究所

2018 年起公司调整内部架构，重新梳理产品线并推行“品牌事业部制”，2018 年相继推出夸迪、米蓓尔、润月雅等新品牌。根据公司官方新闻，2020 年双十一润百颜全平台销售额破 2 亿元，夸迪全平台突破 1.6 亿元，米蓓尔和肌活销售体量为 2000~3000 万元。2021 年 618，润百颜平台销售额超 2.3 亿元，同比增长 232%，同样显示出强劲的增长。

公司功能护肤品形成了润百颜和夸迪两个主要品牌带动，米蓓尔和肌活产品快速增长，其他品牌齐头并进的局面，并且公司在产品的性别和年龄覆盖也逐渐完善。

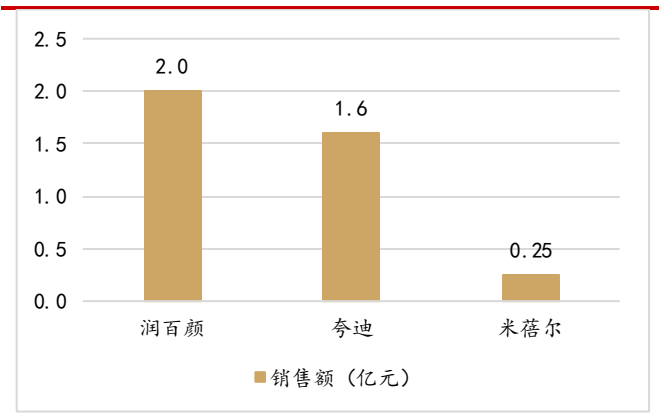
此外，功能性护肤品区别于一般化妆品很重要在于复购率，复购率高意味着未来销售费用率会逐渐下降。根据青眼数据，米蓓尔品牌整体复购率达到 30% 以上；据天猫数据，润百颜复购率约 40%~60%。公司的产品品质定位清晰、品质得到消费者认可，新产品推出后，在品牌推广初期投入较多费用获取客户，后续销售费用缩减提供空间。

图 61 华熙生物功能护肤品产品梯队



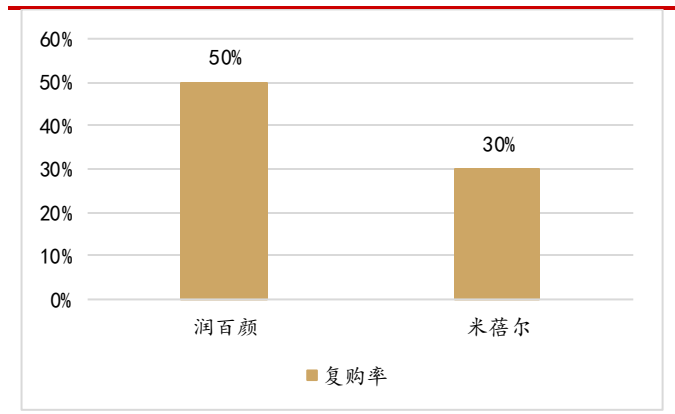
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 62 2020 双十一部分产品销售额



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 63 润百颜和米蓓尔复购率高



资料来源：公司官网，华西证券研究所

5. 全球透明质酸原料龙头，掌握核心技术

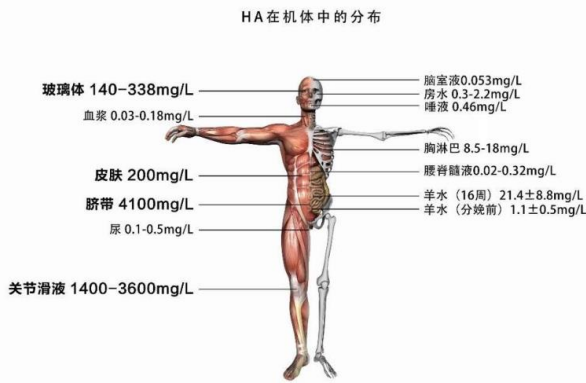
5.1. 公司为全球透明质酸原料龙头，市占率 36%

透明质酸是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖，作为细胞外基质的主要成分，人体内主要分布于眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，发挥重要生理功能。透明质酸是人体内不可替代的天然物质，胚胎时期体内的含量最高，随着年龄增长体内含量逐渐减少。

如果把 20 岁时人体内的透明质酸相对含量定为 100%，则 30、50、60 岁时分别下降为 65%、45%、25%，皮肤老化、关节退化、动脉硬化、眼老花等症状与体内透明质酸含量逐渐减少密切相关。相同年龄人群体内所含透明质酸的量也不同，早老症患者体内的含量明显减少，显示衰老的诸多症状。

透明质酸具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能，在医疗（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等）、化妆品及功能性食品领域中应用十分广泛。

图 64 HA 在机体中的分布



资料来源：招股书，华西证券研究所

图 65 HA 及其衍生物的应用



资料来源：wind，华西证券研究所

20 世纪 70 年代，Endre Balazs 博士和他的研发团队开发了一种从鸡冠和人脐带中分离纯化透明质酸的工艺，并实现了透明质酸在眼科黏弹剂的小范围使用，但产量较低，难以满足不断扩展的终端应用市场。20 世纪 80 年代，日本首次报道使用链球菌发酵法生产透明质酸。

20 世纪 80 年代，国内科研机构先后设计研究了利用人脐带、公鸡冠及动物眼玻璃体等原料提取制备透明质酸的工艺，并取得了一定进展。20 世纪 90 年代，国内部分科研机构进行了发酵法制备透明质酸工艺的研究，推动了我国透明质酸生产的发展。国家科委对发酵法生产透明质酸项目非常重视，先后将此项目列入国家“八五”和“九五”重点科技攻关项目计划。经过二十多年的发展，我国透明质酸的发酵技术水平以及产量和质量均已达到国际先进水平，我国已成为全球最大的透明质酸原料生产国之一。

20 世纪末，链球菌发酵法成为透明质酸生产的主流方法，因为发酵技术的引入，透明质酸的生产规模得以迅速扩大，质量显著提高，生产成本显著降低。

表 8 提取法和发酵法生产透明质酸的主要区别

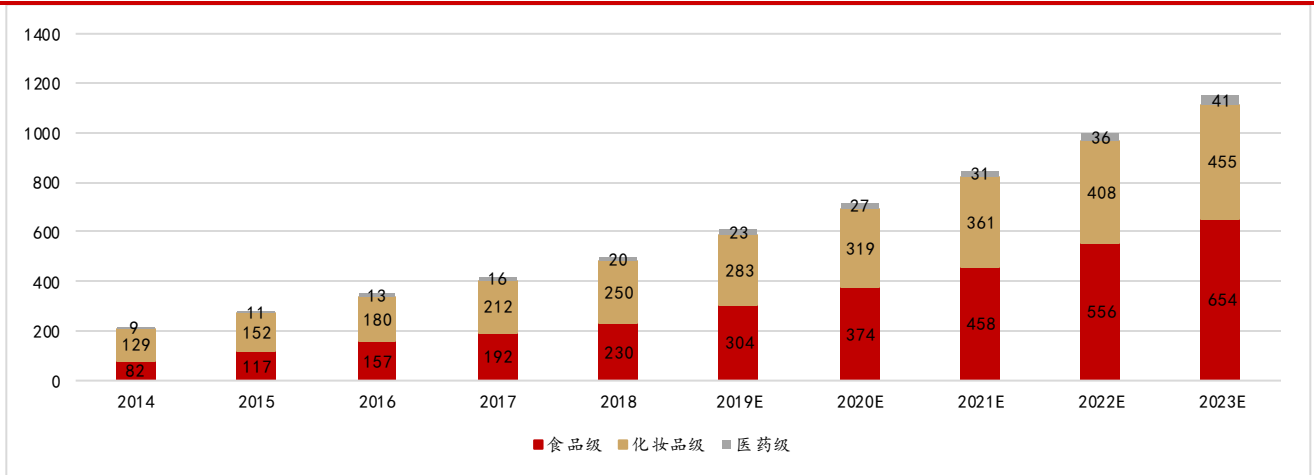
项目	提取法	发酵法
原材料	动物原材料（人脐带、动物的玻璃体、鸡冠等）	菌种，生物培养基
原材料来源	受限	易得
工艺	提纯复杂	提纯容易
纯度	低	高
收率	低	高
成本	成本高，应用受限	成本低，应用广泛

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年，全球透明质酸原料销量达到 500 吨，2014~2018 年复合增长率为 22.8%，预计未来五年将保持 18.1% 的高复合增长率，预计 2023 年销量可增长至 1150 吨。

2018 年，食品级、化妆品级和医药级透明质酸原料的销量分别达到 230/250/20 吨，2014~2018 年复合增长率分别为 29.4%/18.0%/22.1%，预计 2023 年销量可分别增长至 654.3/454.5/41.2 吨。

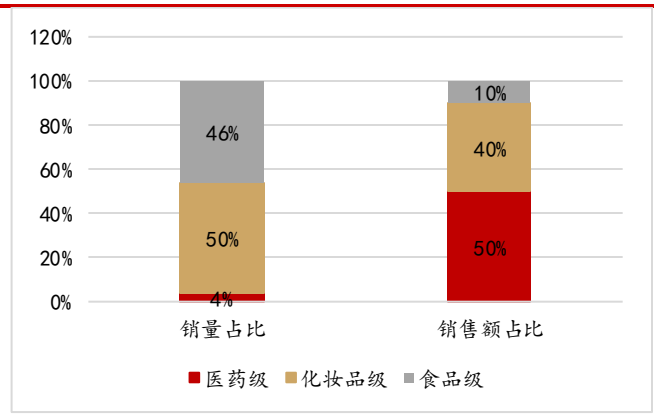
图 66 全球透明质酸原料市场销量 (单位 吨, 2014~2023E 年)



资料来源: 公司招股书, Frost & Sullivan, 华西证券研究所

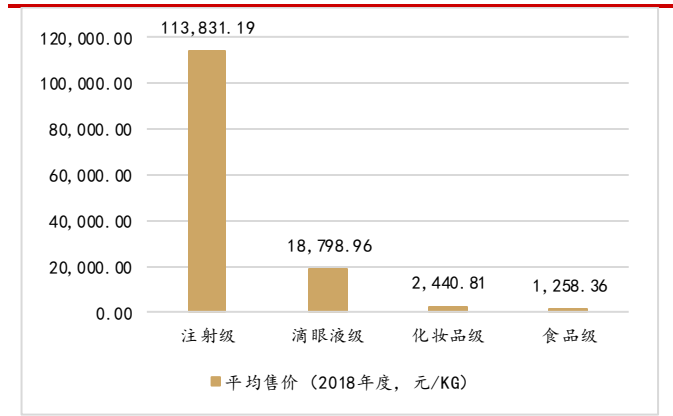
医药级透明质酸单价最高, 为食品级的 58 倍。2018 年医药级、化妆品级、食品级销售额占比分别为 50%/40%/10%, 而销量占比分别为 4%/50%/46%, 医药级产品的价格更高, 医药级 HA 原料分别为化妆品级和食品级的 16/58 倍。根据公司招股书, 其注射级 HA 原料单价 (元/KG) 是化妆级和食品级的 47/90 倍。掌握医药级透明质酸生产技术的性价比实际上更高。

图 67 2018 年全球各类 HA 原料销量和销售额占比



资料来源: 招股书, 华西证券研究所

图 68 华熙各类 HA 原料产品的 2018 年平均售价

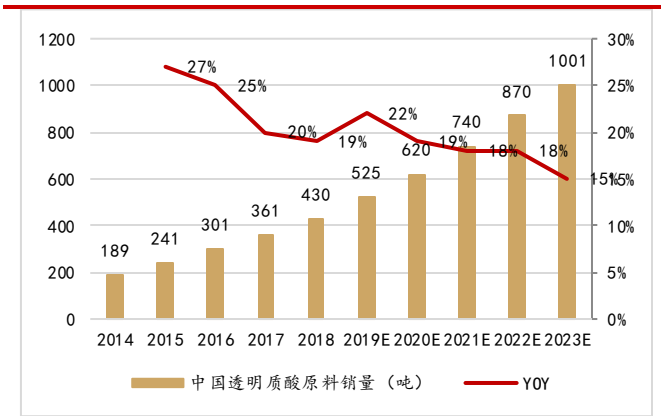


资料来源: wind, 华西证券研究所

中国 HA 原料 2019 年市场需求为 525 吨, 为全球透明质酸原料最大市场。据 Frost & Sullivan 统计, 2019 年中国 HA 销量达 525 吨, 全球销量占比 86%, 而中国 HA 医药级约 10 万吨。沙利文预计 2019~2023 年销量复合增长 18%, 则我国 2023 年 HA 原料需求 1000 吨, 2023 年达 53.0 亿元。

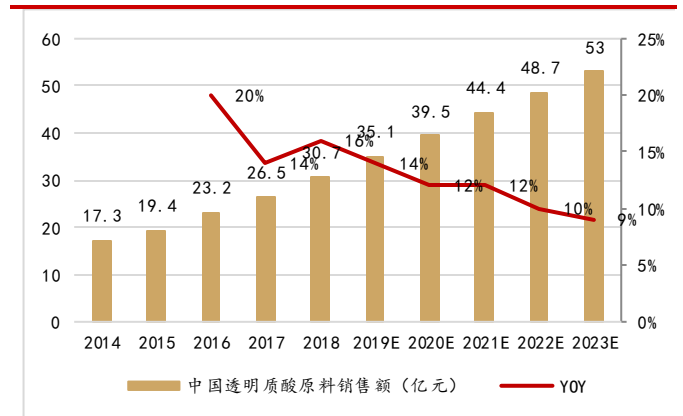
未来, HA 原料在国内的持续增长主要得益于国内对 HA 需求的旺盛。随着注射级玻尿酸在国内的持续应用、玻尿酸应用市场的扩展 (彩妆、食品、宠物) 等, 需求有望保持快速增长。

图 69 中国 HA 原料销量及增速 2014~2023 年



资料来源：沙利文，华西证券研究所

图 70 中国 HA 原料销售额及增速 2014~2023 年

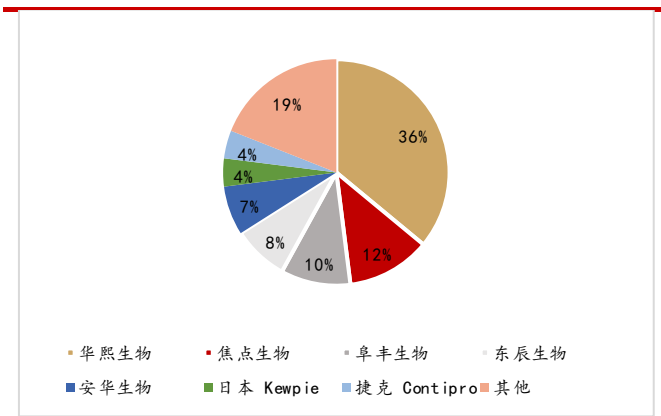


资料来源：沙利文，华西证券研究所

公司为全球透明质酸原料龙头，2018 年市占率达 36%。医药级 HA 原料附加值高，公司医药级 HA 原料几乎处于国内市场独家地位。2018 年公司透明质酸原料全球销量占比 36%，其中医药级、化妆品级、食品级占比为 39%/44%/26%（2018 年全球 HA 原料医药级、化妆品级、食品级销量占比分别为 4%/50%/46%）；国内医药级出口 5.4 吨，公司占比高达 95%，日本资生堂 2019 年 6 月迫于成本和品质压力退出 HA 原料市场，公司有望进一步抢占医药级市场。

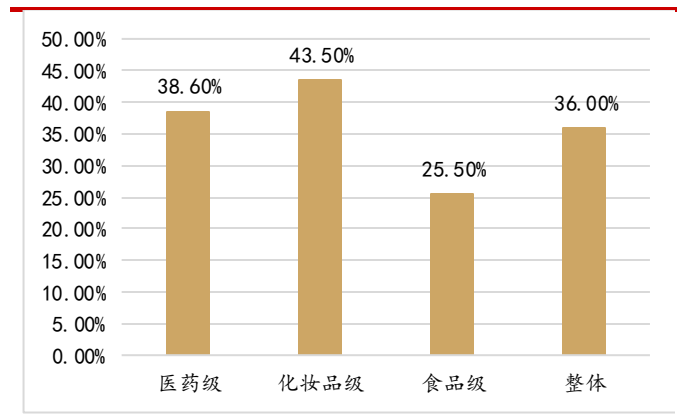
医药级原料对生产技术、质量控制、注册的要求更高，各国对于医药级原料的市场准入均具有严格的标准，售价远高于化妆品级和食品级原料，是附加值最高的原料产品。2020 年公司新设日本子公司并聘请原资生堂透明质酸事业部总负责人德永达郎先生为公司副总经理，负责公司日本市场和医药级原料产品的国际市场拓展。

图 71 全球 HA 原料市场销量竞争格局（2018 年）



资料来源：沙利文，华西证券研究所

图 72 华熙各级别 HA 原料全球销量占比（2018 年）



资料来源：沙利文，华西证券研究所

根据华熙生物公众号 2021 年 6 月 18 日文章，华熙生物全资子公司华熙生物科技（天津）有限公司正式投产。天津厂区以发酵技术平台、交联技术平台、科技中药技术平台为核心，规划建设 64 条中试生产线，目前已建成 30 条中试生产线，生物活性材料总体产能规划达 1000 吨，其中透明质酸原料规划产能 660 吨，还有 γ -氨基丁酸、依克多因等多种生物活性物质投产。

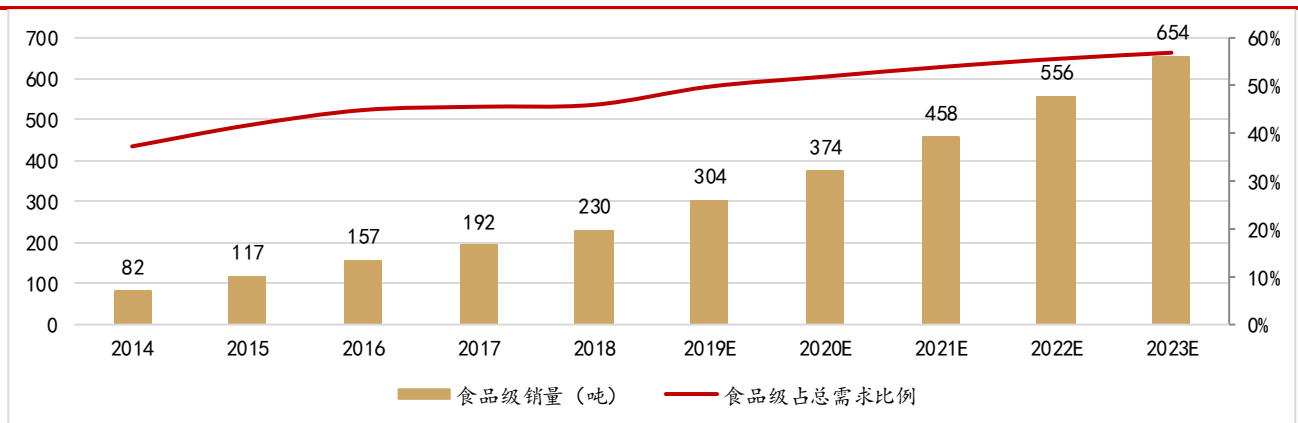
5.2. 中国放开 HA 原料在食品应用，带来新增长赛道

透明质酸钠（即透明质酸 HA）获批为新食品原料，有望持续拉动透明质酸钠的需求。

2021 年 1 月 7 日，国家卫生健康委发布正式公告，批准由华熙生物申报的透明质酸钠（即透明质酸 HA）为新食品原料，使用范围为乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果，冷冻饮品，不包括婴幼儿食品。我国于 2008 年批准透明质酸钠为新资源食品，使用范围为保健食品原料。目前透明质酸钠及其为主要成分的产品在日本、韩国、美国、欧盟、澳大利亚、新西兰和巴西被允许添加在食品或膳食补充剂中。基于在其他国家和国际组织的批准使用情况，本产品申请扩大使用范围为乳及乳制品，饮料类，酒类，可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果，冷冻饮品。

据郭学平等在文献《透明质酸在保健食品中的应用》中指出，口服 HA 美容保健品是全身性作用，是由真皮至表皮增加内源性 HA 的含量，使细胞活化，发挥全身作用。20 世纪 80 年代末，口服 HA 美容保健食品出现于日本。其基本的理论依据是：HA 通过口服经消化吸收，增加体内 HA 合成的前体，使皮肤和其它组织中的 HA 合成量增加，从而使皮肤的保水性能增加，富有弹性，皱纹减少。日本将透明质酸广泛应用于人们日常生活所需的普通食品中，例如以酸奶、果汁、绿茶、碳酸饮料为代表的饮品，以软糖、果冻为代表的休闲食品，还有以沙拉酱、果酱、蜂蜜为代表的调味品等。例如明治制果株式会社便推出了一种含有透明质酸的果冻，将透明质酸与胶原蛋白作为果冻中的主要有效成分，可以有效补充人体在运动过程中肌肤所流失的营养物质，在日本的超市中随处可见；新药株式会社主打一款含有透明质酸的饮料，主要成为包含透明质酸、果汁等，广受青少年的喜爱；KF 公司推出了多款含有透明质酸的软糖，成为家长购买软糖时的首选；丘比株式会社还推出了含有透明质酸的沙拉酱。多项研究表明，口服透明质酸可改善人体皮肤水分，具有体内抗氧化，改善关节功能骨质疏松、修复胃黏膜损伤等作用。

图 73 全球透明质酸原料食品市场销量和占比（单位/吨）



资料来源：公司招股书，Frost & Sullivan，华西证券研究所

目前透明质酸原料在食品的应用还主要是非中国市场，按照 2020 年全球需求 374 吨计算，以 2018 年食品级 HA 的价格是 1258 元/KG 计算，则 2020 年非中国的全球市场 HA 原料食品级市场为约 5 亿元，考虑到这仅仅是非中国市场的原料的市场空间，并且，计算到食品和保健品终端产品，终端市场销售市场空间更大。公司作为 HA 原料提供商龙头，在技术和新产品探索方面具备足够的优势。

图 74 玻尿酸食品应用水肌泉和 HA 软糖



资料来源: 淘宝 app, 华西证券研究所

图 75 玻尿酸食品应用软糖



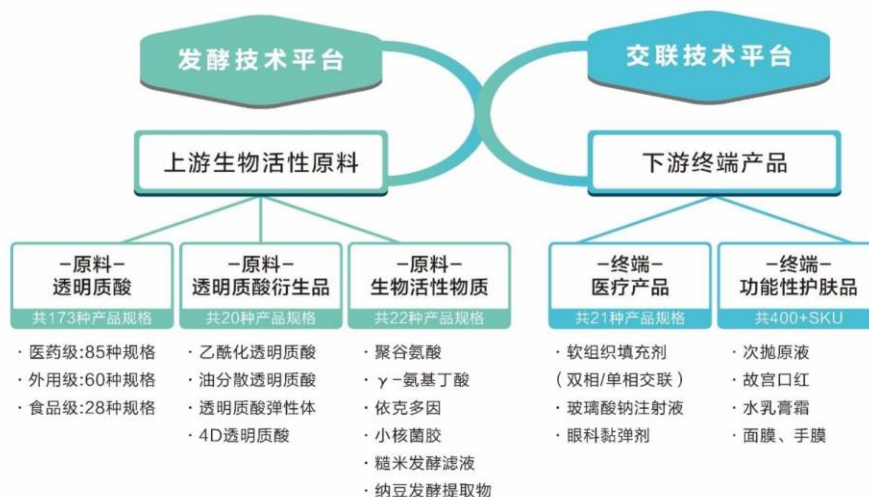
资料来源: 淘宝 app, 华西证券研究所

5.3. 公司掌握 HA 核心技术，壁垒高

公司的微生物发酵和交联两大科技平台优势显著。两大科技平台下的四大技术突破，包括全球领先的生物发酵技术、酶切技术和分子量精准控制技术、透明质酸梯度 3D 交联技术以及国内率先采用的玻璃酸钠注射液终端湿热灭菌技术。

透明质酸微生物发酵技术突破，极大提高了透明质酸的产率、质量和生产规模，显著降低了透明质酸的生产成本，直接推动了透明质酸的广泛应用，包括骨科、眼科、普外科、泌尿外科、整形外科、皮肤科等在内的医药和医疗器械领域、化妆品和保健食品等领域，并逐渐扩展至如口腔科、胃肠科、耳鼻喉科、组织工程、药物载体等新的医疗应用领域。公司同时掌握透明质酸单相交联和双相交联技术，打破了国外透明质酸填充剂产品的垄断，通过交联技术丰富了透明质酸的物理学、生物学特性。

图 76 发酵、交联两大科技平台



资料来源: 公司招股书, 华西证券研究所

表 9 公司核心技术为产品产业化奠定基础

两大科技平 四大核心技术 专利/许可 产业化能力

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

台

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

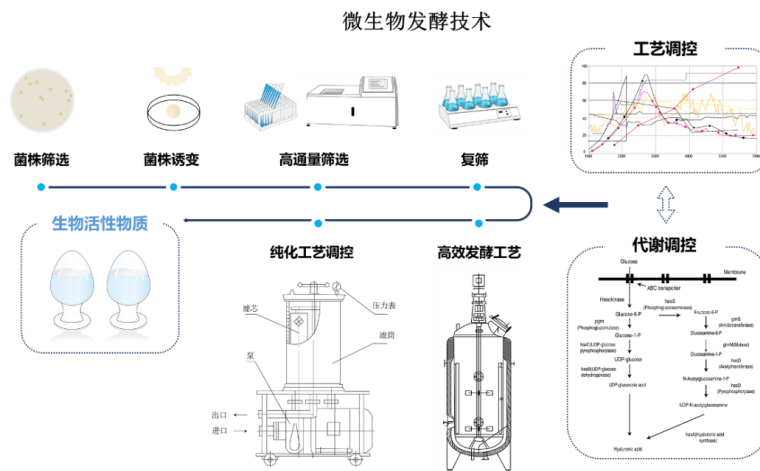
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

公司的微生物发酵技术产率遥遥领先同行。

20 世纪 90 年代以前，国内透明质酸主要采用动物组织提取法（如鸡冠、脐带）生产，该法原料来源有限，且透明质酸与动物组织中的蛋白质和其它多糖以复合体形式存在，分离纯化工艺复杂，收率很低，且产品质量低，生产成本很高，产能十分有限，且污染环境。原料产品主要为医药级，仅有少量产品用于眼科手术用黏弹剂产品中。该时期透明质酸的市场价格昂贵，在日本有“白金”之称，应用受到很大制约。

华熙生物成立以来持续开展微生物发酵法生产透明质酸技术研发，利用链球菌（*Streptococcus zooepidemicus*）代谢产生透明质酸的天然特性，通过野生菌种诱变和高通量筛选，得到透明质酸产率最高的优质菌株，并实现大规模发酵生产，改变了我国仅能使用提取法生产透明质酸的落后局面。在此基础上，运用多尺度过程优化技术对透明质酸发酵进行定向代谢调控，促进透明质酸酶系合成，使其主要向合成透明质酸的代谢方向进行，从而显著提高透明质酸发酵产率，减少发酵中的杂质代谢物产生。目前公司透明质酸发酵产率达到 10-13g/L，远高于文献道的行业最优水平 6-7g/L，实现了透明质酸生产规模的迅速扩大，生产成本的大幅降低。采用传统化学降解法生产寡聚透明质酸的降解时间通常为 12~15 天，采用公司酶切法的降解时间为 5~6 小时。

图 77 微生物发酵技术



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

公司是国内唯一同时拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号，并实现商业化生产的企业。通过对发酵、纯化、精制等工艺优化，产品质量超过欧洲药典标准和日本药典标准，核酸、内毒素等杂质水平分别为 0.01 (A260nm) 和

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

0.0025 EU/mg，分别是欧洲药典国际标准规定值的 1/50 和 1/20。拥有符合美国 cGMP、中国 GMP、ICH Q7 要求的高标准生产线，所生产产品具有高安全性、高纯度、高稳定性的独特优势。医药级原料对生产技术、质量控制的要求更高，各国对于医药级原料的市场准入均具有严格的标准。医药级产品在国内取得了 7 项注册备案资质，是国内目前唯一供应商；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 21 项。

表 10 公司医药级原料产品在国际上取得的产品注册情况及与同行业主要公司的对比情况

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

资料来源：招股书，华西证券研究所

公司的酶切技术和分子量精准控制技术，实现了 2kDa~4000kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破。

分子量是透明质酸的一个重要参数，高分子量的透明质酸（如超过 2000kDa）具有更好的黏弹性、内聚性和成膜性，适用于眼科黏弹剂等医疗产品；寡聚透明质酸（分子量低于 10kDa）具有高吸收率的特性且易于渗透到真皮层中，具有促进损伤修复、提供细胞保护等作用，有广阔的医学和化妆品应用前景。商业化的透明质酸原料产品分子量一般介于 500~2000kDa，超过此范围的超高分子量、低分子量、寡聚透明质酸的生产均较困难。透明质酸在生产过程中，不同菌种发酵出的产品分子量不同，通常 1500kDa 左右，且提取纯化过程高分子容易降解，难以生产出 2000kDa 以上的高分子量透明质酸。低分子量透明质酸通常采用过氧化氢、酸、碱降解等化学方法生产，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。

公司采用透明质酸发酵、酶切及分离纯化技术，实现了 2kDa~4000kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破，低分子量段如 2~5kDa、5~10kDa、30~50kDa、200~400kDa 等，高分子量段如 2400~2600kDa、3000~3500kDa、3500~4000kDa 等。公司的透明质酸酶的规模化生产，酶活比行业水平高 10 倍以上；基于自产的透明质酸酶于全球首次使用微生物酶切法大规模生产寡聚透明质酸，该分子量的透明质酸平均分子尺寸小于 25 平方纳米，易于实现透皮吸收，且相较于传统化学降解法得到的产品纯度更高，结构更加完整，能够发挥更高的生物活性和生物利用度，包括抗氧化活性、保湿性及细胞损伤修复作用等。此外，公司通过诱变筛选得到了可生产高分子透明质酸的优质菌株，并采用分段控温发酵和纯化技术，实现了分子量高达 4000kDa 透明质酸的产业化生产。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

“梯度 3D 交联”技术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。

未经修饰的天然透明质酸在体内由于透明质酸酶、自由基等的存在，极易被降解吸收，皮肤、眼部、关节等部位的体内存留时间 1~21 天不等，难以满足生物医用材料对体内维持时间、机械强度等方面的要求，故通常需采用交联技术对其进行结构性修饰。公司自 2006 年开始交联技术的研究，解决了透明质酸在交联过程中的三大技术难题，定向交联问题、有效交联问题、交联过程中如何调控交联条件实现对交联度的精确控制。“梯度 3D”交联技术实现了不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制，利用极少量的交联剂获得质地致密，具有不同黏弹性、内聚性、机械强度、体外酶解性和体内代谢速度的交联凝胶。

公司的 HA 注射液采用终端湿热灭菌技术使产品的无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一，显著提高产品安全性。

玻璃酸钠注射液在高温灭菌的过程中分子量显著降低，且体积膨胀易导致爆塞问题，因此一般采用无菌灌装工艺生产，该工艺的无菌保证水平一般只能达到千分之一。公司玻璃酸钠注射液产品国内率先采用终端湿热灭菌的方式，取代了同类其他产品无菌灌装的无菌保障方式，使产品的无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一，显著提高产品安全性。公司通过技术创新，彻底解决了该类产品终端湿热灭菌的技术难题，并被 CFDA 作为该类产品的标准灭菌方式。

其他公司要在 HA 原料领域实现对公司的追赶比较难：(1) HA 原料的制备，在方法学上游突破，要重新选择菌种来生产需要较长的时间，(2) 纯化和交联技术也还需要时间突破；(3) 公司在全球的资质齐备，获证需要较长的时间；(4) 下游客户不轻易更换原料提供商，否则需要花时间进行注册证变更等。

6. 估值比较与业务拆解

我们取爱美客、昊海生科、贝泰妮来进行对比，wind 一致的 PE(ttm)为 203X，而华熙生物为 193X，2021 年 wind 一致 PE 平均 PE 为 153X，而华熙生物为 158X。考虑到华熙生物在玻尿酸的技术全球领先，医美业务被市场低估、公司功能护肤品的持续放量、多个产品持续放量、HA 原料的龙头地位、活性原料的扩展性，目前公司被低估。

表 11 估值对比

证券代码	证券简称	总市值 亿元	市盈率 PE (TTM)	预测 PE 2021
300896. SZ	爱美客	1,706.82	300.79	231.11
688366. SH	昊海生科	369.67	105.04	82.63
300957. SZ	贝泰妮	1,150.88	202.55	144.54
	平均	1,075.79	202.79	152.76
688363. SH	华熙生物	1,333.73	193.24	158.32

资料来源：wind，华西证券研究所，截止 2021 年 6 月 30 日；*除了华熙生物 2021 年 PE 外，其他数据均为 wind 一致预测

我们预计公司 2021~2023 年收入分别为 39.99/58.08/80/85 亿元，同比增长 52.21%/45.25%/39.20%。分业务看：

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- (1) 玻尿酸原料业务：2021~2023 年同比增长 12.27%/11.42%/11.75%，毛利率分别为 77.58%/77.04%/76.51%；HA 原料在食品的应用获批会持续推动 HA 原料业务的持续增长；
- (2) 医疗终端产品（医美为主，医美业务快速增长）：2021~2023 年收入同比增长 36.17%/33.83%/33.48%，毛利率分别为 86.11%/86.87%/87.41%；其中医美业务快速增长，如我们前面分析，润致娃娃针 2021~2022 年收入预计为 1.5/3.0 亿元，成为公司医美的爆品；而润百颜、润月雅保持常规增长，法国丝丽保持快速增长，御龄双子针未来可能成为爆品；
- (3) 功能性护肤品：2021~2023 年收入同比增长 80%/60%/47%，毛利率分别为 82.25%/82.80%/83.20%；润百颜和夸迪依旧拉动公司业务持续增长，米蓓尔和肌活的药妆特性会持续得到市场认可持续快速放量。

表 12 公司各业务业绩增长预估

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计：营业收入	1263.15	1885.76	2627.05	3998.63	5808.03	8085.01
YOY	54.42%	49.29%	39.31%	52.21%	45.25%	39.20%
(1) 原料业务						
营业收入	651.38	760.90	703.48	789.81	880.02	983.41
YOY	28.25%	16.81%	-7.55%	12.27%	11.42%	11.75%
(2) 医疗终端产品						
营业收入	312.71	489.02	576.01	784.36	1049.74	1401.23
YOY	58.87%	56.38%	17.79%	36.17%	33.83%	33.48%
(3) 功能护肤品						
营业收入	290.30	634.39	1346.12	2423.01	3876.82	5698.92
YOY	205.07%	118.53%	112.19%	80.00%	60.00%	47.00%
(4) 其他合计						
营业收入	8.78	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
YOY	-51.57%	-83.49%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：wind，华西证券研究所

我们预计公司 2021~2023 年收入分别为 39.99/58.08/80.85 亿元，同比增长 51.9%/45.3%/39.2%，归母净利润为 8.42/12.82/18.50 亿元，同比增长 30.4%/52.25%/44.3%，对应 PE 为 158X/104X/72X。考虑到公司在透明质酸材料的独到技术、润致娃娃针爆品带动医美增长、润致玻尿酸得到市场认可的持续放量、公司爆品持续推出（2021 年已经推出御龄双子针）、润百颜和夸迪双品牌形成并带动其他功能性护肤品持续增长，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

市场营销推广不达预期：公司通过和头部直播 KOL 合作进行产品推广、并且通过在核心媒体进行产品投入，未来直播方式众多，头部流量可能被分流，可能会导致市场营销不达预期，尤其是娃娃针销售不及预期；

肉毒素无法获得 NMPA 审批：公司代理的韩国肉毒 Medytox 目前在韩国被暂停，而华熙与其合作的肉毒在国内临床已经做完，有待观察后续 NMPA 是否会审批通过；

市场竞争激烈带来降价风险：功能性护肤品竞争激烈，品牌众多，可能会因为市场竞争产品持续推出，而导致公司产品价格下降；此外，HA 原料受供需影响，价格波动难以避免，未来存在价格波动的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,633	3,999	5,808	8,085	净利润	645	841	1,280	1,848
YoY (%)	39.6%	51.9%	45.3%	39.2%	折旧和摊销	75	65	73	80
营业成本	489	717	1,007	1,365	营运资金变动	25	-323	-387	-479
营业税金及附加	34	55	80	112	经营活动现金流	705	533	893	1,346
销售费用	1,099	1,751	2,538	3,525	资本开支	-763	-513	-353	-203
管理费用	162	384	523	687	投资	-11	-101	-101	-101
财务费用	-1	1	1	1	投资活动现金流	-1,331	-561	-377	-198
资产减值损失	-16	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	34	52	76	105	债务募资	24	0	0	0
营业利润	757	1,002	1,525	2,201	筹资活动现金流	-160	-1	-1	-1
营业外收支	2	-1	-1	-1	现金净流量	-798	-29	515	1,147
利润总额	759	1,001	1,524	2,200	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	114	160	244	352	成长能力				
净利润	645	841	1,280	1,848	营业收入增长率	39.6%	51.9%	45.3%	39.2%
归属于母公司净利润	646	842	1,282	1,850	净利润增长率	10.3%	30.4%	52.2%	44.3%
YoY (%)	10.3%	30.4%	52.2%	44.3%	盈利能力				
每股收益	1.35	1.76	2.67	3.85	毛利率	81.4%	82.1%	82.7%	83.1%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	24.5%	21.0%	22.0%	22.9%
货币资金	1,390	1,361	1,876	3,023	总资产收益率 ROA	11.3%	12.4%	15.4%	17.6%
预付款项	45	65	90	120	净资产收益率 ROE	12.9%	14.4%	17.9%	20.6%
存货	477	746	1,063	1,459	偿债能力				
其他流动资产	1,752	2,114	2,527	3,003	流动比率	6.63	5.48	5.30	5.54
流动资产合计	3,664	4,286	5,555	7,605	速动比率	5.68	4.45	4.20	4.39
长期股权投资	18	19	20	21	现金比率	2.51	1.74	1.79	2.20
固定资产	627	777	867	897	资产负债率	12.2%	13.7%	14.3%	14.5%
无形资产	427	512	549	589	经营效率				
非流动资产合计	2,053	2,500	2,779	2,901	总资产周转率	0.46	0.59	0.70	0.77
资产合计	5,717	6,787	8,334	10,506	每股指标 (元)				
短期借款	24	24	24	24	每股收益	1.35	1.76	2.67	3.85
应付账款及票据	197	265	331	412	每股净资产	10.46	12.21	14.88	18.74
其他流动负债	332	492	694	937	每股经营现金流	1.47	1.11	1.86	2.80
流动负债合计	553	782	1,049	1,373	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	146	146	146	146	PE	206.51	158.32	104.02	72.08
非流动负债合计	146	146	146	146	PB	14.00	22.75	18.67	14.83
负债合计	699	927	1,195	1,519					
股本	480	480	480	480					
少数股东权益	-2	-3	-5	-8					
股东权益合计	5,018	5,859	7,140	8,987					
负债和股东权益合计	5,717	6,787	8,334	10,506					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。