深度研究

公司研究

证券研究报告

推荐 （维持）

风险评级：中高风险

全产业链布局，成就透明质酸巨头

华熙生物（688363）深度报告

2021 年 8 月 3 日

魏红梅

SAC 执业证书编号：

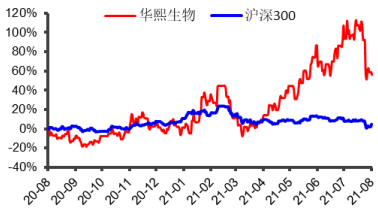
S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据	2021 年 8 月 2 日
收盘价(元)	225.10
总市值（亿元）	1,080.48
总股本(亿股)	4.80
流通股本(亿股)	0.93
ROE（TTM）	13.34%
12 月最高价(元)	306.59
12 月最低价(元)	116.63

股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

爱美客（300896）深度报告：聚焦美丽，崭露头角

投资要点：

- **公司透明质酸全产业链布局带动业绩高增长，功能性护肤品蹿红为核心业务板块。**公司是目前世界最大的透明质酸原料供应商，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。公司全方位布局迎来靓丽业绩，2016年-2020年，公司营收从7.33亿元上升至26.33亿元，CAGR为37.66%；同期公司归母净利润从2.69亿元上升至6.46亿元，CAGR为24.43%。其中，功能性护肤品业务增长最吸睛，2018/2019/2020年业务收入同比增速分别达到205.04%/118.53%/112.19%。2020年，功能性护肤品业务营收占比为51.13%，较2019年上升17.49个百分点，较2018年上升28.15个百分点。
- **公司连续多年称霸全球透明质酸原料供应商首榜。**近年来中国透明质酸原料销量占全球整体销量的比重稳定维持在80%以上。目前，华熙生物透明质酸原料销量在全球的占比已超过四成，稳居全球首位。
- **公司凭借优质玻尿酸注射类产品在医美市场稳占一席之地。**公司医美品牌矩阵丰富，其中“润百颜”和“润致”深受消费者喜爱，公司旗下玻尿酸产品销售量和销售额均进入国产玻尿酸前三名。近年来，公司相继推出国内首款单相含麻玻尿酸，微交联技术的娃娃针，专研静态纹的御龄双子针。
- **公司全力打造功能性护肤品国货之光。**在国际品牌主导中国化妆品市场的环境下，公司逆势创立了一系列美肤彩妆品牌，产品功效多元化。前四大核心品牌包括“润百颜”、“夸迪”、“米蓓尔”和“BM肌活”，2020年该四大品牌收入均实现不同程度增长。
- **公司食品级透明质酸原料获批新食品原料，引爆玻尿酸食品终端蓝海。**2021年1月，我国透明质酸食品政策的全面开放，标志着国产透明质酸食品终于进入中国功能性食品市场。目前，公司旗下已推出“黑零”、“水肌泉”两大功能性食品品牌，带领国产玻尿酸食品行业发展，引领功能性食品消费新风向。
- **投资建议：**预计公司2021、2022年每股收益分别为1.72元和2.34元，对应估值分别为131倍和96倍。公司拥有集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台，HA原料市场地位稳固，功能性化妆品业务爆发性增长，医疗终端产品稳定增长，功能性食品业务板块强劲起势。四轮驱动下，公司未来成长潜力较大，我们维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险；经营资质续期风险；新产品研发和注册风险；新产品市场接受度不及预期；经销商管理风险等。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目 录

1、公司专注透明质酸，覆盖全产业链 4
1.1 公司贯通透明质酸行业上下游 4
1.2 公司股权激励提升业绩保障 5
1.3 公司业绩增长好，护肤品业务爆发 5
1.4 公司盈利能力较好 6
2、透明质酸原料市场规模持续增长，公司龙头地位稳固 8
2.1 透明质酸原料概况 8
2.2 透明质酸原料市场规模保持扩张 9
2.3 公司系全球最大的透明质酸原料供应商 10
3、医药级透明质酸成就医疗终端产品 12
3.1 医药级透明质酸应用广泛 12
3.2 医美类透明质酸终端产品 13
3.2.1 医美类透明质酸终端产品市场规模与竞争格局 13
3.2.2 公司在医美市场稳占一席之地 14
3.3 骨科治疗类透明质酸终端产品 17
3.3.1 骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模与竞争格局 17
3.3.2 公司在骨科治疗类透明质酸终端产品市场快速崛起 18
3.4 公司医疗终端产品与同业公司对比 19
4、功能性护肤品火热，全力打造国民品牌 20
4.1 化妆品行业稳步发展，护肤品类占据重要席位 20
4.2 透明质酸化妆品市场发展良好，保湿面膜类产品增速亮眼 21
4.3 透明质酸化妆品之国产替代任重道远 23
4.4 国产化妆品星火燎原，华熙生物首当其冲 24
5、进军功能性食品，未来市场一片蓝海 27
5.1 功能性食品快速发展，口服美容市场再现异彩 27
5.2 透明质酸食品风靡全球 29
5.3 透明质酸食品政策全面开放，华熙“黑零”品牌初试锋芒 31
6、在研项目情况 32
7、投资建议 32
8、风险提示 33

插图目录

图 1：公司主要产品 4
图 2：公司股权结构 5
图 3：公司营收快速增长 6
图 4：公司归母净利润稳定增长 6
图 5：功能性护肤品业务快速增长 6
图 6：公司毛利率保持较高水平 7
图 7：公司近年来销售费用率上升较快 7
图 8：近三年公司各业务毛利率较为稳定 7
图 9：全球透明质酸原料销量规模（吨） 9
图 10：全球各级别透明质酸销量占比 9
图 11：中国透明质酸原料销量情况 10
图 12：中国透明质酸原料市场规模稳定增长 10

图 13：2019 年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量）. 11
图 14：透明质酸医疗终端产品分类. 12
图 15：中国医美类透明质酸终端产品市场规模持续增长. 13
图 16：2019 年中国医美类透明质酸终端产品市场竞争格局（按销售额占比）. 14
图 17：2018 年中国医美类透明质酸终端产品市场竞争格局（按销量占比）. 14
图 18：常见进口玻尿酸品牌. 14
图 19：常见国产玻尿酸品牌（右边部分为主要上市公司品牌）. 15
图 20：中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场规模(元). 17
图 21：中国骨科类透明质酸终端产品市场规模稳定增长. 17
图 22：2019 年全球骨科治疗类透明质酸终端产品. 18
图 23：2019 年中国骨科治疗类透明质酸终端产品. 18
图 24：华熙生物在中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场的销售额份额快速上升. 18
图 25：全球化妆品市场规模稳定上升. 20
图 26：中国化妆品市场规模较快增长. 20
图 27：2019 年全球化妆品产品市场结构. 21
图 28：2018 年中国化妆品产品市场结构. 21
图 29：全球透明质酸化妆品市场规模保持增长. 22
图 30：中国透明质酸化妆品市场规模持续增长. 22
图 31：中国透明质酸保湿面膜类产品规模高速增长. 22
图 32：中国透明质酸精华类产品市场规模快速增长. 22
图 33：中国透明质酸口红类产品市场规模高速增长. 23
图 34：全球化妆品企业旗下透明质酸终端产品市场占有率. 23
图 35：2019 年全球化妆品企业旗下透明质酸终端产品在华市占率（按销售额）. 24
图 36：中国功能性食品市场规模快速增长. 27
图 37：2019 年功能性食品渗透率及用户粘性情况. 28
图 38：2019 年中国人均功能性食品年消费额低. 28
图 39：中国口服美容行业市场规模稳健增长. 28
图 40：预测 2022 年中国占全球口服美容市场份额. 28
图 41：功能性食品涉及透明质酸的细分类别. 29
图 42：全球食品级透明质酸终端产品市场规模持续增长. 29
图 43：华熙生物功能性食品主要产品. 32

表格目录

表 1：透明质酸分类（按分子量大小）. 8
表 2：透明质酸分类（按终端用途）. 8
表 3：中外透明质酸原料售价对比. 10
表 4：华熙生物医疗终端产品细分项目收入占公司营业总收入比重. 13
表 5：华熙生物医美类透明质酸产品. 16
表 6：华熙生物主要医疗终端产品 VS 同行业公司可比产品. 19
表 7：本土化妆品公司主要化妆品产品. 24
表 8：本土化妆品公司财务指标对比. 25
表 9：华熙生物四大护肤品牌渠道构成（2020 年）. 26
表 10：全球食品级透明质酸（HA）终端产品各细分类别的主要参与者. 30
表 11：公司盈利预测简表（截至 2021 年 8 月 2 日）. 33

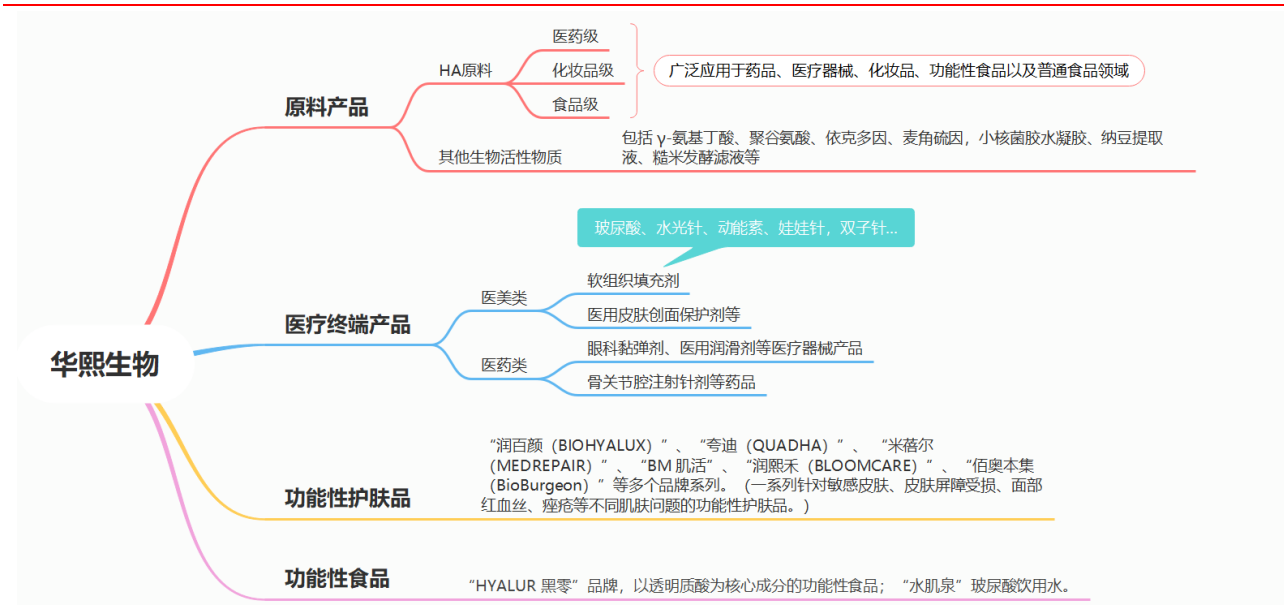
1、公司专注透明质酸，覆盖全产业链

1.1 公司贯通透明质酸行业上下游

透明质酸（hyaluronic acid），简称 HA，又名玻璃酸、玻尿酸。透明质酸是存在于人体和动物组织中的一种由 N-乙酰氨基葡萄糖和 D-葡萄糖醛酸为结构单元的高分子粘多糖，广泛分布于人体的眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位内。透明质酸一般为其钠盐，即透明质酸钠，习惯上仍称为透明质酸。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活性，在医药、化妆品及功能性食品中应用十分广泛。

华熙生物拥有集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台。公司是目前世界最大的透明质酸原料供应商，微生物发酵生产透明质酸技术处于全球领先。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、功能性食品的透明质酸全产业链业务体系，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。原料业务上，主要可分为医药级、化妆品级和食品级透明质酸原料，以及γ-氨基丁酸、聚谷氨酸等其他生物活性物质。医疗终端产品可分为医美类和医药类，医美类主要为玻尿酸针剂等软组织填充剂和医用皮肤创面保护剂等，医药类主要为眼科粘弹剂等医疗器械产品和骨关节腔注射针剂等药品。功能性护肤品主要是公司针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等不同肌肤问题开发的一系列护肤品。功能性食品是公司 2021 年重点打造的第四大业务板块，目前已有黑零、水肌泉两大品牌。

图 1：公司主要产品



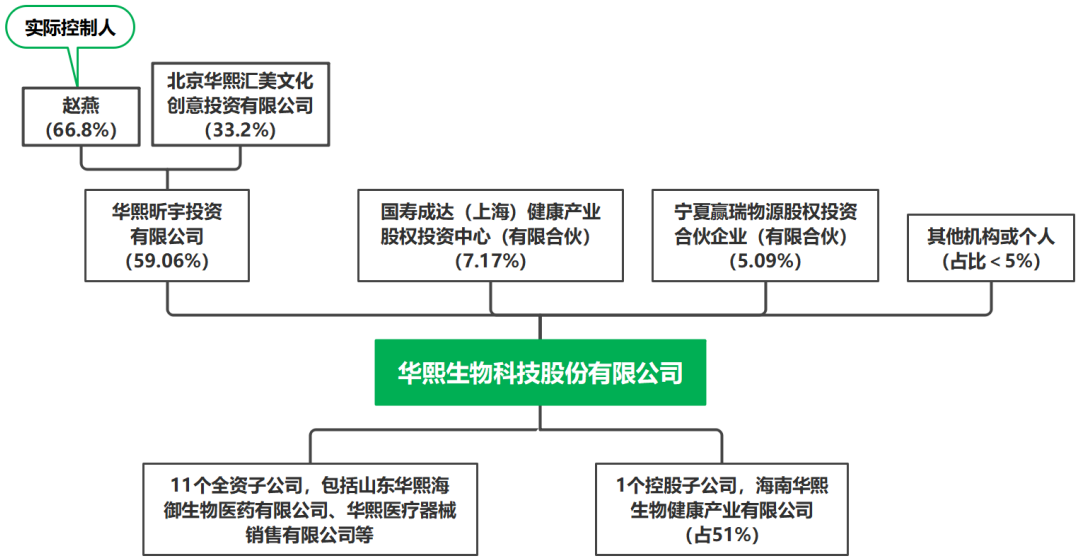
资料来源：华熙生物招股说明书、公司年报、公司官网，东莞证券研究所

1.2 公司股权激励提升业绩保障

公司股权结构相对集中。公司第一大股东为华熙昕宇投资有限公司，持股比例为 59.06%；而赵燕持有华熙昕宇 66.8%的股份，间接持有华熙生物 39.45%的股权，为公司的实际控制人。另外，国寿成达和赢瑞物源分别持有公司 7.17%和 5.09%的股权，为公司第二、第三大股东。

公司股权激励落地，业务有望更上一层楼。2021 年 3 月，公司以 78 元/股的授予价格向符合条件的 206 名激励对象授予 384 万股限制性股票，占目前公司股本总额 48000 万股的 0.80%。此次激励人数达到公司员工总人数的 9.60%，其中包括公司的董事、高级管理人员、核心技术人员及其他核心骨干。实际控制人赵燕获得授限制性股票 38.64 万股，占本激励计划首次授予限制性股票总数的 10.06%。为保业绩稳定增长，公司以阶梯考核模式与股权激励挂钩，以 2019 年营业收入或净利润值为基数，要求在 2021 年-2024 年，公司年度营收增长率触发值分别为 48%、72%、96%、120%，目标增长率分别为 60%、90%、120%、150%；公司年度净利润增长率触发值分别为 16%、28%、40%、52%，目标增长率分别为 20%、35%、50%、65%。股权激励实现员工利益与公司利益捆绑，有利于留住核心骨干人才，刺激员工研发生产积极性，为公司业绩提升带来更强有力的保障。

图 2：公司股权结构



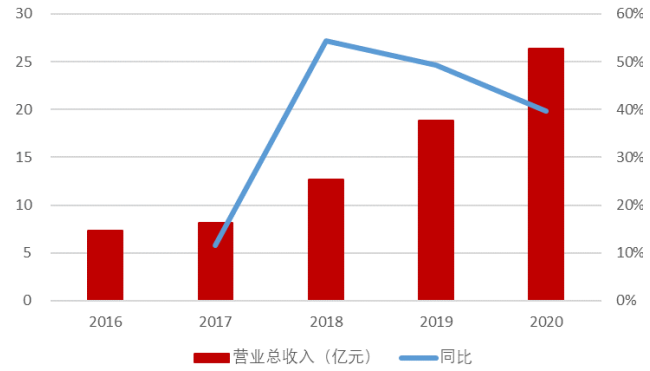
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.3 公司业绩增长好，护肤品业务爆发

公司营收和归母净利润双双高增长。营收方面，2016 年-2020 年，公司营收从 7.33 亿元上升至 26.33 亿元，CAGR 为 37.66%。尽管 2020 年受新冠疫情影响，全球经济低迷，原料业务受影响较大，但公司在 2020 年仍然实现营业收入同比增长 39.63%，主要原因系公司加大终端产品市场开发力度，丰富终端产品销售渠道，进一步提升品牌知名度及终端产品的市场占有率。归母净利润方面，2016 年-2020 年，公司归母净利润从 2.69 亿元上升至 6.46 亿元，CAGR 为 24.43%，实现盈利较快增长。由于华熙生物致力于打造自主品牌，近两年销售力度强劲，因此归母净利润增速不及营收增速。待公司自研产品影

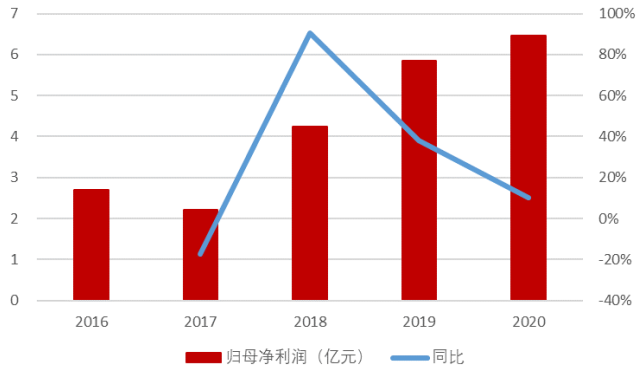
响深入人心，品牌效应彰显之时，获客成本降低，预计未来公司利润增速将有较大提升。

图 3：公司营收快速增长



资料来源：Wind，东莞证券研究所

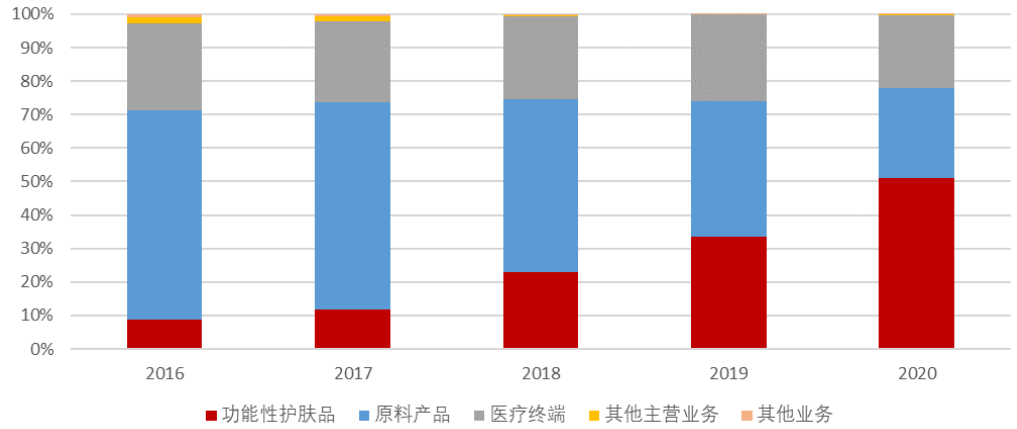
图 4：公司归母净利润稳定增长



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司功能性护肤品业务持续爆发性增长。2018 年、2019 年、2020 年，公司护肤品业务收入同比增速分别为 205.04%、118.53%、112.19%，持续高速增长。2020 年，公司功能性护肤品收入达到 13.46 亿元，是 2016 年的 21 倍，2016 年-2020 年 CAGR 为 114.27%。从营收比重来看，2016 年-2020 年，功能性护肤品收入占公司整体营收比重从 8.71%增加至 51.13%，超越原料业务成为公司第一大核心业务；医疗终端产品收入占营收比重较为稳定，从 26.12%小幅下降至 21.87%；原料业务收入占营收比重则从 62.41%逐渐降低至 26.72%。这侧面反映公司透明质酸终端产品管线发展愈发完善，随着产业链扩张，公司抗风险能力逐步增强。

图 5：功能性护肤品业务快速增长



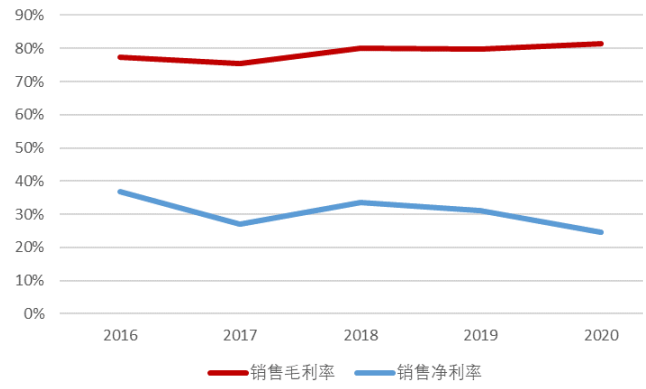
资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.4 公司盈利能力较好

公司毛利率保持较高水平，品牌推广有助于后续发展。公司销售毛利率较为稳定，近年来基本维持在 80%左右，2020 年公司销售毛利率达到 81.41%。2020 年公司销售净利率为 24.50%，同比有所下滑，主要系销售费用率提升所致。公司销售费用率近年来上升较多，尤其是 2020 年，销售费用率高达 41.75%，同比增长 14.10 个百分点。公司销售费

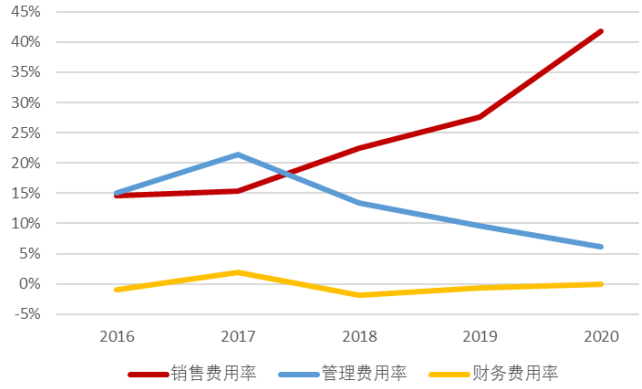
用增长较快主要是由战略性品牌投入和功能性护肤品业务的线上推广费用增加导致，同时公司销售团队扩张亦增加销售费用。为实现品效合一的推广效果，打造国民品牌形成护城河，公司与 KOL 平台头部主播深入合作，全面提升核心品牌在公域领域的品牌声量及核心产品的曝光度，而销售收入的快速增长正反映出公司的投放有所成效。管理费用方面，公司管理费用率近年来有所下降。2020 年公司管理费用率仅 6.15%，同比下降 3.51 个百分点，主要系 Revitacare 的业绩对赌协议于 2019 年已完成，2020 年不需要计提业绩奖励，导致职工薪酬有所减少；同时受国内外新冠疫情影响，会议费、差旅费等运营费用有所减少。财务费用方面，公司控制较为妥当。

图 6：公司毛利率保持较高水平



资料来源：Wind，东莞证券研究所

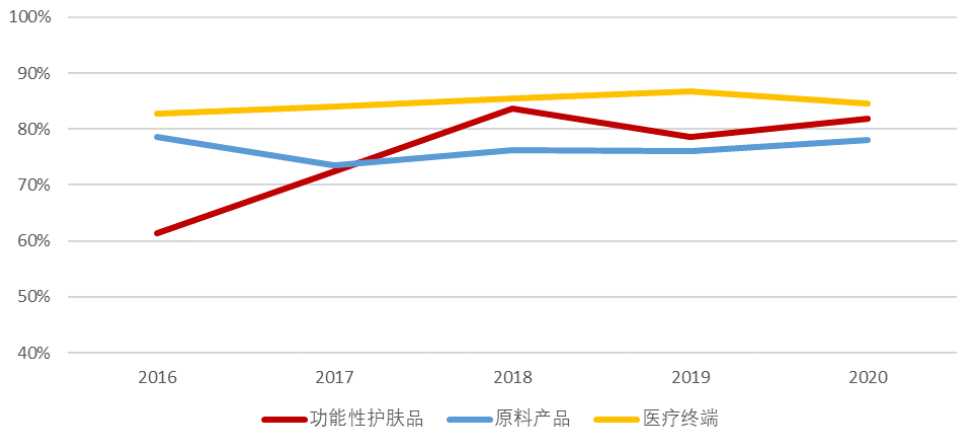
图 7：公司近年来销售费用率上升较快



资料来源：Wind，东莞证券研究所

近年来，公司各业务毛利率较为稳定。原料业务上，公司产品毛利率自 2017 年小幅爬升，2020 年原料业务毛利率为 78.09%，同比增长 1.97 个百分点；其中，医药级透明质酸原料毛利率保持在 90%左右，科技力支撑产品力，公司原料业务高壁垒依然稳固。终端医疗业务上，2020 年公司产品毛利率为 84.55%，同比下降 2.12 个百分点。功能性护肤品上，公司产品毛利率呈现上升趋势，近两年逐渐稳定，2020 年功能性护肤品毛利率为 81.89%，同比上升 3.35 个百分点，其中主要品牌润百颜、夸迪、BM 肌活的产品毛利率均有不同程度的提升。

图 8：近三年公司各业务毛利率较为稳定



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2、透明质酸原料市场规模持续增长，公司龙头地位稳固

2.1 透明质酸原料概况

根据分子量大小，透明质酸可分为大分子、中分子、小分子、寡聚透明质酸。透明质酸原料可通过动物组织提取法或微生物发酵法制备而成。动物组织提取法获得的透明质酸分子量一般在 200kDa-2000kDa 之间，而微生物发酵法可以获得分子量大于 2000kDa 的透明质酸，也能够通过后期的化学降解技术或微生物酶切技术，获得分子量小于 200kDa 的透明质酸。不同分子量使得不同的透明质酸分子具有不同的适用性。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，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，常用于保湿类的护肤品中。

表 1：透明质酸分类（按分子量大小）

HA	分子量	特点	主要应用
大分子透明质酸	1800k - 2200k Dalton	在水溶液中较为粘稠且在人体中代谢时间较长。 具有更好的黏弹性、内聚性、成膜性。	塑形填充材料、眼科粘弹剂、化妆品
中分子透明质酸	1000k - 1800k Dalton	润滑及保湿性强。 500k - 2000k Da 为商业化的 HA 原料产品分子量的一般范围。	化妆品、注射液
小分子透明质酸	10k - 1000k Dalton	透皮性强。 在人体中代谢较快。	保湿类护肤品
寡聚透明质酸	< 10k Dalton	寡聚 HA 具有高吸收率的特点，且容易渗透到真皮层中（透皮性强），具有促进损伤修复、提供细胞保护等作用。	保湿类护肤品、药物载体

资料来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

备注：Dalton，道尔顿，用于表示原子或分子质量的单位，英文 Dalton，简写 Da，1kDa = 1,000Da。

根据不同终端用途和技术要求，透明质酸原料又可分为医药级、化妆品级、食品级。医药级的透明质酸原料主要应用于各个临床科室中含透明质酸的医疗器械和药品，典型应用产品有透明质酸黏弹剂、滴眼液、注射液、凝胶、透明质酸微粒、微针等。医药级透明质酸原料壁垒相对更高，附加值较高，因此其价格更高，其中注射级透明质酸原料价格又远高于滴眼液级。化妆品级透明质酸原料价格中等偏高，可用于制作功能性护肤品和化妆品，也可应用于牙膏、消毒剂等日用品。食品级透明质酸原料价格较低，可应用于保健食品和普通食品。

表 2：透明质酸分类（按终端用途）

	医药级（滴眼液级 & 注射级）	化妆品级	食品级
售价	高	中等偏高	低
性能	黏弹性、润滑性	保湿性、成膜性、生物活性	溶解性、堆积密度
主要应用	临床各科室含透明质酸的医疗器械及药品	含透明质酸的外用类日化产品	含透明质酸的保健食品、普通食品
应用领域	成熟应用：眼科、骨科、外科、微创医疗美容科、耳鼻喉科、口腔科；	成熟应用：功能性护肤品、身体及头部护理品；	新型应用：保健食品添加剂、普通食品添加剂

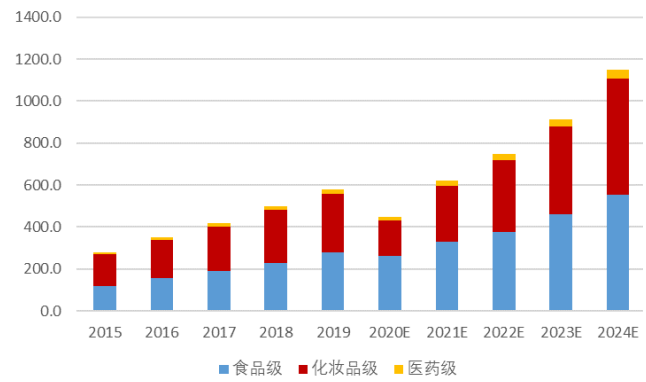
	新型应用：皮肤科、成人用品、生殖医学； 前沿应用：组织工程、药物载体、放疗辅助、骨骼再生…	新型应用：彩妆/底妆、牙膏、消毒剂等	
典型产品	透明质酸黏弹剂、滴眼液、注射液、凝胶； 透明质酸微粒、微针、粉末、修护/保护膜； 透明质酸安全套、润滑液	透明质酸原液、面膜、眼霜、面霜、乳液等； 透明质酸洗面奶、沐浴液、洗发水、护发素、牙膏、免洗消毒剂； 透明质酸粉底液、隔离霜、口红等	透明质酸口服液、胶囊、片剂、冲剂； 透明质酸零食、糖果、饮料、乳及乳制品、酒类等

资料来源：华熙生物招股说明书、艾瑞咨询，东莞证券研究所

2.2 透明质酸原料市场规模保持扩张

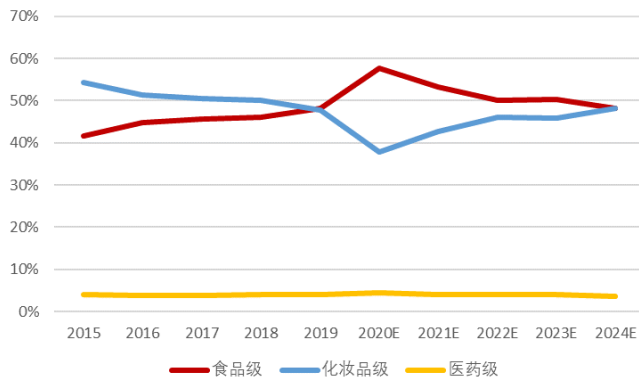
全球透明质酸原料市场销量快速增长。根据 Frost & Sullivan，2015 年-2019 年，全球透明质酸原料市场规模从 280.0 吨上升至 580.0 吨，CAGR 为 19.97%。2020 年全球透明质酸原料销量下降，主要系新冠病毒席卷全球，全球透明质酸原料业务的供应链和销售端均受波及。根据 Frost & Sullivan，2021 年开始全球透明质酸原料销量将逐步恢复，且增速将有所提升，预计 2020 年-2024 年复合增长率可达到 26.44%，在 2024 年销量将达到 1150 吨。分级别来看，2019 年医药级、化妆品级、食品级透明质酸原料的销量占比分别为 3.97%、47.76%、48.28%。医药级透明质酸原料的销量占整体透明质酸原料比重最小，较为稳定，基本围绕在 4%上下浮动。近年来，化妆品级透明质酸原料销量占比逐渐下降，而食品级透明质酸原料销量占比逐渐上升，Frost & Sullivan 预计该现象在 2020 年后会发生反转，且在 2020 年-2024 年之间两者销量占比的差异逐渐缩小。

图 9：全球透明质酸原料销量规模（吨）



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

图 10：全球各级别透明质酸销量占比



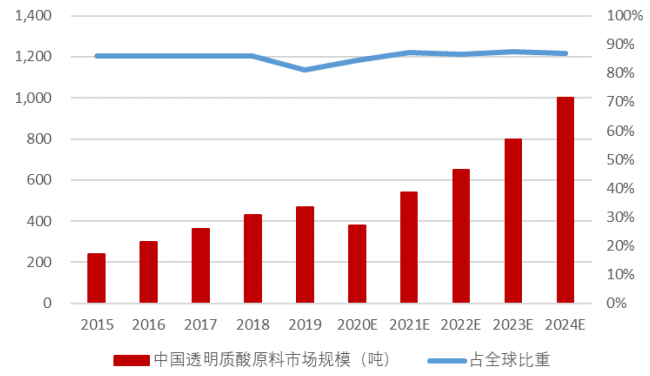
资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

中国透明质酸原料销量增长较快，预计未来增速将超过全球整体水平。根据 Frost & Sullivan，2015 年-2019 年中国透明质酸原料销量从 240.8 吨上升至 470.0 吨，CAGR 为 18.20%。受新冠疫情影响，透明质酸原料销量有所回落，Frost & Sullivan 预计 2020 年中国透明质酸原料销量同比减少 19.15%。随着疫情影响逐渐消退，2021 年起，透明质

酸原料供需逐渐恢复正常，Frost & Sullivan 预计，2020 年-2024 年中国透明质酸原料销量 CAGR 将达到 27.37%，较同期全球整体水平高出 0.93 个百分点。

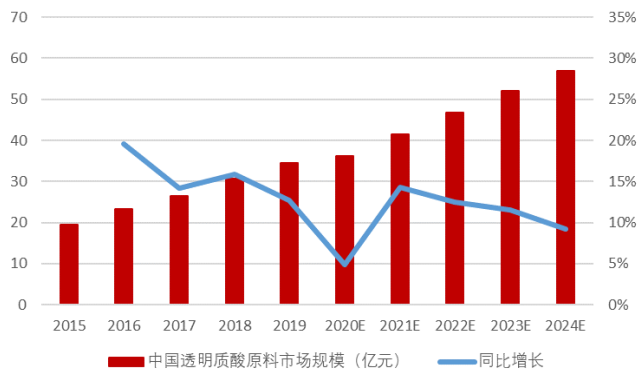
中国透明质酸原料市场规模持续扩大。根据 Frost & Sullivan，2015 年-2019 年中国透明质酸原料市场规模从 19.4 亿元增长至 34.6 亿元，CAGR 为 15.56%。Frost & Sullivan 预计，中国透明质酸原料市场规模在 2024 年将上升至 56.9 亿元，是 2019 年的 1.64 倍。将市场规模和销量结合分析，中国透明质酸市场销额的复合增速不及销量的复合增速，主要原因系面对同等透明质酸原料产品，中国企业出口价格低于海外企业，利用价格优势争取市场份额。根据 Frost & Sullivan，在医药级透明质酸原料方面，中国企业售价范围在 2700-25000 美元/kg，而海外企业均价在 7000-50000 美元/kg 之间，海外企业最低售价是中国企业最低售价的 2.59 倍；其它级别透明质酸原料方面，中国企业售价范围在 150-500 美元/kg，而海外企业均价在 400-1200 美元/kg，海外企业最低售价是中国企业最低售价的 2.67 倍。中外企业透明质酸原料的价格差异，主要系由中国透明质酸原料生产企业的规模化成本优势所致。

图 11：中国透明质酸原料销量情况



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

图 12：中国透明质酸原料市场规模稳定增长



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

表 3：中外透明质酸原料售价对比

	产品	平均售价（2018 年）
华熙生物	原料产品-注射级	113,831.19 元/KG
	原料产品-滴眼液级	18,798.96 元/KG
	原料产品-化妆品级	2,440.81 元/KG
	原料产品-食品级	1,258.36 元/KG
中国企业出口均价	医药级透明质酸原料	2,700-25,000 美元/KG
	其它级别透明质酸原料	150-500 美元/KG
海外企业均价	医药级透明质酸原料	7,000-50,000 美元/KG
	其它级别透明质酸原料	400-1,200 美元/KG

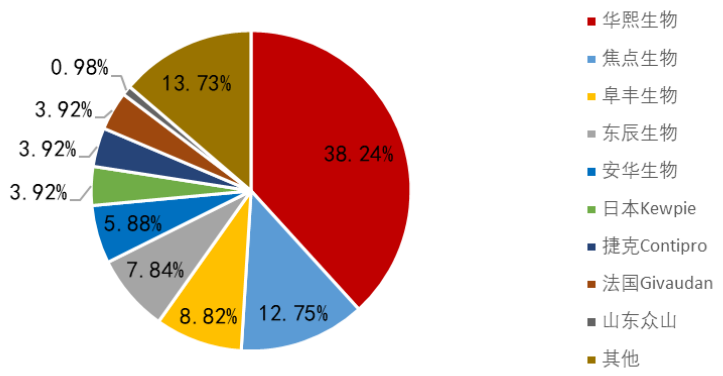
资料来源：华熙生物招股说明书，东莞证券研究所

2.3 公司系全球最大的透明质酸原料供应商

透明质酸原料行业集中度较高，公司连续多年在全球透明质酸原料供应商排名中夺得桂

冠。中国是最大的透明质酸原料生产销售国，近年来中国透明质酸原料销量占全球整体销量的比重稳定维持在 80%以上。2019 年，全球透明质酸原料销量 CR5 达到 73.53%，销量排名前五的企业均为中国企业，其中华熙生物销量占全球比重达到 38.24%。2020 年 9 月 18 日，华熙生物与佛思特公司管理人完成佛思特公司（原为东辰集团全资子）的股权变更登记工作，佛思特公司股权变更为华熙生物 100%持有。由此推算，目前华熙生物的透明质酸原料销量在全球实际市场份额（按销量）已超四成，可谓系行业的绝对龙头。其它销量排名靠前的海外企业有日本 Kewpie、捷克 Contipro、法国 Givaudan，单个企业销量占全球比重均小于 4%，剩余排名靠后的海外企业销量的全球占比更是微小。

图 13：2019 年全球透明质酸原料市场竞争格局（按销量）



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

公司的透明质酸原料生产技术领先全球。1）公司系国内最早实现微生物发酵法生产透明质酸的企业之一，在国内率先实现了透明质酸微生物发酵技术产业化的突破，扭转透明质酸原料依赖进口的落后局面。2）公司研发的规模化分子量控制技术“酶切法”，产品分子量范围广阔（2kDa - 4000kDa），具有降解速度快、产物纯度高、分子结构完整、分子量精准均一的优势。3）公司拥有过硬的过程分析与控制技术，可在 30 秒内完成对发酵物中透明质酸含量与分子量的测定，为终端产品的功效精准性提供了重要支撑。

公司产业化优势及成本壁垒明显。公司研发的规模化微生物发酵技术，在发酵产率、产品纯度等方面全球领先，同时生产成本明显下降。从产能上看，公司产量从 2000 年 0.8 吨到 2018 年的近 180 吨，产业化规模位居国际前列。从产率上看，公司 2019 年透明质酸发酵产率为 12-14g/L，远高于行业平均水平。高发酵产率使得相同条件下，公司的单位透明质酸生产成本具备明显优势，大约是行业平均成本的二分之一。从价格上看，公司透明质酸原料售价不仅低于海外企业，且处于国内企业较低水平，在医药级原料上的体现尤为明显。2018 年公司注射级透明质酸原料均价为 113,831.19 元/kg，折合 17,216 美元/kg（按 2018 年平均汇率计算：1 美元=6.6118 元人民币）。

公司原料产品和渠道优势明显。透明质酸产品基于不同质量标准具有不同的产品特性，公司可生产出医药级、外用级、食品级等多种规格的透明质酸原料产品以及其他生物活性物质产品，原料产品规格已达 200 余种，产品线布局、国际范围内的产品注册比同行业公司更加全面。公司的医药级透明质酸原料产品在全球范围内具有较强的竞争优势，全球范围内取得了 28 项注册及备案。渠道方面，公司原料业务采用经销结合直销的销

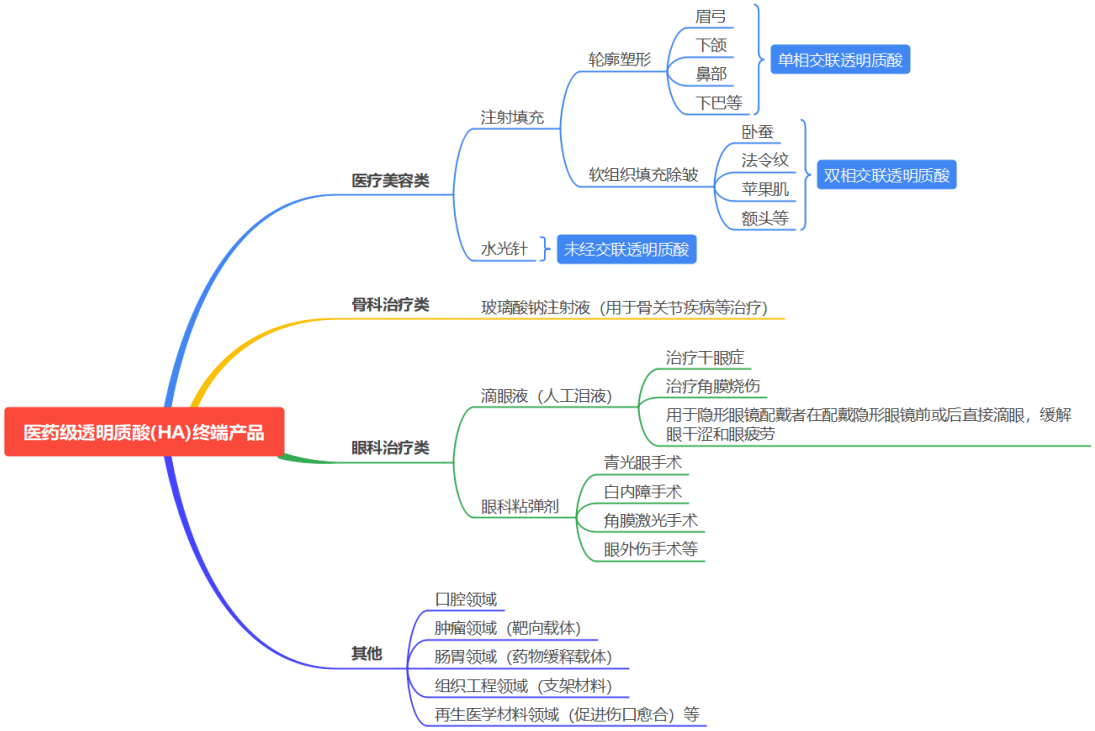
售模式，在全球 40 多个国家和地区拥有医药、化妆品、食品等行业的经销渠道，全球客户超过 1000 多家，在某些国家和地区与客户合作已超过 15 年，关系稳固，客户粘性高。

3、医药级透明质酸成就医疗终端产品

3.1 医药级透明质酸应用广泛

医药级透明质酸终端产品主要可分为医疗美容类、骨科治疗类、眼科治疗类和其他医药级透明质酸终端产品。医美类 HA 终端产品主要用于包括轮廓塑形和软组织填充除皱的注射填充项目，以及水光针项目。骨科类 HA 终端产品可用于骨关节疾病、骨折固定术、关节僵硬症以及腰间摘除术注射等治疗，主要为玻璃酸钠注射液。眼科类 HA 终端产品包括用于白内障、青光眼等眼科手术中的透明质酸粘弹剂，以及用于治疗干眼症的透明质酸滴眼液。除此之外，医药级 HA 终端产品还覆盖口腔、肿瘤、肠胃、组织工程等领域。

图 14：透明质酸医疗终端产品分类



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

公司透明质酸终端产品主要涉足医美类和骨科治疗类 HA 终端产品。医疗终端产品是公司复合增速第二快的业务板块，2016 年-2020 年 CAGR 为 31.69%。公司医疗终端产品可细分为皮肤类医疗产品、骨科注射液和其他医疗终端产品。2018 年皮肤类医疗产品收入占公司整体营收比重为 19.42%，医美类透明质酸终端产品系公司皮肤类医疗产品的主打类别；骨科注射液收入占营收比重为 4.70%；其他医疗终端产品收入仅占营收的 0.64%。因此，本报告仅对医美类和骨科治疗类透明质酸产品所属行业做分析，以医美类透明质酸终端产品为重点。

表 4：华熙生物医疗终端产品细分项目收入占公司营业总收入比重

年度	皮肤类医疗产品	骨科注射液	医疗终端-其他
2016	23.20%	2.54%	0.38%
2017	20.63%	2.97%	0.47%
2018	19.42%	4.70%	0.64%

资料来源：华熙生物招股说明书，东莞证券研究所

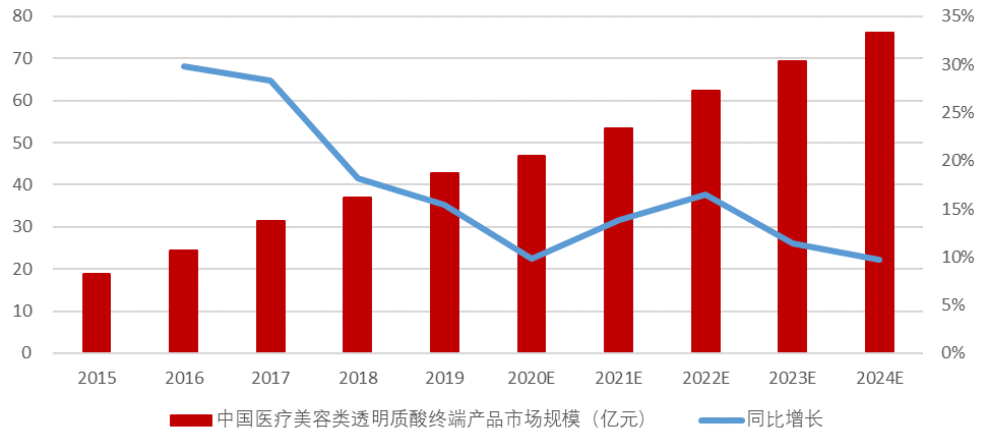
3.2 医美类透明质酸终端产品

3.2.1 医美类透明质酸终端产品市场规模与竞争格局

中国医美行业处于高速发展阶段，轻医美项目更是热潮不断。虽然中国医美行业起步较晚，但以庞大的人口基数和愈发强劲的购买力为基础，以网红经济为催化剂，医美行业在中国快速发展。根据 Frost & Sullivan，2019 年全球和中国医美市场规模分别为 1459 亿美元和 1436 亿元；2015 年-2019 年中国医美市场规模的复合增速达到 22.53%，远高于同期全球医美市场规模的复合增长率 8.94%。就轻医美而言，Frost & Sullivan 数据显示，2015 年-2019 年中国轻医美市场规模的复合增速达到 24.59%，发展速度已超过整体医美市场；2019 年，中国轻医美市场规模占中国整体医美市场规模的 41.8%。与传统医美相比，轻医美项目无需动刀，恢复更快，价格更低，风险更小，并且大多项目具有可逆性，因此更易被消费者接受，复购率更高。

中国医美类透明质酸终端产品市场在近几年快速扩容。透明质酸作为轻医美针剂注射项目的经典，在我国备受青睐。根据新氧大数据，2019 年中国透明质酸项目约占国内整体医美注射项目的三分之二。根据 Frost & Sullivan，2015 年-2019 年中国医美类透明质酸终端产品市场规模从 18.8 亿元上升至 42.7 亿元，CAGR 达 22.76%。Frost & Sullivan 预计，2024 年中国医美类透明质酸终端产品市场规模将达到 76.0 亿元，约为 2019 年的 1.8 倍。

图 15：中国医美类透明质酸终端产品市场规模持续增长

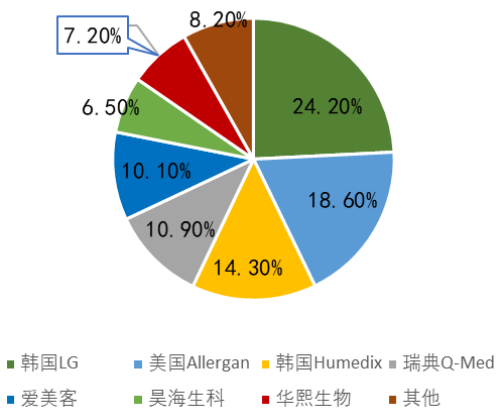


资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

我国医美类透明质酸终端产品的国产替代空间可观。从销售额层面考虑，进口品牌在中国医美类透明质酸终端产品市场上占据主导地位。根据 Frost & Sullivan，2019 年中

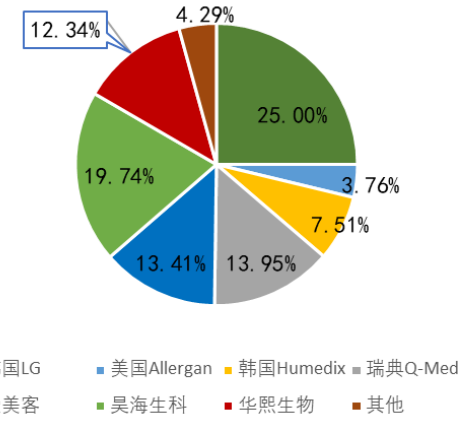
国医美类透明质酸终端产品市场上销售额排名前四的企业均为外国企业，CR4 达到 68.0%，其中韩国 LG 排名第一，市占率为 24.2%；而国产品牌中医美类透明质酸终端产品销售额靠前的有爱美客、昊海生科和华熙生物，销售额占比分别为 10.1%、6.5%和 7.2%。从销量层面考虑，国产玻尿酸品牌足以与进口品牌抗衡。根据 Frost & Sullivan，医美类透明质酸终端产品销量前三的中国企业，2018 年销量占比之和已达到 45.49%，其中华熙生物占比为 12.34%。按销售额和按销售量所统计的医美类透明质酸终端产品供应商的市场份额差异较大，主要是因为国产玻尿酸填充类产品价格低于进口产品。随着中国企业技术不断提升，国产医美产品质量不断优化，高中低端产品种类逐渐增多，本土品牌的市场销售额有望进一步增长，国产替代之路在未来将愈发坚定。

图 16：2019 年中国医美类透明质酸终端产品市场竞争格局（按销售额占比）



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

图 17：2018 年中国医美类透明质酸终端产品市场竞争格局（按销量占比）



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

3.2.2 公司在医美市场稳占一席之地

我国市面上流通的填充类玻尿酸品牌丰富多样，型号琳琅满目。目前我国医美市场上获得 MNPA 认证的常见进口玻尿酸品牌有 8 个（其中前四款较为主流），分别为瑞典 Q-Med 的瑞蓝、韩国 LG 的伊婉、韩国 Humedix 的艾莉薇、美国 Allergan 的乔雅登、奥地利 Croma 的公主、法国菲洛嘉的 FILLMED、韩国大熊制药的婕尔、韩国吉诺斯株式会社的莫娜丽莎。国产玻尿酸方面，常见供应商有 10 余家，其中华熙生物、爱美客和昊海生科旗下的品牌较为丰富。华熙生物旗下有润百颜、润致、奥昵、德蔓、娜楚和 TWINHA；爱美客旗下有嗨体、宝尼达、爱芙莱/爱美飞、逸美和逸美一加一；昊海生科旗下包括姣兰、海薇、海魅和薇力。虽然医美类玻尿酸行业进入门槛较高，但由于玻尿酸产品利润率高，不断吸引新进企业，行业竞争逐渐加剧，同时也进一步推动中国医美企业研发技术与生产工艺的提升，促进行业可持续发展。

图 18：常见进口玻尿酸品牌

资料来源：新氧，东莞证券研究所

图 19：常见国产玻尿酸品牌（右边部分为主要上市公司品牌）

资料来源：新氧，东莞证券研究所

公司具备国际化优势。公司依托交联技术开发的“Hyaluronan Soft Tissue Filling Gel”（透明质酸软组织填充凝胶）于 2011 年取得欧盟三类医疗器械 CE 认证，进入国际市场，进一步提升公司海外业务优势。同时，公司为拓宽产品线，积极并购高附加值品牌或与全球顶尖厂商合作。公司于 2015 年与韩国 Medytox 成立合资公司，开发肉毒毒素中国市场；在 2017 年全资收购法国 Revitacare，引进 Cytocare 丝丽动能素等高端抗衰产品。

在核心交联技术支持下，公司玻尿酸产品丰富。针对不同注射层次和注射部位，公司开发了多种型号的交联透明质酸软组织填充剂产品，满足不同的消费者需求。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，进一步提高公司在填充剂领域的市场地位。2020 年 8 月，公司推出娃娃针，又称润致小蓝针。不同于通常作用于中胚层的水光类产品，娃娃针专注于真皮层的深层滋养，利用微交联技术（0.6%的交联度），既实现长效锁水，又为皮肤细胞提供良好的微环境，促进胶原蛋白和弹性纤维的再生；娃娃针还含有 0.3%的利卡多因成分，抵御肌肤炎症，提高治疗舒适性。凭借技术优势，娃娃针有望在今年放量，进一步提高皮肤管理市场份额。

公司品牌战略转变，聚焦“润致”。过去几年，公司医美业务走多品牌战略，旗下玻尿酸品牌数量不亚于专注医美行业的爱美客，其中润百颜和润致品牌深受消费者喜爱，明星产品为玻尿酸填充剂和水光针。而“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶是国内首款通过 NMPA 认证的国产交联透明质酸填充剂，改变了国外品牌对国内市场的垄断。但医美市场竞争环境愈发激烈，为顺应市场，公司在 2021 年提出要着重聚焦“润致 Aqua”品牌。公司旗下润致品牌推出陆续推出新品，目标在 3 年内将“润致”打造成玻尿酸国内医美第一品牌，致力成为“面部年轻化”专家。2021 年，公司推出医美爆品体系；5 月上市了润致“御龄双子针”。御龄双子针是润致爆品体系专研静态纹的产品组合，由“逆龄熨纹针”和“妙龄元气针”构成。熨纹针含微交联透明质酸，在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；可联合肉毒使用，对静态纹、动态纹达到双管齐下的效果。而元气针则是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。御龄双子针填补了针对祛除静态纹的市场空白，同时解决了国外单一产品无法满足消费者多元化的需求的问题，进一步为消费者在医美国货上带来新的体验。

表 5：华熙生物医美类透明质酸产品

品牌 s	产品种类	产品名称	适用范围	产品用途和描述
润百颜	玻尿酸系列	润百颜黑金	鼻部/下巴/鼻基底	大分子双相颗粒型玻尿酸，深层软组织填充、面部轮廓塑型。月盈是黑金款的升级款，适合做深层软组织填充。
		润百颜月盈	鼻部/下巴/鼻基底	
		润百颜白紫	额部/太阳穴等	中分子双相玻尿酸，改善面部中度皱纹和填充凹陷部位。星耀是白紫款的升级款，适合浅层的皱纹凹陷填充。
		润百颜星耀	额部/唇部/太阳穴等	
	美塑系列	润百颜水光针	面部	润百颜水光针将拥有高水分保持力的透明质酸剂，均匀地渗透于皮肤内，在皮下层形成水分膜，从而达到补水保湿、收缩毛孔的作用。
		润月雅水光针	面部	润百颜水光针通过玻尿酸，由真皮浅层多点深度补充进全面部皮肤，刺激胶原蛋白再生，延缓皮肤因胶原蛋白流失和缺水引起的衰老。
润致	填充玻尿酸	润致玻尿酸（双相）	唇部/额头等	大分子玻尿酸。利多卡因快速起效，治疗过程较为舒适；凭借高黏弹性与支持力，能够准确塑形；但质地较硬，不适合浅层填充。
		润致玻尿酸（单相）	鼻部/下巴等	大分子玻尿酸。利多卡因快速起效，治疗过程较为舒适；单相凝胶态玻尿酸，无颗粒感，宅质地均一顺滑；维持时间较双相玻尿酸长；更少交联剂，生物相容性高。
	水光类	润致娃娃针（2020 新品）	面部	润致娃娃针采用微交联技术，具有三维立体结构，适合真皮层的填充，相当于在真皮里面铺上一层玻尿酸，让皮肤更加紧致丰盈。同时它还能够刺激胶原蛋白的再生，重现娃娃肌肤。

		御龄双子针（2021 新品）	面部	双子针由“逆龄熨纹针”和“妙龄元气针”两款产品构成，针对性修复静态额部皱纹，本质上是水光针的一种。

资料来源：公司官网、新氧，东莞证券研究所

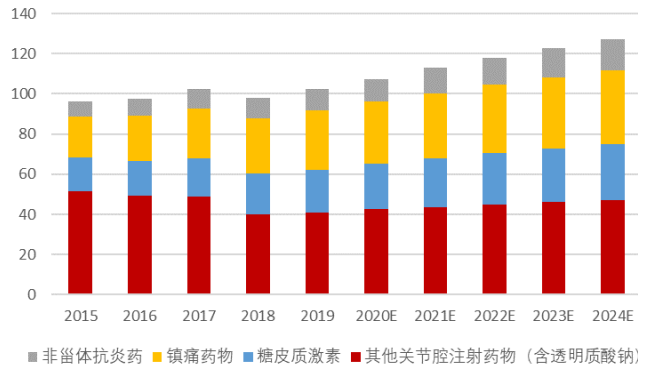
3.3 骨科治疗类透明质酸终端产品

3.3.1 骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模与竞争格局

在骨科领域，透明质酸起到治疗骨关节疾病等作用。中老年群体是骨关节病（Osteo Arthritis，简称 OA）的好发对象，超过半数的 65 岁以上人群患有骨关节病，常见部位包括膝、髋、踝、手和脊柱等关节。根据中国健康与养老追踪调查数据库，我国膝关节症状性 OA 的患病率为 8.1%，且女性高于男性。目前我国治疗关节炎的常用注射类药物有四类：非甾体类抗炎药、镇痛药物、糖皮质激素和其他关节腔注射药物（含透明质酸钠）。根据 Frost & Sullivan，2019 年中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场规模为 102.5 亿元，其中其他关节腔注射药物（含透明质酸钠）市场规模约为 41 亿元，与 2015 年相比减少了 20.23%。其他关节腔注射药物市场规模的缩减，主要系由于近年来国家对中药注射剂、生长因子、动植物蛋白提取物等辅助用药的处方管理限制增加。单单就玻璃酸钠注射液来看，其用于治疗关节炎的市场规模实际是稳定增长的。

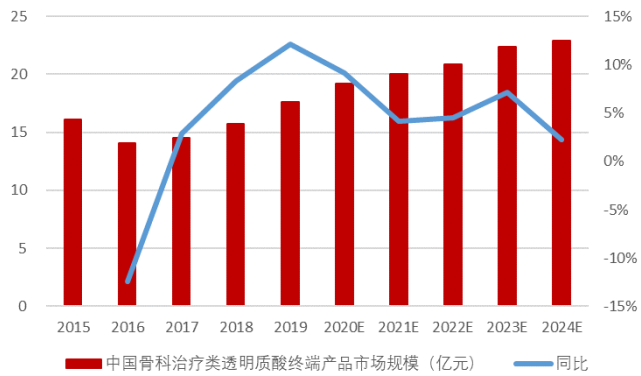
中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场容量稳健增加。根据 Frost & Sullivan，中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模在 2015 年为 16.1 亿元，2016 年有所下滑，2017 年后则呈现持续性的恢复增长，在 2019 年达到 17.6 亿元。Frost & Sullivan 预测数据显示，2024 年中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模将达到 22.9 亿元，2020 年-2024 年 CAGR 为 4.50%。

图 20：中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场规模(元)



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

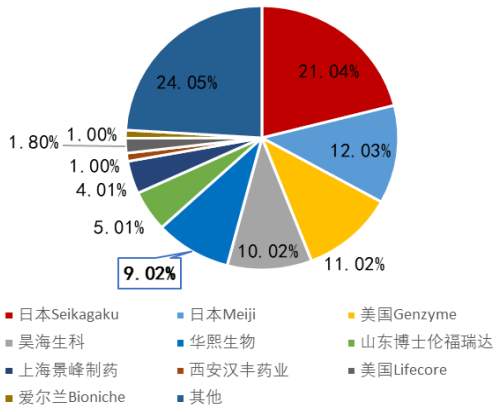
图 21：中国骨科类透明质酸终端产品市场规模稳定增长



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

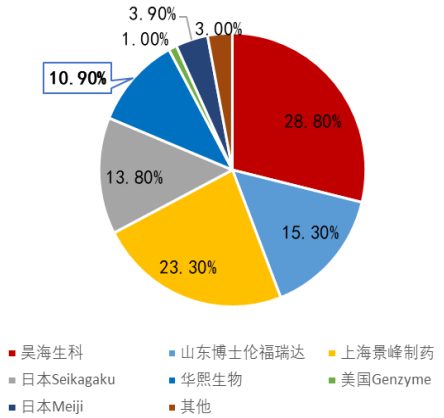
中国企业在中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场上形成主流，在全球范围内也占据一定市场地位。根据 Frost & Sullivan，中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场上，2019 年销售收入前三的企业均为中国企业，合计占比高达 67.4%。其中昊海生科在国内稳居第一，占比达到 28.8%。全球范围来看，全球骨科治疗类透明质酸终端产品市场上，2019 年销售收入排名前十的企业中有一半是中国企业，合计占比为 29.06%。

图 22：2019 年全球骨科治疗类透明质酸终端产品市场竞争格局（按销售额）



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

图 23：2019 年中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场竞争格局（按销售额）

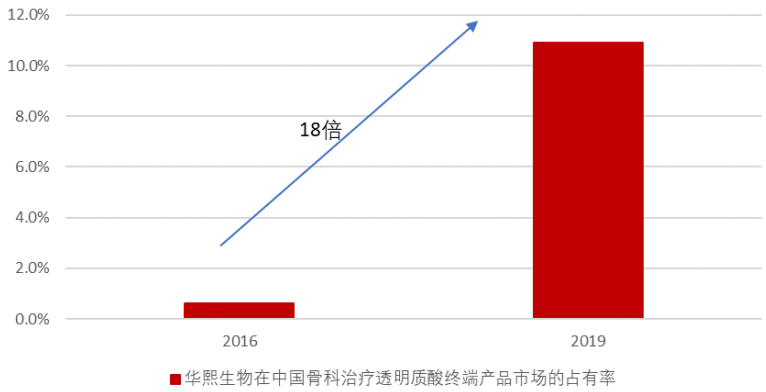


资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

3.3.2 公司在骨科治疗类透明质酸终端产品市场快速崛起

公司虽进入骨科市场较晚，但凭借先进技术和营销策略成为骨科治疗类透明质酸终端产品市场的后起之秀。公司在国内率先将终端湿热灭菌技术应用到治疗关节退行性病变的玻璃酸钠注射液中，克服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，并被 CFDA 作为该类产品的标准灭菌方式。公司研发的“海力达”玻璃酸钠注射液，内毒素限值小于 0.03EU/ml，达到国际先进水平，是国家药品标准限值 1EU/ml 的 1/30，可显著降低注射后副反应的发生。海力达在 2013 年取得了欧盟三类医疗器械 CE 认证，于 2014 年通过 CFDA 认证。在骨科市场上，近年来通过壮大销售队伍和升级营销策略，公司国内市场份额（按销售额）快速崛起，从 2016 年的 0.6%飙升至 2019 年的 10.9%，全国排行第四；公司国际市场份额（按销售额）在 2019 年达到 9.02%，全球排行第五。

图 24：华熙生物在中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场的销售额份额快速上升



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

3.4 公司医疗终端产品与同业公司对比

医美业务上，选取具有同类产品的主要上市可比公司进行对比，分别为昊海生科、爱美客、华东医药；骨科业务上，选取同样涉及骨科产品的昊海生科进行对比。

华熙生物的医疗终端产品的性价比高。由于华熙生物为全球规模最大的透明质酸原料供应商，凭借自产 HA 原料的优势，公司的注射类玻尿酸产品和玻璃酸钠注射液平均售价均低于可比公司同类产品。医美类透明质酸方面，2018 年华熙生物的填充类玻尿酸平均售价为 266.95 元/支。2018 年昊海生科的填充类玻尿酸平均售价为 285.35 元/支，较华熙生物同类产品价格高出 6.89%；2019 年爱美客最低价的玻尿酸产品爱美飞的平均售价为 292.75 元/支，较华熙生物同类产品价格高出 9.66%。而从质量上看，华熙生物的润百颜玻尿酸和润致玻尿酸属于国产玻尿酸的中高端产品。因此，对大多数有玻尿酸注射需求的消费者而言，华熙生物填充类玻尿酸产品的性价比相对更高。骨科产品方面，2018 年华熙生物的玻璃酸钠注射液平均售价为 45.88 元/支，价格约为昊海生科同类产品的七成。华熙生物的玻璃酸钠注射液凭借终端湿热灭菌技术获得欧盟三类医疗器械 CE 认证和中国 CFDA 药品批文，叠加低于同行业的销售价格，其性价比优势不言而喻。

华熙生物填充类玻尿酸的盈利水平佳。2018 年华熙生物的填充类玻尿酸注射剂毛利率达到 95.49%，比昊海生科同类产品毛利率高 2.23 个百分点。爱美客的爱芙莱和爱美飞与华熙生物填充类玻尿酸的作用部位相似、价格差距较小，但爱芙莱和爱美飞 2019 年的毛利率分别为 90.22%和 91.39%，较华熙生物的填充类玻尿酸毛利率分别低 5.27 和 4.10 个百分点。华东医药的玻尿酸产品主要是代理的韩国 LG 伊婉玻尿酸，属于非自主研发产品，毛利率较低（仅 67.31%），远低于华熙生物可比产品毛利率。虽然华熙生物同类业务规模不及爱美客、昊海生科和华东医药，但其同类产品的盈利水平颇具竞争力。

表 6：华熙生物主要医疗终端产品 VS 同行业公司可比产品

公司	产品类别	可比产品	平均售价	可比产品毛利率	可比业务毛利率	可比产品营收
医美类业务						
华熙生物	皮肤类医疗产品	注射用修饰透明质酸钠凝胶	266.95 元/ml	95.49%	88.31%	1.31 亿元
		医用皮肤保护剂	26.16 元/ml	-		0.50 亿元
		Cytocare-透明质酸无源植入物	15.96 元/ml	-		0.54 亿元
昊海生科	整形美容与创面护理产品	玻尿酸	285.35 元/支	93.26%	91.02%	2.66 亿元
爱美客	填充类透明质酸	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液(逸美)	700.41 元/支	96.07%	溶液类:92.85% 凝胶类:92.27%	溶液类+凝胶类:7.00 亿元
		医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶(宝尼达)	2547.49 元/支	98.73%		
		注射用修饰透明质酸钠凝胶	310.8	90.22%;		

		（爱芙莱、爱美飞）	元/支；292.75元/支	91.39%		
		注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）	352.61元/支	92.99%		
		医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶(逸美一加一)	1220.87元/支	96.37%		
华东医药	国际医美业务	主要是代理韩国 LG 伊婉玻尿酸	-	67.31%	67.31%	3.19 亿元
骨科类业务						
华熙生物	骨科产品	玻璃酸钠注射液	45.88元/支	78.84%	78.84%	0.59 亿元
昊海生科	骨科产品	玻璃酸钠注射液	64.67元/支	84.56%	87.27%	2.11 亿元

资料来源：华熙生物招股说明书、爱美客招股说明书，东莞证券研究所

备注：华熙生物和昊海生科指标为 2018 年数据；华东医药指标使用 2020 年数据；
爱美客产品均价、产品毛利率为 2019 年数据，可比业务毛利率和产品营收为 2020 年数据；

备注：发行人注射用修饰透明质酸钠凝胶的产品规格较多，且涉及境内外多个渠道销售，全口径单位价格缺乏直接可比性。因此，此处以该类产品中销量最大的“润百颜”、“润致”品牌境内销售产品（不含 0.5ml 规格产品）单价进行比较分析。

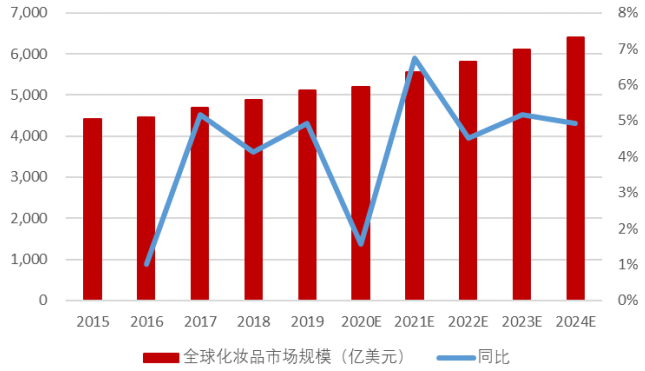
4、功能性护肤品火热，全力打造国民品牌

4.1 化妆品行业稳步发展，护肤品类占据重要席位

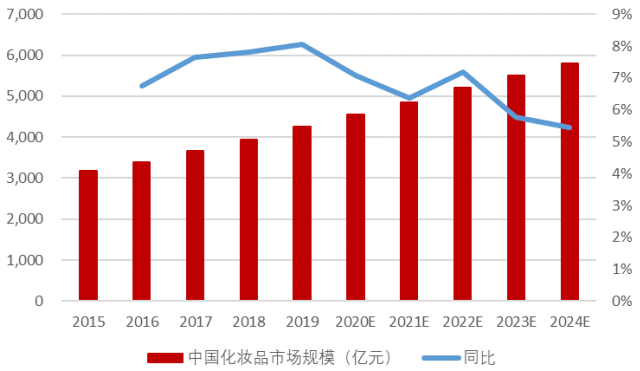
化妆品是重要的消费品。化妆品通常通过涂抹、喷洒等方法，散布于人体表面的任何部位，以清洁、保养、美容、修饰和改变外观，或者修正人体气味。化妆品覆盖护肤、彩妆、洗浴用品、脱毛剂、止汗剂、护发、防晒、口腔护理、香水、婴幼儿专用品等产品。

近年来，中国化妆品行业发展速度高于全球整体水平。根据 Frost & Sullivan，2015 年-2019 年，全球化妆品市场规模从 4412 亿美元上升至 5120 亿美元，CAGR 为 3.79%；而同期中国化妆品市场规模从 3181 亿元上升至 4260 亿元，CAGR 为 7.58%，比全球整体复合增速高出 3.78 个百分点。Frost & Sullivan 预测数据显示，2020 年在新冠疫情冲击下，化妆品市场规模增速放缓，预计全球化妆品市场规模同比增速为仅 1.6%；但中国化妆品市场规模受影响较小，预计其同比增速仍达到 7.1%。随着疫苗覆盖面逐渐拓宽，叠加口红经济效应持续发酵，Frost & Sullivan 预计 2024 年全球化妆品市场规模将达到 6400 亿美元，其中中国化妆品市场规模将达到 5800 亿元。中国化妆品市场发展速度高于全球整体水平，主要得益于近年来互联网平台发展。美妆类产品利用互联网平台培养存量用户的消费习惯，扩大宣传吸引增量用户，年轻用户需求边界扩张，美妆类产品渗透率提升，带动国内化妆品行业较快发展。同时，近年来国货品牌凭借日益提升的产品质量和日渐成熟的互联网平台推广，自主品牌的消费者认可度有所提升，市场份额提升较快，因此国货品牌为推动中国化妆品市场发展做出了不可或缺的贡献。

图 25：全球化妆品市场规模稳定上升　　图 26：中国化妆品市场规模较快增长



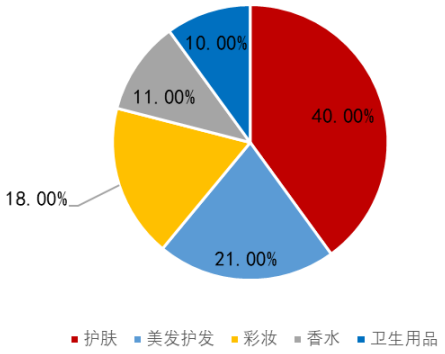
资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

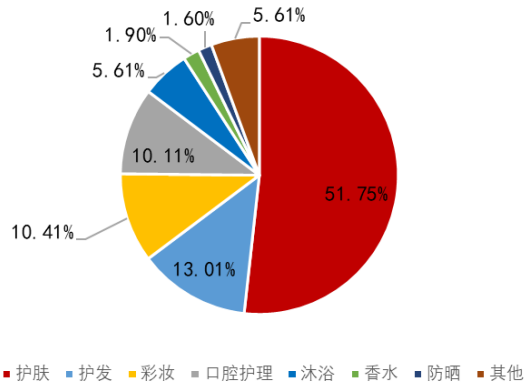
护肤品为化妆品市场中的第一大品类。根据 Frost & Sullivan，2019 年护肤类产品在全球化妆品市场中占比约 40%，稳居首位；就中国市场而言，2018 年护肤类产品在中国化妆品市场中的占比高达 51.75%，远高于世界整体水平。由此推出，在化妆品消费领域中，中国消费者更热衷于护肤保养类产品。护肤品作为化妆品市场第一大支柱型产品，产品品牌数量众多，细分产品种类极为丰富；而透明质酸在化妆品领域应用较早，含有透明质酸的功能性护肤品是护肤品的主要品类之一。同时，护肤品在化妆品市场中增速最高，2019 年全球护肤品市场增长率约 8%，远高于整体化妆品市场，这反映出在爱美和保养意识强化的时代，消费者对护肤品的需求不断提升。

图 27：2019 年全球化妆品产品市场结构



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

图 28：2018 年中国化妆品产品市场结构



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

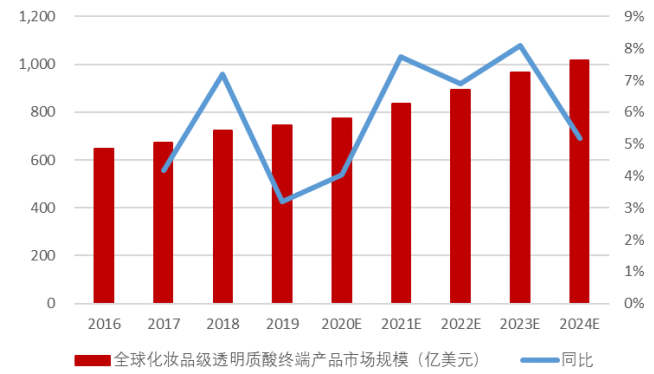
4.2 透明质酸化妆品市场发展良好，保湿面膜类产品增速亮眼

透明质酸在化妆品领域有较高的认知度。根据沙利文研究，中国消费者在购买化妆品产品前会花费较多时间对产品进行研究。通过 KOL 在小红书、抖音、B 站等社交平台的传播，消费者对化妆品成分与功效尤为关注。透明质酸在护肤品中的主要功效有补水保湿、修复损伤、物质运输和防晒作用。补水乃护肤之基础，因此玻尿酸等成分受关注程度居高不下。

中国透明质酸化妆品市场规模增势优于全球市场。根据 Frost & Sullivan，2016 年-2019 年，全球透明质酸化妆品市场规模从 646 亿美元上升至 745 亿美元；同期，中国透

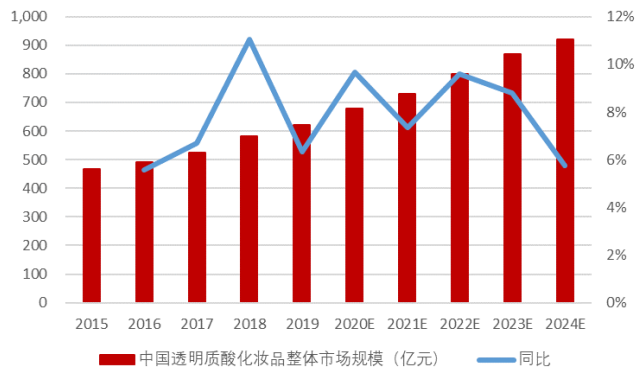
明质酸化妆品市场规模从 492 亿元增加至 620 亿元，CAGR 为 8.01%，比同期的全球整体水平高出 3.15 个百分点。Frost & Sullivan 预测数据显示，2024 年全球透明质酸化妆品市场规模将突破千亿美元，达到 1015 亿美元，预计 2020 年-2024 年 CAGR 为 6.98%；而 2024 年中国透明质酸化妆品市场规模将达到 920 亿元，预计 2020 年-2024 年 CAGR 为 7.85%，增长势能仍高于全球整体水平。

图 29：全球透明质酸化妆品市场规模保持增长



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

图 30：中国透明质酸化妆品市场规模持续增长

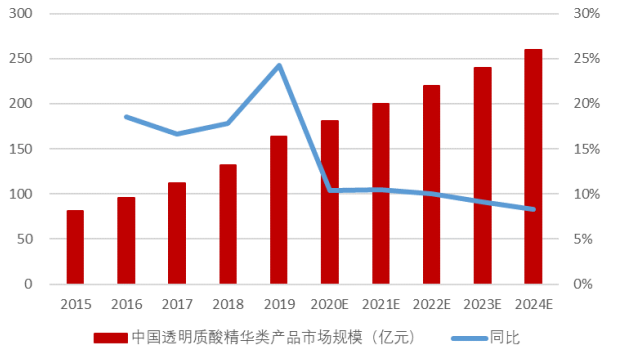


资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

中国透明质酸化妆品行业中，保湿面膜类产品目前规模最大，未来增速最高。中国透明质酸化妆品市场的主要产品为保湿面膜类产品、精华类产品以及口红类产品。其中，透明质酸保湿面膜类产品目前的规模最大，增速较高。根据 Frost & Sullivan，2019 年中国透明质酸保湿面膜类产品市场规模达到 190 亿元，是 2015 年的 2.18 倍，占中国透明质酸化妆品市场比重为 30.65%；透明质酸精华类产品规模仅次于保湿面膜类，2019 年中国透明质酸精华类产品市场规模为 164 亿元，占中国透明质酸化妆品市场比重为 26.45%；透明质酸口红类规模亦突破百亿级别，2019 年中国透明质酸口红类产品市场规模 101 亿元，在细分品类中排行第三。从复合增速来看，2015 年-2019 年，透明质酸保湿面膜类、精华类、口红类产品的市场规模 CAGR 分别为 21.57%、19.29%和 21.73%。三类细分产品均呈现较高的复合增速，其中透明质酸口红类产品规模增长最快。Frost & Sullivan 预测数据显示，2020 年-2024 年，透明质酸保湿面膜类、精华类、口红类产品的市场规模 CAGR 将分别为 16.44%、9.48%和 13.62%，透明质酸保湿面膜类产品的未来增速将超过口红类产品，主要原因系目前市面上含有透明质酸成分的保湿面膜类产品结构完善，高中低端产品可满足不同消费者需求，预计未来销量将保持较高的增长速度。

图 31：中国透明质酸保湿面膜类产品规模高速增长

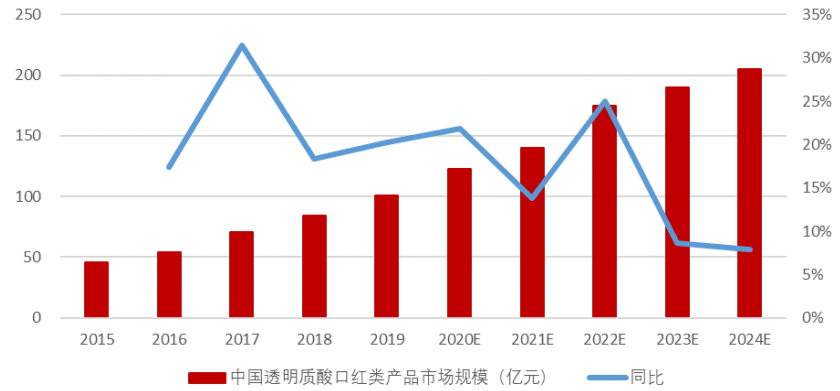
图 32：中国透明质酸精华类产品市场规模快速增长



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

图 33：中国透明质酸口红类产品市场规模高速增长

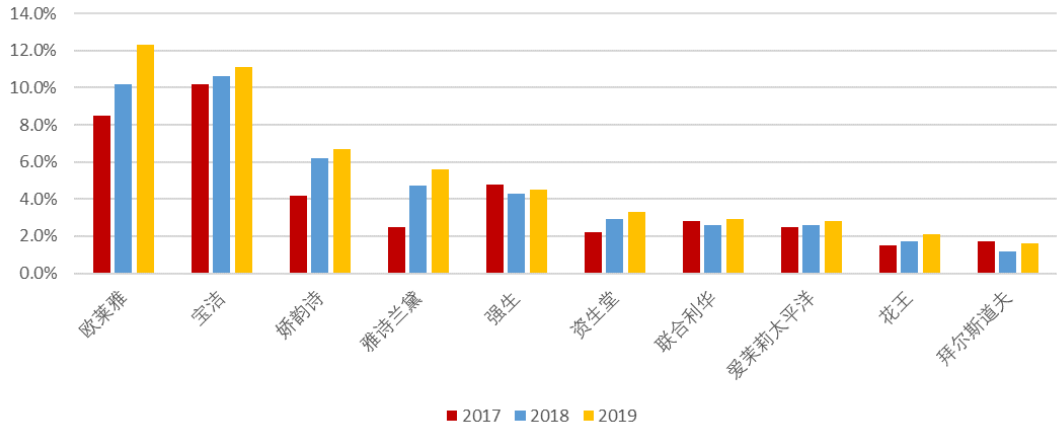


资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

4.3 透明质酸化妆品之国产替代任重道远

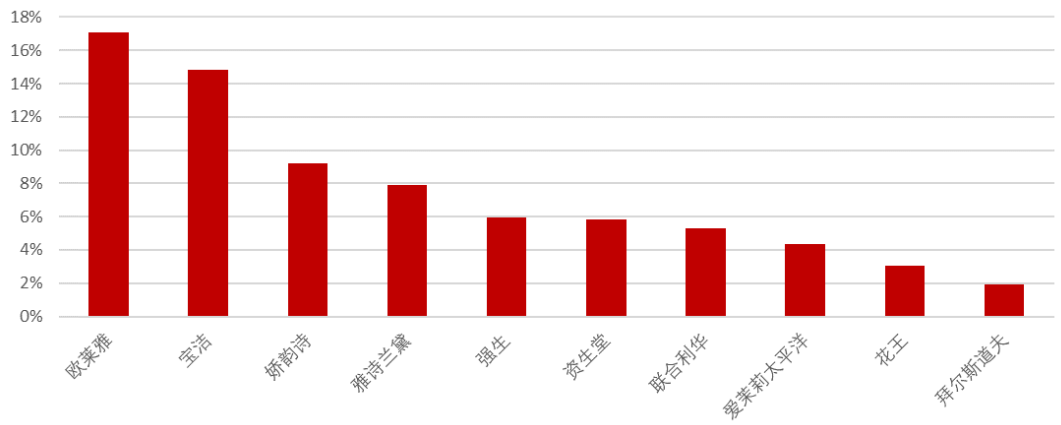
国际化妆品品牌在全球地区及中国大陆均占据主导地位。目前全球透明质酸化妆品主要以欧美系和日韩系为主，代表企业有欧莱雅、宝洁、娇韵诗、雅诗兰黛、强生、资生堂、联合利华、爱茉莉太平洋、花王和拜尔斯道夫。根据 Frost & Sullivan，全球市场上，2019 年全球化妆品企业旗下透明质酸终端产品 CR5 达到 40.2%，CR10 为 52.9%；并且近年来头部企业的市场占有率呈现增长趋势，市场集中度明显提升。Frost & Sullivan 数据显示，就中国大陆而言，2019 年上述十个国际品牌的透明质酸终端产品在华合计销售额高达 468 亿元，占整体市场规模 75.5%，市场地位远超国货品牌。就单个企业而言，2019 年欧莱雅在全球透明质酸化妆品市场的市场份额超越宝洁，夺得首位，全球市场占有率达到 12.3%，同年在中国市场的占有率达到 17.1%。进口透明质酸化妆品占据主流地位的主要因素为技术壁垒、资金壁垒和品牌壁垒。国际化品牌的资金雄厚，技术水平更为先进，营销手段更为成熟，渠道布局相对完善，因此在化妆品市场竞争中的综合优势强劲。

图 34：全球化妆品企业旗下透明质酸终端产品市场占有率



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

图 35：2019 年全球化妆品企业旗下透明质酸终端产品在华市占率（按销售额）



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

4.4 国产化妆品星火燎原，华熙生物首当其冲

虽销售收入占比较低，但国产品牌在透明质酸化妆品市场中逐渐显示崭露头角。沙利文研究数据显示，其在 2020 年 7 月 16 日抓取的天猫商城数据样本中，30 天内含有“玻尿酸”关键词的化妆品产品中，面膜类、精华液、补水喷雾产品销售量占整体比重分别为 65%、20%和 15%。其中销售的面膜类产品中仅欧莱雅一个国际品牌，而精华液和补水喷雾产品均为国产品牌。虽然上述数据无法代表透明质酸国货和洋货在天猫平台上的销售额比例，但足以反映消费者对国产品牌态度的转变。此外，随着爱国文化的宣扬与强国教育的普及，中国消费者的爱国情怀日渐增长，对中国制造的产品越来越有信心，在一定程度上也对中国自主品牌的发展起到支撑作用。目前国内较为知名的本土化妆品公司有上海家化、丸美股份、珀莱雅、水羊股份（原名:御家汇）、贝泰妮和华熙生物。其中，上海家化的子品牌玉泽推出了臻安润泽玻尿酸安瓶精华，水羊股份在保湿面膜上大量应用了透明质酸，贝泰妮旗下品牌薇诺娜推出了透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等产品。

表 7：本土化妆品公司主要化妆品产品

公司	主要品牌	主要单品
上海家化	佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹、美加净	洗面奶、眼霜、面霜、精华液、面膜、彩妆
珀莱雅	珀莱雅、优资莱、悦芙媞、韩雅、猫语玫瑰、YNM、彩棠等	面膜、乳液、防晒霜
水羊股份(御家汇)	御泥坊、小迷糊、薇风、御 MEN、花瑶花、HPH 等	面膜、水乳膏霜、彩妆
丸美股份	丸美、春纪、恋火	洗面奶、眼霜、精华液、面膜
贝泰妮	薇诺娜、WINONA Baby、痘痘康、Beauty Answers、资润等	霜、护肤水、面膜、精华、乳液、彩妆
华熙生物	润百颜、夸迪、米蓓尔、BM 肌活、德玛润、润月雅、丝丽、润熙禾、佰奥本集、海宝诗、甜朵	玻尿酸次抛原液、面膜、面霜、精华、水乳、喷雾、口红等

资料来源：各公司官网、各公司年报，东莞证券研究所

华熙生物在同业化妆品公司中成长性最强。六家公司中，珀莱雅、水羊股份和丸美股份

专注于美容护肤类业务（含美妆），贝泰妮涉足护肤化妆和医美类业务，上海家化覆盖美容护肤、个人护理和母婴业务等，华熙生物则涉足原料、医疗终端产品、功能性护肤品和功能性食品业务。从营收上看，华熙生物的营收规模排名较后，并且护肤美容类产品营收规模也低于其余五家公司。但值得注意的是，华熙生物的护肤类产品收入增速远高于对比公司，2020 年在新冠疫情影响下仍实现了 112.19%的同比增速。从盈利能力来看，华熙生物整体毛利率在 2020 年达到 81.41%，在可比公司中排名第一，且明显高于除贝泰妮外的四家对比公司。同时，华熙生物的功能性护肤品业务毛利率也高于对比公司同类业务毛利率。2020 年，华熙生物功能性护肤品业务毛利率为 81.89%，比本土化妆品龙头企业上海家化的美容护肤类业务毛利率还要高出 10.29 个百分点。从研发投入来看，华熙生物的研发支出排名靠前。2020 年华熙生物研发支出 1.41 亿元，仅次于上海家化；且 2020 年华熙生物研发支出占营收比重达到 5.36%，超过对比公司的 2 倍有余。

表 8：本土化妆品公司财务指标对比

公司	营收（亿元）	护肤美容类收入(亿元)	整体毛利率	护肤美容类毛利率	研发支出（亿元）	研发支出营收占比
2019 年						
上海家化	75.97	23.56	61.88%	美容护肤类：72.74%	1.82	2.41%
珀莱雅	31.24	30.76	63.96%	护肤类：64.83% 洁肤类：63.50% 美容(彩妆)：61.77%	0.75	2.39%
水羊股份(御家汇)	24.12	22.43	51.05%	水乳膏霜：44.67% 贴式面膜：49.75%	0.44	1.82%
丸美股份	18.01	17.74	68.16%	护肤类：67.64% 眼部护肤类：70.28% 肌肤清洁类：66.71%	0.45	2.49%
贝泰妮	19.44	17.44	80.22%	护肤品：79.37% 彩妆：70.69%	0.54	2.78%
华熙生物	18.86	6.34	79.66%	功能性护肤品：78.54%	0.94	4.98%
2020 年						
上海家化	70.32	22.07	59.95%	美容护肤类：71.60%	1.51	2.15%
贝泰妮	26.92	-	80.46%	-	-	-
华熙生物	26.33	13.46	81.41%	功能性护肤品：81.89%	1.41	5.36%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

珀莱雅、水羊股份、丸美股份暂未公布 2020 年数据

公司旗下护肤品牌业绩增长吸睛。公司功能性护肤品的前四大核心品牌包括润百颜、夸迪、米蓓尔和 BM 肌活，2020 年四大品牌分别实现收入 5.65、3.91、1.99 和 1.13 亿元，分别同比增长 65.29%、513.29%、136.32%和 45.71%，其中夸迪销售收入增长最为亮眼。同期，公司其他创新品牌合计实现收入 0.78 亿元。2021 年 618 期间，主要四大品牌中，润百颜在全平台销售额超过 2.3 亿元，同比增长超过 230%，夺得天猫 618 新锐国货护肤品牌冠军；夸迪全平台销售额超过 1.9 亿元，预售首日销售额是去年同期的 3 倍多；米蓓尔天猫旗舰店销售额突破 3228 万，同比增长超过 200%；BM 肌活旗舰店销售额超过 2300 万，同比增长超过 450%，其中热门产品糙米水精华全网累计销售数量超过 12 万，

同比增长 1121%。从 2021 年 618 数据推断，公司国产品牌护肤品地位继续提高，在国内受欢迎程度上升。

公司品牌之所以能在众多本土化妆品品牌中脱颖而出，离不开其特有优势。

（1） 产品优势

公司产品矩阵完善，产品功效多元，产品储备丰富。截至 2020 年末，公司旗下护肤品牌已有 10 余个，收入在千万级别的产品共 31 款，百万级别的产品有 153 款。其中，润百颜是首个将医药级次抛剂型应用于功能性护肤品的品牌，公司玻尿酸次抛原液为明星单品，系天猫面部精华国货冠军，荣获 2019 年“天猫金妆奖年度修护单品”。而后夸迪亦推出次抛原液，作为润百颜的升级款，使用 5D 玻尿酸技术，针对不同层次的玻尿酸进行精准定位，升级补水锁水效果。公司根据不同年龄、不同性别、不同肌肤护理方式、成分党等不同群体，分别研究构建了功效指向性更强的科学配方和产品体系。在持续强化基础补水功效基础上，公司不断丰富产品体系，陆续推出具备高效补水、持久保湿、提亮光感、紧致丰盈、舒缓刺激、屏障修复等功效的系列新品。多样化产品矩阵既满足长尾用户的需求，又能够紧跟或者测试消费趋势的变化，随时出现新的爆发性产品。

公司新品融合艺术美学和科技力量，创造国货品牌新高度。2021 年 3 月，润百颜携手天猫小黑盒以“破碎·修复·重塑”为主题召开润百颜“修瓷大师”系列新品发布会，联手知名艺术家团队举办线下艺术展览，为润百颜品牌赋能。修瓷大师系列的“瓷敏大白管”，首发日销售量突破 242 万支，单品销售额高达 2353 万元；润百颜当日全店整体销售额高达 4280 万，一举创造天猫小黑盒国货品牌多项纪录——天猫小黑盒国货美妆新品首发 Top1；天猫小黑盒国货美妆全店单日 Top1；天猫美妆行业国货护肤新品首发 Top1。

（2） 营销优势

公域流量助力公司 C 端业务，功能性护肤品销售快速增长。在流量时代，公司紧跟潮流，2020 年建立了自身的 TP 团队，充分利用天猫、抖音、小红书等公域流量为品牌宣传。2020 年是公司品牌元年，发起全力打造润百颜“全球透明质酸领导品牌”形象，发起“百颜证言 智慧玻尿酸”、“快闪视频粉丝互动”、“颜值银行空管计划”等大型活动，并通过分众传媒对润百颜品牌进行品牌投放，增加了润百颜的曝光度。夸迪品牌则通过直播带货方式，触达李佳琦等红人主播背后的广大粉丝群体，结合天猫及微信小程序等不同渠道，实现爆发式增长。公司渠道数据显示，2020 年润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活的天猫渠道占比分别达到 58%、57%、49%和 77%，可见公域流量为品牌发展做出了重要收入贡献与品牌用户积累。值得注意的是，公司在功能性护肤品品牌直播推广中，绑定了母品牌“华熙生物”，以期达到通过高端护肤品牌效应来反哺医美市场的效果。

表 9：华熙生物四大护肤品牌渠道构成（2020 年）

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%

资料来源：华熙生物年报，东莞证券研究所

公司树立国货高端品牌形象，实力打磨国货之光。2018 年起公司与故宫博物馆跨界合作，发布润百颜故宫口红系列和故宫美人面膜。凭借古风神韵的外壳和保湿滋润的膏体，故宫口红斩获 2019 年“天猫金妆奖年度 IP 合作款”，火爆全国。2020 年 4 月，公司邀请李治廷担任米蓓尔首席代言人。2020 年 6 月，公司建成全球首座以“透明质酸”为主题的博物馆，也是目前唯一一座全景化展现透明质酸产业发展路径及成果的博物馆，游客可以在华熙生物工业旅游示范车间近距离感受华熙生物明星终端产品“玻尿酸次抛原液”的生产全过程，展示中国透明质酸产业的强硬综合实力。

5、进军功能性食品，未来市场一片蓝海

5.1 功能性食品快速发展，口服美容市场再现异彩

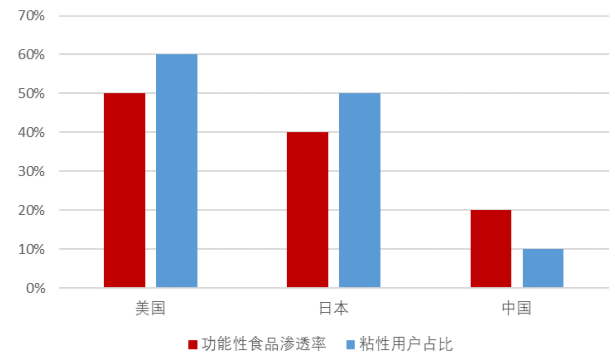
中国功能性食品市场发展态势良好。功能性食品是具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。功能性食品适用于特定人群食用，可调节机体功能，不以治疗疾病为目的。功能性食品按功效可划分为口服美容类、强化机能类、瘦身排毒类、缓解疲劳类、身体节律类、防止疾病类等。随着经济发展，人们压力与日俱增，锻炼时长缩减，且现代饮食精细化，导致亚健康人群逐渐扩大，功能性食品的需求量也与日俱增。根据智研咨询，2012 年-2019 年，中国功能性食品行业市场规模从 1140.2 亿元增长至 3585.8 亿元，CAGR 为 17.78%。

图 36：中国功能性食品市场规模快速增长

资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

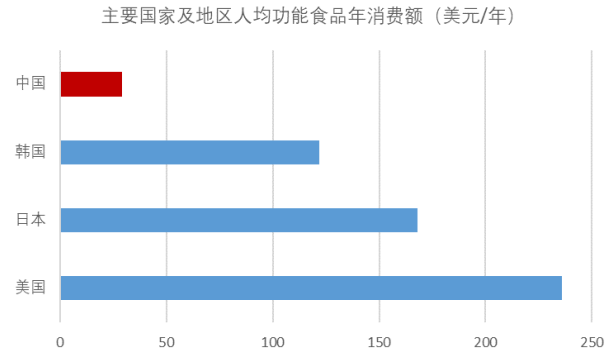
中国功能性食品渗透率和人均年消费额双双处于较低水平，未来增长空间可期。从渗透情况看，2019 年中国的功能性食品渗透率为 20%（数据来自头豹研究院），仅为日本的二分之一和美国的五分之二；同时，2019 年中国的功能性食品粘性用户占整体功能性食品用户的比重仅有 10%，而该比重在日本和美国分别达到 50%和 60%。从消费力度看，2019 年中国功能性食品人均年消费额为 29 美元，而美国、日本、韩国的功能性食品人均年消费额分别达到 236 美元、168 美元和 122 美元，分别是中国的 8.14、5.79 和 4.21 倍（数据来自头豹研究院）。综合来看，即使中国经济水平有别于美日等国家，但考虑到中国 CDP 稳定且较快的增长，叠加居民养生意识随着时代发展逐步增强等因素，预计中国功能性食品渗透率在未来具备翻倍的可能，中国功能性食品市场未来将是一片蓝海。

图 37：2019 年功能性食品渗透率及用户粘性情况



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

图 38：2019 年中国人均功能性食品年消费额低



资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

在以美为傲的时代，口服美容产品是功能性食品的重要部分。口服美容产品是通过饮食习惯来达到护理皮肤内部的效果，以美容美体为直接诉求的功能性口服产品。口服美容产品属于功能性食品的细分品类，按功效划分，口服美容产品可分为美白类、抗老类、补水类和防脱类；按成分划分，口服美容产品可分为胶原蛋白类、玻尿酸类、葡萄籽类、鱼子酱类、烟酰胺类等，其中胶原蛋白和玻尿酸类口服美容产品的销售额较高。

口服美容市场在中国经历浮沉，再度崛起。1992 年太太口服液风靡全国，是中国女性保健品市场的开端。2004 年-2012 年口服美容行业进入黄金发展期，日本品牌 FANCL、资生堂、DHC 胶原蛋白产品先后进入中国市场，国产品牌 Lumi、颜如玉和丸美也陆续推出口服美容产品。2013 年多款口服美容产品被曝光虚假宣传，整体市场陷入短暂低迷。2015 年至今，得益于新成分应用和跨境电商推广，澳佳宝、Swisse、POLA、Vida Glow 等品牌进驻中国，再度掀起口服美容热潮。

中国口服美容产品市场规模在近年来稳健增长，中国将成为仅次于日本的亚太地区第二大口服美容大国。根据头豹研究院，2016 年-2019 年中国口服美容行业市场规模从 169.7 亿元上升至 221.8 亿元，CAGR 为 9.34%；2020 年受新冠疫情影响，中国口服美容行业市场规模小幅下降至 219.9 亿元。头豹研究院预测数据显示，中国口服美容行业市场规模在 2021 年-2025 年将以 3.30%的年复合增速稳定增长，预计 2025 年规模将增加至 255.7 亿元。分地区来看，亚太地区的口服美容市场份额占据全球首位，日本和中国为口服美容大国。头豹研究院预计，2022 年中国口服美容市场规模占全球比重将达到 28.0%，紧随日本之后。

图 39：中国口服美容行业市场规模稳健增长

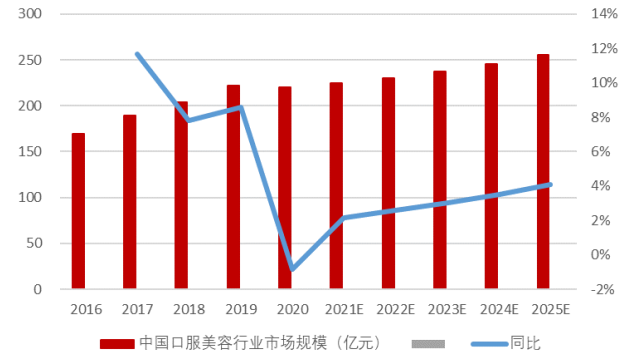
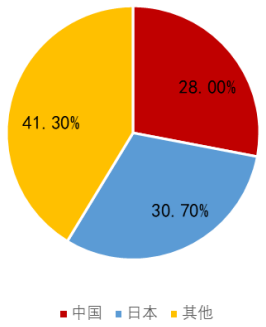


图 40：预测 2022 年中国占全球口服美容市场份额

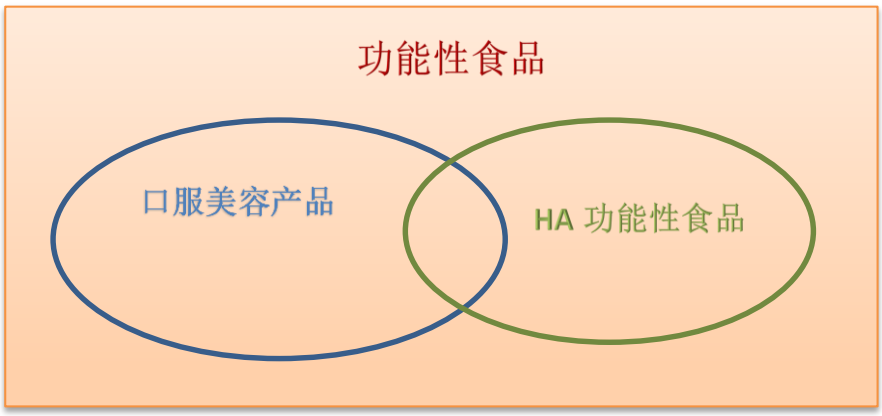


资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所　　资料来源：头豹研究院，东莞证券研究所

5.2 透明质酸食品风靡全球

含透明质酸的功能性食品在全球广为流行。透明质酸在功能性食品领域主要用于口服美容产品和其他 HA 功能性产品。1996 年，透明质酸在日本被列为食品添加剂，多种口服美容产品相继出现。2000 后，含透明质酸的保健食品在美国、英国、加拿大、巴西等国家上市。目前，含透明质酸成分的食品在全球市场上十分常见，日本市场产品尤为成熟。根据 GNPD（英敏特全球新产品数据库），截至 2020 年 5 月，全球含玻尿酸的食品已超过 2000 个，其中普通食品 500 多个。

图 41：功能性食品涉及透明质酸的细分类别

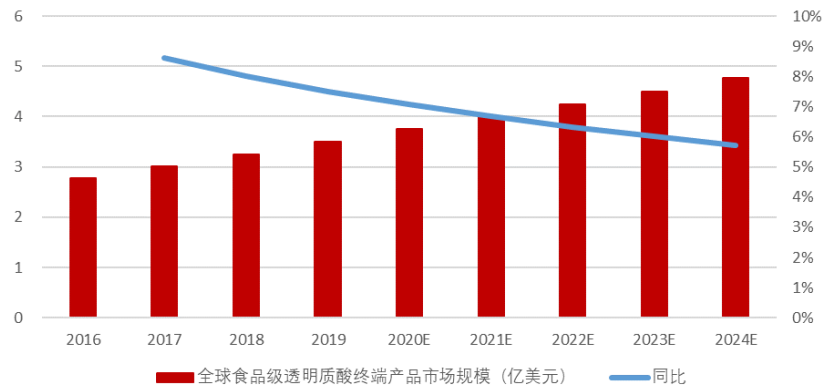


资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

口服透明质酸有何功效？多项研究表明，人体内的透明质酸是一个动态平衡的过程，分解与合成相伴。口服透明质酸在肠道内被酶降解，以分子量较小的单糖或非单糖形式被肠道吸收，然后在体内合成酶的作用下被重新合成大分子透明质酸。因此，口服透明质酸能提高人体内的透明质酸含量，从而改善人体机能。透明质酸最重要的作用就是补水。华熙生物的食品级透明质酸原料 HAPLEXPlus，被欧洲的 A&G 实验室证实有增加皮肤弹性的作用，亦被湖南疾病预防控制中心证明具有增加皮肤水分和抗氧化的功效。此外，口服透明质酸的功效研究还涉及缓解关节炎病痛、改善软骨病症状、修复胃黏膜损伤、提高人体免疫力、促血管生成等方面。

全球食品级透明质酸终端产品市场发展稳定。近年来，全球食品级透明质酸终端产品市场规模（按销售额）保持稳步增长。根据 Frost & Sullivan，2019 年全球食品级透明质酸终端产品市场规模为 3.50 亿美元，预计 2024 年将达到 4.76 亿美元，2020 年-2024 年期间将以 6.19%的年复合增速增长。从销量上看，近年来用于食品领域的透明质酸原料快速增加。根据 Frost & Sullivan，2015 年-2019 年，全球透明质酸原料应用于食品领域的销量从 116.8 吨上升至 280.0 吨，CAGR 为 24.43%。

图 42：全球食品级透明质酸终端产品市场规模持续增长



资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

日本系食品级透明质酸终端产品的主场。根据 Frost & Sullivan，2017 年日本食品类透明质酸终端产品市场规模已经达到 300 亿日元（约 2.8 亿美元），占当年全球食品级透明质酸终端产品市场规模的比重超过 90%。日本透明质酸食品的发展，得益于：①日本功能性食品拥有丰富的产品形式，日本法规对食品级透明质酸的准用范围较为宽容。②日本相关企业有明显的产业链优势，如日本知名护肤品牌资生堂，凭借自身上游原料生产单位，拥有透明质酸类保健食品和口服液等产品。

日本与美国的透明质酸食品领军全球。日本的食品级透明质酸终端产品主要为保健机能食品和普通食品，保健类食品主要功效是增加皮肤弹性，改善皮肤质地，美白和润滑人体关节；美国的食品级透明质酸终端应用产品主要为膳食补充产品，主要功能定位在改善皮肤和关节保健；韩国市场上含有透明质酸成分的饮料类产品较为丰富，有维生素水和茶饮料等。由于美、日的透明质酸在食品领域发展较早，产品丰富，技术成熟，渠道完善，在全球市场占据先发优势，辐射品牌效应。国内透明质酸食品市场上，资生堂、POLA、DHC、GNC、Schiff 等品牌凭借较高的知名度，其明星产品销售反响热烈。

表 10：全球食品级透明质酸（HA）终端产品各细分类别的主要参与者

类别	国家	企业	产品
保健食品-美容养颜类	日本	资生堂	Collagen 口服溶液
		POLA	QQ 胶原蛋白口服液态饮
		美与健康株式会社	MAX HA
		DHC	玻尿酸胶囊
	美国	Nutritional Specialties	Life Time 胶囊
		GNC	Women's Collagen
		California Natural	Hyaluronic Acid Formula
		NOW foods	双效强化玻尿酸素食胶囊
		Source Naturals	Hyaluronic Acid
		Neocell	深海鱼胶原蛋白和透明质酸胶囊
	德国	圣伯纳德	Beauty Drink
保健食品-骨骼和关节健康类	日本	小林制药	氨基葡萄糖软骨素透明质酸
	美国	Schiff	Move Free 易节维骨力
		Natrol	Hyaluronic Acid MSM and Glucosamine
		Solaray	氨基葡萄糖透明质酸

饮料类	日本	日本新药株式会社	含 HA 瓶装饮料
		日本万田发酵株式会社	含 HA 瓶装饮料
		Dy Do 株式会社	含 HA 饮料
	加拿大	健美生公司	含 HA 冲剂
	英国	Higher Nature	含 HA 冲剂
	韩国	乐天	含 HA 冲剂的饮料、V12 维生素水
		南阳	含 HA 的茶饮料
	捷克	Nutrend	含 HA 的冲剂
糖果类	日本	Kracie Food	多款含 HA 口香糖和软糖
	美国	Hyalogic	玻尿酸水果味咀嚼片（软糖）
		Olly	胶原蛋白补充透明质酸蓝莓味软糖
	韩国	日东	每亦宁日东胶原蛋白糖
其他种类	日本	Kewpie	多款含 HA 果酱和沙拉酱
		明治制果	含 HA 的果冻

资料来源：Frost & Sullivan，东莞证券研究所

5.3 透明质酸食品政策全面开放，华熙“黑零”品牌初试锋芒

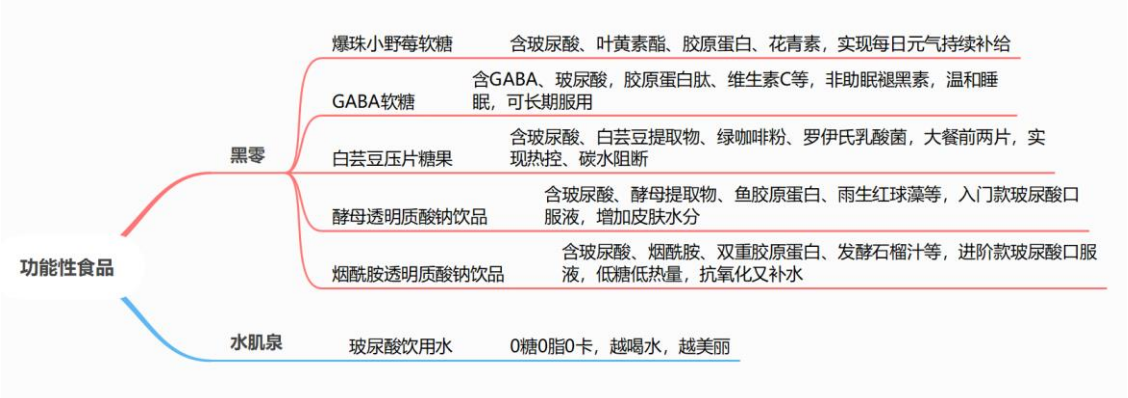
透明质酸食品将迎来国产化时代。2008 年，中国批准透明质酸钠（即透明质酸，HA）作为新资源食品用作保健食品原料，推动了食品级透明质酸在我国的发展应用，目前我国已上市的含透明质酸钠的保健食品有 20 余种。2021 年，我国首次批准透明质酸钠作为新食品原料，准许其在普通食品中的添加使用，使用范围包括乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力、巧克力制品、糖果和冷冻饮品。透明质酸食品政策的全面开放，标志着国产透明质酸食品终于进入中国功能性食品市场，获得重新取回透明质酸食品这个庞大消费市场的机会，透明质酸食品行业将开启国产化时代。同时，中国消费者在透明质酸食品领域亦将有更多的选择，进一步促进中国透明质酸食品产业迈向全新阶段，走向广阔市场。

华熙生物系中国透明质酸食品行业开拓者，食品级 HA 原料端市场得以拓宽。此次获批新食品原料资质的透明质酸钠，正是覆盖透明质酸全产业链的华熙生物所制造的食品级透明质酸原料 HAPLEXPlus。2004 年至 2021 年 1 月，华熙生物历经 16 年的坚持和努力，终于成功取得让食品级透明质酸原料通往普通食品领域的门票。HAPLEXPlus 采用先进的发酵生产工艺，已获 HALAL 清真食品认证和 KOSHER 犹太洁食认证，目前已经销往全球 40 多个国家或地区。此次获批普通食品添加剂资格，华熙生物的 HAPLEXPlus 终于走进中国市场，向中国食品企业供货，推动中国食品行业升级。日前，汉口二厂推出首款功能性饮品玻尿酸气泡水“哈水”，其添加的透明质酸原料正来自于华熙生物；此外，Wonderlab 与华熙生物合作生产的一款透明质酸钠夹心软糖，也成为一款明星产品。

国民品牌问世，引爆玻尿酸食品终端蓝海。根据华熙生物首席科学家郭学平预测，国内玻尿酸食品市场规模将在百亿级别。2021 年 1 月，华熙生物推出全国首个玻尿酸食品品牌 “黑零”hyalur，主推以透明质酸为核心成分的功能性食品，打破国产玻尿酸食品的空白，引领功能性食品消费新风向。黑零品牌推出多款健康产品，包括元气补给的玻尿酸叶黄素酯野莓软糖、温和助眠的 GABA 软糖、热量控制的白芸豆压片糖果、含酵母提取

物的入门级玻尿酸口服液、含烟酰胺的进阶款玻尿酸口服液等。2021 年 3 月，华熙生物正式推出国内首款玻尿酸饮用水“水肌泉”，在天猫、小红书和小米有品的水肌泉旗舰店销售。每瓶水肌泉含有 83mg 食品级玻尿酸，口感柔和顺滑，让消费者在喝水的同时补充玻尿酸。根据艾瑞咨询，日本的马拉松指定用水中必须添加透明质酸，帮助留存体内水分，降低因水分流失而消耗的能量；可见透明质酸在国内获批普通食品添加剂，将明显助力于中国透明质酸饮料市场未来发展。

图 43：华熙生物功能性食品主要产品



资料来源：华熙生物官网、黑零天猫旗舰店，东莞证券研究所

备注： GABA 一般指 γ-氨基丁酸，为华熙生物原料产品之一。

6、在研项目情况

2020 年，公司全方位开展了 123 项研发项目。①生物活性物绿色制造研发项目，公司针对在医药、化妆品和食品领域应用广泛的多个功能糖及氨基酸类物质，开展了合成生物学关键技术及产业转化研究，构建微生物细胞工厂、酶催化体系等并实现工程化应用，取代传统的动植物提取及化学合成法。②医疗终端产品方面，公司开展了生物活性物结构修饰研究，开发具有不同修饰度、机械强度、降解性能的生物材料，满足骨科、眼科及整形外科不同的临床需求。其中医疗美容类在研项目 15 个，主要用作产业化和技术储备。③功能性护肤品方面，公司开展了 11 个护肤品项目，开发针对不同年龄人群、不同皮肤及健康问题的安全、有效的功能性产品。④功能性食品方面，公司开展食品配方工艺研究，现有保健品和普通食品在研项目共 17 个。⑤公司开展活性物应用机理研究，不断拓展活性物在组织工程、药物递送、生活用品等领域的创新性应用。

7、投资建议

预计公司 2021、2022 年每股收益分别为 1.72 元和 2.34 元，对应估值分别为 131 倍和 96 倍。公司拥有集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台，HA 原料市场地位稳固，功能性化妆品业务爆发性增长，医疗终端产品稳定增长，功能性食品业务板块强劲起势。四轮驱动下，公司未来成长潜力较大，我们维持对公司的“推荐”评级。

表 11：公司盈利预测简表（截至 2021 年 8 月 2 日）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**2633**	**3921**	**5382**	**6960**
营业总成本	**1925**	**3039**	**4148**	**5330**
营业成本	489	785	1,087	1,412
营业税金及附加	34	51	70	91
销售费用	1099	1647	2239	2868
管理费用	162	333	447	564
财务费用	(1)	(1)	(1)	(1)
研发费用	141	223	307	397
公允价值变动净收益	3	0	0	0
资产减值损失	(16)	0	0	0
营业利润	**757**	**969**	**1321**	**1718**
加：营业外收入	5	5	5	5
减：营业外支出	3	3	3	3
利润总额	**759**	**971**	**1323**	**1720**
减：所得税	114	146	199	258
净利润	**645**	**825**	**1124**	**1461**
减： 少数股东损益	(1)	0	0	0
归母公司所有者的净利润	**646**	**825**	**1124**	**1461**
摊薄每股收益(元)	**1.35**	**1.72**	**2.34**	**3.04**
PE（倍）	**167**	**131**	**96**	**74**

资料来源：Wind，东莞证券研究所

8、风险提示

（1）**市场竞争加剧风险。**医美行业需求增长较快，主导产品平均毛利率较高，可能会吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入市场。

（2）**经营资质续期风险。**医美行业监管严格，公司需取得医疗器械生产许可证、医疗器械经营许可证等业务资质，生产相关产品也需取得相关产品的注册批件。若公司及子公司未能如期取得相关经营资质和/或产品注册批件，将影响相关产品的生产或经营。

（3）**新产品研发和注册风险。**上述公司不排除未来新产品在研发和注册过程中可能会受到不可预测因素影响，导致其未能通过或未能如期通过国家药监局的审批，从而面临因新产品注册失败或新产品上市后无法适应市场需求变化而损失前期研发投入的风险。

（4）**新产品市场接受度不及预期。**如果公司新产品市场定位未能适应市场需求，或者市场推广策略不妥当，导致新产品市场推广效果预期，将对公司盈利能力产生不利影响。

（5）**经销商管理风险。**公司部分产品系与经销商合作进行销售。与经销商的合作有利于销售网络的快速扩张，分散建立自有营销网络的投资风险，降低营销成本。但如果经销商的营销推广能力跟不上公司发展要求等，或对公司经营产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn