



核心观点

❖ 透明质酸下游应用广泛，行业实现较快增长

透明质酸为人体重要组成部分，下游应用领域范围较多，具体包括医药、化妆品与食品等。我国透明质酸行业保持良好增速，中国企业市场份额占比较高，从细分品类来看，我国医美与化妆品领域透明质酸市场规模均实现较快增长，随着我国食品领域透明质酸使用范围的进一步拓宽，行业将迎来发展新机遇，预计将进一步推动我国透明质酸市场规模实现较快增长。

❖ 颜值经济驱动下，轻医美与化妆品领域应用实现较快发展

化妆品方面，透明质酸有保湿、营养、抗衰老、修复、消炎等多项功能，被作为功效性化妆品原料，在化妆品中使用广泛，近年来我国与全球透明质酸化妆品市场规模实现较快增长。但国内市场透明质酸化妆品仍由国际化妆品品牌主导，国产化程度较低。预计随着国潮兴起，消费者对国产品牌偏好不断提升，将进一步推动我国国产透明质酸化妆品市占率提升。医美应用方面，透明质酸注射剂可以起到塑形填充、除皱保湿等多种功能，在颜值经济与悦己消费驱动下，我国医美市场实现较快发展，透明质酸医美应用未来发展潜力较大。

❖ 国内透明质酸食品市场迎来发展新机遇

口服透明质酸具备多重功效，长期连续服用，可以有效缓解皮肤老化、关节功能退化、眼部老化等多项问题。国外透明质酸食品发展起步较早，目前含有透明质酸的保健食品及食品在国外普及度较高，2021年1月，我国批准透明质酸扩大使用范围，目前华熙生物、焦点福瑞达等透明质酸行业头部企业均已开始布局，在颜值经济与人口老龄化共同催化下，国内透明质酸食品市场或迎来较快增长。据测算，预计我国透明质酸食品终端市场规模远期可达151.37亿元。

❖ 投资策略

我国医美、化妆品与食品领域透明质酸市场规模实现较快发展，预计在颜值经济与悦己消费驱动下，透明质酸终端产品市场规模较保持较好增速，建议关注在全产业链布局的头部企业，相关标的：1) 华熙生物：全球第一大透明质酸原材料生产商，终端产品医药、医美、化妆品、食品全产业链布局；2) 鲁商发展：行业头部原料生产厂商，产能规模持续提升，并积极深耕透明质酸化妆品领域应用；3) 爱美客：透明质酸医美领域国产头部公司，独创嗨体产品线为公司保驾护航；4) 昊海生科：透明质酸医药领域头部企业，眼科、骨科业绩保持稳健增长，第三代透明质酸注射剂为公司业绩增长打开新空间。

风险提示：宏观经济波动风险；疫情反复影响公司经营；原材料价格波动影响。

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 医药生物
报告时间 | 2021/09/29

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

何宇航
证书编号：S1100120090004
heyuhang@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、透明质酸下游应用广泛，行业实现较快增长.....	5
1.1 人体重要组成部分，下游应用场景广泛	5
1.2 透明质酸行业规模实现较快，我国市场未来增长空间较大	6
1.3 技术壁垒筑就透明质酸企业核心竞争力	10
三、颜值经济：轻医美与化妆品领域应用实现较快发展.....	13
2.1 外敷具备多项功效，透明质酸化妆品领域实现较快发展	13
2.2 轻医美受青睐，透明质酸医美领域应用实现较快发展.....	16
三、功能性食品：国内透明质酸市场迎来发展新机遇	18
3.1 口服透明质酸具备多重功效.....	18
3.2 国内透明质酸食品领域应用获批，未来发展潜力较大.....	19
3.3 我国透明质酸食品行业未来市场规模测算.....	21
四、透明质酸产业链头部企业概览	21
4.1 华熙生物：全球最大原料厂商，全产业链建设提供增长动力	21
4.2 鲁商发展：深耕透明质酸化妆品市场，原料产能规模迅速扩张	24
4.3 爱美客：透明质酸注射剂实现较快发展，技术力构筑护城河.....	25
4.4 昊海生科：透明质酸眼科、骨科应用领域国内头部企业	27
五、投资建议	30
风险提示	31

图表目录

图 1:	全球透明质酸行业实现较快发展	6
图 2:	全球透明质酸行业集中度较高	6
图 3:	全球食品级透明质酸行业实现较快发展	7
图 4:	全球化妆品级透明质酸市场规模增速较快	7
图 5:	全球医药级透明质酸行业保持稳健增长	7
图 6:	全球食品级透明质酸占比持续提升	7
图 7:	我国透明质酸市场规模实现较快发展	8
图 8:	我国透明质酸市场集中度较高	8
图 9:	我国透明质酸医美行业实现较快发展	9
图 10:	我国透明质酸化妆品规模增长稳健	9
图 11:	华熙生物各类原料毛利率持续下降	9
图 12:	安华生物各类原料毛利率持续下降	9
图 13:	微生物发酵技术发展成熟, 生产效率较高, 成品杂质含量较少	11
图 14:	昊海生科医药业务毛利率水平较高	12
图 15:	医美头部企业爱美客毛利率水平较高	12
图 16:	华熙生物化妆品业务毛利率水平较高	13
图 17:	华熙生物原料业务毛利率水平较高	13
图 18:	全球化妆品级透明质酸实现较快增长	14
图 19:	我国透明质酸化妆品市场规模维持良好增速	14
图 20:	国内透明质酸化妆品市场国际品牌市占率较高	15
图 21:	我国化妆品行业实现较快发展(亿元)	16
图 22:	我国人均化妆品消费较低(美元)	16
图 23:	我国透明质酸医美市场实现较快增长(亿元)	16
图 24:	我国医美市场保持良好增速(亿元)	17
图 25:	非手术类轻医美占比不断提升	17
图 26:	我国医美行业渗透率较低	18
图 27:	我国医美人均治疗次数较低	18
图 28:	食品级透明质酸销量占比较高	19
图 29:	全球食品级透明质酸原料市场规模维持良好增长	19
图 30:	我国人口老龄化问题日趋严重	21
图 31:	老年人口保健品消费比例较高	21
图 32:	华熙生物营业收入实现较快增长	22
图 33:	华熙生物归母净利润持续增长	22
图 34:	公司盈利能力较强较高	23
图 35:	公司销售费用增幅较大	23
图 36:	功能性护肤品销售收入增速较高	24
图 37:	功能性护肤品营收占比不断提升	24
图 38:	公司原料及添加剂营收实现较快增长	25
图 39:	公司化妆品营收实现较快增长	25
图 40:	爱美客营业收入实现较快增长	27
图 41:	爱美客归母净利润维持良好增速	27
图 42:	公司盈利能力持续提升	27

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	公司盈利空间持续释放.....	27
图 44:	公司透明质酸营业收入实现较快增长.....	28
图 45:	公司医美及创面护理盈利能力较强.....	28
图 46:	公司透明质酸营业收入实现较快增长.....	29
图 47:	公司医美及创面护理盈利能力较强.....	29
表格 1.	透明质酸下游应用领域广泛.....	5
表格 2.	透明质酸不同分子量应用领域不同.....	6
表格 3.	微生物发酵法成为主流透明质酸生产方式.....	10
表格 4.	透明质酸作为化妆品原料的功效一览.....	13
表格 5.	口服透明质酸功效一览.....	19
表格 6.	公司产品体系一览.....	23
表格 7.	公司透明质酸注射剂产品一览.....	26
表格 8.	相关标的估值一览.....	30

一、透明质酸下游应用广泛，行业实现较快增长

1.1 人体重要组成部分，下游应用场景广泛

透明质酸为人体重要组成部分，下游应用领域广泛。透明质酸又称玻尿酸、透明质酸钠，广泛分布于人体的各个部位，以其独特的分子结构和理化性质在机体内显示出多种重要的生理功能，如润滑关节，调节血管壁的通透性，调节蛋白质，水电解质扩散及运转，促进创伤愈合等。透明质酸下游应用领域广阔，医药生物领域方面，透明质酸是具有较高临床价值的生化药物，广泛应用于各类眼科手术，如晶体植入、角膜移植和抗青光眼手术等，还可用于治疗关节炎和加速伤口愈合，同时透明质酸注射液也被应用于医美整形，能起到除皱美容、塑形填充的作用。化妆品方面，添加在护肤品、洗护用品中，具有防皱、抗皱、美容保健和恢复皮肤生理功能的作用，长期使用可使皮肤滋润光滑、细腻柔嫩、富有弹性。食品方面，主要被添加于各类功能性食品中，长期服用可提高人体水分含量，美容养颜，预防缓解骨关节炎、骨质疏松等疾病，兼具美容与保健功能。另外，近年来透明质酸也拓展到宠物食品用品领域，产品包括各类功能性宠物食品、沐浴露、护毛素等。其中，医药级透明质酸价格较高，化妆品级价格次之，而食品级价格较低。

表格 1. 透明质酸下游应用领域广泛

领域	分类	具体应用
医药级	黏弹性手术	眼科手术、关节内窥镜手术、耳外科手术、内窥镜下黏膜切除术
	黏弹性补充疗法	骨科关节炎的治疗
	黏弹性填充	尿道括约肌填充、声带注射填充数、以医美整形为主的软组织填充
	黏弹性阻隔	腹腔、盆腔手术等的术后防粘连，耳鼻部位的防粘连
	黏弹性防护	眼表防护（以滴眼液为主）、口腔防护、皮肤创伤愈合
	药物载体	可以用于提高药物稳定性、作为缓控释制剂、应用于抗肿瘤药物中
化妆品级	其他潜在应用	降低辐射损伤、骨骼修复或再生、再生医学、组织工程材料
	功能性护肤品、身体及头部护理品	添加于面膜、眼霜、乳液、精华等护肤品，以及洗面奶、沐浴露、护发素等日化品中，粉底液、隔离霜、口红等彩妆产品也可添加
食品级	功能性食品原料	品类较多，可以添加于软糖、零食、饮料、乳制品等食品中，也可以制成口服液、片剂、胶囊、冲剂等保

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

健品
宠物用品 添加于宠物食品、宠物沐浴露、护毛素等产品中

资料来源：华熙生物招股书，艾瑞咨询，川财证券研究所

不同分子量的透明质酸表现出不同的物理学与生物学特性，被应用于不同领域。根据分子量大小可以将透明质酸分为大分子、中分子、小分子和寡聚透明质酸。其中，大分子透明质酸被应用于塑形填充材料、眼科黏弹剂和化妆品；中分子透明质酸被应用于化妆品与注射液；小分子透明质酸被应用于保湿类护肤品；寡聚透明质酸被应用于保湿类护肤品和药物载体。

表格 2. 透明质酸不同分子量应用领域不同

分类	分子量	特性	主要应用
大分子透明质酸	1800k-2200k Dalton	水溶液黏稠，体内代谢时间较长	塑形填充材料、眼科黏弹剂和化妆品
中分子透明质酸	1000k-1800k Dalton	润滑及保湿性强	化妆品与注射液
小分子透明质酸	10k-1000k Dalton	透皮性较强	保湿类护肤品
寡聚透明质酸	低于 10k Dalton	透皮性较强，促进损伤修复，提供细胞保护	保湿类护肤品和药物载体

资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

1.2 透明质酸行业规模实现较快，我国市场未来增长空间较大

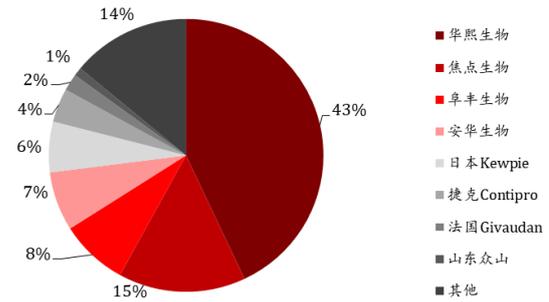
全球透明质酸行业保持良好增速，中国企业市场份额占比较高。全球透明质酸行业规模保持良好增速，弗若斯特沙利文数据显示，2015-2020 年期间全球透明质酸销量从 280 吨上升至 600 吨，年复合增速达 16.47%，预计到 2025 年全球透明质酸市场规模有望达 1223 吨。全球透明质酸原料集中度较高，数据显示，2020 年全球透明质酸 CR5 为 79%，其中中国企业华熙生物（43%）、焦点生物（15%）、阜丰生物（8%）、安华生物（7%）排名前四，市场份额合计达 73%。

图 1：全球透明质酸行业实现较快发展

图 2：全球透明质酸行业集中度较高



资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所



资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

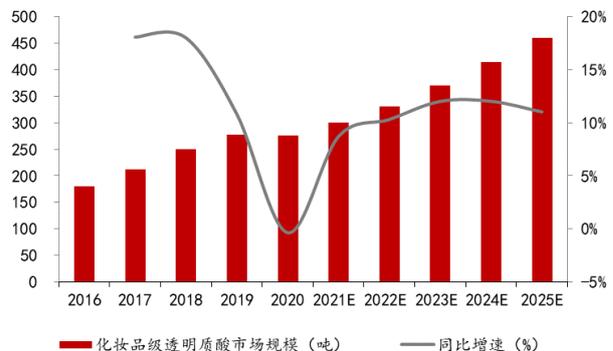
细分品类来看，食品级透明质酸为全球市场占比最高品类，同时行业规模增速较高，弗若斯特沙利文数据显示，2016-2020 年全球食品级透明质酸市场规模从 157 吨上升至 300 吨，年复合增速达 17.57%，预计 2025 年市场规模有望达 720.9 吨；市场占比从 44.86% 上升至 50.00%，预计 2025 年占比或达 58.95%。化妆品级透明质酸方面，2016-2020 年期间，化妆品级透明质酸全球市场规模从 179.5 吨上升至 276 吨，年复合增速为 11.36%，预计到 2025 年市场规模有望达 460.8 吨；市场占比从 51.29% 下降至 46.00%，预计 2025 年市场占比为 37.68%。医药级透明质酸市场份额占比较低，维持在 3%-4% 水平左右，随着医美与骨科、眼部医疗领域的不断发展，行业保持较快增长，数据显示，2016-2020 年期间全球市场规模从 13.4 吨上升至 2 吨元，年复合增速为 15.68%，预计到 2025 年市场规模有望达 41.3 吨。

图 3：全球食品级透明质酸行业实现较快发展



资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

图 4：全球化妆品级透明质酸市场规模增速较快



资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

图 5：全球医药级透明质酸行业保持稳健增长

图 6：全球食品级透明质酸占比持续提升

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



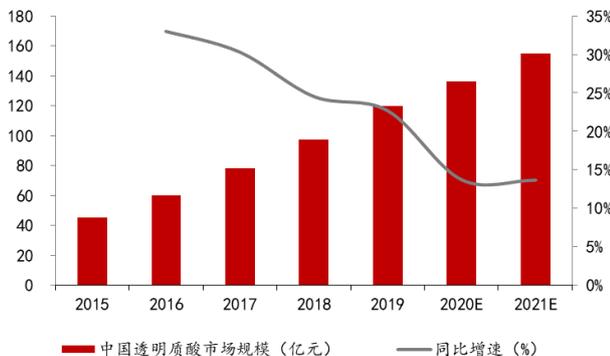
资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所



资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

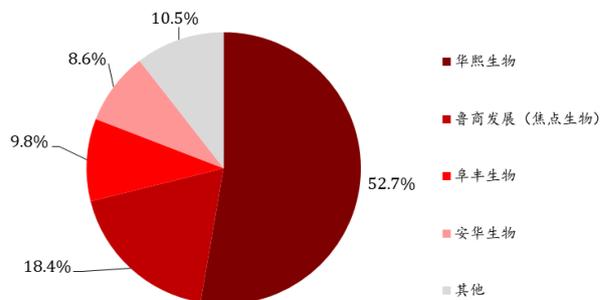
我国透明质酸市场规模实现较快增长，行业未来发展空间较大。颜值经济催化下，近年来我国透明质酸市场规模增速较快，中商产业研究院数据显示，2015-2019年期间我国透明质酸市场规模从45.2亿元增长至136.0亿元，年复合增速达27.54%，预计到2021年市场规模可达到154.6亿元。同时，我国透明质酸行业市场集中度较高，前瞻产业研究院数据显示2020年我国透明质酸行业市场份额排名前四的企业分别为华熙生物（52.7%）、鲁商发展（18.4%）、阜丰生物（9.8%）、安华生物（8.6%），CR4达89.5%。从细分品类来看，我国医美与化妆品领域透明质酸市场规模均实现较快增长，其中透明质酸医美市场规模从2016年的24亿元上升至2020年的49亿元，年复合增速达19.54%，预计2025年行业市场规模有望达157亿元。2015-2020年期间，我国透明质酸化妆品市场规模从466亿元上升至665亿元，年复合增速为7.37%，预计2025年行业规模有望达995亿元。随着我国食品领域透明质酸使用范围的进一步拓宽，行业将迎来发展新机遇，预计将进一步推动我国透明质酸市场规模实现较快增长。

图 7：我国透明质酸市场规模实现较快发展



资料来源：中商产业研究院，川财证券研究所

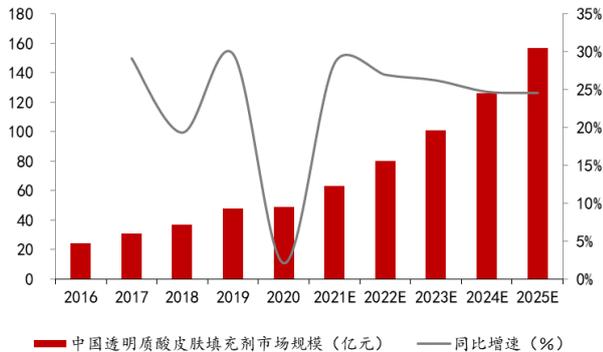
图 8：我国透明质酸市场集中度较高



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 9：我国透明质酸医美行业实现较快发展



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客招股说明书，川财证券研究所

图 10：我国透明质酸化妆品规模增长稳健

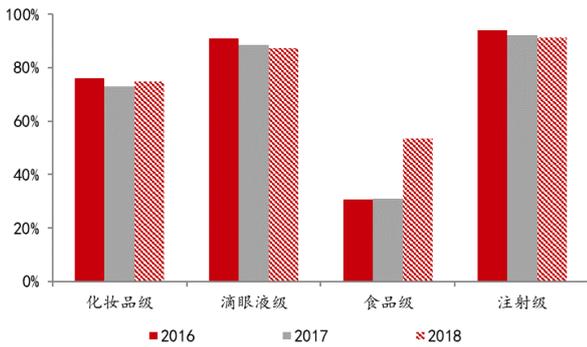


资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

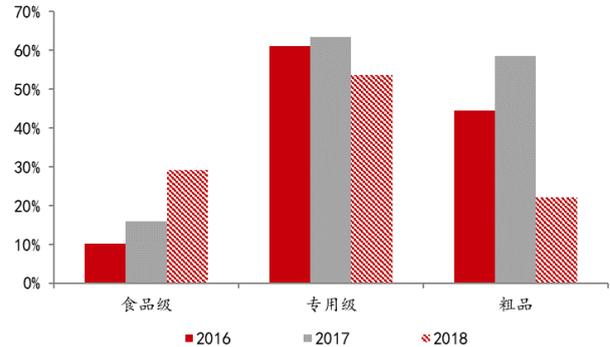
透明质酸原料行业竞争激烈，全产业链发展有利于企业打开上升空间。透明质酸行业整体产能充足，头部企业华熙生物、鲁商发展半年报显示，截至2021年上半年，两家公司的透明质酸产能规模均达到420吨，合计超过2021年全年全球透明质酸市场约700吨的需求。产能过剩，产能利用率较低催化透明质酸行业竞争加剧，推动除食品级以外的透明质酸吨价持续下滑，爱美客招股书数据显示，透明质酸原材料平均价格已从2017年的210元/克下降至2020年的160元/克。透明质酸单价下跌持续对原料生产企业盈利空间造成挤压，华熙生物、安华生物财报数据显示，2016-2018年期间，除食品级透明质酸毛利率持续上升外，其他品类毛利率均不同程度下降。通过拓宽产业链，发展功能性食品、化妆品、注射剂等下游透明质酸产品业务，能够有效提升原料生产企业盈利能力，为企业打开业绩进一步增长空间。而对于下游透明质酸产品生产企业来说，原料价格持续下降，有利于企业盈利空间的持续释放，促进企业业绩保持良好增速。

图 11：华熙生物各类原料毛利率持续下降

图 12：安华生物各类原料毛利率持续下降



资料来源: wind, 川财证券研究所



资料来源: 弗若斯特沙利文, 川财证券研究所

1.3 技术壁垒筑就透明质酸企业核心竞争力

微生物发酵法为透明质酸实现大规模应用奠定基础。早期透明质酸的生产采用动物组织提取法，成本高昂，制作复杂，产量降低，难以满足在医疗、日化、食品领域的大规模应用。随着 20 世纪末微生物发酵法生产透明质酸的普及，透明质酸产量迅速上升，生产效率不断提高，成本显著降低，为近年来全球透明质酸行业实现较快发展奠定基础。而化学合成法生产透明质酸，虽然成本较低，但由于成品结构较不精纯，下游应用范围窄，因此普及程度较低。

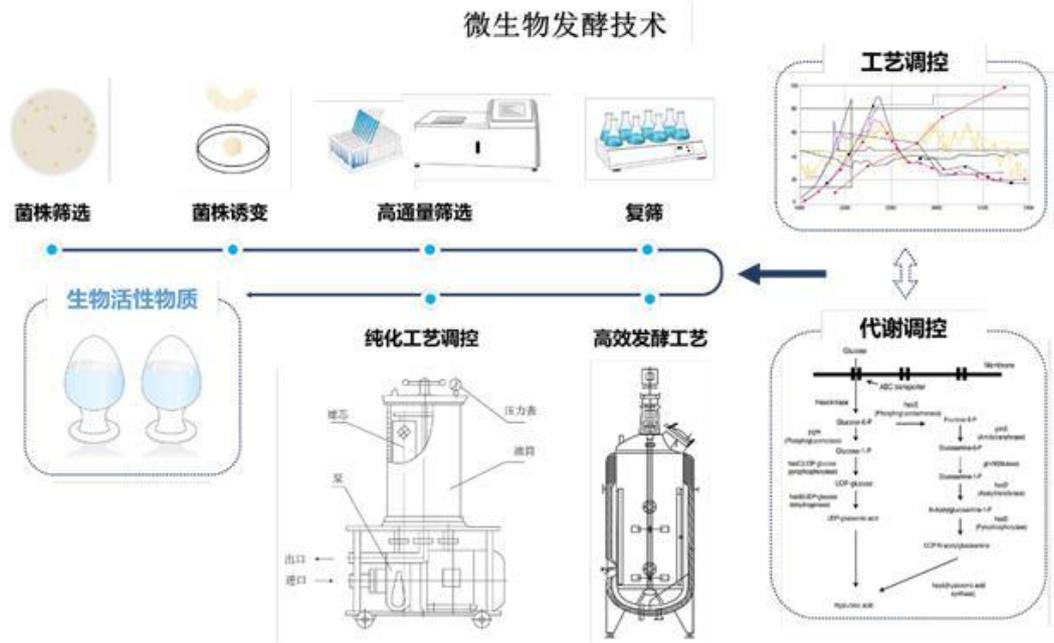
表格 3. 微生物发酵法成为主流透明质酸生产方式

生产方式	原料	制造工艺	纯度	收率	成本
动物组织提取法	动物原材料 (人脐带、鸡冠和牛眼玻璃体等)	用丙酮或乙醇将原料脱脂、脱水，用蒸馏水浸泡、过滤，然后以氯化钠水溶液和氯仿溶液处理，之后加入胰蛋白酶保温后得到混合液，最后用离子交换剂进行处理、纯化得到精制的透明质酸。	低	低	高
微生物发酵法	菌种 (以链球菌为主)、生物培养基	以葡萄糖作为碳源发酵液，在培养基中发酵 48 小时，发酵结束后，过滤除去菌丝体和杂质，然后用醇沉淀法等简单操作即得到高纯度的透明质酸产物。	高	低	低
化学合成	天然酶	首先使用多糖类聚合物合成“透明质酸氧氮杂环戊烯衍生物”，然后添加水分解酶，制造出衍生物和酶的复合体，最后在 90 度摄氏反应液中清除其中的酶，从而合成透明质酸。	低	低	低

资料来源: 华熙生物招股书, 互联网公开资料整理, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 13：微生物发酵技术发展成熟，生产效率较高，成品杂质含量较少



资料来源：华熙生物招股说明书，川财证券研究所

行业竞争加剧下，技术壁垒成为透明质酸企业核心竞争力。医药级透明质酸方面，各国对透明质酸医药级原料和终端成品质量要求较高，相比于化妆品、食品领域，医药级产品研发、注册、审批更加严格，产品上市周期更长，因此拥有领先生产技术和资质壁垒的企业能够更快的缩短研发上市周期，占领全球市场。特别是对于医美领域的引用，更加优秀的研发能力与生产技术，能够有效促进企业不断进行产品迭代，提升市场影响力，满足消费者需求，推动企业市占率不断增长。化妆品与食品级方面，由于终端市场消费需求多样化，产品类别繁多，因此拥有能对透明质酸原始成分的进一步加工修饰改进，与其他生物活性物组合，从而具备更强的特定功能，实现与细分应用领域紧密结合的先进技术，能够为企业打开更大市场空间，同时对于拥有全产业链布局的企业来说，将能进一步为终端产品研发提供有力技术支持。在生产技术成熟、产品同质化、行业竞争加剧的情况下，更加先进的生产技术意味着更低的生产成本和更加优质、多样化的产品，将成为透明质酸企业实现市占率进一步上升的重要助力。

以透明质酸行业原料生产以及终端市场头部四家企业：华熙生物、鲁商发展、爱美客和昊海生科为例。招股书及年报数据显示，医药领域方面，昊海生科同时掌握“鸡冠提取法”和“细菌发酵法”两种医用透明质酸钠生产工

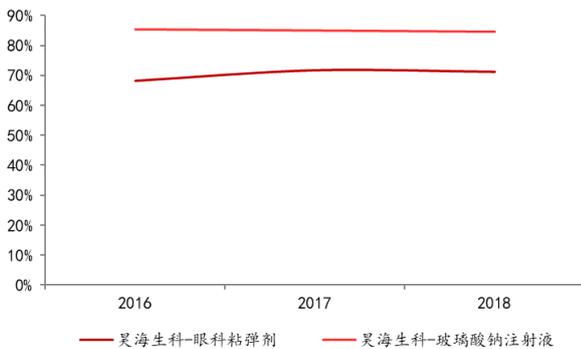
艺，在国内市场核心技术领先，毛利率较高，市场份额占比较大，数据显示截至 2018 年，公司眼科粘弹剂和骨科玻璃酸钠注射剂毛利率分别达 71.16%、84.56%。

医美领域方面，透明质酸注射剂头部公司爱美客技术领先，产品线丰富，并独创嗨体系列产品，毛利率持续提升，截至 2021 年爱美客毛利率达 93.25%，排名第一（昊海生科整形美容与创面护理毛利率下降至 87.78%）。

化妆品领域方面，华熙生物依托于微生物发酵技术、交联技术两大平台为核心的研发体系，开发了一系列具有针对性的功能性护肤品，推动化妆品业务毛利率较快增长，截至 2020 年公司毛利率达 81.89%，较鲁商发展（59.14%）高 22.75pct。

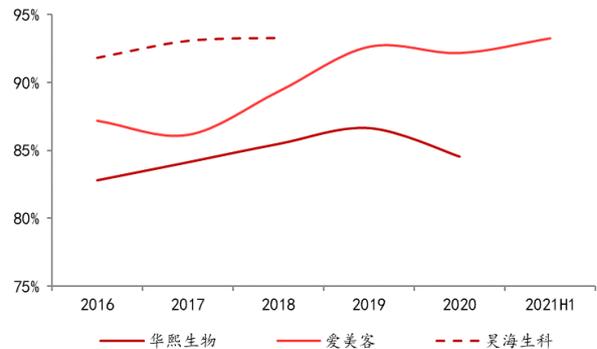
原料生产方面，华熙生物拥有国际领先的微生物发酵技术和梯度 3D 交联技术，技术壁垒为公司生产成本降低、全球市场准入提供有力支持，年报显示公司透明质酸发酵产率达到 12-14g/L，国际市场上公司原料产品也在多个国家取得相关资质认证，推动公司在全球市场市占率排名第一。与排名第二的鲁商发展相比，公司毛利率水平整体较高，截至 2020 年公司原料业务毛利率达 78.09%。

图 14：昊海生科医药业务毛利率水平较高



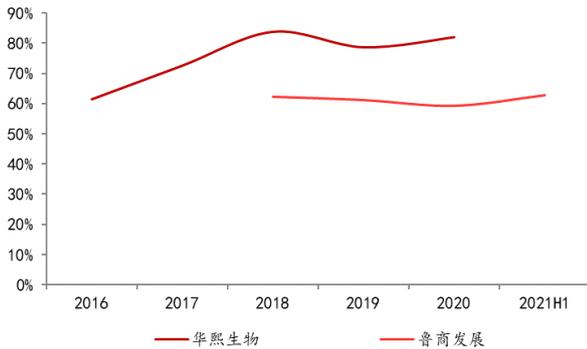
资料来源：wind，川财证券研究所

图 15：医美头部企业爱美客毛利率水平较高



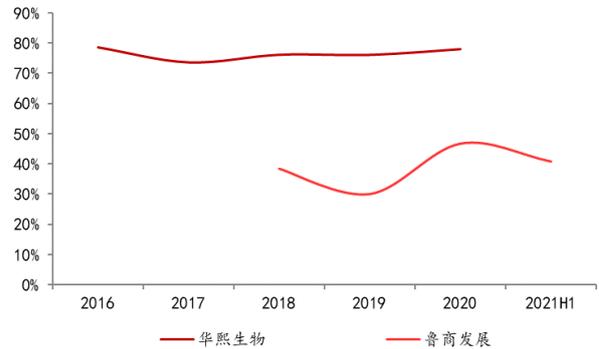
资料来源：wind，川财证券研究所

图 16: 华熙生物化妆品业务毛利率水平较高



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 17: 华熙生物原料业务毛利率水平较高



资料来源: wind, 川财证券研究所

三、颜值经济：轻医美与化妆品领域应用实现较快发展

2.1 外敷具备多项功效，透明质酸化妆品领域实现较快发展

透明质酸外敷起到多项功效，化妆品领域应用广泛。透明质酸涂抹于皮肤表面，可形成一层水化膜，能够起到保湿护肤、抗菌消炎的功能，同时其能够作为药物载体和活性成分的传递介质，强化功能性护肤产品效果，另外其特性还能够起到抗氧化、促进伤口愈合的特殊功效。因其具有保湿、营养、抗衰老、修复、消炎等多项功能，透明质酸被作为功效性化妆品原料，在化妆品中使用广泛。

表格 4. 透明质酸作为化妆品原料的功效一览

功效	原理
保湿护肤	保湿功能方面，透明质酸分子粒可保留比自身重 500 倍—1000 倍的水，质量分数为 2%透明质酸水溶液能牢固地保持 98%水分，生成凝胶，且水分不易流失。同时，透明质酸溶液涂抹于皮肤表面后，能形成一层水化膜，对角质层起到保湿作用，防止皮肤干燥。
抗衰老	透明质酸与机体细胞表面结合后，可限制几种产生自由基和脂质过氧化的酶类靠近细胞膜，减少了细胞膜表面羟基自由基的流入，防止了细胞结构的破坏，从而产生防止皮肤皱纹形成和抗皮肤衰老功能。
营养皮肤	低分子的透明质酸能够渗入真皮层，改善皮肤中间代谢，并成为化妆品中活性成分传递的有效介质，从而产生营养皮肤功能。
促进伤口愈合	透明质酸能增强凝血酶的活性，加速纤维凝血块的形成，并能促进单核细胞的病理吞噬作用和表皮细胞的进入与粘附及成纤维细胞的增殖和游走，防止炎症渗出，直接促进细胞的生长、分化、重建与结构修复。
稳定乳化	透明质酸与乳化剂、表面活性剂等复配性能较好，当其水溶液与化妆品油相混匀乳化后，能使膏、霜、乳等基质细腻均匀，长期存放不分层、不渗水，保持剂型稳定。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

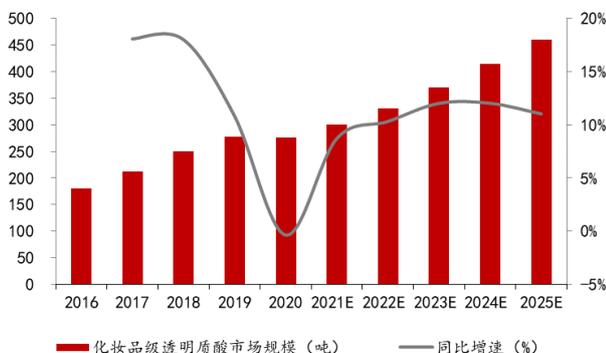
药物载体	可以起到缓释药物作用和促进药物透皮吸收的功能，在特殊功效类化妆品或药物制剂加入适量透明质酸后，其护肤效果明显增强。
抗菌消炎	透明质酸溶液涂于皮肤表明，可以形成一层水化膜，有效将皮肤与细菌隔离，起到防治感染，抗菌消炎作用。

资料来源：《一种功能性化妆品原料—透明质酸》，川财证券研究所

全球透明质酸化妆品实现较快发展，国际化妆品企业纷纷布局透明质酸赛道。全球透明质酸球化妆品品类实现较快发展，欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁等国际头部化妆品企业纷纷布局透明质酸化妆品赛道，推出含有透明质酸成分或以透明质酸为核心成分的面膜、洗面奶、沐浴露、精华、乳液等护肤品和洗护用品。数据显示，2016-2020年期间，化妆品级透明质酸全球市场规模从179.5吨上升至276吨，年复合增速为11.36%，预计到2025年市场规模有望达460.8吨。

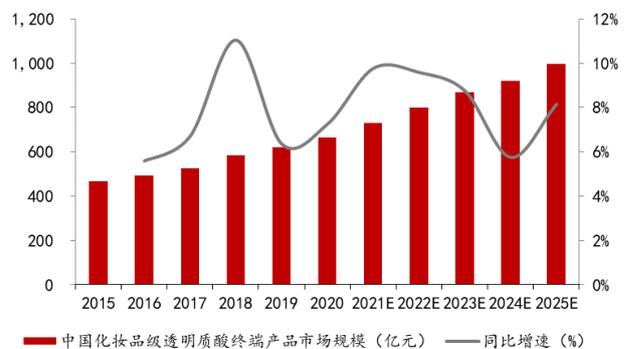
国内市场透明质酸化妆品仍由国际化妆品品牌主导，国产化程度较低。近年来，随着我国经济增长，消费者消费水平提升，我国透明质酸化妆品市场规模保持良好增速，数据显示，2015-2020年期间我国化妆品级透明质酸终端产品市场规模从466亿元上升至665亿元，年复合增速为7.37%，预计2025年行业规模有望达995亿元。目前，我国透明质酸化妆品市场由国际知名化妆品品牌主导。弗若斯特沙利文数据显示，2017-2020年期间，我国透明质酸行业市占率排名前十的均为国际品牌，同时国际品牌市占率不断提升，前十位品牌的市占率合计从2017年的40.9%上升至2020年的70.1%，其中欧莱雅排名第一，市占率为15.5%；宝洁排名第二，为13.3%；雅诗兰黛排名第三为8.1%。

图 18： 全球化妆品级透明质酸实现较快增长



资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

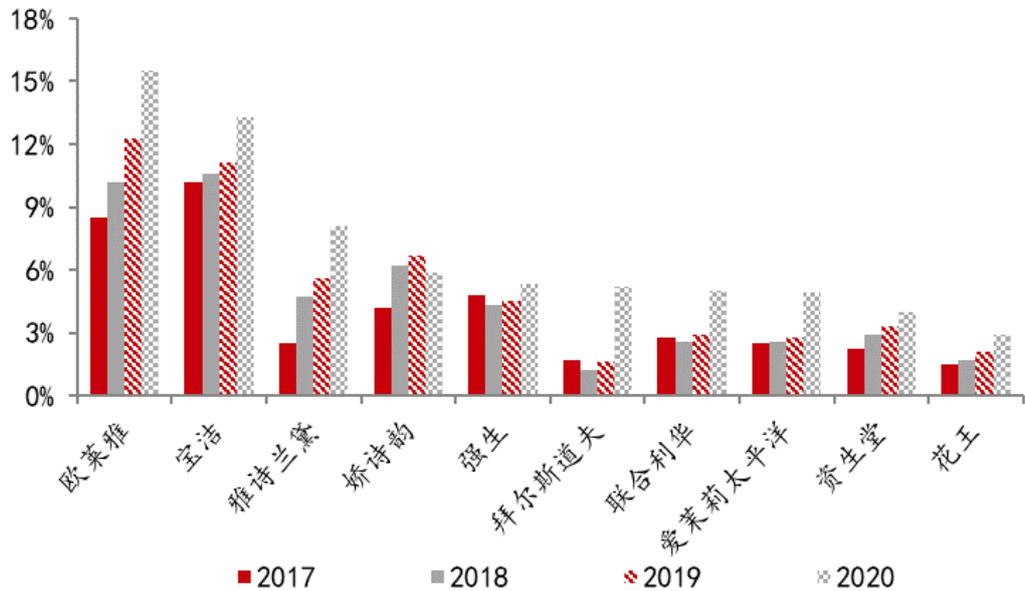
图 19： 我国透明质酸化妆品市场规模维持良好增速



资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

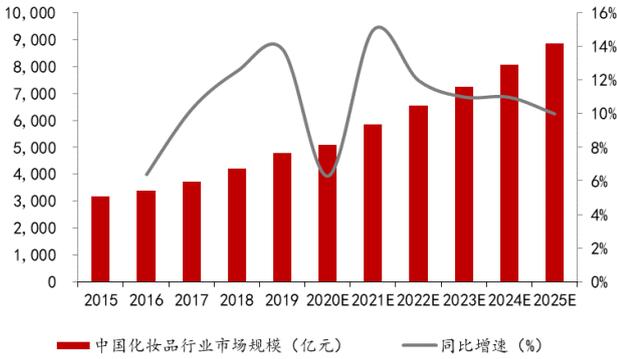
图 20：国内透明质酸化妆品市场国际品牌市占率较高



资料来源：弗若斯特沙利文，川财证券研究所

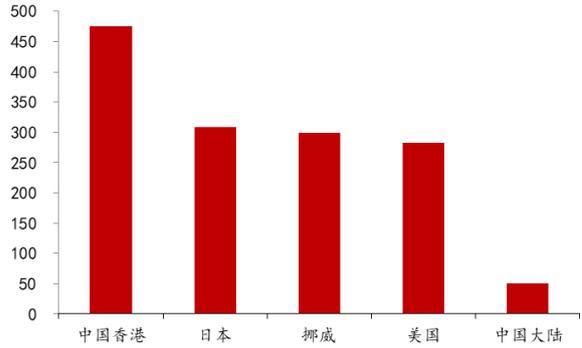
国潮兴起，我国国产化妆品品牌或迎来快速上升期。经济发展，人均收入持续增长，消费者消费能力实现不断提升，推动我国化妆品市场规模实现较快扩张。欧睿国际数据显示，2015-2019年我国化妆品行业市场规模从3177亿元上升至4777亿元，年复合增速达10.73%，预计2020年市场规模达5078亿元。国潮概念兴起，国产彩妆品牌通过为产品赋予文化价值、提升产品质量与设计，实现较快发展，新兴品牌不断涌现，老牌国货佰草集、百雀羚等业绩实现复苏。目前来看，我国人均化妆品产品消费较低，行业未来发展空间较大，截至2019年我国人均化妆品消费金额为50美元，与日本（309美元）、中国香港（475美元）相比较低，随着我国经济增长，化妆品行业市场渗透率提升，将促进我国化妆品市场规模实现进一步增长。随着消费者对国产化妆品品牌的购买意愿不断提升，拥有原料优势的国产透明质酸化妆品或迎来较快发展，推动透明质酸化妆品国产品牌市场占比不断提升。

图 21： 我国化妆品行业实现较快发展（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 22： 我国人均化妆品消费较低（美元）

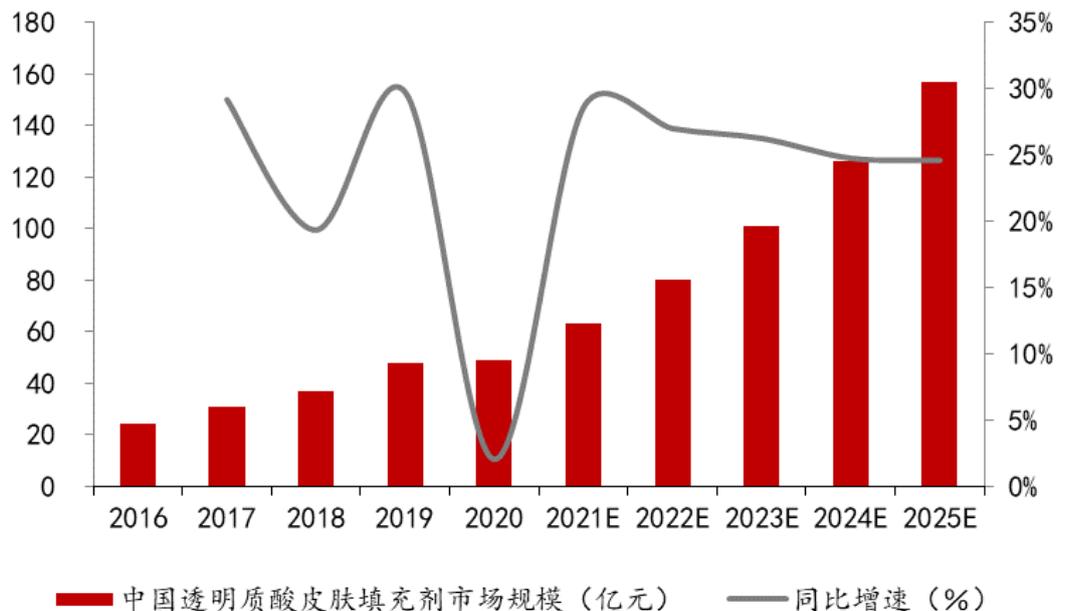


资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

2.2 轻医美受青睐，透明质酸医美领域应用实现较快发展

医药级透明质酸应用广泛，医美领域实现较快发展。医药生物领域方面，透明质酸是具有较高临床价值的生化药物，广泛应用于各类眼科手术，如晶体植入、角膜移植和抗青光眼手术等，还可用于治疗关节炎和加速伤口愈合，同时透明质酸注射液也被应用于医美整形，能起到除皱美容、塑形填充、补水保湿的作用。近年来我国透明质酸医美市场实现较快发展，弗洛斯特沙利文数据显示，2016-2020 年期间我国透明质酸皮肤填充剂市场规模从 24 亿元上升至 49 亿元，年复合增速达 19.54%，预计到 2025 年我国透明质酸医美市场规模有望达 157 亿元。

图 23： 我国透明质酸医美市场实现较快增长（亿元）



资料来源：爱美客招股说明书，弗若斯特沙利文，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

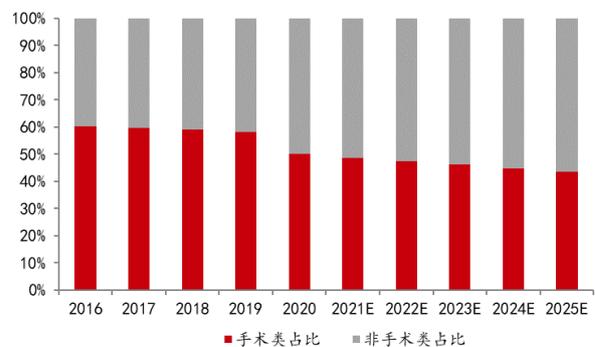
颜值经济驱动下我国医美市场实现较快发展，透明质酸医美应用未来发展潜力较大。在颜值经济与悦己消费的催化下，我国年轻群体对医美接受度不断提升，推动近年来医美行业实现较快发展，弗若斯特沙利文数据显示，2016-2020年期间我国医美行业市场规模从776亿元上升至1549亿元，年复合增速达18.86%，预计2025年市场规模有望达3519亿元。整体来看，我国医美行业未来有较大发展空间，截至2019年，与韩国（20.5%）、美国（11.6%）、日本（11.0%）相比，我国医美行业渗透率较低，为3.6%，从每千人医美治疗次数来看，我国为17.4次，低于韩国（91次）、美国（52.9次）、巴西（47.2次）、日本（29.1次）等国水平。具有安全性更高、康复时间更短、价格大众化等特点的非手术类项目（轻医美）受欢迎程度不断提升，透明质酸填充与注射作为轻医美最受欢迎的注射类项目之一，未来发展潜力较大。数据显示，2016-2020年期间，非手术量医美项目服务收入308亿元上升至773亿元，年复合增速达25.87%，占比从39.69%上升至49.90%，预计到2025年市场规模有望达1992亿元，占比达56.61%。预计随着我国医美行业的进一步发展，透明质酸医美领域市场规模将不断增长。

图 24： 我国医美市场保持良好增速（亿元）



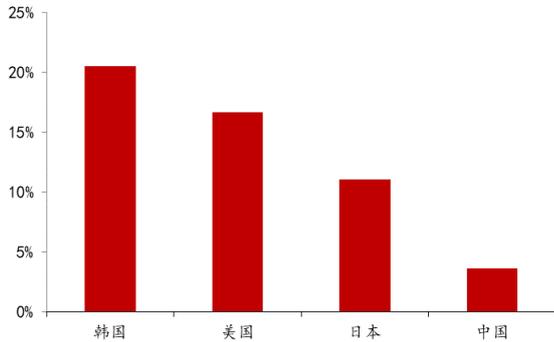
资料来源：爱美客招股说明书，弗若斯特沙利文，川财证券研究所

图 25： 非手术类轻医美占比不断提升



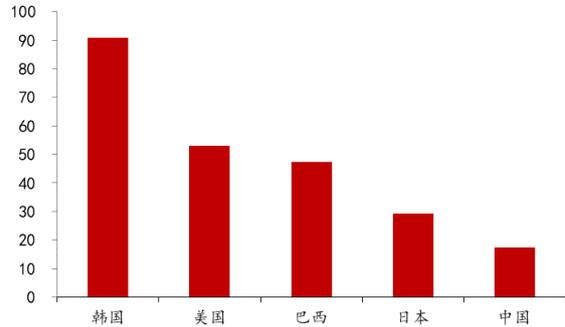
资料来源：爱美客招股说明书，弗若斯特沙利文，川财证券研究所

图 26： 我国医美行业渗透率较低



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 27： 我国医美人均治疗次数较低



资料来源：爱美客招股说明书，弗若斯特沙利文，川财证券研究所

医美监管政策趋严，长期将利好头部企业发展。2014 年以来我国发布多项政策，争对医美行业出现的乱象进行整治，具体包括对医美产品及医美机构建立评价标准与国家认证体系，打击非法医美服务，建立健全多元化、科学的综合监管制度，实现行业监管的法制化、规范化与常态化发展等。在最近发布的《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》中，进一步提出重点打击制造“容貌焦虑”、利用广告代言人为医疗美容做推荐等广告乱象。整体来看，长时期内监管政策的不断完善，将促进行业正规化发展，对头部大型厂商市场份额提升有促进作用。

三、功能性食品：国内透明质酸市场迎来发展新机遇

3.1 口服透明质酸具备多重功效

口服透明质酸具备多重功效，长期连续服用有利于改善全身健康。透明质酸广泛存在于人体组织细胞间质中，随着年龄增长，人体透明质酸含量持续下降，通过口服途径补充外源性透明质酸，可以有效缓解皮肤老化、关节功能退化、眼部老化等多项问题。口服透明质酸具有多重保健功能，大量研究实验表明，长期连续（4-8 周）口服透明质酸可以起到补充皮肤水分、延缓衰老，改善关节功能与骨质酥松，修复胃黏膜损伤，减肥等多项功能。另外，透明质酸也被认为能够缓解炎症，促进创伤愈合，改善心血管系统等。

表格 5. 口服透明质酸功效一览

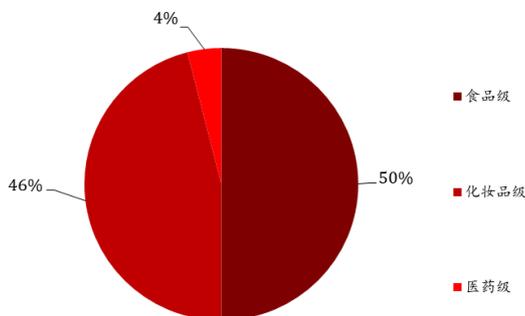
功效	实验结论
美容保健，延缓衰老	皮肤变得光滑润泽，水分显著提高，脸部及全身均显示出美容效果。
改善关节功能与骨质酥松	长期连续服用后，骨密度增加，关节炎症状缓解，关节功能得到改善。
修复胃黏膜损伤	透明质酸在促进胃溃疡愈合效果上与枸橼酸铋钾（胃溃疡治疗药物）相近，具有保护与修复胃黏膜功能。
减肥	降低体质量，减少脂肪组织与血清低密度脂蛋白-胆固醇，以及总胆固醇和瘦素水平，同时可以降低脂肪组织的过度肥大，改善脂肪肝。

资料来源：《透明质酸再食品中的应用》，《透明质酸研究进展及应用》，川财证券研究所

3.2 国内透明质酸食品领域应用获批，未来发展潜力较大

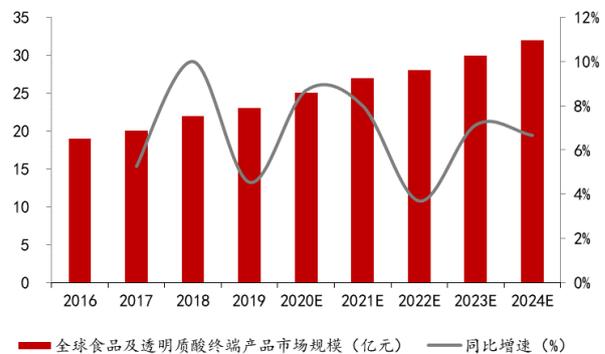
透明质酸食品在国外运用广泛，行业发展更为成熟。国外透明质酸食品发展起步较早，目前含有透明质酸的保健食品及食品在国外普及度较高，前瞻产业研究院数据显示，截至 2020 年，食品级透明质酸销量占比达全球透明质酸市场总销量的 50%。在上世纪 80 年代末，日本便推出口服透明质酸美容保健食品。根据 GNPD 数据库显示，截至 2020 年，全球有 1000 多种含透明质酸钠的食品，其中美国有近 600 种膳食补充剂含有透明质酸，日本有 160 余种产品含有透明质酸，产品种类涵盖范围包括软糖、果冻、饮料、方便食品等多个品类。艾瑞咨询数据显示，2016-2019 年期间全球食品级透明质酸原料市场保持稳健增长，从 19 亿元上升至 23 亿元，年复合增速为 6.58%，预计 2020 年市场规模约 25 亿元，到 2024 年全球食品级透明质酸行业市场规模将达 32 亿元，2019-2024 期间复合增速有望达 6.83%。

图 28： 食品级透明质酸销量占比较高



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 29： 全球食品级透明质酸原料市场规模维持良好增长



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

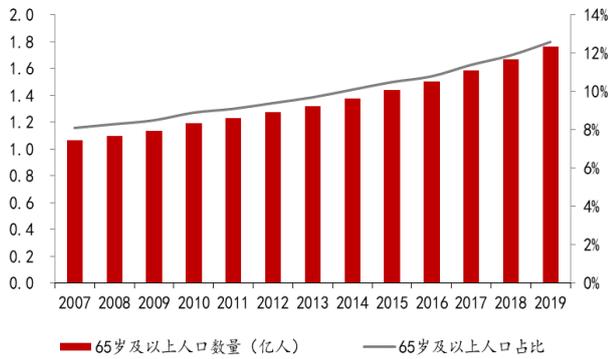
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

我国透明质酸食品行业仍处于起步阶段。我国于 2008 年初次批准透明质酸作为新资源食品，可以应用与功能性食品领域，但使用范围仅限保健食品原料。受限于应用领域，我国透明质酸食品行业发展缓慢，市场规模较小。

2021 年 1 月，国家卫健委发布“三新食品”公告，批准透明质酸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。国内透明质酸在食品领域的使用范围实现较大扩张，市场覆盖范围更加广阔，目前华熙生物、焦点福瑞达等透明质酸行业头部企业均已开始布局，陆续推出口服液、饮用水、果酒、软糖等多种透明质酸食品，未来随着相关产品的持续放量与消费者消费意愿的不断提升，预计我国透明质酸食品市场规模有望迎来较快发展。

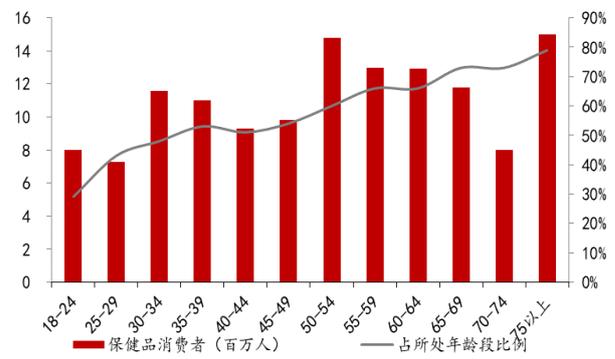
颜值经济与人口老龄化共同催化下，行业未来增长空间较大。颜值经济盛行下，年轻女性对口服美容类产品的购买意愿不断提升，推动 2015 年以来我国口服美容行业保持稳健增长。研究表明，口服透明质酸能够有效增加人体皮肤水分含量，并起到体内抗氧化、抗衰老作用，使皮肤光滑细腻有光泽，预计随着多种口服透明质酸产品的推出，我国透明质酸食品行业未来市场规模或实现较快增长。另一方面，我国人口结构逐渐转变，老龄化问题日趋严重。根据国家统计局数据，我国 65 岁及以上人口数量逐渐增多，2019 年为 1.76 亿人，占我国总人口比例为 12.6%，创下历史新高。老龄人口对功能性食品接受度与消费需求更高，NBL 数据显示，在保健品消费的人口结构来看，老年人的保健品消费比例是最高的，75 岁以上保健品的消费者占所处年龄段比例为 79%，65 岁以上消费者占所处年龄段比例均超过 70%。数据显示，我国骨关节病 65 岁以上人群女性和男性的发病率分别在 90%和 80 以上，而长期口服透明质酸，能够改善骨关节滑液中透明质酸含量，减轻关节磨损，缓解关节疼痛、炎症等症状，降低关节炎发病率。老龄人口的持续扩张，对口服透明质酸的消费意愿提升，将推动我国透明质酸食品消费需求的不断增长，或有利于行业未来实现较快发展。

图 30：我国人口老龄化问题日趋严重



资料来源：国家统计局，wind，川财证券研究所

图 31：老年人口保健品消费比例较高



资料来源：NBL，川财证券研究所

3.3 我国透明质酸食品行业未来市场规模测算

自 20 世纪 80 年代末以来，透明质酸食品在日本经过多年的发展，整体市场已经日益成熟，据弗若斯特沙利文数据显示，截至 2020 年日本透明质酸食品市场规模达 390 亿日元（约 3.50 亿美元），在市场上销售的透明质酸食品种类达 161 种。根据日本透明质酸食品行业数据，我们对我国透明质酸市场规模未来增长空间进行测算。截至 2020 年，日本人口规模达 1.26 亿人，家庭人均收入为 20782.025 美元，经计算可得 2020 年日本人均透明质酸食品消费额约为 309.52 日元（约合人民币 17.95 元），占家庭人均收入的 0.013%。截至 2020 年，我国人口规模达 14.12 亿人，人均可支配收入为 32189 元，经测算，2020 年我国人均透明质酸食品消费潜力可达 4.18 元，透明质酸食品市场空间达 59.02 亿元。

远期来看，根据“十四五”规划，到 2035 年我国人均 GDP 有望达到中等发达国家水平（即 3-4 万美元），即在汇率不变情况下，预计到 2035 年我国人均可支配收入有望增至 8 万元水平以上，根据上述假设，预计我国透明质酸食品行业市场规模远期可达 151.37 亿元。

四、透明质酸产业链头部企业概览

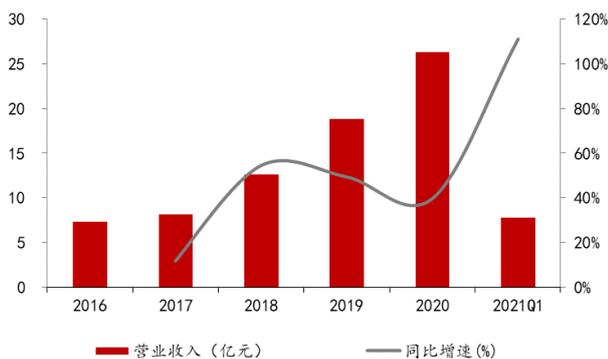
4.1 华熙生物：全球最大原料厂商，全产业链建设提供增长动力

全球最大透明质酸原料供应商，公司产业链平台建设完备。华熙生物是目前全球最大的透明质酸原料供应商，拥有全球领先的微生物发酵透明质酸生产技术，据前瞻产业研究院数据显示，在收购排名第四的东辰生物后，2020 年公司全

球市场市占率进一步上升至 43%。目前公司拥有集研发、生产和销售为一体的透明质酸全产业链平台，已建立起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。目前公司产能规模达 420 吨，预计随着下半年天津厂区的投产，公司将新增 300 吨透明质酸原料（外用级、食品级）、152 吨透明质酸衍生物以及 500 吨透明质酸溶液类的产能。

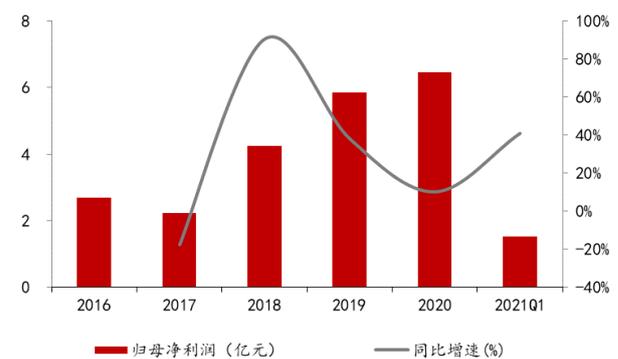
公司业绩保持较快增长，盈利能力较强。2016-2020 年公司营业收入实现较快增长，从 7.33 亿元上升至 26.33 亿元，年复合增速达 37.67%；归母净利润从 2.69 亿元上升至 6.46 亿元，年复合增速达 24.29%。2021 年第一季度在去年的低基数下，公司业绩实现恢复性增长，其中实现营业收入 7.77 亿元，同比增长 111.12%，实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 41.05%。公司盈利能力较强，2016-2020 年期间公司毛利率保持在 75% 以上的较高水平上，截至 2021 年 Q1，公司毛利率达 78.70%。分业务来看，2016-2020 年期间公司功能性护肤品毛利率实现较快提升，从 61.37% 上升至 81.89%，原料产品业务与医疗终端业务毛利率保持稳定，截至 2020 年分别为 78.09%、84.55%。公司归母净利润率近年来有所下降，2016-2020 年归母净利润率从 36.75% 下降至 24.53%，主要系销售费用升高对盈利空间造成挤压。2016-2020 年期间公司销售费用增长较快，销售费用率从 14.60% 上升至 41.75%，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。

图 32： 华熙生物营业收入实现较快增长



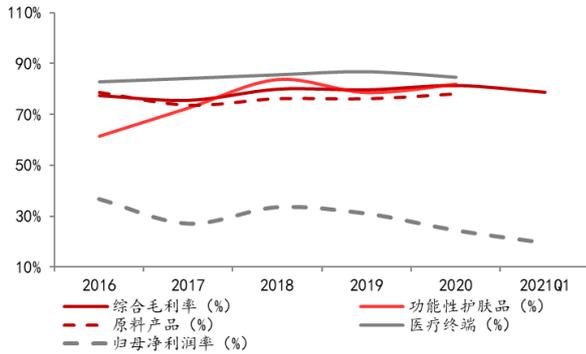
资料来源：wind，川财证券研究所

图 33： 华熙生物归母净利润持续增长



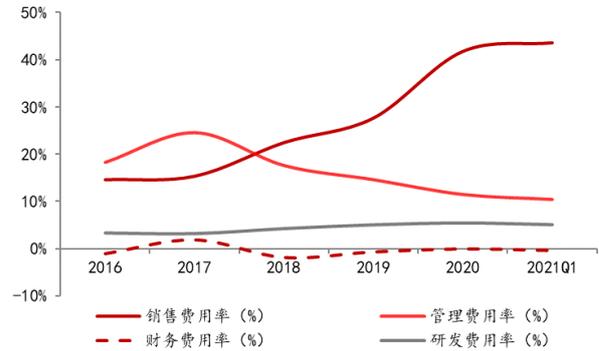
资料来源：wind，川财证券研究所

图 34: 公司盈利能力较强较高



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 35: 公司销售费用增幅较大



资料来源: wind, 川财证券研究所

产品体系覆盖面广, 积极拓展透明质酸应用新领域。公司产品体系基本覆盖透明质酸全应用场景, 产品矩阵涵盖原料、医疗、医美、功能性护肤、功能性食品等多个领域。原料产品方面, 公司生产包括医药级、化妆品级和食品级的 200 多种透明质酸原料, 以及其他生物活性产品。医疗终端产品方向, 公司在医美领域开发多种透明质酸填充剂和注射剂, 旗下拥有润致、润百颜两大品牌; 医药方面, 公司主要研发和生产眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品, 以及骨关节腔注射针剂等药品, 并代理瑞士 Regen Lab 公司产品。功能性护肤品方面, 公司主要针对透明质酸特性, 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, 旗下品牌众多。公司目前积极探索透明质酸在功能性食品领域的应用, 自 2021 年取得卫健委批准以来, 公司陆续推出水肌泉 (饮用水)、黑零 (咀嚼片、软糖等) 等新产品。

表格 6. 公司产品体系一览

产品分类	具体产品
原料产品	透明质酸 包括医药级、化妆品级和食品级 200 多个规格的产品, 广泛应用于药品、医疗器械、化妆品、功能性食品以及普通食品领域。
	其他生物活性产品 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。
医疗终端产品	医美类 软组织填充剂 (公司目前已具备最全的透明质酸填充剂品类体系, 包括单相/双相, 含利多/不含利多, 大小不同颗粒/不同浓度/不同应用部位的产品等)、医用皮肤创面保护剂等。
	医药类 眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品, 以及骨关节腔注射针剂等药品, 公司也是为瑞士 Regen Lab 公司在中国唯一的总经销商。
功能性护肤品	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, 拥有润百颜、夸迪、米蓓尔、“BM 肌活”、润熙禾、佰奥本集等多个品牌系列, 产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、眼膜、喷雾、母婴个护、头皮护理及部分彩妆产品。

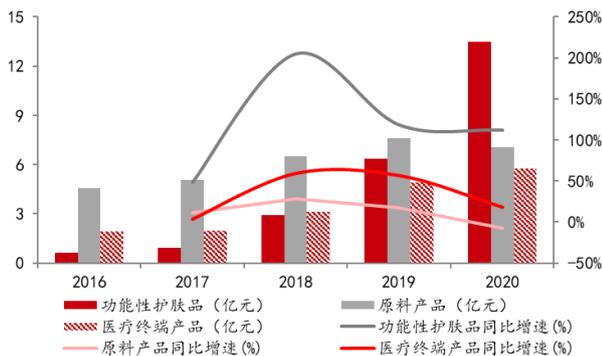
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

功能性食品 积极探索透明质酸保健食品开发，目前拥有黑零、水肌泉两个品牌。

资料来源：公司年报，公司官网，川财证券研究所

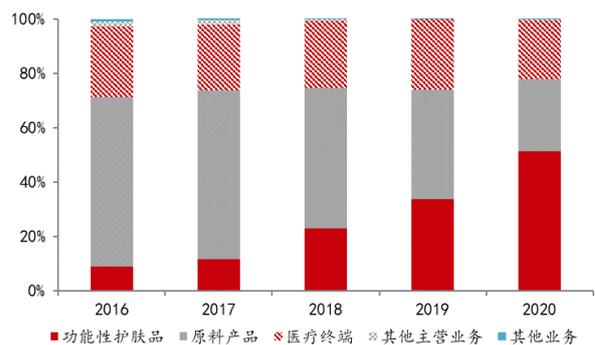
公司多业务协同发展，功能性护肤品实现较快增长。公司原料产品业务保持稳定增长，2016-2020年原料产品营业收入从4.58亿元上升至7.03亿元，年复合增速达11.31%，占总营收比例从62.48%下降至26.70%。功能性护肤品业务实现较快发展，为公司业绩增长提供强健动力，2016-2020年期间，功能性护肤品营业收入从0.64亿元上升至13.46亿元，年复合增速达114.19%，占总营收比例从8.73%上升至51.12%。同时，受益于医美产品的持续放量，2016-2020年公司医疗终端业务收入从1.91亿元上升至5.76亿元，年复合增速为31.79%，占总营收比例从26.06%下降至21.88%。

图 36： 功能性护肤品销售收入增速较高



资料来源：wind，川财证券研究所

图 37： 功能性护肤品营收占比不断提升



资料来源：wind，川财证券研究所

4.2 鲁商发展：深耕透明质酸化妆品市场，原料产能规模迅速扩张

透明质酸行业全球第二大原料生产商，产能规模迅速扩张。公司旗下焦点福瑞达为全球第二大透明质酸原料生产商，主要生产食品级与化妆品级透明质酸原料，并进一步在垂直终端市场深耕，公司在眼科、骨科等医药级领域也有所布局，截至2019年在全球市场市占率达12.75%。2020年公司透明质酸年产能规模达420吨，并有多个透明质酸钠在建项目，随着产能实现有效消化，公司透明质酸市场市占率与行业地位或能实现进一步上升。另外，公司还持续推进东营佛思特收购进程，收购完成后，公司透明质酸原料产量与销量将实现进一步增长。

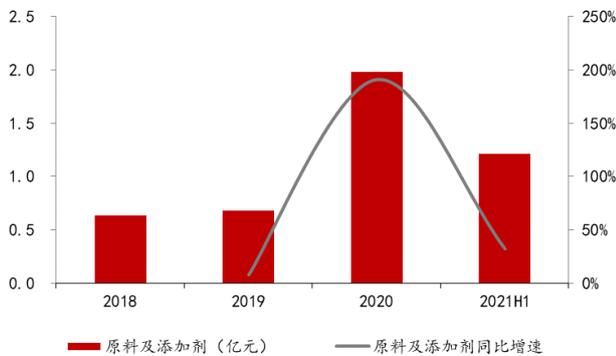
布局透明质酸化妆品市场，探索口服透明质酸领域应用。公司旗下福瑞达集

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

团拥有颐莲、瓊尔博士、善颜、UMT、詮润、伊帕尔汗等多个化妆品品牌，其中颐莲主营透明质酸护肤产品，目前已推出补水喷雾、精华液、眼霜等多款含玻尿酸的明星产品。公司透明质酸化妆品实现较快发展，半年报显示，颐莲 2021 年上半年实现销售收入 2.70 亿元，同比增长 141%，在公司化妆品营收中占比达 43.41%。同时，公司不断探索透明质酸在功能性食品届的运用，公司于 2021 年 1 月取得透明质酸食品生产许可证后，目前已陆续推出天姿玉琢、玻小酸、善颜等多个系列的十余款口服透明质酸美容液，随着口服透明质酸产品的放量，或为公司业绩增长提供新动力。

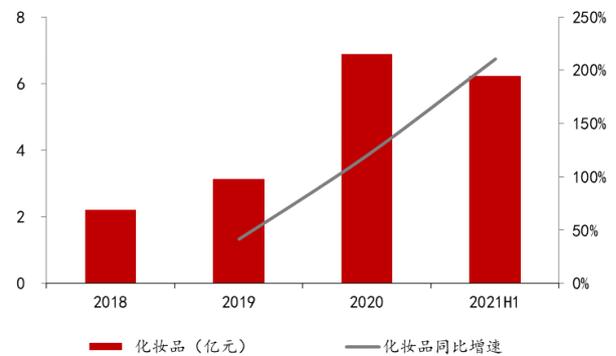
打造透明质酸产业链，公司多个业务营收实现较快增长。收购焦点福瑞达后，公司进一步完善从透明质酸原料生产到化妆品应用的产业链，推动公司原料及添加剂和化妆品业务营业收入实现较快增长。2018-2020 年期间，公司原料及添加剂业务营业收入从 0.63 亿元上升至 1.98 亿元，年复合增速为 77.28%；公司化妆品业务营业收入从 2.21 亿元上升至 6.89 亿元，年复合增速达 76.57%。2021 年上半年，公司两项业务均实现较快增长，其中化妆品实现营收 6.22 亿元，同比增长 210.30%，原料及添加剂实现营收 1.21 亿元，同比增长 32.21%。

图 38： 公司原料及添加剂营收实现较快增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 39： 公司化妆品营收实现较快增长



资料来源：wind，川财证券研究所

4.3 爱美客：透明质酸注射剂实现较快发展，技术力构筑护城河

国内透明质酸注射领域头部企业，深耕轻医美除皱细分领域。公司是国内首家获得药监局批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书的企业，据弗罗斯特沙利文数据显示，按销量计算，截至 2020 年公司在国内透明质酸医美市场份额占比达 27.2%，排名第一，按销售额计算，公司市场份额为 14.3%。公司持续完善产品矩阵，为消费者提供除皱多样化选择。公司深耕面部、颈部褶皱修复除皱领域，根据不同消费需求，目前已

推出六款注射用透明质酸钠系列产品、一款面部埋植物线产品，产品主要针对面部鼻唇沟皱纹、颈纹去除，同时公司还积极探索嗨体（透明质酸钠复合溶液）在化妆品领域的应用，目前已推出颈霜、面膜两款产品。

表格 7. 公司透明质酸注射剂产品一览

产品名称	通用名	适用范围	注射层次	产品外观
濡白天使	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	纠正中、重度鼻唇沟皱纹	真皮深层、皮下浅层及深层注射填充	
IFRESH 爱芙莱 爱美飞	注射用修饰透明质酸钠凝胶	纠正中、重度鼻唇沟	皮肤真皮中层至深层注射填充	
逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇沟皱纹	皮肤皮下浅层至深层之间的填充	
HEARTY 嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	纠正颈部中重度皱纹	皮内真皮层注射填充	
Bonita 宝尼达	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	纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹	皮肤真皮深层及皮下浅层之间注射填充	

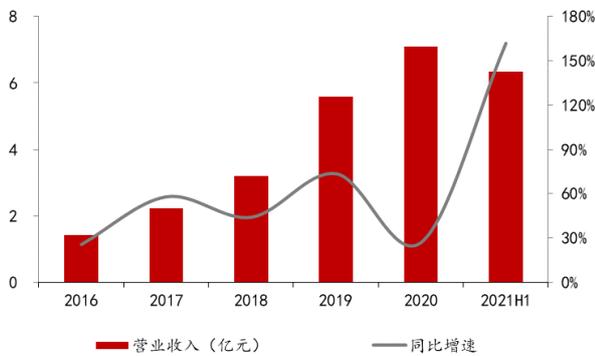
资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司营收保持较高增长，盈利能力较强。2016-2020 年公司营业收入实现较快增长，从 1.41 亿元上升至 7.09 亿元，年复合增速达 49.75%；归母净利润从 0.53 亿元上升至 4.40 亿元，年复合增速达 69.74%。2021 年上半年在去年的低基数下，公司业绩维持较高增速，其中实现营业收入 6.33 亿元，同比增长 161.87%，实现归母净利润 4.52 亿元，同比增长 188.86%。公司盈利能力较强，盈利空间持续释放，2016-2020 年期间公司毛利率持续上升，从在 87.19% 增长至 92.17%，2021 年上半年，公司毛利率进一步增长，达 93.25%。同时，公司归母净利润率实现较快提升，2016-2020 年归母净利润率从 37.93% 上升至 62.00%，2021 年上半年公司归母净利率进一步上升至 67.17%。2016-2020 年期间业绩实现较快增长，叠加公司持续优化各项费用，公司期间费用率实现较大幅度下降，盈利空间持续释放。2016-2021 年上半年，公司销售费用率从 21.07% 下降 9.75%，管理费用率从 13.17% 下降

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

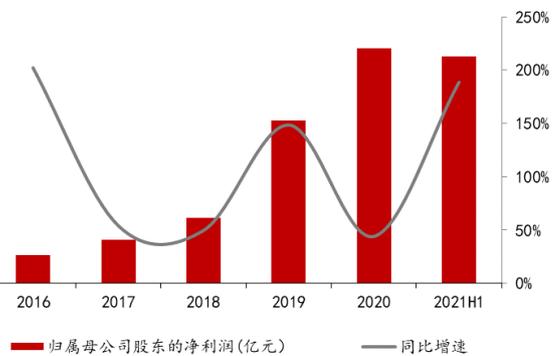
至 4.12%，公司研发费用率从 9.29% 下降至 6.97%。

图 40： 爱美客营业收入实现较快增长



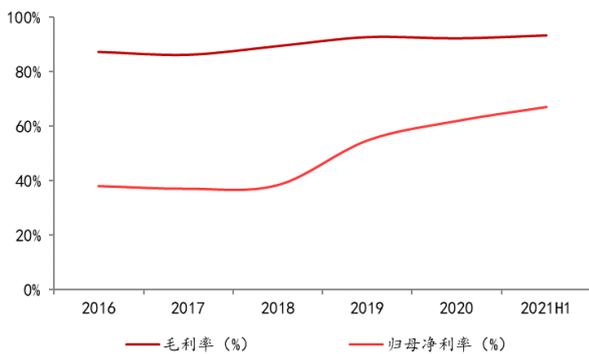
资料来源：wind，川财证券研究所

图 41： 爱美客归母净利润维持良好增速



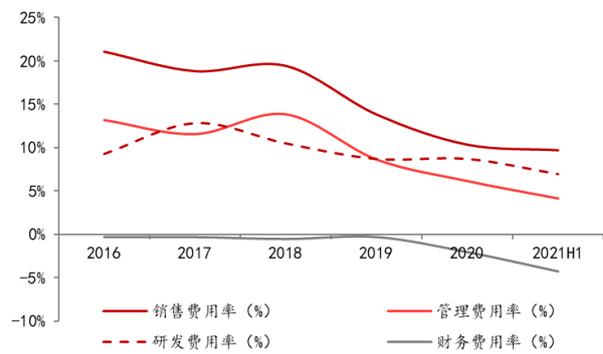
资料来源：wind，川财证券研究所

图 42： 公司盈利能力持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 43： 公司盈利空间持续释放



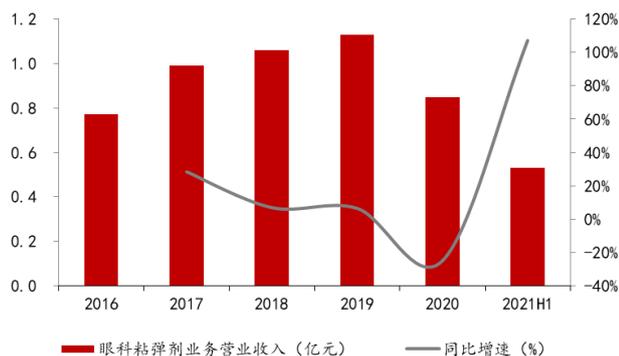
资料来源：wind，川财证券研究所

4.4 昊海生科：透明质酸眼科、骨科应用领域国内头部企业

国内透明质酸眼科、骨科领域应用头部企业，全产业链整合为公司业绩保驾护航。眼科方面，公司是国内市场第一大眼科粘弹剂生产商，市场份额近 50%，连续多年位居市场首位。同时公司还自主研发了眼舒康润眼液产品，具有天然抑菌、保湿润滑、促进角膜上皮损伤修复从而减少点染等功效，也可用于呵护角膜塑形镜佩戴者的眼表健康，或能与公司布局近视矫正领域，研发具备近视矫正功能的高透氧巩膜镜、软性角膜接触镜等新产品产生协同效应。骨科方面，公司也是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商，其中透明质酸注射液方面，公司是国内唯一拥有 2ml、2.5ml、3ml 全系列规格产品的企业，而医用几丁糖（关节腔内注射用）产品也是公司独家产品，截至本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

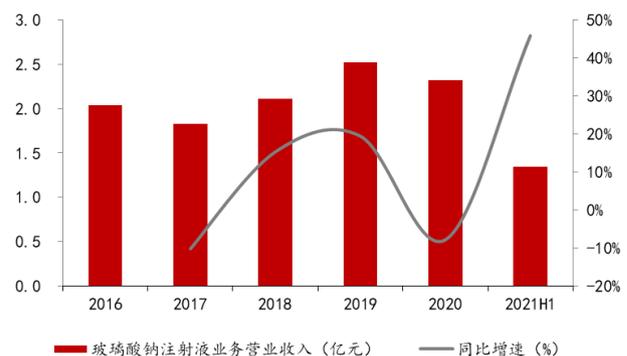
2020 年公司在国内骨科关节腔粘弹补充剂市场份额达 43.30%，连续 7 年排名第一。公司眼科粘弹剂与骨科玻璃酸钠注射剂业绩均保持良好增速，2016-2019 年期间眼科粘弹剂营收从 0.77 亿元上升到 1.13 亿元，年复合增速达 13.64%；玻璃酸钠注射剂营收从 2.04 亿元上升至 2.52 亿元，年复合增速达 7.30%。由于受到疫情影响，2020 年两大业务业绩均有所下滑，2021 年上半年公司业绩实现恢复性增长，其中眼科粘弹剂营收达 0.53 亿元，同比增长 107.29%，玻璃酸钠注射剂营收达 1.34 亿元，年复合增速达 45.94%。目前公司已经完成了眼科、医疗美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大治疗领域“原料+研发+产品+销售”的布局，实现了从上游原材料到产品研发、生产及下游市场销售的产业链整合，为公司生产成本不断下降，盈利能力持续提升提供支持，进一步促进了公司核心竞争力的提升。

图 44： 公司透明质酸营业收入实现较快增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 45： 公司医美及创面护理盈利能力较强



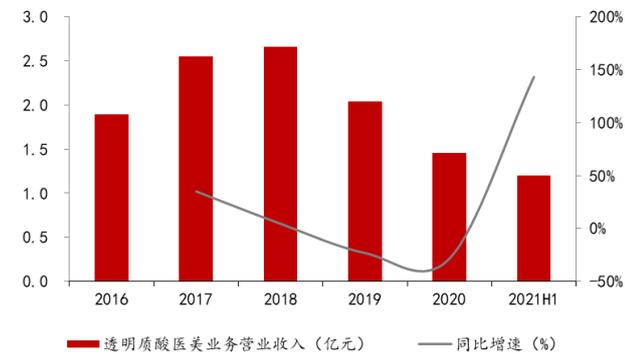
资料来源：wind，川财证券研究所

公司第三代透明质酸注射剂持续放量，医美业务业绩增速回升。公司是国内知名透明质酸医美注射剂领域生产厂商，据弗罗斯特沙利文数据显示，按销售额计算，截至 2019 年公司在国内透明质酸医美市场份额占比达 6.5%，排名第七，在国内品牌中排名第三。公司持续优化产品线，目前已推出三代透明质酸注射类产品，形成覆盖低中高端的产品矩阵。公司第一代透明质酸产品为“海薇”，主要定位于大众普及入门型透明质酸；自主研发的第二代透明质酸产品“姣兰”主要定位于中高端，主打动态填充功能的特性；第三代产品“海美”具有线性无颗粒特征，市场定位高端，主打“精准雕饰”功能。随着第三代产品的持续放量，2021 年上半年公司透明质酸医美业务营收实现较快增长。2018 年以来公司透明质酸医美业务营业收入有所下降，2016-2020 年期间公司营业收入从 1.89 亿元下降至 1.46 亿元。2021 年上半年，公司积极推进透明质酸注射剂业务发展，第三代高端透明质酸产品“海魅”

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

持续放量，并收购法国透明质酸品牌 Bioxis，叠加去年同期的低基数，2021年上半年公司业绩实现较高增速，透明质酸医美业务营业收入 1.20 亿元，同比增长 143.16%。从盈利能力来看，公司整形美容与创面护理业毛利率保持较高水平，2016-2020 年期间公司毛利率持续在 90% 水平左右，受到疫情影响，2020 年公司毛利率有所下滑，为 87.78%。

图 46： 公司透明质酸营业收入实现较快增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 47： 公司医美及创面护理盈利能力较强



资料来源：wind，川财证券研究所

五、投资建议

透明质酸行业市场规模保持良好增速，近年来行业竞争激烈，原料价格持续走低，行业进入挤压竞争期，头部原料生产商市场份额不断提升。同时，透明质酸终端应用不断扩张，除作为医药原料广泛应用于骨科、眼科及其他科室中，我国医美、化妆品与食品领域透明质酸市场规模实现较快发展，预计在颜值经济与悦己消费驱动下，透明质酸终端产品市场规模较保持较好增速，建议关注在全产业链布局的头部企业，相关标的：华熙生物，鲁商发展。

表格 8. 相关标的估值一览

日期 证券代码	2021/9/28 证券简称	股价 (元)	总市值 (亿 元)	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
688363.SH	华熙生物	183.70	881.76	1.74	2.44	3.25	105.45	75.42	56.47
600223.SH	鲁商发展	13.31	134.32	0.74	0.91	1.09	17.94	14.67	12.24
300896.SZ	爱美客	589.78	1,276.05	3.90	5.89	8.30	151.06	100.10	71.06
688366.SH	昊海生科	187.31	258.11	2.68	3.55	4.60	69.78	52.83	40.69

资料来源: Wind 一致预测, 川财证券研究所, 股价截止时间为 2021 年 9 月 29 日

风险提示

宏观经济波动风险

透明质酸下游医美、化妆品与食品行业均受居民可支配收入影响，短期宏观经济波动将可能影响行业景气程度。

疫情反复影响公司经营

各地疫情零星爆发将影响线下医美机构提供透明质酸注射剂服务，对相关企业业绩造成负面影响，导致行业增长不及预期。

原材料价格波动影响

葡萄糖与包装材料价格波动将对透明质酸行业造成一定影响，若原材料价格短期内迅速增长，或将造成业绩不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004