

市场价格(人民币): 293.03元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.80
已上市流通A股(亿股)	0.93
总市值(亿元)	1,406.54
年内股价最高最低(元)	307.79/118.16
沪深300指数	5113
上证指数	3539



四轮驱动战略建立透明质酸全产业链布局

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,886	2,633	4,042	5,859	8,129
营业收入增长率	49.28%	39.63%	53.52%	44.96%	38.74%
归母净利润(百万元)	586	646	927	1,268	1,674
归母净利润增长率	38.16%	10.29%	43.48%	36.83%	32.06%
摊薄每股收益(元)	1.220	1.345	1.931	2.642	3.488
每股经营性现金流净额	0.74	1.35	1.44	2.05	2.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.87%	12.87%	15.58%	17.58%	18.84%
P/E	135.11	122.51	85.38	62.40	47.25
P/B	17.39	15.76	13.31	10.97	8.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **专注透明质酸领域, 四轮驱动建立全产业链龙头。**华熙生物以透明质酸制造起步, 经过 20 年沉淀, 两大核心技术平台形成高筑护城河, 成为透明质酸原料领域全球最大供应商。以透明质酸为核心逐步拓展业务至医美、功能护肤、食品三大高景气度领域, 2016 年-2020 年以 37% 年复合增长率快速成长, 我们认为公司的核心竞争力在于对全产业链的贯通, 业务间高效协同。
- **透明质酸原料全球龙头地位稳固, 技术优势突出竞争格局稳定。**公司掌握微生物发酵、酶切等关键加工制造技术工艺, 具备 20 余项国际资质, 公司市占第一, 公司龙头地位稳固。透明质酸原料市场未来预计仍有超 26% 的高复合增长率, 公司原料业务预计将持续稳健贡献业绩增量。
- **医美千亿市场空间, 市场合规化管理有望迎来市场份额提升。**医美润百颜、润致两大品牌产品丰富。医美市场预计在 2023 年市场规模达到 3600 亿元, 增速超 24%。随着医美市场监管日趋严格, 合规化管理加速行业出清, 在终端需求旺盛的情况下, 公司产品有望加速渗透。骨科眼科产品有望受益于骨科耗材、人工晶体的带量采购迎来市场扩容, 公司可把握市场机遇。
- **护肤品业务高速增长, 四大品牌结合特色营销实力非凡。**到 2022 年, 国内护肤品市场规模预计达到 2500 亿, 公司护肤品业务四大品牌主打功能护肤。公司过去功能护肤产品 CAGR 高达 114.15%, 强大的产品力和出色的营销能力已被验证, 未来有望保持高速增长。
- **玻尿酸食品获批, 口服美容或成为下一轮增长引擎。**2020 年全球玻尿酸食品市场规模达 25 亿元, 在 16-20 年间 CAGR 为 7.1%, 市场正处起步阶段。中国食品添加透明质酸管制放松打开整体市场增长空间, 公司 19 款在研率先布局潜力赛道, 有望打开长期发展空间。

投资建议

- 我们看好功能性护肤品增速持续和玻尿酸产业链长期发展空间, 预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 9.27、12.68、16.74 亿元, 分别同比增长 43%、37%、32%。维持“买入”评级。

风险

- 新材料新技术替代风险; 新产品研发风险; 新产品注册风险; 核心人员流失风险; 净利率下降风险; 行业竞争加剧风险;

相关报告

1. 《营收端超预期增长, 功能性护肤品持续放量-华熙生物公司点评》, 2021.7.5
2. 《营收略超预期, 功能性护肤品维持高景气-华熙生物公司点评》, 2021.4.28
3. 《功能性护肤持续高增长, 玻尿酸业务全面开花-华熙生物公司点评》, 2021.3.31
4. 《护肤品持续高增长, 食品级有望贡献新增量-华熙生物 2020 业绩...》, 2021.2.26
5. 《原料产能收购稳步推进, 护肤品版块快速增长-华熙生物 2020Q...》, 2020.10.20

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

华熙生物是透明质酸制造全球领先者，借上游优势全产业链多点开花	4
发展三步走，技术平台筑稳，打通产业链协同布局	4
管理团队经验丰富，公司运营质量高	5
经营质量不断提升，业务稳步增长	5
原料业务：行业标准制定者和领头羊，当之无愧的全球透明质酸龙头	7
透明质酸，肌体修复神器，皮肤美颜秘笈	8
四大品类原料营收和毛利均保持高速增长，营销布局遍布海内外	10
全产业链跑通，打造爆款终端医美产品	11
医美千亿市场，供需两强，前景繁荣	11
骨科眼科终端产品市场成熟，高值耗材带量采购有望刺激市场扩容	16
颜值经济时代，护肤品领域将成为黄金赛道	17
四大品牌，彰显核心竞争力	18
硬件助推，产品布局丰富	19
积极开拓渠道，探索新机遇	19
疫情催生消费更上一层楼	20
食品添加透明质酸管制进一步放开，开启口服美容新篇章	20
玻尿酸食品应用国际市场普及，功效显著	20
国内玻尿酸新食品原料获批，玻尿酸食品应用市场将开启新篇章	21
口服美容时代即将掀起热潮	22
盈利预测与业务拆分	22
风险提示	23

图表目录

图表 1：奠定上游原料供应领先地位	4
图表 2：上游为基础发展医美护肤等多款终端产品	4
图表 3：内生加外延打造爆款医疗美容产品	5
图表 4：公司营收（百万元）及增速（%）	6
图表 5：分业务营收情况（百万元）	6
图表 6：公司归母净利润（百万元）	6
图表 7：公司毛利率及净利率	6
图表 8：全球布局多个研发机构	7
图表 9：公司人才结构合理	7
图表 10：2015-2024 全球透明质酸原料市场规模（吨）	7
图表 11：全球透明质酸原料市场格局	8
图表 12：透明质酸及衍生物的应用	8
图表 13：透明质酸分类及作用	9
图表 14：透明质酸在机体中的分布	10

图表 15: 华熙生物原料业务营收 (亿元)	10
图表 16: 华熙生物原料业务毛利情况	10
图表 17: 中国医疗美容服务规模 (十亿元)	11
图表 18: 医美项目渗透率对比	11
图表 19: 华熙生物医疗终端业务主要产品概览	12
图表 20: 华熙生物医疗终端产品收入 (亿元)	12
图表 21: 医疗终端产品毛利率	12
图表 22: 中国医药级透明质酸市场规模 (亿元)	13
图表 23: 2019 我国医美总疗程分布	13
图表 24: 2019 年注射类医美分布及增速	13
图表 25: 医疗美容用透明质酸市场规模 (亿元)	14
图表 26: 中国美容医疗透明质酸竞争格局 (销售额)	14
图表 27: 医美行业监管日趋严格, 合规化利好龙头企业	14
图表 28: 玻尿酸分子大小及用途	15
图表 29: 玻尿酸应用场景丰富	15
图表 30: 华熙生物医美产品丰富	15
图表 31: 华熙生物润致双子针图示	15
图表 32: 终端产品 2020 年售价 (元)	16
图表 33: 我国骨科疾病发病年龄分布	16
图表 34: 骨科治疗医药级透明质酸竞争格局	17
图表 35: 中国白内障手术量及 CSR	17
图表 36: 颜值经济六大领域热度指数对比	18
图表 37: 化妆品细分行业全网信息量对比	18
图表 38: 中国护肤品市场规模(亿元)及增速	18
图表 39: 华熙生物各品牌产品	19
图表 40: 公司故宫系列口红	19
图表 41: 华熙生物各品牌产品	20
图表 42: 佩戴口罩后皮肤问题反馈	20
图表 43: 2016-2019 功能性护肤品业务收入及占比	20
图表 44: 口服玻尿酸增加皮肤水分临床研究	21
图表 45: 口服玻尿酸改善运动人群关节不适临床研究	21
图表 46: 全球食品级玻尿酸食品应用市场规模 (亿元)	21
图表 47: 华熙生物推出“黑零”, “水肌泉“	22
图表 48: 透明质酸钠夹心软糖	22
图表 49: 2020 年华熙生物食品领域主要研究项目	22

华熙生物是透明质酸制造全球领先者，借上游优势全产业链多点开花

发展三步走，技术平台筑稳，打通产业链协同布局

- 华熙生物是集研发、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。公司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，业务遍布全球。
- 公司发展主要分三个阶段
 - 第一阶段为 2000 年至 2011 年。发展核心透明质酸原料加工业务，奠定公司业务拓展基础，公司 7 年时间成为全球最大规模的透明质酸制造厂商，2011 年酶切技术再突破，打开海外广阔市场
 - 第二阶段为 2012 年至 2016 年。医美终端产品陆续上市，先后推出玻尿酸注射产品、眼科黏弹剂、骨科注射液产品。2016 年将业务拓展至功能护肤产品，业务逐渐多点开花。

图表 1：奠定上游原料供应领先地位



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2：上游为基础发展医美护肤等多款终端产品



来源：公司官网，国金证券研究所

- 第三阶段为 2017 年至今。公司内生加外延，收购海外优质标的，逐步扩大国际化步伐。产品营销上别处心裁，在 2018 年打造现象级故宫口红产品。2020 年收购世界第四原料商，全球透明质酸龙头地位加固，充足现金流支撑下游研发与拓展，于 2021 年推出玻尿酸食品，引领市场新风尚。

图表 3：内生加外延打造爆款医疗美容产品



来源：公司官网，国金证券研究所

管理团队经验丰富，公司运营质量高

- 董事长赵燕为实际控制人，间接持有公司 59.06%的股权，股权相对集中。
- 公司核心管理团队经验丰富，在研发、市场、公司运营方面均有多年的经验积累和沉淀，对公司发展方向把握准确，定位合理，推动公司不断开拓壮大。
- 华熙生物子公司遍布全球多个地区，目前有直接全资控股公司 10 家，联营公司美得妥，公司持有其 50%股份，该公司主要负责在香港地区的肉毒素产品销售。

经营质量不断提升，业务稳步增长

- 经营质量不断提升，业务稳步增长。**公司 2016-2020 年营业收入年复合增速为 37.66%。分业务来看，功能性护肤 2016 年-2020 年 CAGR 高达 114.15%。原材料业务稳健增长，CAGR 为 11.31%。医疗终端业务 CAGR 为 31.78%。2021 年一季度公司实现营收 7.8 亿元，同比翻倍增长，净利润 1.5 亿元，同比增长 41.1%。公司业务层次丰富，既有长期稳定供应的现金牛产品，又有增长迅速的新拓展业务，未来发展值得期待。
- 华熙生物与可比公司的毛利率较为接近，华熙生物主营业务毛利率相对较高主要是依托公司多年在透明质酸原料领域积淀的较高技术壁垒，并聚焦于医疗终端产品、原液类高端产品，形成较强的差异化竞争优势，销售收入及毛利率水平快速提高。

图表 4：公司营收（百万元）及增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：分业务营收情况（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司归母净利润（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司毛利率及净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

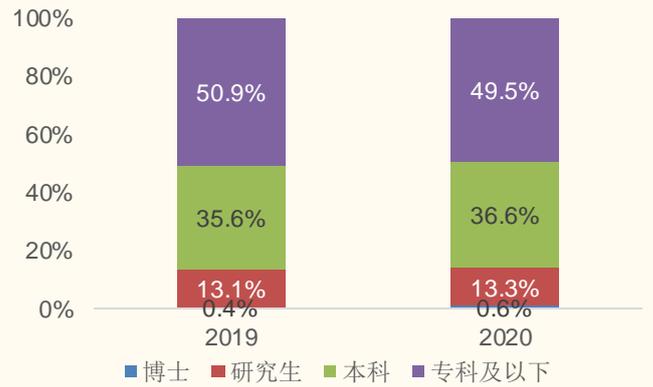
- 公司销售费用率、管理费用率水平处于合理水平。得益于前期技术积累、聚焦研发领域及高效优秀的研发团队及研发机制，公司研发投入能够支持公司的产品储备、业务发展和持续盈利能力。
- 重视研发，人才结构不断优化。公司重视研发，公司先后在济南、上海、北京、法国、美国等地相继设立国际先进水平的研发机构。与清华大学、江南大学、山东大学、天津科技大学、齐鲁工业大学、中国药科大学，美国哈佛大学、加州理工大学等国内外高校和科研机构，在分子生物学、细胞生物学、皮肤健康、肠道菌群、组织工程应用技术等方面展开合作，对透明质酸等生物活性物质进行功效机制研究。公司员工本科及以上学历人员占半数，人才结构合理。

图表 8：全球布局多个研发机构



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 9：公司人才结构合理



来源：公司年报，国金证券研究所

原料业务：行业标准制定者和领头羊，当之无愧的全球透明质酸龙头

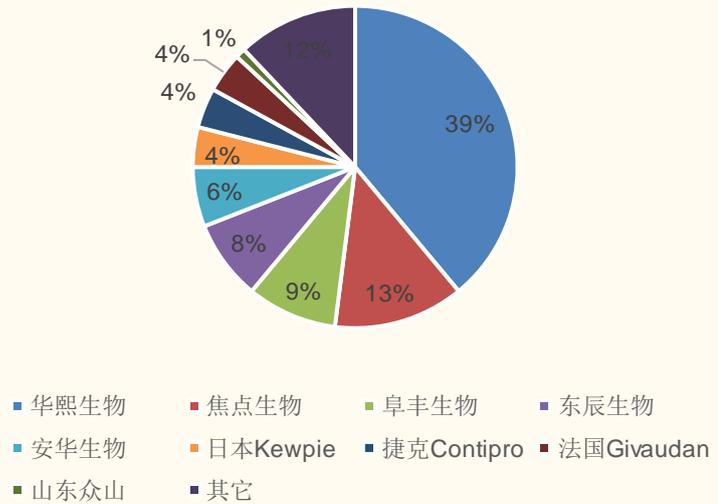
- 透明质酸的市场主要分为 3 个品级：食品级、化妆品级和医药级。2015-2019 年全球透明质酸原料市场的年复合增长率为 20%，虽然因新冠疫情的影响 2020 年的市场规模将会呈现出阶段性下滑的态势，但是预计未来 5 年将会保持 26.4% 的年高复合增长率。高速增长为原料市场为公司的业绩增长提供了强有力的支撑。华熙生物目前市场占有率排名第一，且遥遥领先相较可比公司具有巨大的竞争优势。

图表 10：2015-2024 全球透明质酸原料市场规模（吨）



来源：F&S，华熙生物招股书，国金证券研究所

图表 11：全球透明质酸原料市场格局



来源：华熙生物招股书，国金证券研究所

透明质酸，肌体修复神器，皮肤美颜秘笈

- 玻尿酸的本质是一种透明质酸，透明质酸凭借其独特的分子结构和理化性质能够在人体内发挥多种重要的生理功能：它可以广泛利用于各类眼科手术如晶体植入和角膜移植等，还可用于治疗关节炎起到关节润滑的作用，还可以加速创伤愈合；如果将其用于美容领域，它可以使肌肤保持滋润光滑、富有弹性，且具有补水、祛除皱纹、塑形和填充凹痕等功能。

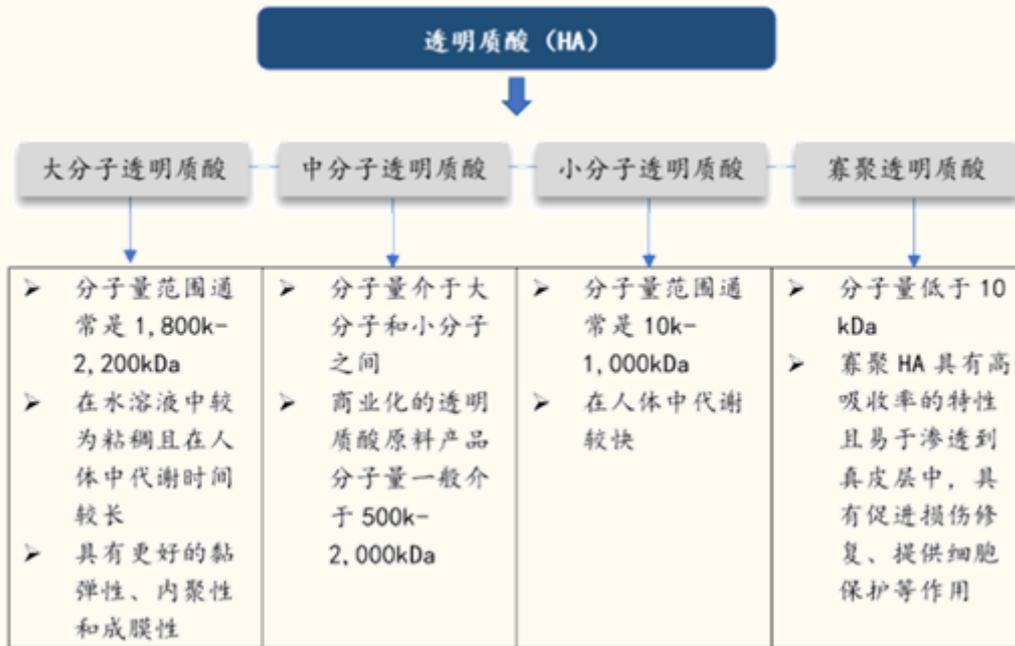
图表 12：透明质酸及衍生物的应用



来源：华熙生物招股书，国金证券研究所

- 分子量是区分透明质酸种类的一个重要参数，分子量的大小决定了该种透明质酸的作用。分子量较大的透明质酸具有更强的支撑性、抗降性和黏弹性，因此常作为塑形填充材料应用于医疗美容中。分子量较小的透明质酸，能够穿透表皮实现皮肤深层吸收，因此常用于保湿类的护肤品中。

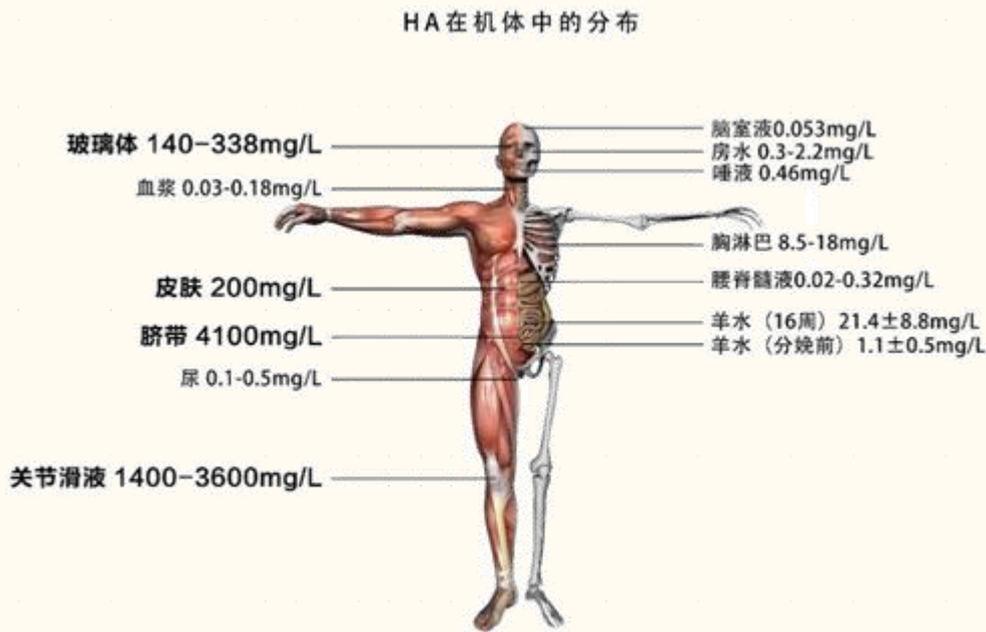
图表 13：透明质酸分类及作用



来源：F&S，国金证券研究所

- 透明质酸是人体内不可替代的天然物质，人体内蕴含的透明质酸在 20 岁时含量相对稳定为 100%，30 岁时下降到 65%，50 岁时下降到 45%，65 岁时下降到 25%，皮肤的水分会随着透明质酸的流失而无法保存在皮肤里，长久以往皮肤就会出现皱纹等老化现象。

图表 14：透明质酸在机体中的分布



来源：华熙生物招股书，国金证券研究所

四大品类原料营收和毛利均保持高速增长，营销布局遍布海内外

- 透明质酸原料生产是公司的核心业务之一，主要分为四大系列：化妆品级、滴眼液级、食品级和注射级，其中化妆品级的销售额占比最高稳定在总销售额的一半左右。2020 年公司原料业务实现营业收入 7.03 亿元，因受新冠疫情影响同比略微下降 7.55%；营业利润 5.49 亿元，同比下降 5.49%；原料业务收入占公司主营业务收入的 26.73%。
- 2020 年公司毛利率达到了 78.09%，高额的毛利率主要得益于技术的领先，其中微生物发酵法能够通过规模化制造透明质酸降低升本，酶切法则能生产出寡聚透明质酸进一步丰富产品线，从而能够满足各种客户的定制化需求，大大增强了企业在市场上的竞争力。

图表 15：华熙生物原料业务营收（亿元）



图表 16：华熙生物原料业务毛利情况



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 受益于终端旺盛的需求例如医美行业的蓬勃发展和新应用领域的拓展例如华熙生物新上市的透明质酸钠饮用水，透明质酸原料行业有望在未来实现快速的增长。凭借公司的先发优势和龙头地位，有望通过产能扩建和外延并购实现规模效应进一步降低成本，使利润率维持在较高的水平。目前华

熙生物无论是产能效率和产品质量均优于竞争对手，得到了国内外客户的一致好评，在深度绑定客户的情形下客户的替换成本较高，因此产品具有很强的确定性。

全产业链跑通，打造爆款终端医美产品

医美千亿市场，供需两强，前景繁荣

- 中国医疗美容行业过去 10 年复合增长率超过 20%。我们认为，医美市场呈现供需两强状态，迎来黄金发展时期。供给端看，技术逐步成熟，产品日渐丰富，市场走向规范化，各类医美机构不断成长。从需求端看，经济发展、人均可支配收入的提高、医美市场教育逐步渗透，医美消费者群体不断扩大。
- 根据 Frost & Sullivan 的报告，2018 年中国医美市场份额已达 1220 亿元，发展至今中国已经成为世界第三大医疗美容市场，预计在 2023 年市场规模达到 3600 亿元，2019 年至 2023 年 CAGR 为 24.2%。其中，非手术类医美市场增长更快，其相对手术类更安全，接受度和复购率更高，预计 2023 年有超 1610 亿元的市场空间。

图表 17：中国医疗美容服务规模（十亿元）



来源：F&S，新氧招股书，国金证券研究所

- 根据德勤报告，中国大陆医美渗透率 2014 年至 2019 年增长 2%至 4%，对比美、日、韩仍存在较大的差距，渗透率提升空间较大，预计未来一段时间，我国医美仍将保持快速的发展势态。

图表 18：医美项目渗透率对比



来源：德勤，头豹研究，国金证券研究所

- **上游优势赋能华熙终端产品发展，产品毛利高、范围广。**借助上游技术优势，华熙生物顺势打通终端产品的发展，产业链打通带来更高的产品溢价空间。华熙生物医疗终端产品主要包括三类，分别为骨科注射液、眼科粘弹剂，软组织填充剂。公司关键技术平台中的交联技术及灭菌技术保证产品安全有效，具备一定竞争实力。

图表 19：华熙生物医疗终端业务主要产品概览

产品分类	产品名称	注册类别	主要品牌	主要用途	核心技术及应用
软组织填充剂	注射用修饰透明质酸钠凝胶	三类医疗器械	润百颜	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	交联技术
	注射用修饰透明质酸钠凝胶（含利多卡因）	三类医疗器械	润致		
眼科粘弹剂	医用透明质酸钠凝胶	三类医疗器械	海视健	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术	终端湿热灭菌技术
骨科注射液	玻璃酸钠注射液	化学药品	海力达	适用于膝关节骨关节、肩关节周围炎	终端湿热灭菌技术

来源：华熙生物招股书，国金证券研究所

- 2020年，公司医疗终端业务实现收入 5.76 亿元，同比增长 17.79%，占公司主营业务收入的 21.88%；毛利率为 84.55%。其中，皮肤类医疗产品实现收入 4.35 亿元，同比增长 9.70%；骨科注射液产品实现收入 0.90 亿元，同比增长 10.44%；其他产品共计实现收入 0.51 亿元，同比增长 378.16%。

图表 20：华熙生物医疗终端产品收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

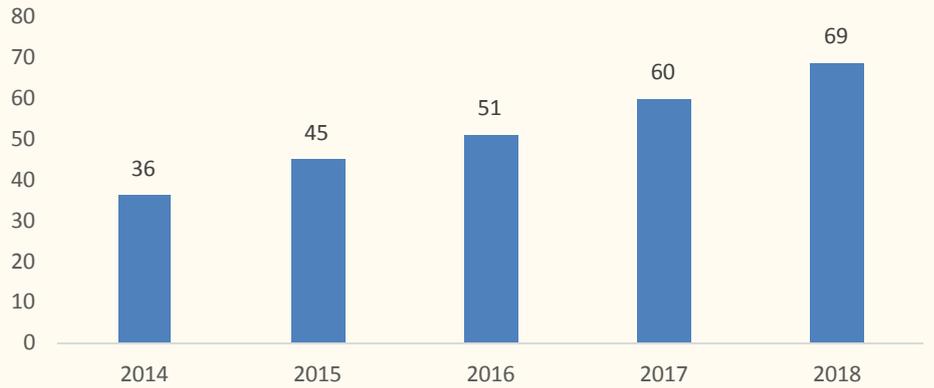
图表 21：医疗终端产品毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- **透明质酸市场规模大，国产产品替代空间足。**透明质酸（玻尿酸）是存在于人体和动物组织中、由 D-葡萄糖醛酸和 N-乙酰氨基葡萄糖的双糖重复单位所组成的直链粘多糖。交联透明质酸材料一直是应用最多的软组织填充剂，由于其出色的生物相容性和填充效果，正逐步取代胶原蛋白等其它填充剂，成为当前主流的填充材料。以透明质酸为填充剂材料的注射类项目一直受到市场的高度认可，根据弗若斯特沙利文，中国医药级别透明质酸材料市场规模 2018 年达 69 亿元。

图表 22：中国医药级透明质酸市场规模（亿元）

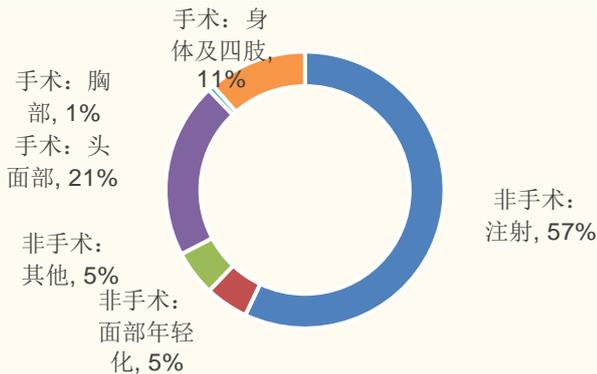


来源：F&S，国金证券研究所

■ 医美用透明质酸注射 37 亿，公司先发抢占市场机遇

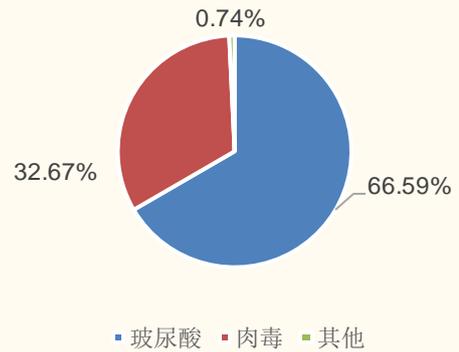
- 根据全球美学整形外科学会（ISAPS）的资料，2017 年全球共进行整形注射类治疗项目 857.22 万例，其中透明质酸注射项目 329.83 万次，占整体注射类项目比例达 38.48%。据新氧大数据，2019 年我国医美总疗程分布中，非手术注射类占比近一半。在注射类的医美中玻尿酸占比超 66%，是使用最广泛的注射产品。

图表 23：2019 我国医美总疗程分布



来源：新氧大数据，国金证券研究所

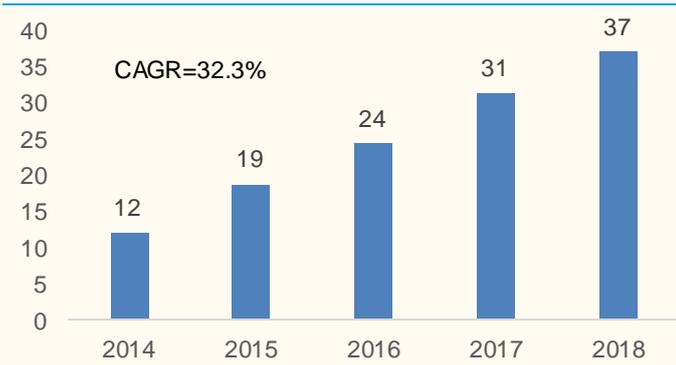
图表 24：2019 年注射类医美分布及增速



来源：新氧大数据，国金证券研究所

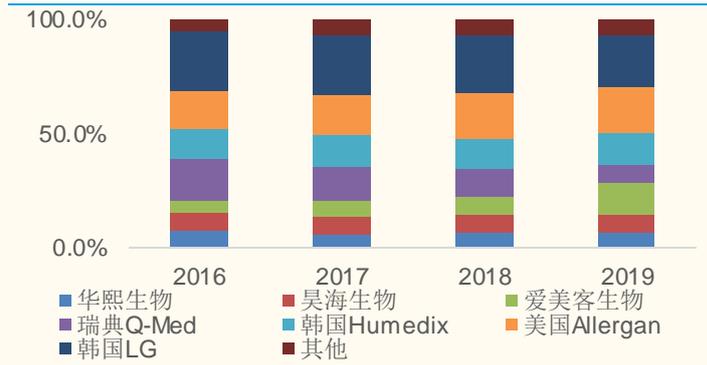
- 据弗若斯特沙利文报告，2018 年医用美容透明质酸市场规模达到 37 亿元，过去 5 年保持大于 30% 的 CAGR 高速增长。国内市场，进口产品的比例在近年来逐渐压缩，国产产品的认可度与日俱增，预计未来这一趋势将继续保持。根据 Frost&Sullivan 预测，至 2021 年国产品牌份额占比有望达到 30% 左右。
- 八部委联合展开医美专项整治，合规化加速行业出清。2021 年 6 月 10 日，国家卫健委、公安部、海关总署等八部委联合印发《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，将于 6 月到 12 月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。内容指出将严厉打击非法制售药品医疗器械行为。严肃查处违法广告和互联网信息。政策推出将加速医美行业合规产品渗透，华熙生物产品有望受益迎来份额提升。

图表 25: 医疗美容用透明质酸市场规模 (亿元)



来源: 新氧大数据, 国金证券研究所

图表 26: 中国美容医疗透明质酸竞争格局 (销售额)



来源: 新氧大数据, 国金证券研究所

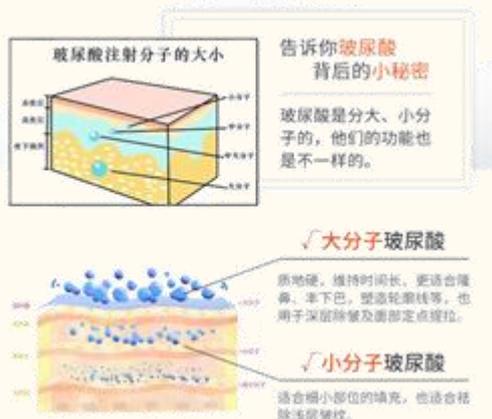
图表 27: 医美行业监管日趋严格, 合规化利好龙头企业

政策发布单位	发布时间	文件名称
国家卫生健康委办公厅	2019	国家卫生健康委员会关于进一步加强公共场所卫生监管工作的通知
国家卫健委	2019	医疗乱象专项整治行动方案
医政医管局	2019	《医疗乱象专项整治行动方案》解读
国家卫生健康委	2019	关于开展医疗乱象专项整治行动的通知
市场监督管理总局	2019	市场监管总局关于深入开展互联网广告整治工作的通知
国家卫生健康委	2019	关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知
国家卫生健康委	2019	关于就"非法医疗问题专项治理方面取得的进展和成效"的回应
国家卫生健康委办公厅	2019	国家卫生健康委办公厅关于印发大型医院巡查工作方案(2019-2022年度)的通知
卫计委	2020	医疗机构执业许可证, 医疗美容医师必须具有职业许可证
国家卫生健康委办公厅	2020	关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知
国家卫健委、公安部、海关总署等八部委	2021	打击非法医疗美容服务专项整治工作方案

来源: F&S, 国金证券研究所

- 产品丰富度高, 双子针、娃娃针重磅产品上市有望带动业绩增长。华熙生物拥有不同分子的交联产品, 可针对不同应用场景使用, 满足终端多样化需求。主要包括两款玻尿酸医美产品, 分别为润百颜和润致。润百颜注射填充剂, 2012年上市, 是国内首个获得CFDA批准文号的注射用修饰透明质酸钠凝胶。润百颜医疗美容产品线是以注射用修饰透明质酸钠凝胶(玻尿酸填充剂)为主要产品, 同时还包括美塑水光系列产品和械字号护肤品系列。

图表 28：玻尿酸分子大小及用途



来源：新氧，国金证券研究所

图表 29：玻尿酸应用场景丰富



来源：新氧，国金证券研究所

- **高交联技术娃娃针锁水修复更胜一筹。**2020 年推出的娃娃针应用 HEC 高效交联技术，相较于非交联产品网格化锁水及修护皮肤张力作用更强，且延续了润致利卡多因缓释技术，是水光产品的升级，有望带动增长。
- **重磅双子针提供面部年轻化组合方案。**2021 年 5 月，华熙生物重磅推出专研静态纹的润致御龄双子针，包括“熨纹针”和“元气针”两款产品，提供面部年轻化的整合式解决方案，建立医美国货消费新标杆。熨纹针”是通过国家 NMPA 认证的三类医疗器械产品，含有微交联透明质酸，微填充真皮层凹陷的同时，能够刺激促进 I 型胶原蛋白生成，是市场上唯一一款定位祛静态纹的产品，联合肉毒使用，对静态纹、动态纹达到双管齐下的效果。而“元气针”则针对面部年轻化综合设计，含有强效复合智慧玻尿酸 PRO（大、中、小、mini 四元分子），能够快速补充玻尿酸，立体提升肌肤状态。

图表 30：华熙生物医美产品丰富



来源：公司官网，新氧，国金证券研究所

图表 31：华熙生物润致双子针图示



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 32：终端产品 2020 年售价（元）

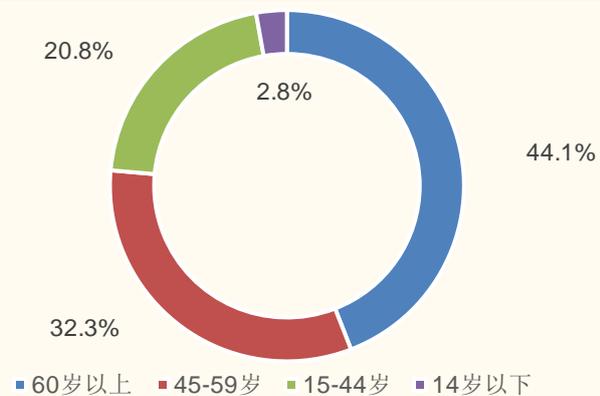
产品	上市时间	2021 售价参考（元）
润百颜白紫	2012	500-1000
润百颜黑金	2014	480-2800
润白颜水光	2015	190-690
润百颜星耀	2019	600-1500
润百颜月盈	2019	1200-3000
润致双相	2018	2500-4000
润致单相	2019	~2980
润致娃娃针	2020	~2800
润致双子针	2021	~5940

来源：新氧，国金证券研究所

骨科眼科终端产品市场成熟，高值耗材带量采购有望刺激市场扩容

- 玻璃酸钠可用关节炎治疗中，常作为关节腔注射药物，作为关节补充液。中国现有骨关节炎患者超过 1.2 亿。根据卫计委发布的《2018 中国卫生健康统计年鉴》，45 岁以上人口骨科类疾病发病率明显较高。预计随着人口老龄化程度的逐步加深，关节炎患者治疗需求增大。
- 关节注射类产品市场近百亿。根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年中国骨关节炎注射类药物市场规模约 98 亿元，其中医药级透明质酸骨科终端产品的市场规模约为 15.7 亿元，增长速度相对较平稳。
- 高耗带量采购有望刺激市场扩容。随着 2020 年冠脉支架国家带量采购拉开帷幕，骨科国家带量采购也即将到来，从过去的采购中看，骨科耗材价格拦腰砍断，产品可及性提高，有望促进骨科手术量增长，进而带动对玻璃酸钠的临床使用需求。

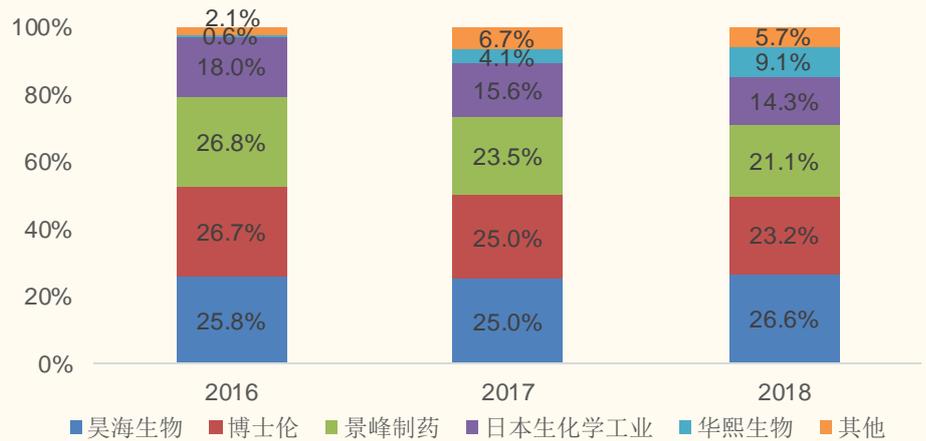
图表 33：我国骨科疾病发病年龄分布



来源：卫计委，国金证券研究所

- 公司骨科玻璃酸钠注射液份额逐年提升。公司治疗关节退行性病变开发的“海力达®”玻璃酸钠注射液于 2013 年取得欧盟三类医疗器械 CE 认证，2014 年取得中国 CFDA 药品批文，成功进入骨科市场。率先采用终端湿热灭菌技术，解决了高温灭菌过程中透明质酸分子量显著降低、且因体积膨胀导致预灌封注射器爆塞等行业技术难题，显著延长产品治疗效果，减少注射次数，提高患者治疗依从性，为具有重大临床需求的国家一类创新药物，将实现骨科疾病防治药物的原始创新，骨科注射液产品 2018 年度的市场占有率为 9.1%，2016-2018 年市场份额不断提升。

图表 34：骨科治疗医药级透明质酸竞争格局



来源：F&S，国金证券研究所

- **眼科黏弹剂材料市场稳健增长。**眼科黏弹剂主要应用于白内障手术，起到临时支撑手术空间，避免眼组织受到手术器械的机械损伤。根据中国防盲治盲网数据，以 2017 年我国每百万人白内障手术率（CSR）为 2205 人推算，我国 2017 年白内障手术量在 300 万人次以上，并保持每年 10% 左右的市场增长，市场潜力较大。根据研究机构 Frost & Sullivan 的报告，2018 年中国医药级透明质酸眼科终端产品的市场规模约为 16.1 亿元，2019 年中国眼科治疗透明质酸终端产品市场规模达到 18.0 亿元，预计市场规模将在 2024 年达到 26.8 亿元，未来五年复合增长率达 9.1%。
- **眼科黏弹剂产品市场集中度高，充满挑战。**公司眼科黏弹剂产品“海视健”属于医疗器械耗材产品，目前以经销模式销售。眼科黏弹剂所占市场份额较小，公司 2018 年眼科产品销售收入占比为 0.61%，所占整体市场份额为 4%。整体市场集中度较高，未来发展仍面临挑战。

图表 35：中国白内障手术量及 CSR

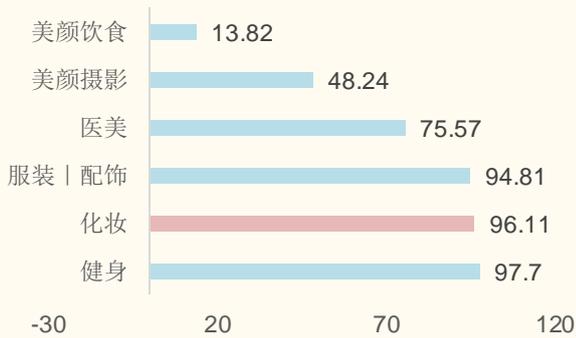


来源：F&S，国金证券研究所

颜值经济时代，护肤品领域将成为黄金赛道

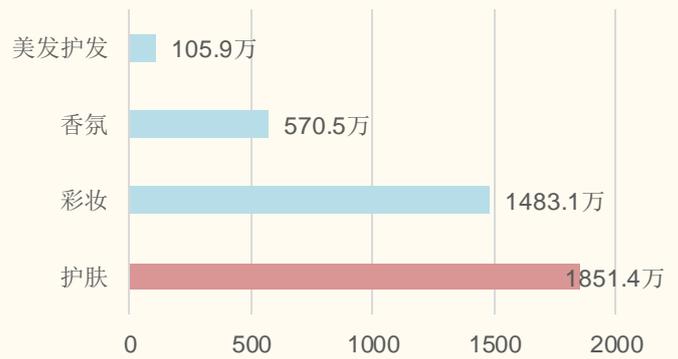
- 随着健康知识的普及，与人均经济水平的提高，护肤越来越成为备受关注的话题之一，截止到 2019 年末，化妆品在六大颜值经济领域的热度中排名第二，在化妆品细分中，护肤以高达 1851.4 万的信息量位居榜首，远超彩妆。

图表 36：颜值经济六大领域热度指数对比



来源：新氧，国金证券研究所

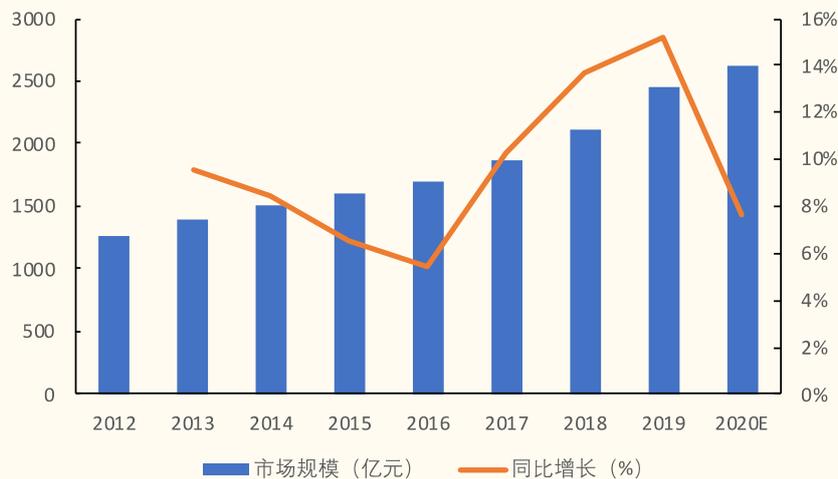
图表 37：化妆品细分行业全网信息量对比



来源：新氧，国金证券研究所

- 护肤品作为化妆品市场中所占份额最大的产业，注定是未来的大趋势，市场前景可期。从中国近两年的护肤品市场规模来看，已在近几年实现了质的增长，突破 2000 亿元。2020 年中国护肤品市场规模达 2630 亿元，预计 2022 年国内护肤品市场规模将会达到 3000 亿元。

图表 38：中国护肤品市场规模(亿元)及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 我国大众化妆品市场增速放缓，而高端化妆品市场仍保持较快增速，具备高技术含量产品受到青睐，重视创新和差异化的企业长远来看持续发展稳定性较高。公司作为集研发、生产、销售于一体的公司，可以更直接的从客户端获得反馈，便于研发的查缺补漏，快速进行产品的优化升级，提高客户满意度。长远来看，高端市场转移趋势对公司是极为有利的，能够在未来帮助公司弯道超车。
- 功能性护肤品引领新浪潮。区别于传统护肤品，功能性护肤品更加注重细分场景应用，针对不同皮肤问题，开发相应的护肤产品，大大减少了消费者筛选信息的时间，贴合快消费的社会节奏，满足消费者需求。2014 起，国内功能性化妆品市场稳步上升，截至 2019 年，市占率已由 10.7% 增长到 27.30%，涨势可观。

四大品牌，彰显核心竞争力

- 技术背景雄厚，打下坚实基础。微生物发酵与交联是公司两大科技平台，也是公司产出透明质酸的关键技术，曾荣获多项专利及奖项。微生物发酵主要通过链球菌代谢产生透明质酸，利用酶切和高标准的分离纯化技术，获取不同分子量段的透明质酸。分子量透明质酸更易渗透皮肤表层并被吸收，具有细胞损伤修复，抗氧化活性，保湿等作用。“梯度 3D”交联则实

现了对透明质酸的精准结构性修饰，大大延长了其在人体内的存留时间，以更好发挥功效。目前处于国际化领先地位，具有绝对市场优势。公司旗下四大护肤品牌“润百颜”，“米蓓尔”，“夸迪”“BM肌活”均依托于两大技术。

硬件助推，产品布局丰富

- 润百颜：以玻尿酸为基调，采用透明质酸+生物活肤技术，让玻尿酸与活性物质协同合作，针对肌肤问题，分级呵护。其明星产品“次抛原液”，分子量 3K-10Da，透皮吸收率达 69.5%，可直达肌底补水，另外“次抛”概念的引入，打破了对护肤品的常规定义，利用 BFS 无菌灌装技术，将小包装，便携，方便运输等元素融入到产品中。
- 米蓓尔：以科学搭配、精准修护为核心，为敏感肌人群提供专业有为敏感肌人群提供专业有效的呵护方案。
- 夸迪：是润百颜的升级款，产品主打渗透好，低粘度，次抛系列仍为热销。
- BM 肌活：主张“不额外添加一滴水的营养零稀释”，同时还添加了专利 mini 玻尿酸、二裂酵母等大品牌中常见成分，产品在修护紫外线损伤、舒缓、强韧屏障方面效果显著。
- 在各品牌风格鲜明的定位下，公司强调全线产业链，一定程度上扩大了客户群体，提升了复购率，有效降低了 B2C 获客成本。

图表 39：华熙生物各品牌产品



来源：公司官网，国金证券研究所

积极开拓渠道，探索新机遇

- 公司采用线上与线下共同推进的战略，在线下渠道公司采用 B2B 为主的模式，由经销商面向终端客户销售，为进一步开拓功能性护肤品业务，公司旗下品牌“润百颜”与故宫签署合作，生产故宫系列口红，因其精致华丽的外观和优质的性价比，受到大众如潮喜爱，据统计累计销量超过 10 万余只。

图表 40：公司故宫系列口红



来源：公司官网，国金证券研究所

- 线上方面，公司利用电商平台传播快效率高的特点，与天猫、淘宝、小红书等平台签订服务协议，开设专卖店，以 B2C 模式直接面对客户群体。线上销售已成为近年主战场，2020 年仅天猫双 11 当日，四大品牌就突破了十八亿销售额，其中润百颜次抛销售累计 1250 万支，米蓓尔粉水销售超过 18 万瓶，夸迪次抛累计销售 510 万支，BM 肌活左旋乳酸肌底液销售额同比去年全天增长 442%。
- 借助直播带货热潮，公司携手李佳琦、薇娅等直播达人，对产品进行大力推广。夸迪次抛原液在登陆李佳琦直播间后，仅仅 2 秒内，12000 多盒产品被一抢而空，而润百颜的 377 次抛也在薇娅直播间突破 2700 万销售额，效果显著。

图表 41：华熙生物各品牌产品

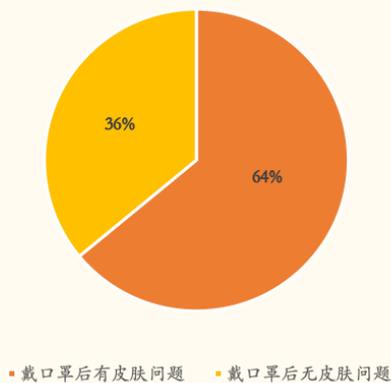
品牌	天猫渠道	经销渠道	其他渠道
润百颜	58%	29%	13%
夸迪	57%	11%	32%
米蓓尔	49%	36%	15%
BM 肌活	77%	12%	11%

来源：公司官网，国金证券研究所

疫情催生消费更上一层楼

- 新冠疫情期间，戴口罩加速了皮肤问题的产生，如皮肤过敏、致痘、毛孔粗大等症状调查显示，64%的人戴口罩后有皮肤问题，而只有 36%的人戴口罩后没有发现皮肤问题。
- 疫情解决任重而道远，功能性护肤品将成为长期需求，2016 年至 2019 年一季度，功能性护肤品销售金额及占比呈逐年增加态势，若以此为跳板，将带领功能性护肤品市场迈上新台阶。

图表 42：佩戴口罩后皮肤问题反馈



来源：新氧，国金证券研究所

图表 43：2016-2019 功能性护肤品业务收入及占比



来源：公司招股书，国金证券研究所

食品添加透明质酸管制进一步放开，开启口服美容新篇章

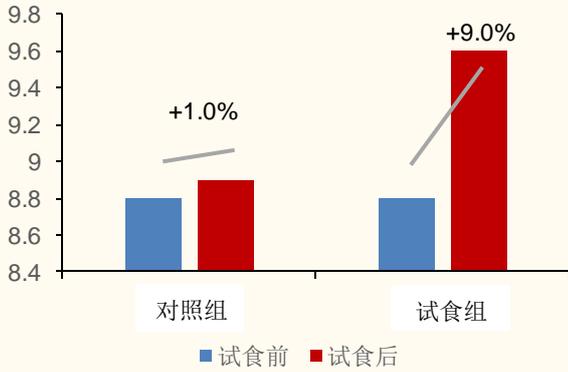
玻尿酸食品应用国际市场普及，功效显著

- 20 世纪 80 年代，食品级玻尿酸添加的美容保健食品在日本开始发展流行。到 2020 年，在国际市场上，玻尿酸作为食品原料添加已经十分普及。在美国、英国、韩国、巴西等国家，已有 2000 余款玻尿酸保健食品及普通食品上市，如 DHC 透明质酸 60 天咀嚼片，朝日完美透明质酸果冻，Swisse 水光片等。据研究显示，玻尿酸通过食品形式被服用后，可以在肠

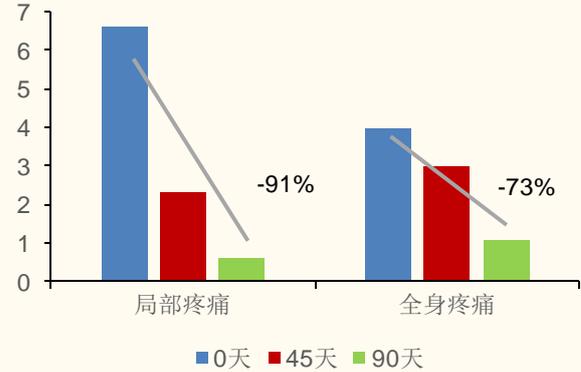
道中被快速分解吸收，到达皮肤、关节等组织，起到保护胃黏膜、补充机体水分、显著改善骨骼关节功能等功效，且安全无副作用。

- 据艾瑞咨询统计显示，2020 年全球玻尿酸食品市场规模达 25 亿元，在 16-20 年间 CAGR 为 7.1%，市场规模将持续稳定增长。再加上目前消费者整体对玻尿酸及其功效的认知还相对较低，随着宣传活动的推广，及人们对产品功效性认可度的提高，玻尿酸食品市场将有望获得更广的发展空间。

图表 44：口服玻尿酸增加皮肤水分临床研究



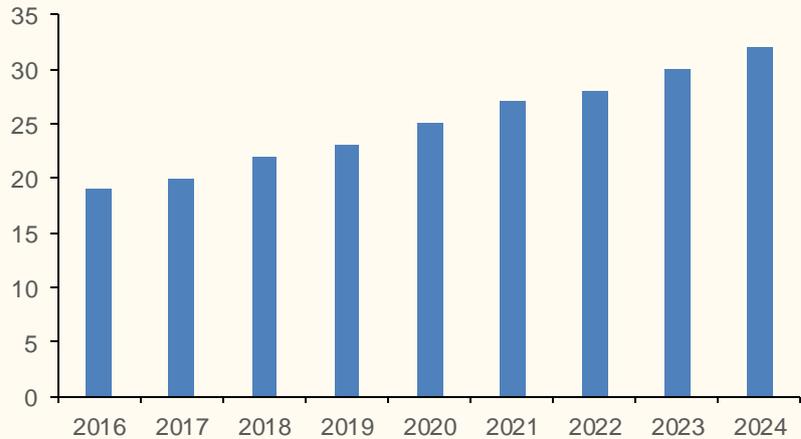
图表 45：口服玻尿酸改善运动人群关节不适临床研究



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 46：全球食品级玻尿酸食品应用市场规模（亿元）



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

国内玻尿酸新食品原料获批，玻尿酸食品应用市场将开启新篇章

自 2008 年卫生部批准玻尿酸作为保健食品原料以来，国内仅有 25 个玻尿酸保健食品上市。其中，华熙生物也推出了玻尿酸功能性保健品仙黎奥芙等产品。随着 2021 年 1 月 22 日卫健委批准了华熙生物主导的玻尿酸新型食品原料透明质酸 PLEX®的申报，将食品级玻尿酸的应用范围进一步扩展至包括乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力及巧克力制品、糖果等在内的普通食品领域，标志着我国玻尿酸终端食品国产时代新篇章的开启。

- 乘着新政策的东风，2021 年 1 月 22 日，华熙生物重磅推出国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”，成功抢占市场先机。该品牌主打健康瘦身、安眠舒压、护肝养胃、美白抗氧化等功效，共推出透明质酸白芸豆纤体咀嚼片、透明质酸 GABA 舒眠抗衰软糖、透明质酸 GABA 叶黄素酯脑活力 UP 明目软糖、透明质酸西洋参饮、透明质酸胶原水光饮、透明质酸 GABA 胶原燕窝饮六款产品。随后的 2 月 3 日，公司与 Wonder Lab 共同推出首款玻尿酸软糖，

基于 Wonder Lab 产品定位及营销模式，为华熙生物的玻尿酸食品在当代年轻人市场中又打响一波宣传。紧接着，在 2021 年 3 月 22 日，首款玻尿酸饮用水“水肌泉”隆重登场，并在天猫等电商平台开店销售，以 6 瓶 45.9 元的亲民价格、每瓶水含有 66mg 食品级玻尿酸的品质，率先渗透入大众日常生活，为旗下玻尿酸食品的推广进一步敲开消费市场大门。

图表 47：华熙生物推出“黑零”，“水肌泉”

图表 48：透明质酸钠夹心软糖



来源：华熙生物官方公众号，国金证券研究所

来源：WonderLab 官方微博，国金证券研究所

口服美容时代即将掀起热潮

- 据大数据统计，随着“颜值经济”的发展，口服美容类产品的消费在近年内快速增长，对口服美容的需求也越来越细分，从补水、美白、抗老，再到抗糖、抗氧化。概念的不断更新，意味着对产品种类及功效的更高要求。华熙生物具有坚实的玻尿酸原料生产制造、产品研发及转化的技术基础，且在 2020 年收购了以食品级玻尿酸原料为主营的佛斯特公司后，对进一步提高公司在玻尿酸食品行业中的市场占有率和综合竞争能力具有十分重要的意义。此外，在已有的玻尿酸食品产品基础上，华熙生物在 2020 年间围绕食品领域持续推动 19 个研发项目的进展，为迎合消费者需求、在行业日新月异的发展中能保持先发优势时刻准备着。

图表 49：2020 年华熙生物食品领域主要研究项目

项目名称	预计总投资规模（万元）	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用前景
改善睡眠胶囊	350	注册	产业化	保健食品
透明质酸葡萄糖酸锌口服液	300	注册	产业化	保健食品
靓肤健骨保健食品	190	中试	产业化	保健食品
胶原蛋白肽驻颜饮	200	结题	产业化	保健食品
护眼保健品的开发	150	中试	产业化	保健食品
透明质酸便携饮	150	中试	产业化	保健食品
透明质酸咀嚼片	150	中试	产业化	保健食品
GABA 口服液	120	中试	产业化	保健食品
生发保健品	70	结题	产业化	保健食品
白领女性美容产品的开发	12	结题	产业化	食品

来源：公司年报，国金证券研究所

盈利预测与业务拆分

- 玻尿酸原料业务：2021~2023 年预计同比增长 13.12%/11.59%/10.32%；受益于终端需求的快速发展，公司的原料业务持续增长
- 医疗终端产品：2021~2023 年收入预计同比增长 35.58%/31.29%/30.67%；借助上游原材料优势，为下游产品发展注入强劲动力；医美领域产品丰富度高刺激销量增长，娃娃针、双子针尚且处在放量期间。
- 功能性护肤品：2021~2023 年收入预计同比增长 83%/61.79%/46%；借助“润百颜”，“米蓓尔”，“夸迪”“BM 肌活”品牌效应，业务持续增长

- 我们看好功能性护肤品增速持续和玻尿酸产业链长期发展空间，预计公司2021-2023年实现营业收入42、61.14、83.80亿元，归母净利润9.27、12.68、16.74亿元，分别同比增长43%、37%、32%。维持“买入”评级。

风险提示

- **新品研发风险。**
 - 在新产品研发的过程中，可能存在因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。
- **新产品或技术替代风险。**
 - 公司的业务发展较依赖上游透明质酸产品，未来出现革命性的新产品或新技术，且公司未能及时应对新产品或新技术的迭代趋势，公司的产品和技术存在被替代的风险。
- **境外经营及汇率风险。**
 - 公司在美国、欧洲等境外地区拥有多家子公司，境外业务占公司比例较高。如果境外业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化，或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力等情形，可能对发行人境外业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,263	1,886	2,633	3,549	4,615	5,907	货币资金	854	2,201	1,390	2,182	3,133	4,466
增长率		49.3%	39.6%	34.8%	30.0%	28.0%	应收账款	236	401	424	538	699	895
主营业务成本	-254	-384	-489	-671	-872	-1,116	存货	177	315	477	515	669	856
%销售收入	20.1%	20.3%	18.6%	18.9%	18.9%	18.9%	其他流动资产	30	854	1,373	1,476	1,492	1,512
毛利	1,010	1,502	2,143	2,878	3,743	4,791	流动资产	1,297	3,771	3,664	4,710	5,994	7,730
%销售收入	79.9%	79.7%	81.4%	81.1%	81.1%	81.1%	%总资产	62.6%	75.8%	64.1%	71.2%	74.5%	78.0%
营业税金及附加	-27	-26	-34	-46	-60	-77	长期投资	15	15	18	18	18	18
%销售收入	2.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	462	631	1,245	1,300	1,366	1,411
销售费用	-284	-521	-1,099	-1,384	-1,708	-2,127	%总资产	22.3%	12.7%	21.8%	19.7%	17.0%	14.2%
%销售收入	22.5%	27.7%	41.8%	39.0%	37.0%	36.0%	无形资产	242	477	517	586	662	747
管理费用	-170	-182	-162	-220	-286	-366	非流动资产	774	1,201	2,053	1,904	2,046	2,176
%销售收入	13.4%	9.7%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	%总资产	37.4%	24.2%	35.9%	28.8%	25.5%	22.0%
研发费用	-53	-94	-141	-192	-254	-331	资产总计	2,071	4,972	5,717	6,614	8,040	9,905
%销售收入	4.2%	5.0%	5.4%	5.4%	5.5%	5.6%	短期借款	40	0	24	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	476	679	707	1,036	1,435	1,890	应付款项	87	152	266	231	297	379
%销售收入	37.7%	36.0%	26.8%	29.2%	31.1%	32.0%	其他流动负债	165	214	262	301	392	503
财务费用	23	12	1	36	55	79	流动负债	291	366	553	532	689	881
%销售收入	-1.8%	-0.7%	0.0%	-1.0%	-1.2%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-15	41	0	0	0	其他长期负债	62	56	146	140	140	140
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0	负债	354	422	699	672	829	1,021
投资收益	10	0	34	20	10	10	普通股股东权益	1,717	4,550	5,020	5,944	7,212	8,885
%税前利润	2.0%	0.1%	4.5%	1.8%	0.7%	0.5%	其中：股本	430	480	480	480	480	480
营业利润	524	700	757	1,092	1,500	1,979	未分配利润	333	529	934	1,858	3,127	4,800
营业利润率	41.5%	37.1%	28.8%	30.8%	32.5%	33.5%	少数股东权益	0	-1	-2	-2	-2	-2
营业外收支	-9	2	2	1	1	1	负债股东权益合计	2,071	4,972	5,717	6,614	8,040	9,905
税前利润	515	701	759	1,093	1,501	1,980	比率分析						
利润率	40.8%	37.2%	28.8%	30.8%	32.5%	33.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-91	-116	-114	-169	-233	-307	每股指标						
所得税率	17.7%	16.6%	15.0%	15.5%	15.5%	15.5%	每股收益	0.985	1.220	1.345	1.925	2.643	3.486
净利润	424	585	645	924	1,269	1,673	每股净资产	3.990	9.480	10.458	12.383	15.026	18.511
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0	每股经营现金净流	1.028	0.738	1.350	1.763	2.563	3.380
归属于母公司的净利润	424	586	646	924	1,269	1,673	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	33.6%	31.1%	24.5%	26.0%	27.5%	28.3%	回报率						
							净资产收益率	24.68%	12.87%	12.87%	15.55%	17.59%	18.83%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	20.47%	11.78%	11.30%	13.97%	15.78%	16.89%
							投入资本收益率	22.23%	12.43%	11.90%	14.74%	16.82%	17.98%
净利润	424	585	645	924	1,269	1,673	增长率						
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0	主营业务收入增长率	54.41%	49.28%	39.63%	34.80%	30.04%	28.00%
非现金支出	49	67	59	106	147	171	EBIT增长率	74.65%	42.57%	4.13%	46.63%	38.50%	31.70%
非经营收益	-32	-28	-81	68	-11	-11	净利润增长率	90.70%	38.16%	10.29%	43.07%	37.29%	31.89%
营运资金变动	2	-270	25	-252	-175	-210	总资产增长率	9.98%	140.06%	14.99%	15.70%	21.56%	23.20%
经营活动现金净流	442	354	648	846	1,230	1,622	资产管理能力						
资本开支	-168	-450	-763	-48	-289	-299	应收账款周转天数	51.3	55.5	51.6	50.0	50.0	50.0
投资	-432	0	-11	0	0	0	存货周转天数	228.0	233.7	295.0	280.0	280.0	280.0
其他	565	-797	-558	20	10	10	应付账款周转天数	90.0	74.4	108.9	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-35	-1,247	-1,331	-28	-279	-289	固定资产周转天数	108.7	89.0	86.9	111.3	90.8	73.7
股权募资	1,055	2,276	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	40	-40	24	-25	0	0	净负债/股东权益	-47.39%	-48.39%	-41.63%	-48.88%	-53.47%	-58.41%
其他	-994	-6	-196	-1	0	0	EBIT利息保障倍数	-20.5	-54.5	-1,381.6	-28.6	-26.1	-24.0
筹资活动现金净流	101	2,230	-172	-26	0	0	资产负债率	17.07%	8.49%	12.22%	10.16%	10.31%	10.31%
现金净流量	509	1,337	-856	792	951	1,333							

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402