

华熙生物 (688363)

公司研究/深度报告

产品矩阵构筑壁垒，盈利模型有望优化

深度研究报告/医药

2021年11月08日

报告摘要:

过去两年华熙生物护肤品业务飞速增长，行业竞争激烈营销投入较大，市场担心费用率过高利润承压。我们认为，随着四大品牌私域流量及复购占比提升，品牌费用率将有效控制，盈利能力有望提升。医美及原料业务处于升级阶段，新品营收逐渐确认。静待费用率现拐点，各业务产品迭代拓展将持续带来成长及盈利空间。

● 功能性护肤品：费用率下降盈利能力提升，新品打开成长空间

初期品牌投入显成效，四大品牌 21Q1-Q3 累计营收同比均高增 120% 左右或以上，合计费用率已稳定在 50% 左右，核心品牌由优势类目向外拓展推新打开市场：润百颜在天猫打造强认知后通过垂直及分销渠道收割，京东唯品成为品牌重要增长驱动。自播及复购占比提升有效控制品牌费用，费用率保持在低位合理区间，率先构建成熟盈利模型。润百颜 21Q3 推出“第三代水润次抛精华”，核心科技再突破；夸迪费用率出现小幅下降，抖音自播互动，线上下营销整合增加私域占比，面霜眼霜成功推新加速高毛利抗衰领域心智占领；随着营收扩张规模效应逐渐加大，米蓓尔和 BM 肌活 21Q3 费用率均同比下降 10% 左右。未来核心品牌费用率持续控制，品类升级拓展将带动护肤品业务盈利成长。

● 医疗终端：产品更新迭代前期投入加大，新品蓄势待发

21Q2 起力推新品双子针，前期推广阶段投入较多，双子针累计签约金额超过 9000 万元，已占医美收入 10% 以上，随着销售不断确认，前期投入未来将在营收利润端体现。

● 原料业务：业务逐渐恢复，化妆品级原料营收高增，食品级尚存广阔市场空间

原料业务从疫情中逐渐恢复，各级别原料营收获增，21Q3 化妆品级原料同比营收增速超 60%，活性衍生物原料收入占比升至约 20%，食品级原料及终端产品存在广阔市场。

● 投资建议

公司逐步控制护肤品业务费用率，核心品牌收获认知后消费者复购加强，盈利逐渐稳定。医美产品迭代升级，原料业务拓展建设，前期投入会逐渐在营收及利润端体现。我们看好公司业务持续增长，医美产品迭代带来的营收及利润增量预计在未来体现。预计公司 21 年-23 年实现营业收入 43.8 亿元，63.6 亿元，88.3 亿元，归属母公司净利润 7.8 亿元，11.9 亿元，16.4 亿元，同比分别增长 21%，53%，38%，21-23 年 PE 分别为 105X/69X/50X，维持“推荐”评级。

● 风险提示

新品研发风险；新产品市场推广风险；宏观环境风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,633	4,380	6,356	8,834
增长率 (%)	39.6	66.4	45.1	39.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	646	779	1,191	1,642
增长率 (%)	10.3	20.7	52.8	37.9
每股收益 (元)	1.35	1.62	2.48	3.42
PE (现价)	126.0	104.8	68.6	49.7
PB	16.3	14.1	11.7	9.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

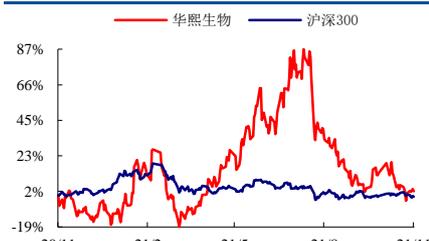
维持评级

当前价格：168.22 元

交易数据 2021-11-5

近 12 个月最高/最低(元)	307.0/133.5
总股本 (百万股)	480
流通股本 (百万股)	93
流通股比例 (%)	19.45
总市值 (亿元)	807
流通市值 (亿元)	157

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘文正

执业证 S0100521100009
 电话：13122831967
 邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

1. 华熙生物 (688363): 营收高速增长 科技力构建长期壁垒
2. 华熙生物 (688363) 2020 年年报点评: 整体符合预期，品牌知名度提升带动功能性护肤品高增

目录

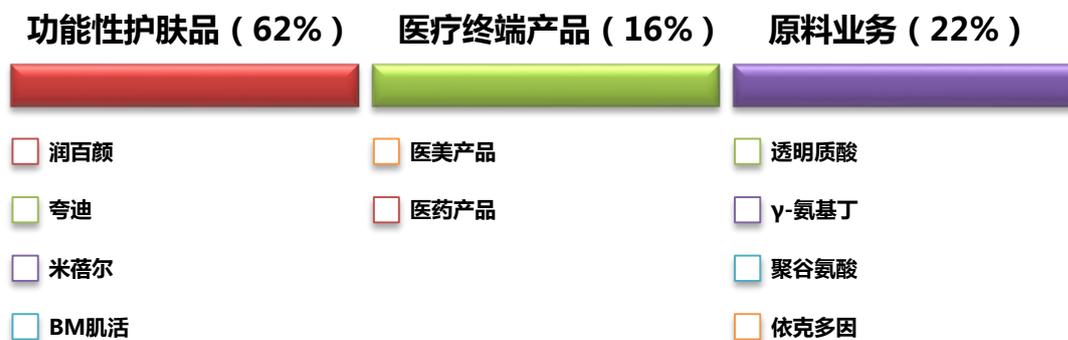
1.	公司主营业务：以透明质酸原料生产为核心，业务覆盖全产业链	3
1.1.	公司全面布局原料、医疗终端、功能性护肤品业务，2021 年发力功能性食品业务	3
1.2.	公司拥有两大核心研发团队并持续重视研发投入，研发中心及合作机构布局全球	4
1.3.	股权结构相对稳定集中，核心团队专业强劲	5
2.	公司核心经营数据：营收与净利润高增长，销售及研发费用持续增加	7
2.1.	公司保持收入与净利润高速增长	7
2.2.	三费费用支出提升，主要由于推广销售及研发激励费用投入力度加大	7
3.	功能性护肤品业务：借助技术及产业链协同渠道优势，打造功能性护肤国潮先驱品牌	10
3.1.	护肤品市场前景乐观，高端及功能性护肤品为行业大趋势	10
3.2.	公司以原料供应商入局功能性护肤品市场，具备技术及产业优势	10
3.3.	四大核心护肤品牌产品策略：细分人群，成分为先	12
3.4.	公司协同线上线下进行营销声量打造，核心品牌实现爆发式增长，费用获得控制	16
4.	医疗终端：行业存在发展空间，政策助力正规市场渠道发展	21
4.1.	公司核心医疗终端业务主要分为医美产品及医药产品	21
4.2.	医美市场千亿级规模，市场监管有助优胜劣汰，提升合规品牌市场份额	22
4.3.	公司医美产品拥有技术及资质优势，医疗器械牌照数量行业领先，面对市场竞争现状积极推新	23
4.4.	医疗发展及人口老龄化加大医药终端产品需求，市场广阔	25
4.5.	原料优势助力公司突破行业价格底线，高科技低成本带动医药产品发展	26
5.	原料业务：透明质酸原料市场持续增长，公司占据全球透明质酸原料龙头地位	27
5.1.	透明质酸在人体中广泛分布，在医疗、护肤、食品领域有极大应用空间	27
5.2.	公司建立资质、技术及渠道壁垒，保持行业领先优势	28
6.	功能性食品业务：全球透明质酸食品发展历史悠久，国内市场大有可为	31
7.	公司分业务营收分析及预估	32
7.1.	功能性护肤品业务：核心品类向外延展，品牌及产品不断推新	32
7.2.	医疗终端业务：医美产品迭代升级，抢占中高端市场	32
7.3.	原料业务：化妆品原料需求强劲，食品级新活性衍生物市场存在机会	32
7.4.	费用及营收总预估：加强费用控制，功能性护肤品作为第一大业务引领营收增长	33
8.	投资建议：	34
9.	风险提示：	35
	插图目录	37
	表格目录	38

1. 公司主营业务：以透明质酸原料生产为核心，业务覆盖全产业链

1.1. 公司全面布局原料、医疗终端、功能性护肤品业务，2021 年发力功能性食品业务

华熙生物成立于 2000 年，历经 20 余年发展建立了生物活性材料从原料到医疗终端产品、功能性护肤品、功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球医药、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，公司依托微生物发酵法生产透明质酸和微生物酶切法规模生产低分子量透明质酸两大核心技术，主要生产医药级、化妆品级和食品级透明质酸原料，是目前世界上最大的透明质酸原料供应商。收购东营佛思特和自建天津厂区投产后公司进一步提升产能优势，降低了生产成本。除了透明质酸原料外，公司也在加快拓展其他生物活性材料的开发，包括 γ -氨基丁酸、依克多因、聚谷氨酸钠等。21 年国内食品级透明质酸产品获准入市，包括透明质酸在内的各级别生物活性物原料端仍存在广阔的技术外延空间及市场。医疗终端产品业务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，医药类主要包括眼科粘弹剂等医疗器械产品和骨关节腔注射针剂等药品。功能性护肤品业务主要包括公司针对消费者不同肌肤问题和护理需求开发的一系列护肤品。2021 年上半年功能性护肤品业务，医疗终端产品业务，原料业务营收占比分别为 62%，16%，22%，21Q3 各业务营收占比基本维持。功能性食品业务是公司 2021 年建设打造的第四大业务板块，目前已有“黑零”、“水肌泉”等品牌。

图1: 公司三大核心业务及 21 年 H1 营收占比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

自成立至今，华熙生物业务发展已经历三个阶段：

第一阶段：2000 年-2011 年，原料业务快速发展，成为全球透明质酸原料第一大供应商

华熙生物前身成立于 2000 年，公司致力于透明质酸及其他生物活性原料生产。作为国内最早实现发酵法生产透明质酸的企业之一，华熙生物历经七年成为了全球规模最大的透明质酸生产商，并在国际上首创酶切法大规模制备低分子及寡聚透明质酸，奠定原料生产技术核心优势。

第二阶段：2012 年-2020 年，原料业务向下游延伸，快速发展医疗终端及护肤品产品建立三大核心业务

2012 年公司从原料业务向下游延伸，推出了医美知名品牌润百颜，并逐渐扩展到骨科和眼科医疗终端。2016 年润百颜开发出消费端产品，第一款含透明质酸的“润百颜玻尿酸舒润水感保湿喷雾”上市，2018 年华熙生物与故宫博物院联合推出的“润百颜·故宫口红”成为现象级产品，“润百颜水润次抛原液”经过不断产品推广及建设获得市场认同。此后公司陆续推出夸迪，米蓓儿，BM 肌活等品牌。截至 2020 年公司形成了由原料业务、医疗终端和功能性护肤品三驾马车驱动发展的格局。

第三阶段：2021 年起进军功能性食品业务，拓展食品级产品联名合作。

2021 年公司大力发展食品终端业务，目前已推出黑零、水肌泉等功能性食品品牌，并积极与头部食品公司联合推新，抢占市场先机。

图2: 公司业务发展时间轴



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2. 公司拥有两大核心研发团队并持续重视研发投入，研发中心及合作机构布局全球

公司科研团队以郭学平博士，李慧良教授为核心，团队成员拥有 30 余年微生物发酵、生物医药领域的研发经验，具有药学、药物制剂、发酵工程、材料学、生物医学工程、分子生物学、微生物学等交叉学科专业背景。截至 2021 年 9 月，公司研发人员 537 人，相比 2020 年 Q3 末增加 182 人，21 年 Q1-Q3 增加超过 30 个博士以上学历的研发人员。华熙生物先后在济南、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多方面展开合作。2021 年 1 月“华熙生物研究院”正式发布上线，“华熙生物研究院”是依托华熙生物在基础研究与应用基础研究领域的研发实力和成果积累，汇聚各界智慧，开放合作兼收并蓄，形成生物科技集合智库平台。2021 年 4 月公司与山东大学共同成立了“合成生物联合创新中心”，5 月与中科院天津工业生物技术研究所达成战略合作，7 月与北京化工大学共同建设合

成生物学及绿色生物制造技术联合研发中心，公司在学术研究层面与多个高校机构深入合作，加强研究实力。

图3: 公司核心研发团队


资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图4: 公司研发机构分布及合作院校


资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

截止 2021 年 6 月 30 日, 公司在研项目 160 个, 比去年年底增长 37 个, 已申请专利 408 项 (含发明专利 335 项), 其中已获授权专利 126 项 (含中国发明专利 63 项, 国外发明专利 4 项)。

表1: 2020.1.1-2020.6.30 公司发明专利授权情况表

序号	名称	专利号	专利类型	授权日
1	一种透明质酸季铵盐的制备方法	ZL201710880823.1	发明	2021.03.23
2	一种纳豆提取液的制备方法及其应用	ZL201810337196.1	发明	2021.01.26
3	一种测定交联透明质酸凝胶体外酶解性能的方法	ZL201810999774.8	发明	2021.05.04
4	一种乙酰化透明质酸钠的制备方法及其应用	ZL201811176839.5	发明	2021.04.09
5	一种 γ 氨基丁酸含量的测定方法	ZL201811199647.6	发明	2021.06.18
6	一种含植物提取物的复合抗衰老组合物及其应用	ZL201811382341.4	发明	2021.06.04
7	一种测定包含有柠檬酸的溶液中的透明质酸含量的方法	ZL201811508981.5	发明	2021.06.18
8	一种测定透明质酸含量的方法	ZL201811508968X	发明	2021.06.18
9	生物合成制备麦角硫因的方法和发酵培养基	ZL201811605003.2	发明	2021.01.26
10	一种疤痕修复材料及其制备方法	ZL201910623993.0	发明	2021.04.13
11	一种透明质酸的干燥方法	ZL201910885933.6	发明	2021.06.25
12	一种羧甲基甲壳素的制备方法	ZL201911118572.9	发明	2021.06.25
13	四氢嘧啶、乙醇复配消毒剂及其制备方法和用途	ZL202010151929X	发明	2021.06.01
14	人工泪液及其制备方法	ZL202010407800.0	发明	2021.06.01

资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

1.3. 股权结构相对稳定集中, 核心团队专业强劲

公司股权结构相对稳定且集中, 核心团队人员具有丰富技术及管理经验, 背景多元化。董事长、总经理赵燕女士间接持有公司约 59% 的股权, 是公司的实际控制人。赵燕女士为生物专业学士, 并获得美国福坦莫大学工商管理硕士学位。副总经理郭学平获得微生物与生化药学专业博士学位, 为国家科技进步二等奖获得者, 吴阶平-保罗-杨森医药研究奖获得者, 是享受国务院特殊政府津贴的专家, 同时担任公司首席科学家。

表2: 公司高管团队及技术人员背景简介

序号	名称	专利号
赵燕	董事长; 总经理	生物专业本科毕业,理学学士,美国福坦莫大学工商管理硕士,2000年至2002年,任华熙昕宇投资有限公司的总经理;自2003年至2019年3月任华熙福瑞达董事,现任公司董事长兼总经理。
郭珈均	副总经理; 首席运营官	美国福坦莫大学,MBA,研究生学历,1998年8月至2001年10月,任山东省威海市住房公积金管理中心科员;2002年1月至2008年8月,任华熙国际投资集团有限公司行政部经理;2008年9月至2012年6月,任华熙生物科技有限公司执行董事;2008年8月至2018年5月,任华熙国际投资集团有限公司副总经理;2018年5月至2019年3月任华熙福瑞达首席运营官,现任公司董事,副总经理,财务总监,首席运营官。
郭学平	副总经理; 首席科学家	山东大学微生物与生化药学专业,博士学历,国家科技进步二等奖获得者,吴阶平-保罗·杨森医药研究奖获得者,享受国务院特殊政府津贴的专家,山东省有突出贡献的中青年专家,1987年至1998年,任山东省生物药物研究院主任及副院长;2000年至2019年3月任华熙福瑞达首席科学家,现任公司董事,副总经理,首席科学家。
李慧良	副总经理	上海中医药大学中药学院中药学专业,本科学历,教授级高级工程师,中国民营科技促进会健康美容化妆品专家委员会主任,中国香化协会专家委员会副主任委员,北京工商大学中国化妆品研究中心专家委员会主任,1982年至1988年,任海军军医大学上海公利医院药剂科药剂师;1988年至2014年在上海家化联合股份有限公司技术中心技术工作,曾任资深研究员(总监级),技术总监等职务;2018年12月至2019年3月担任华熙福瑞达首席技术官,现任公司副总经理。
林伶俐	副总经理; 首席战略官	新加坡国立大学经济学专业,荣誉学士学位,1994年至1997年于联合利华新加坡任大客户经理,渠道开发经理;1997年至2000年于英美烟草集团任亚洲区域品牌经理,营销总经理(菲律宾);2000年至2005年于美国通用汽车担任亚太区品牌经理,亚太区营销管理经理,品牌及战略总监;2005年至2006年于卡夫食品国际公司任亚洲区域品类管理总监;2006年至2007年于百事国际任亚太区品牌总监;2007年至2009年于诺基亚任亚太区手机业务市场总监,诺基亚大中华区主流手机事业群总负责;2009年至2014年于艾尔建公司任亚太区医美资深总监兼中国医美总经理;2014年至2018年于K2W集团任首席执行官;2019年1月至2019年3月任华熙福瑞达首席战略官,副总裁,现任公司董事,副总经理,首席战略官。
刘爱华	副总经理	沈阳药学院药物制剂专业,本科学历,1983年8月至1993年8月,任济南第三制药厂实验室副主任,科研所所长,副厂长;1993年8月至1998年7月,任济南永宁制药有限公司副总经理兼科研所所长;1998年8月至2002年11月任山东省生物药物研究院副院长;2002年12月至2016年4月任华熙福瑞达总经理;2016年5月至2018年6月任华熙国际投资集团有限公司副总经理;2018年7月至2019年3月任华熙福瑞达副总经理,现任公司董事,副总经理。
栾贻宏	副总经理	山东医科大学药学院药学专业,2008年12月获山东大学微生物与生化药学专业硕士学位,执业药师,工程技术研究员,1988年7月至2000年8月,任济南维尔康生化制药有限公司技术员,车间主任;2000年9月至2004年8月,任济南维尔康生化制药有限公司技术质量副总经理;2004年9月至2019年3月,分别任华熙福瑞达研发部长,质量部长,生产部长,副总经理,现任公司副总经理。
徐桂欣	副总经理	山东大学生物专业,本科学历,2017年至今就读于中国人民大学EMBA,1995年7月至1996年5月,任三联集团生物产业公司技术员;1996年6月至1997年3月,任金泉集团技术员;1997年4月至2000年1月,任山东博士伦福瑞达制药有限公司沈阳办省区经理;2000年1月至2019年3月任华熙福瑞达物料部经理,销售部经理,销售总监,销售副总经理,常务副总经理,现任公司副总经理。
栾依峰	副总经理,财 务总监	清华大学经济管理学院会计系,研究生学历,中国注册会计师非执业会员,国际特许金融分析师,2009-2013年历任瑞银证券有限责任公司分析师,经理,副董事,2013-2015年就读于美国西北大学凯洛格商学院,2015-2017年任弘毅投资健康产业部投资经理,2017-2018年任高瓴资本医疗组高级投资经理,副总裁,现任华熙生物科技股份有限公司财务中心总经理。
德永达郎	副总经理	日本上智大学,研究生学历,自1993年4月起在株式会社资生堂任职,历任透明质酸制药部副主事,研发战略室主事,透明质酸事业部参事,透明质酸事业部门总负责人。
李亦争	副总经理; 董事会秘书	中央财经大学投资学专业,硕士研究生学历,已取得上海证券交易所科创板董事会秘书资格,2008年6月至2015年4月任职中信建投证券股份有限公司投资银行部高级副总裁;2015年5月起任广东威创视讯科技股份有限公司战略投资部总经理,自2016年4月起兼任该公司董事会秘书;2021年1月加入华熙生物科技股份有限公司。
高屹	副总经理	中央财经大学会计学专业,本科学历,1996年7月至1999年12月任职于中国光大集团;2000年1月至2001年2月任职于联想集团;2001年2月至2003年2月任职于国务院发展研究中心;2003年11月至2018年3月先后于华熙国际投资集团有限公司,北京华熙海御科技有限公司,华熙国际医学皮肤管理科技(北京)有限公司担任要职;2018年4月加入华熙生物,任品牌中心总经理,现任公司副总经理,分管知识产权战略管理中心,法务中心,品牌与传播战略中心。

资料来源: 公司官网, Wind, 民生证券研究院

2. 公司核心经营数据：营收与净利润高增长，销售及研发费用持续增加

2.1. 公司保持收入与净利润高速增长

过去五年公司业务高速发展，2016年公司营业收入为7.33亿元，16年-20年营收CAGR为37.67%，归母净利润CAGR为25.22%。公司2021年Q1-Q3营业收入为30.12亿元，同比增长88.68%。由于约7200万的股权激励及超8000万的各业务拓展早期投入等非经常性费用对净利润有一定影响，21年Q1-Q3归母净利润为4.47亿元，同比增长19.49%。

图5: 2016-2021Q3 公司营业收入 (亿元) 及增长



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图6: 2016-2021Q3 公司归母扣非净利润 (亿元) 及增长



资料来源：公司财报，民生证券研究院

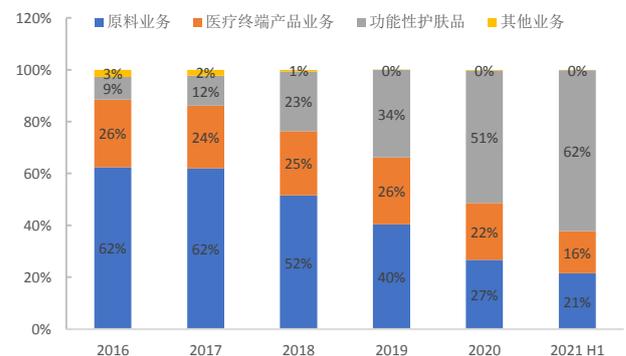
公司依托生物发酵技术平台及产业化优势，开发出以透明质酸为核心的一系列生物活性物产品，通过多年技术创新和业务拓展，形成原料、医疗终端、功能性护肤品三大业务为核心的营收矩阵。其中功能性护肤品在16年开始逐渐发展，20年起成为占比最大的业务，2021年H1功能性护肤品营收占比达到62%。

图7: 2016-2021 H1 公司主要业务营业收入 (亿元)



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图8: 2016-2021 H1 公司主要业务营业收入占比



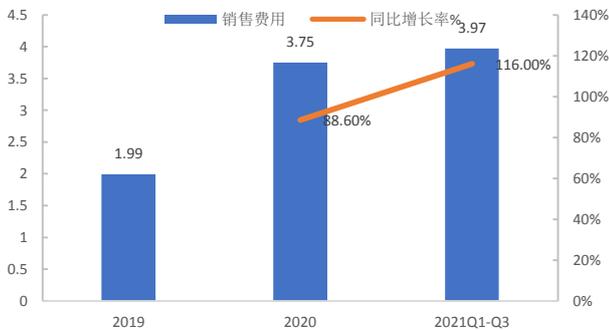
资料来源：公司财报，民生证券研究院

2.2. 三费费用支出提升，主要由于推广销售及研发激励费用投入力度加大

过去五年公司销售费用占比大幅提升，主因线上推广、品牌建设、销售薪酬支出增加。21年

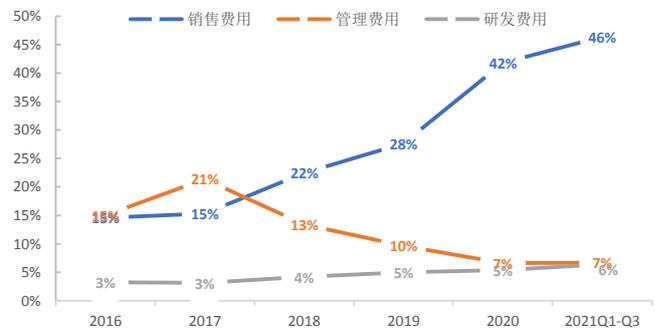
H1 公司销售费用同比增长 138.78%，其中广告费同比支出 +202%、线上推广费同比+185%、销售人员薪酬同比支出+109%，21 年 Q3 累计销售费用 3.97 亿元，同比增长 116%。

图9: 2019-2021Q3 公司销售费用 (亿元) 及增长率



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

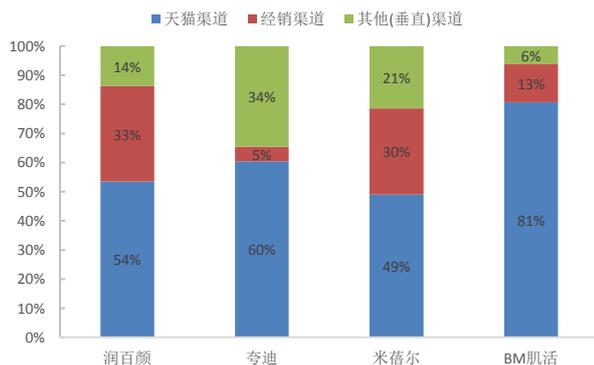
图10: 2016-2021Q3 公司三费费用率



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

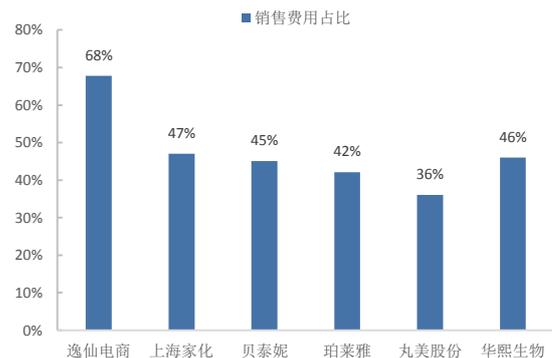
华熙生物旗下护肤品牌主要销售渠道是以天猫为主的线上平台, 天猫渠道销售额占比超过 50%。线上渠道重营销, 尤其护肤品销售费用中渠道及广告宣传费占比较大, 同行品牌持续加大投入, 竞争愈发激烈。公司过去两年期间大力开拓线上销售渠道, 加大天猫抖音等电商平台信息流推广发掘线上消费群体, 并加强与电商社交平台主流达人的密切合作, 线上销售收入大幅增长的同时线上推广费用大幅增加; 公司持续进行整体形象及品牌建设的投入, 与分众传媒合作, 通过线下楼宇广告投放提升品牌知名度, 广告宣传费用增加。公司销售费用支出主要用于发展及推广功能性护肤品业务, 对比化妆品公司同行, 销售费用率控制在平均水平。

图11: 公司 2021 年 H1 渠道销售额占比



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图12: 公司 21 年 H1 销售费用率对比美妆业务同行



资料来源: 各公司财报, 民生证券研究院

公司以研发为核心竞争力, 长期重视研发水平发展。根据 21 年上半年财报数据, H1 公司研发投入同比上涨 79%, 费用占比营收 5.52%, 其中基础研究和原料研发、药械研发、护肤品研发、功能性食品研发投入占比分别约为 32%, 29%, 28%, 11%。第三季度研发投入约 0.85 亿元, 同比增长 138%。2021 年 3 月 10 日, 公司以 78 元/股的授予价格向符合条件的激励对象授予 384 万股限制性股票, 占目前公司股本的 0.80%。此次激励人数达到公司员工总人数的 9.60%, 包括 206 名公司的董事、高级管理人员、核心技术人员及其他核心骨干。股权激励有助于留住核心骨

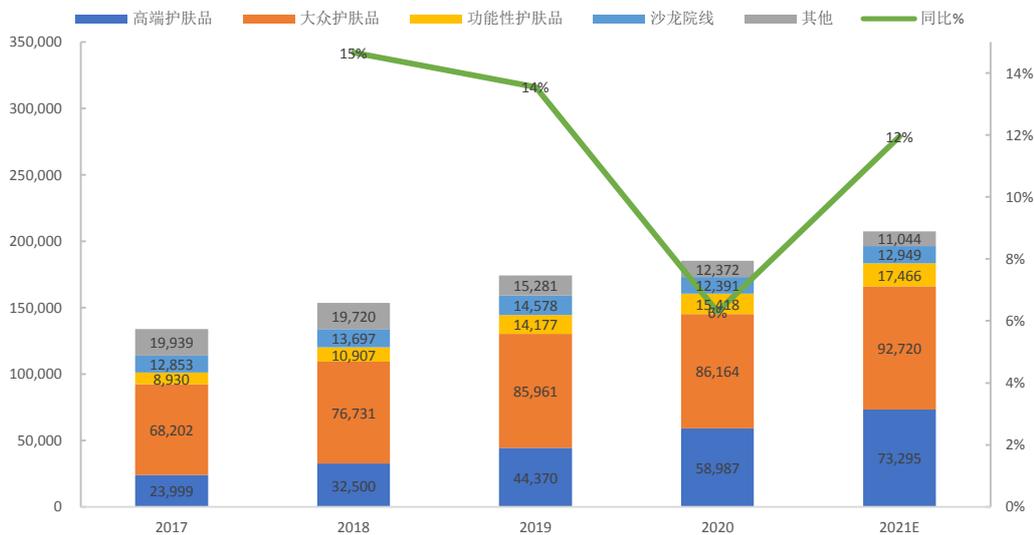
千人才，刺激员工研发生产积极性。

3. 功能性护肤品业务：借助技术及产业链协同渠道优势，打造功能性护肤国潮先驱品牌

3.1. 护肤品市场前景乐观，高端及功能性护肤品为行业大趋势

护肤品市场在过去五年稳定增长，根据 Kantar 数据，2021 年中国护肤品市场预计可突破 2000 亿元。随着消费者对护肤知识和自身皮肤状况的了解日渐深化，消费者从基础护肤品升级为功能属性更强的专业护肤品，需求不断升级，开始呈现细分化发展趋势。中国消费者有皮肤屏障较薄、容易受损的肌肤困扰，在市场教育下追求更为有效的护肤效果，同时医美渗透率不断提升带来术后皮肤修复需求，这些变化使得护肤品市场呈现大众化妆品增速放缓，高端化妆品及功能性护肤品快速增长的趋势。高端护肤品、功能性护肤品 2017 年至 2021 年间预估 CAGR 分别为 32%，20%，快于护肤大盘，由于科技含量更高功能性更强，更满足消费者护肤升级需求，功能性护肤及高端护肤品未来将是护肤品行业的主要增长驱动。

图13: 2017年-2021年细分护肤品销售额(百万元)



资料来源: Kantar, 民生证券研究院

3.2. 公司以原料供应商入局功能性护肤品市场，具备技术及产业优势

在功能性护肤品市场蓬勃发展的背景下，华熙生物植根于自身科技力，顺应趋势推出多个功能性护肤品品牌。公司旗下目前拥有润百颜、夸迪、米蓓尔、BM肌活等品牌，产品种类包括次抛原液、水乳、面霜眼霜、面膜眼膜、喷雾等护肤产品及部分彩妆产品，品牌矩阵搭建日趋完善。各品牌差异化定位，针对不同年龄、不同性别、不同肌肤特质及护理方式的人群，构建功效指向性更强的科学配方和产品体系。公司作为生物活性原料供应商以原料商身份入局具备四大主要优势：

- 1) 功能性优质赛道切入：公司深耕玻尿酸原料市场多年，进入护肤品领域时避开增长缓慢的大众化妆品市场，以技术为优势主攻高端产品市场。旗下品牌设定为功能性护肤品，润百颜原液产品成交均价集中在 300-500 元之间。产品以功效为核心，以次抛原液精华

制发酵和纯化精准控制技术，产品分子量范围实现 2kDa-4000kDa 的产业化技术突破。基于酶切法制备 miniHA 透皮吸收率 24 小时内可达 69.5%，是全球唯一可以达到 3kDa 分子量以下的超微分子玻尿酸，可在 24 小时内达到 90%透皮吸收率，技术在竞品中处于领先地位。

图18: 公司专利 miniHA 透皮吸收率达 69.5%

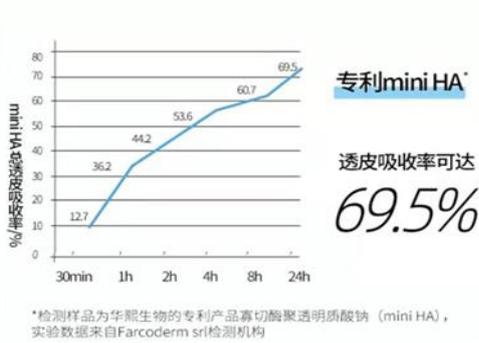
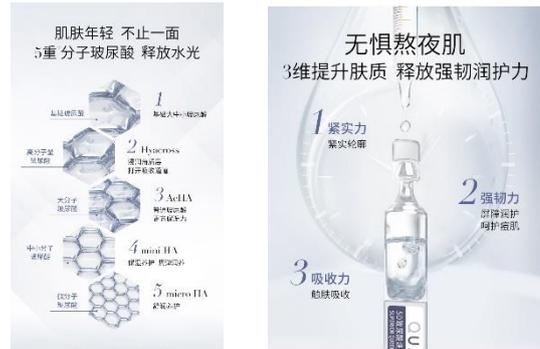


图19: 夸迪 5D 玻尿酸运用公司多种前沿专利技术

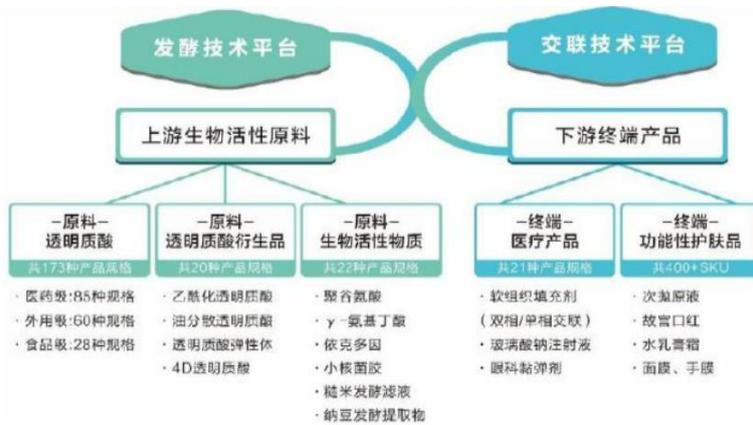


资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院

资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院

4) 全产业链优势：公司产品以玻尿酸为主线，横向跨食品级、化妆品级和医药级产品，纵向覆盖产业链上下游。公司掌握关键玻尿酸加工制造技术工艺，并拓展其他生物活性原料的生产与应用，在拥有原料生产绝对优势的情况下，不断发力护肤 C 端市场。旗下品牌依托公司核心技术及产业优势，拥有强市场竞争力，上市以来高速发展。据 2021 年上半年报显示，华熙生物 21 年 H1 共推出 124 个新产品 SKU，累计收入超百万产品 141 个，超千万产品 34 个。目前公司业务形成“原料+终端+护肤+食品”格局，且功能性护肤品已成为主要收入来源。

图20: 生物活性物产业链上下游协同



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.3. 四大核心护肤品牌产品策略：细分人群，成分为先

3.3.1. 四大品牌定位不同，特色功能性成分占领目标消费者心智

华熙生物从 2018 年开始正式发力功能性护肤品领域，短短三年华熙旗下四大核心护肤品牌润百颜，夸迪，米蓓尔，BM 肌活以各自品牌标志性成分为核心，细分不同需求人群，在各自核心品类上发力并以此为轴心向外连带拓展新品类，迅速站稳目标消费者人群的心智。

图21: 旗下四大护肤品牌定位不同，各自拥有独特核心成分及技术

品牌	品牌介绍	品牌定位	核心/特色成分	主推爆品	核心爆款	天猫店铺成交均价
BIOHYALUX® 润百颜®	润百颜依托华熙生物专注玻尿酸20余年的科研实力匠心智造“智慧玻尿酸”护肤新方式，采用HA+生物活肤技术，让活性成分与玻尿酸协同作用，针对不同肌肤问题，分级呵护，致力于为每位爱美者提供精准肌肤解决方案。	玻尿酸第一品牌	智慧玻尿酸 微针HA4	次抛原液； 面膜		200-300
QUADHA™ 夸迪	夸迪为华熙生物旗下致力于【冻龄+抗初老】的高端院线品牌，核心技术组分5D玻尿酸①+CT50②。 ①即透明质酸钠、水解透明质酸、水解透明质酸钠、透明质酸钠交联聚合物、乙酰化透明质酸钠 ②即羧基肽、丙氨酸、精氨酸等多重活性功能成分	抗初老高端品牌	5D玻尿酸 CT50	次抛原液； 面霜		300-500
MEDREPAIR™ 米蓓尔	米蓓尔为华熙生物旗下专业功能性护肤品牌，专为敏感肌肤研制。以“分级修护+量肤定制”产品理念为基础，结合华熙生物前沿科技，帮助改善肌肤敏感，助力打造健康活力新肌。	专为敏感肌肤	熙安颜™ 依克多因 麦角硫因	精华水乳； 涂抹面膜		150-200
BbMESC® 肌活	BM 肌活为华熙生物旗下针对成分党的功效型护肤品牌。聚焦肌底液，专瓶专效，倡导“透皮好吸收”的护肤理念。	活性物功效护肤	糙米精华	糙米精华水乳		150-200

资料来源：公司网站，天猫旗舰店，淘系数据，民生证券研究院

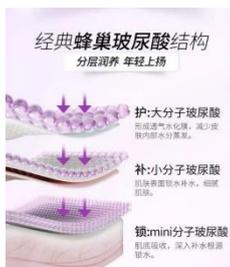
3.3.2. 润百颜：玻尿酸第一品牌

润百颜 2021 年 Q1-Q3 实现营收约 7.8 亿元，同比增长 163%。品牌定位为“玻尿酸第一品牌”，主打消费者玻尿酸入门护肤品泛用类。店铺核心产品为次抛原液，主要以大小分子透明质酸和公司专利成分酶切法复配，以长效补水为基础功效，结合其他不同成分实现多元化功效，面向客群最广。

“蜂巢玻尿酸水润次抛原液”上市后成为品牌主推产品，“蜂巢透明质酸”是产品核心成分，成分优点为：

- 1) 还原人体内玻尿酸稳固的蜂巢六边形结构，更安全契合；
- 2) 大、小、Mini 三种分子量玻尿酸复配，分别作用于皮肤皮脂膜、角质层、真皮层，分层补水锁水。

图22: 蜂巢玻尿酸结构



资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院

图23: 蜂巢玻尿酸水润次抛原液

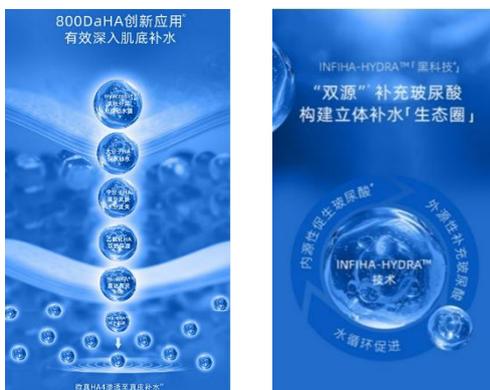


资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院

2021 年 9 月，润百颜上市了“第 3 代玻尿酸水润次抛精华”，发布“智慧玻尿酸”，在保持次

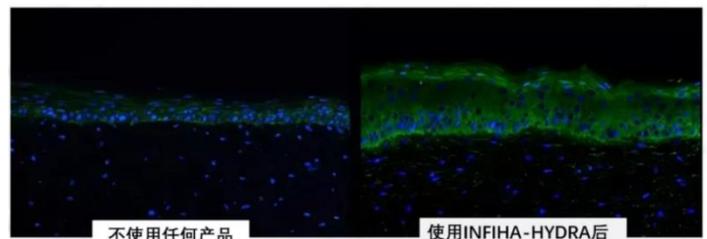
抛原液无菌包装技术的基础上，首次采用分子量 800Da 的微真 HA4 和 INFIHA-HYDRA 复配技术，实现了从外补到促内生，双源补充玻尿酸，突破了玻尿酸应用的新边界，推动玻尿酸护肤进入“微纳米时代”。微真 HA4 是四糖单位的透明质酸，分子量只有 800DA，长度仅 2 纳米，能够穿透表皮到达真皮层；INFIHA-HYDRA 技术则是根据不同分子量玻尿酸的特性进行特殊的处理复配，并通过 3D 皮肤模型进行大量筛选获得。通过 3D 全层皮肤模型将对照组与 INFIHA-HYDRA 的实验组对比，发现 INFIHA-HYDRA 可以 1.45 倍激活透明质酸合成酶表达，1.27 倍生成内源性透明质酸，同时实现 1.4 倍的“水通道蛋白 AQP3”表达，提升表皮运送和吸收水分的能力，是整体技术上的突破。

图24: 微针 HA4 及 INFIHA-HYDRA 技术



资料来源：天猫旗舰店，民生证券研究院

图25: 对照试验：可见绿色荧光为透明质酸生成情况



资料来源：公司官方公众号，民生证券研究院

3.3.3. 夸迪：向高端抗初老市场进军

夸迪 2021 年 Q1-Q3 实现营收约 4.8 亿元，同比增长约 160%。夸迪核心成分为 5D 透明质酸 (Hymagic™-5D)，由五种透明质酸组成。5D 玻尿酸在基础透明质酸之上额外复配了四种不同特性的透明质酸；Hyacross®、AcHA、MiniHA®、熙敏修™，不同特性的透明质酸可以作用于不同的皮肤层（表面、角质层、表皮层、真皮层等），发挥立体保湿功效，外层补水、内层锁水，全方位护理肌肤：

- 1) Hyacross（透明质酸弹性体）：是交联反应得到的超高分子量聚合物，呈致密的三维立体网状结构，均匀覆盖在皮肤表面，形成一层透气薄膜，与普通 HA 相比，可以结合更多水分子，形成的保护膜更稳定，作用更持久；
- 2) Hymagic™-AcHA（乙酰化透明质酸钠）：由透明质酸钠经乙酰化反应得到。乙酰基的引入使 AcHA 兼具亲水性和亲脂性，可发挥双倍保湿、修护角质屏障、提高皮肤弹性等生物活性功能，更有效地改善肌肤干燥、粗糙状态，令肌肤柔软有弹性；
- 3) MiniHA：是专利酶切技术得到的分子量低于 10KDa 的透明质酸，透皮吸收率高达 69.5%，直达肌底，从根源对皮肤进行补水养护，清除自由基，修复受损肌肤；
- 4) MicroHA（熙敏修™超活透明质酸）：是由专利酶切技术得到的高活性微分子透明质酸，分子量小于 5kDa，吸收效率高，能够有效抑制炎症因子释放、缓解各种因素引起的皮肤敏感状态，还可清除自由基，修复紫外线或化学物质刺激造成的皮肤细胞损伤，重塑皮

肤屏障。这一产品曾获 “In-cosmetics Latin America 2019 科技创新奖金奖”；

图26: 5D 玻尿酸分层作用



资料来源: 天猫旗舰店, 民生证券研究院

图27: 多维提升肤质 强韧肌肤



资料来源: 天猫旗舰店, 民生证券研究院

2021 年期间夸迪加大独特品类的规划, CT50 (44 种有效活性成分组合技术简称) 为核心技术的面霜和眼霜销量明显提高, 占领了消费者在高客单面霜眼霜类目的心智。这一类产品的销售提高, 奠定夸迪在高端抗衰领域的市场占领。

图28: 夸迪面霜定位高端



资料来源: 天猫旗舰店, 民生证券研究院

图29: 夸迪面霜 21 年 D11 开门红销售金额位于店铺第二

产品图片	产品名称	规格	原价 (元)	到手均价 (元)	销售额 (亿元)
	5D玻尿酸次抛精华液	30ml	656	558	1.67
	5D玻尿酸动能支撑轻龄霜	50ml	820	658	0.97
	5D玻尿酸战痘次抛精华液	30ml	462	368	0.59

资料来源: 淘系数据, 民生证券研究院

3.3.4. 米蓓儿: 专为敏感肌消费群体设定

米蓓儿 2021 年 Q1-Q3 营收约为 2.5 亿元, 同比增长约 119%。米蓓儿旗下很多产品含有熙安颜™ 依克多因及抗麦角硫因 (EGT) 两项专利成分, 专为敏感肌消费群体设定。

1) 熙安颜™ 依克多因: 依克多因作为极端微生物在极端环境下赖以生存的重要物质, 可以促进水分子团簇的缔合, 在 DNA、蛋白质周围形成水化层, 从而可以保护微生物内部大分子 (蛋白质、酶核酸) 和细胞膜, 使其免受紫外线、高温、高盐的损害。试验证明, 依克多因在皮肤护理中具有显著的防护抗逆和修复抗衰的功效, 帮助肌肤抵御外界压力, 可广泛应用于修复、抗污染、防晒、晒后修复、抗衰等个人护理品中。

2) 抗麦角硫因 (EGT): 麦角硫因是一种含硫的组氨酸衍生物, 是人体中天然存在的细胞保护剂和抗氧化剂。皮肤角质细胞和成纤维细胞的细胞膜和线粒体膜上存在麦角硫因转运蛋白 OCTN1。麦角硫因经 OCTN1 转运进入细胞和线粒体, 清除自由基。麦角硫因松茸提取物可以保护 DNA 和线粒体, 减少细胞凋亡, 从而减少紫外线斑和棕色斑, 改善细纹和粗糙度, 提高皮肤弹性。该产品契合自然和基因两个抗衰趋势。

图30: 熙安颜™ 依克多因简介

熙安颜™ 依克多因

INCI名称: 团扇甲壳地衣提取物
 推荐用量: 0.1%-2%
 专利号: CN201611127881.9, COSMOS认证

熙安颜™ 是微生物发酵技术获得的一种特殊的寡糖醇衍生物, 即依克多因 (Ectoine)。依克多因作为极端微生物在极端环境下赖以生存的重要物质, 可以帮助水分子固化的机会, 在DNA、蛋白质周围形成水化层, 从而可以保护微生物细胞内分子 (蛋白质、核酸等) 和细胞膜, 使其免受紫外线、高温、高温的损害。试验证明, 依克多因在防晒护肤中具有显著的防晒保护和修复抗氧的功效, 能帮助肌肤抵御外界压力, 可广泛应用于防晒、护肤品、护肤品、护肤品、护肤品等个人护理产品中。



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图31: 华熙专利抗麦角硫因 (EGT)

华熙专利 麦角硫因[®]



华熙专研聚果成分 采用环保生物发酵自发酵技术 采用科学提纯工艺	多重添加更有效 添加多种活性成分 协同作用提升功效
--	--

* 华熙生物拥有麦角硫因发明专利, 专利号: CN201611127881.9

资料来源: 天猫旗舰店, 民生证券研究院

3.3.5. BM 肌活: 活性成分功效性产品

BM 肌活在 2021 年 Q1-Q3 实现营收约 1.9 亿元, 同比增长约 143%。BM 肌活定位“活性成分管理大师”, 以“糙米精华”肌底液水乳系列为核心, 主张“透皮好吸收”护肤理念。肌活的肌底液系列产品主要使用品牌独有的 T-HA 促渗技术, 以上百种规格中链长的专利玻尿酸为核心成分, 打开肌肤通道, 促进生物活性成分高效渗透吸收。

图32: BM 肌活糙米发酵技术

**糙米发酵
注能焕亮**



- ▶ **仿生多重发酵技术***
 基于人体皮肤为灵感均发酵工艺
 采用糙米发酵产物
 温和焕肤
- ▶ **注能焕活 柔滑焕亮**
 糙米精华发酵精华
 含有丰富的活性物质,
 从内而外改善肌肤光彩

* 华熙生物拥有糙米发酵发明专利, 专利号: CN201611127881.9

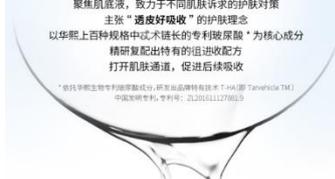
资料来源: 淘宝, 民生证券研究院

图33: T-HA 渗透技术

BM 肌活, 华熙生物旗下功效型护肤品牌

聚焦肌底液, 致力于不同肌肤诉求的护肤对策
 主张“透皮好吸收”的护肤理念
 以华熙上百种规格中链长专利玻尿酸*为核心成分
 精研复配出特有的促渗配方
 打开肌肤通道, 促进后续吸收

* 华熙生物拥有专利玻尿酸成分, 研发品牌特有技术 T-HA (即 Tansylonic TM), 中国发明专利, 专利号: CN201611127881.9



资料来源: 天猫旗舰店, 民生证券研究院

3.4. 公司协同线上线下进行营销声量打造, 核心品牌实现爆发式增长, 费用获得控制

3.4.1 润百颜: 公司以天猫为中心打造热点获得品牌认知, 垂直渠道及分销渠道贡献增长

润百颜树立“玻尿酸第一品牌”形象, 实力打磨国货之光。2018 年起与故宫博物院跨界合作, 发布“润百颜故宫口红系列”和“故宫美人面膜”。“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 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。

图34: 润百颜故宫口红系列



资料来源: 天猫旗舰店, 民生证券研究院

图35: 透明质酸博物馆



资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

在流量时代, 公司紧跟潮流, 2020 年建立了自身的 TP 团队, 并通过天猫、抖音、小红书等公域流量为品牌赋能宣传。2020 年起公司全力打造润百颜品牌“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, 通过分众传媒进行投放配合, 增加了“润百颜”的曝光度; 品牌通过直播带货方式, 触达薇娅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。

图36: 与超头主播深度合作



资料来源: 淘宝, 民生证券研究院

2020 年“润百颜”品牌以天猫为中心持续不断的进行投入建设, AIPL 模型 Awareness 的人群大大增加, 天猫消费者群体稳健增长复购提升。有了比较高的品牌力后垂直渠道和分销渠道今年开始发力, 拉动了品牌的增长。垂直分销渠道各自有特点, 以京东为例, 京东 plus 的消费人群占比超过 50%, 抗衰类的产品在京东做主营类目之后, 可以获得在一二线城市主流的核心人群。唯品会等平台的拓展使品牌在三四线城市的人群中有了突破, 保持品牌及价格定位的同时对整体人群结构进行下探。由于这些垂直分销平台以收割心智为主, 渠道占比提升降低了整体的品牌费用率。同时, 品牌继续降低达人直播比例同时提升日常销售及店铺自播, 品牌天猫京东天猫私域自播稳定, 促成进店的直接转换, 天猫旗舰店稳定日销在 100 万元以上。21 年双十一预售期间 10 月 20 号到 26 号自播在天猫旗舰店占据超过 20% 的收入份额, 在大促公域流量竞争越来越激烈的趋势下, 自营直播销售占比的提升有效控制了营销费用。

3.4.2 夸迪: 数字化运营提升触点联动转化, 个人 IP 带货获得成功

夸迪通过产品, 渠道, 数字化运营创新综合策略, 打造品牌独特的发展路径。夸迪建立了完

整的公私域之间消费者的重合度及流转触点，也是比较创新的在抖音平台核心活跃的品牌。品牌跟抖音深度合作，品牌自播和品牌总监个人账户 IP 的双轮驱动模式构建了新的营销模型：夸迪产品总监开通抖音账号，IP 名为“枝繁繁”，自 6 月以来直播带货 18 场，累计销售额 7256 万元。“枝繁繁”日常以个人 IP 形象用比官方口径更加活泼亲民的方法传播夸迪在研发，产品上市的故事，及品牌间与产品间的区别，拉进了与消费者的距离。

图37: 夸迪总监开通抖音个人账户“枝繁繁”


资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

图38: 双轮驱动直播互动模式


资料来源：抖音，民生证券研究院

10 月 15 日抖音好物节开始，根据飞瓜数据，当日“枝繁繁”直播间“美妆风暴季，国潮狂欢「枝」宠你”专场带货金额达到 3577 万元，销售量达到 7.6 万件，客单价高达 471 元。千次观看成交额达到 6.7 万元，UV 价值高。除了次抛原液，面霜和眼霜均有产品进入当日直播销售额前五。总监个人 IP 带货模式获得成功标志着“夸迪”抖音自运营流量及销售额的提升，有效降低品牌直播费用。

图39: 10.15 “枝繁繁”直播间带货金额 3577 万元

商品名	产品	销量	销售额(万)	成交单价
<枝繁繁>QuadHA/夸迪华熙生物5D玻尿酸焕颜次抛精华液60ml		7,043	861	1,223
<枝繁繁>夸迪5D复合酸战痘软安瓶原液60ml		7,449	671	901
<枝繁繁>夸迪舒润维稳肌息油次抛精华液30支		10,490	525	501
<枝繁繁>夸迪能紧致轻龄眼霜18g		13,071	443	339
<枝繁繁>夸迪动能支撑轻龄霜50g		2,904	195	671
<枝繁繁>QuadHA/华熙生物夸迪极光匀净爽肤次抛精华液1.5ml*4		2,822	8	30
<枝繁繁>QuadHA/夸迪华熙生物5D玻尿酸清润原液1ml*2		2,052	2	10
总计		75,945	3,577	471

资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

除此之外，夸迪在北京、上海、深圳、杭州、南京布局十家左右的线下店铺，在线上和线之间实现高效触点沟通，通过免费产品使用或者优惠券发放等方式将线上直播消费者引到线下进行消费。线上线下产品布局不同，触点打通可以引导消费者在线下店有更高客单价的消费。

图40: 夸迪线下店



资料来源: 百度, 民生证券研究院

21年9月, 李佳琦打造了国内首场聚焦直播 OFFER 的娱乐节目《所有女生的 offer》, 共以七期内容呈现带货直播的商业谈判内幕。综艺以实录协谈直播合作的形式, 向消费者展示七个品牌与李佳琦分别达成不同等级的折扣协议的趣味过程。该栏目不仅在谈判中传达了品牌方的理念与精神, 也对双十一各品牌主推产品及价格进行了种草。夸迪作为七个品牌之一参与了这档综艺, 借助热点为双十一蓄水。

图41: 《所有女生的 offer》综艺节目



资料来源: 百度, 民生证券研究院

3.4.3 米蓓儿&BM 肌活: 打造核心产品提升复购, 复刻品牌成功案例

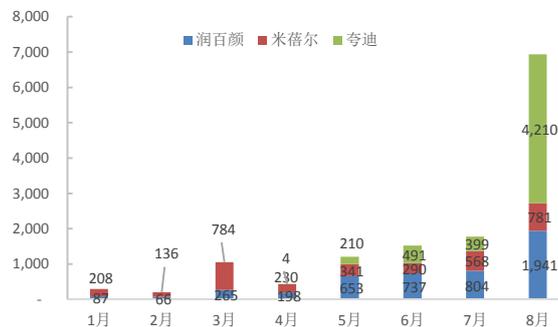
米蓓儿核心产品是精华水乳及面膜, 21年以来主要经营工作为打造完整的产品体系, 巩固提升面膜和精华爽肤水类两大类产品的品类优势。水乳产品的特点是如果产品规格合适会产生较好的复购模型, 自然流量的曝光推荐、消费者的转化也会非常精准, 因此米蓓儿在产品上不断进行升级迭代。米蓓儿从平台、媒体、医生、KOL 几个维度拓展品牌在赛道内的资源, 于21年上半年

图43: 华熙生物官方抖音账号



资料来源: 抖音, 民生证券研究院

图44: 部分品牌 21 年 1-8 月抖音销售额 (万元)



资料来源: 抖音, 民生证券研究院

4. 医疗终端: 行业存在发展空间, 政策助力正规市场渠道发展

4.1. 公司核心医疗终端业务主要分为医美产品及医药产品

华熙生物利用自身核心技术自主研发生产透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品, 公司医疗终端产品业务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。

图45: 公司透明质酸终端产品应用



资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

公司旗下医美终端代表产品主要为以润百颜和润致品牌为核心的软组织填充剂, 医药类透明质酸品牌主要为骨科注射液品牌海力达及眼科粘弹剂品牌海视健。

表4: 公司的医疗终端产品

产品分类	产品名称	注册类别	主要品牌	主要用途	核心技术应用情况
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炎、肩关节周围炎	终端湿热灭菌技术
眼科黏弹剂	医用透明质酸钠凝胶	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
软组织填充剂	注射用修饰透明质酸钠凝胶	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
软组织填充剂	注射用修饰透明质酸钠凝胶 (含利多卡因)	类医疗器械	润致	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
软组织填充剂	注射用交联透明质酸钠凝胶	类医疗器械	润致	适用于面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹	交联技术

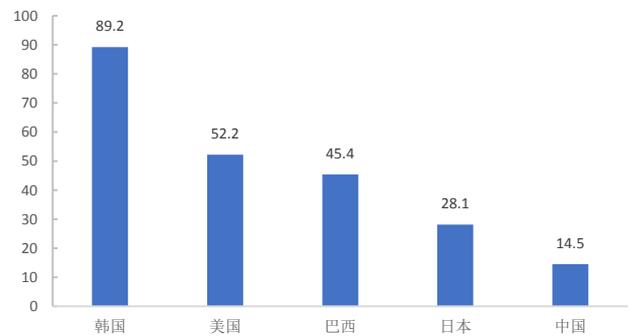
资料来源: 公司年度财报, 民生证券研究院

4.2. 医美市场千亿级规模, 市场监管有助优胜劣汰, 提升合规品牌市场份额

根据艾瑞咨询数据, 中国医美市场规模在 2021 年预计约为 2274 亿元, 2023 年预计中国医美市场整体规模达到 3115 亿元, 19-23 年 CAGR 预计为 17%。非手术类项目凭借操作简单、恢复时间短、价格和风险相对较低的优点, 有更高的市场接受度和复购率。2020 年新氧平台线上成交“非手术类”项目按成交金额排名前三的项目分别为肉毒素、透明质酸填充以及水光针 (以透明质酸为主要成分的皮肤保护剂), 总占比超过 50%。2018 年中国医疗美容服务渗透率仅 1.5%, 低于同期美国、日本、韩国 5.2%、2.8%、8.9% 的渗透水平, 国内医疗美容市场渗透率有望提升。

图46: 2013-2023 中国医美市场规模 (单位:十亿元)


资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

图47: 2018 年主要国家接受医疗美容人数 (每千人)


资料来源: 国际美容整形外科学会, 民生证券研究院

央视市场研究在 2021 年三月发布的《互联网医美行业研究》报告显示, 国内正规医美机构市场规模约为 878 亿元, 黑市规模约为 1367 亿元。为了严打医美市场灰色地带规范市场, 2021 年 6 月 10 日, 八部委联合发布了《关于进一步加强医疗美容综合监管执法的通知》。8 月 27 日, 国家市场监督管理总局发出《医疗美容广告执法指南 (征求意见稿)》, 面向社会公开征求意见, 严厉打击制造“容貌焦虑”, 虚假宣传医美功效等十大医不行为规范。9 月 14 日, 人民日报发文, 旨在规范医美广告, 整治对审美标准、消费观念恶意营销。国家严打黑医美, 杜绝市场乱象, 市场监管日趋严格。中长期来看市场规划化会淘汰不合规企业, 具备标准能力的企业有望获得更大市场份额。

4.3. 公司医美产品拥有技术及资质优势，医疗器械牌照数量行业领先，面对市场竞争现状积极推新

华熙生物医美业务主要策略是围绕面部年轻化提供全系列的产品解决方案，主要包括三大品类产品：玻尿酸填充剂、中胚层毒素美塑，以及围绕医美项目布局的护肤品。医美项目产品属于医药级，医药级相关产品注册证和生产企业许可证审批时间长且获取难度大，尤其III类医疗器械对生产和质量管控水平、资金投入、生产环境、注册法规的遵守均具有较高要求。在医疗器械注册审批趋严的大环境下，华熙生物依托于先进的透明质酸交联技术平台，旗下多个产品获批NMPA III类医疗器械证明，成为国内领先的以透明质酸为核心的医疗终端产品提供方。根据药监局官网，截至2021年8月6日，华熙生物拥有6张注射类III类医疗器械证书，均为注射用修饰透明质酸钠凝胶。其中3张为2020年3月获得，另外3张分别于2014年、2016年和2019年获得。公司“润百颜”产品（均为双相）对应2014年所获III类证；“润致双相”、“润致单相”、“润致娃娃针”和“御龄双子针”产品分别对应2016年、2019年和2020年获批的3张III类证，另有2张2020年新获的III类证书尚未有对应产品面世。其中，“润致娃娃针”和“御龄双子针”对应证书的适用范围为“纠正额部皱纹”，其他证书使用范围为“纠正中重度鼻唇部皱纹”。

表5: 公司拥有的透明质酸相关III类医疗器械证书

CFDA 认证情况								
对应产品	上市时间	交联方式	牌照类型	牌照批准的产品名称	适应症	批准文号	主要成分	批准日期
润百颜	2012年	双相交联	III类医疗器械	注射用修饰透明质酸钠凝胶	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。	国械注准20143132037	凝胶颗粒悬液主要由部分经修饰的透明质酸钠、氯化钠、磷酸盐缓冲体系以及注射用水组成	2019/9/2
润致（双相）	2016年	双相交联	III类医疗器械	注射用修饰透明质酸钠凝胶	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。	国械注准20163460861	凝胶颗粒悬液由部分经修饰的透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液以及注射用水组成	2016.05.06
润致（单相）	2019年	单相交联	III类医疗器械	注射用修饰透明质酸钠凝胶	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。	国械注准20193130257	凝胶由交联透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液以及注射用水组成	2019/4/28
润致超水光Aqua（娃娃针）/御龄双子针	2020年	微交联透明质酸	III类医疗器械	注射用修饰透明质酸钠凝胶	面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹。	国械注准20203130295	凝胶颗粒悬液由部分经修饰的透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液以及注射用水组成	2020/3/20
暂无			III类医疗器械	注射用交联透明质酸钠凝胶	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。	国械注准20203130568	凝胶颗粒悬液由交联和未交联的透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液以及注射用水组成，其中透明质酸钠由微生物发酵法制备，标示浓度为20mg/mL（包括经交联的透明质酸钠18mg/mL，未经交联的透明质酸钠2mg/mL），盐酸利多卡因标识浓度为3mg/mL。	2020/6/19
暂无			III类医疗器械	注射用交联透明质酸钠凝胶	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。	国械注准20203130569	凝胶颗粒悬液由交联和未交联的透明质酸钠、盐酸利多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液以及注射用水组成，其中透明质酸钠由微生物发酵法制备，标示浓度为20mg/mL（包括经交联的透明质酸钠18mg/mL，未经交联的透明质酸钠2mg/mL），盐酸利多卡因标识浓度为3mg/mL。	2020/6/19

资料来源：国家药监局官网，民生证券研究院

华熙生物基于医美产品技术突破，重点发展玻尿酸填充剂、中胚层毒素美塑，以及围绕医美

项目布局的护肤品业务：

1) 医美填充剂：华熙医美填充剂以“润致”品牌为主，设计理念是分层抗衰，全面塑美。“润致”填充剂全系产品提供了一套包括单向、双向不同黏弹力以及大中小粒径产品的组合，它的优点对于医生端是一套全面的塑美工具，可以为求美者打造个性化的组合治疗方案，不必担心产品间是否存在兼容性的问题。对于机构端优势是全系产品可以灵活搭配，这种搭配产生不同产品组合以及运营方案，以提供解决方案的形式满足求美者的诉求。

2) 美塑产品：玻尿酸填充剂产品同质化程度较高，竞争激烈，市场中价格跨度较大。以水光针为例，水光针是透明质酸填充剂的一种，可作用于真皮层的入门级轻医美项目，通过将透明质酸等营养成分注入皮肤来达到保湿、美白、收缩毛孔等多种目的，和透明质酸填充剂的区别主要在于所用的透明质酸是小分子、非交联或微交联的，代谢快，无法起到显著持久的填充作用。水光针因为操作便捷、单价低、适用范围广而深受消费者喜爱。价格分布在从百元一支到上万元一支，低、中、高端市场均有产品分布。国内医美行业起步晚，全球医美终端产品市场依旧以美、韩、瑞典等品牌产品为主流，国际透明质酸医美终端产品占据约 68% 的市场份额。尽管国外医美产品相对国产品牌更为成熟，但多以单一功效的产品为主，缺乏综合性的全面解决方案。

为了提升产品创新技术，满足消费者多元化需求，2021 年 5 月 7 日，华熙发布“御龄双子针”，“御龄双子针”是“熨纹针”和“元气针”两个产品的组合。御龄双子针产品定位解决静态纹，营销定位为“肉毒伴侣”，与肉毒产品功效互补，价格较为高端。熨纹针采用微交联透明质酸，含 0.3% 利多卡因，有 III 类医疗器械证书（适用于真皮组织注射用于纠正额部及周边静态纹，与娃娃针证书号相同），产品规格 1.5ml/支（娃娃针为 1ml/支）。“元气针”产品含高浓度透明质酸（15mg/ml），对应 I 类器械证书，搭配项目涂抹使用，提升面部元气。“御龄双子针”是在深度了解终端消费者需求后，依托自身基础研究和应用基础研究及在玻尿酸领域的实力优势提出的整合式解决方案，以“祛纹+补水”的产品组合，一站式综合解决肌肤问题，致力打造“玻尿酸医美第一品牌”。“润致”品牌及“御龄双子针”创新性的积极布局线上传播渠道，包括但不限于新氧、大众点评、微博、微信公众号、小红书、B 站等，通过高频次、多角度、高质量展现，建立基本品牌认知及产品声量基础，打开爆品产品线上营销通路。同时公司于 2021 年正式推出战略爆品计划和医美共生联盟赋能计划。截至 21 年 Q3，爆品计划全国合作客户 158 家，常规方案 126 个。未来医美共生联盟 32 个，约占 2021 年医美合作客户总数的 13%。其中直销客户 133 个，分销客户 25 个，覆盖全国 30 个省份。五月份上市至今“御龄双子针”与多个行业头部连锁集团如美莱，朗姿，联合丽格等达成深度战略合作。以“御龄双子针”为主推的爆品计划 21Q3 共举办全国区域会议超过 10 场，辐射超过 1000 家机构。“御龄双子针”上市以来总销售金额超过 9000 万，签收金额大约 3000 万元左右，已经占到了医美业务销售收入的 10% 以上。未来随着前期投入效果逐渐体现，新品销售及占比将会不断攀升，由于“双子针”的定价位于中高端地带，销售及占比的提升将带动医美业务营收及毛利提高。

图48: 市场主要医美玻尿酸注射剂品牌及参考价格分布 (元)



资料来源: 新氧 APP, 民生证券研究院

图49: 御龄双子针



资料来源: 公司网站, 民生证券研究院

3) 医美护肤品: 主要围绕应用场景展开, 包括术前清洁, 术中配合术后即刻修复以及术后的维养。其中华熙重点关注术后护理产品, 持续布局二类械面膜、喷雾, 次抛等产品。

4.4. 医疗发展及人口老龄化加大医药终端产品需求, 市场广阔

对于眼科领域, 透明质酸终端产品包括眼科手术中使用的透明质酸粘弹剂和治疗干眼症等症的透明质酸人工泪液。根据弗若斯特沙利文的报告, 2020年中国眼科治疗透明质酸终端产品市场规模达到 19.8 亿元, 其中用于眼科手术的透明质酸人工泪液市场规模为 14.4 亿元。预计中国眼科治疗透明质酸产品整体市场规模将进一步扩大, 2025 年达到约 30.4 亿元规模。

在骨科领域, 透明质酸终端产品包括玻璃酸钠注射液, 为全国医保乙类处方药药品, 也是骨关节炎指南中的常用药。根据研究机构弗若斯特沙利文的报告, 2020年中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模由于新冠肺炎疫情的影响大幅减少至 9.0 亿元, 预计市场规模将在 2025 年达到 15.4 亿元, 未来五年复合增长率达 11.3%。

公司骨科类针剂产品进入市场较晚,“海力达”玻璃酸钠注射液 2014 取得 CFDA 药品批文。市场中昊海生物 2005 年获批,景峰制药 2000 年获批,博士伦福瑞达 2006 年获批,具备先发优势,已建立起覆盖全国的营销网络。从市场竞争格局看,昊海生物、博士伦福瑞达和景峰制药占据前三大市场份额,三家 19 年总市占超过 60%。

4.5. 原料优势助力公司突破行业价格底线,高科技低成本带动医药产品发展

玻璃酸钠注射液在高温灭菌过程中分子量会显著降低,易体积膨胀导致爆炸问题,一般采用无菌灌装工艺生产,无菌保证水平为千分之一。公司玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌的方式,取代了同类其他产品无菌灌装的保障方式,使产品无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一。不仅彻底解决该产品终端湿热灭菌的技术难题,还被 CFDA 作为该类产品的标准灭菌方式。通过工艺控制,公司玻璃酸钠注射液产品内毒素限值小于 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,显著降低注射后副反应发生的概率。公司“海力达”玻璃酸钠注射液 2013 年取得欧盟三类医疗器械认证,2014 年取得中国 CFDA 药品批文,进入国内外骨科市场,是唯一高于国家标准的玻璃酸钠注射液(执行标准 YBH01302014)。

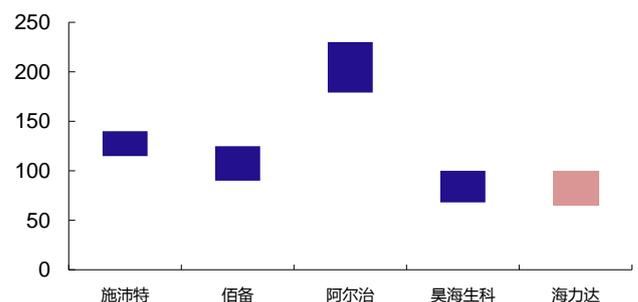
市场内竞争对手多采用外购原材料,价格较高。昊海生科外购 HA 粗粉和精粉单价分别约为 35 元/g 和 150 元/g,远高于华熙生物自产玻璃酸钠原料成本。公司凭借成本优势以较低价格切入市场,从终端价格看,阿尔治定价最高,一般为 179-230 元/支价格区间,其次是施沛特和佰备,一般在 90-140 元/支价格区间,昊海生科和海力达价格较低,每支低于 100 元。从出厂售价来看,2018 年华熙生物玻璃酸钠注射液平均售价 45.88 元/支,同期昊海生科售价 64.67 元/支,华熙生物产品价格低 29%左右。高科技低成本带动公司医药产品发展。

图50: 2016-2018 年原料厂商成本对比 (元/g)



资料来源:公司招股书,民生证券研究院

图51: 各品牌玻璃酸钠注射液价格对比 (元/支)



资料来源:315网,民生证券研究院

5. 原料业务：透明质酸原料市场持续增长，公司占据全球透明质酸原料龙头地位

5.1. 透明质酸在人体中广泛分布，在医疗、护肤、食品领域有极大应用空间

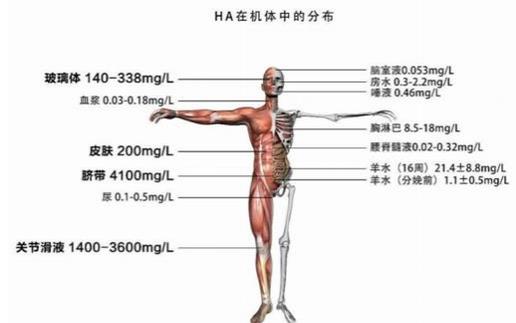
透明质酸是一种由 N-乙酰氨基葡萄糖和 D-葡萄糖醛酸为结构单元的天然高分子粘多糖，广泛存在于人体的眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，并随着年龄增长体内含量逐渐减少。透明质酸具有良好的润滑性、粘弹性、生物降解性以及生物相容性等理化性能和生物功能，在医疗（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等）、化妆品及功能性食品领域中应用十分广泛。

图52: 透明质酸及其衍生物的应用



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图53: 透明质酸在机体中的分布



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

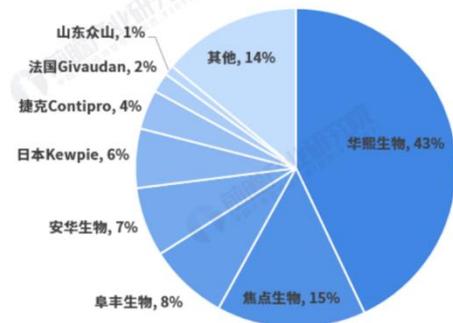
根据 F&S 数据，2019 年全球透明质酸原料市场规模达到 580 吨，预计原料销量在 2020 年至 2024 年有 20%左右的复合增长率，市场规模在 2024 年预计可达 1150 吨。从行业格局来看，全球透明质酸原料市场中销量占比前四均为中国企业，2020 年中国透明质酸原料的总销量占全球总销量的 81.6%，其中华熙生物以 43%销量占比位居龙头。从近年发展趋势看，公司具备资质、技术和渠道三大壁垒，行业龙头地位稳固，市占率占比稳步提升。

图54: 全球透明质酸原料市场规模 (吨)



资料来源：F&S，民生证券研究院

图55: 2020 年全球透明质酸原料市场格局



资料来源：F&S，前瞻产业研究，民生证券研究院

5.2. 公司建立资质、技术及渠道壁垒，保持行业领先优势

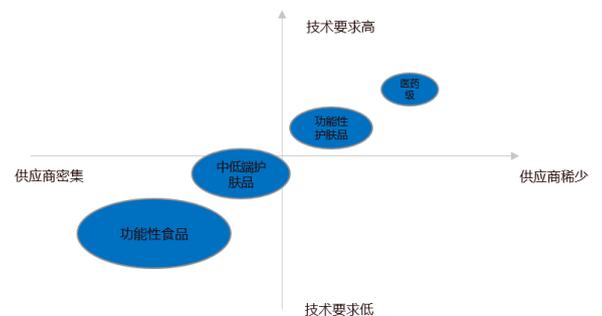
在原料业务中，食品级原料市场壁垒最低，技术标准上无肉毒素和蛋白质加工要求，行业竞争激烈，供应商较为密集。化妆品级原料业务壁垒更强，通过对透明质酸原始成分加工改进及与其他生物活性物组合，从而使透明质酸具备更优质的纯度，分子量及稳定性，具有一定的技术附加值。医药级原料对生产技术、质量控制、资质注册的要求最高，各国对于医药级原料的市场准入均具有严格的标准，且医药级原料售价远高于化妆品级和食品级。附加值最高的医药级主要涵盖三个应用领域：医疗美容、骨科治疗和眼科治疗。资质壁垒与生产技术作为医药级原料生产商的运营前提及核心优势，决定企业的行业地位及市场份额，且在市场监管日趋严格的背景下，未来医药级原料市场份额将进一步向头部规范企业集中。

图56: 透明质酸原料业务三重壁垒



资料来源：民生证券研究院

图57: 透明质酸各级别原料壁垒等级及竞争格局情况



资料来源：民生证券研究院

公司作为透明质酸原料先驱龙头，在原料业务方面具有核心竞争力。华熙生物拥有全球范围内的注册资质，全面且领先同行。公司产品质量远高于欧洲药典、日本药典及中国药品质量标准，并已建立完善的质量管理体系，通过 ISO9001 质量管理体系、ISO13485 医疗器械质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系认证，拥有符合美国 CGMP、中国 GMP、ICHQ7 要求的高标准生产线，已通过美国 FDA、韩国 MFDS、中国 GMP 现场检查。原料业务销售模式采用经销商和直接销售两种，在全球 40 多个国家和地区拥有稳定的经销渠道和用户，是多家国际性医药、化妆品、保健食品公司的战略合作伙伴，全球客户超过 2,000 家，在某些国家和地区与客户合作已超过 15 年，关系稳固，维护费用低，客户粘性强。公司通过资质，技术及渠道建立壁垒，透明领域质酸龙头地位稳固。

表6: 公司核心技术

两大科技平台	四大核心技术	奖项与认证	专利/许可
微生物发酵技术平台	国际领先的微生物发酵法生产透明质酸技术	国家科技进步二等奖；国家重点新产品；国家火炬高技术产业项目；山东省重点研发计划	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了7项注册备案资质；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质23项
微生物发酵技术平台	国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸	山东省科技进步奖；山东省专利奖；山东名牌产品；山东省科技发展计划项目；21届中国专利金奖	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了7项注册备案资质；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质23项
梯度3D交联技术平台	透明质酸高效交联技术突破	国家重点新产品；山东省重大专项；山东省重点研发计划；国产交联透明质酸软组	医疗终端产品在国内取得药械类认证26项，国际认证11项

织填充剂首家获得 NMPA 批准； 欧盟三类 医疗器械 CE 证书			
梯度 3D 交联 技术平台	玻璃酸钠注射液国内率先采 用终端灭菌技术	山东省技术创新项目； NMPA 把终端灭菌 工艺作为同类产品的标准灭菌方式	医疗终端产品在国内取得药械类认证 26 项，国际 认证 11 项

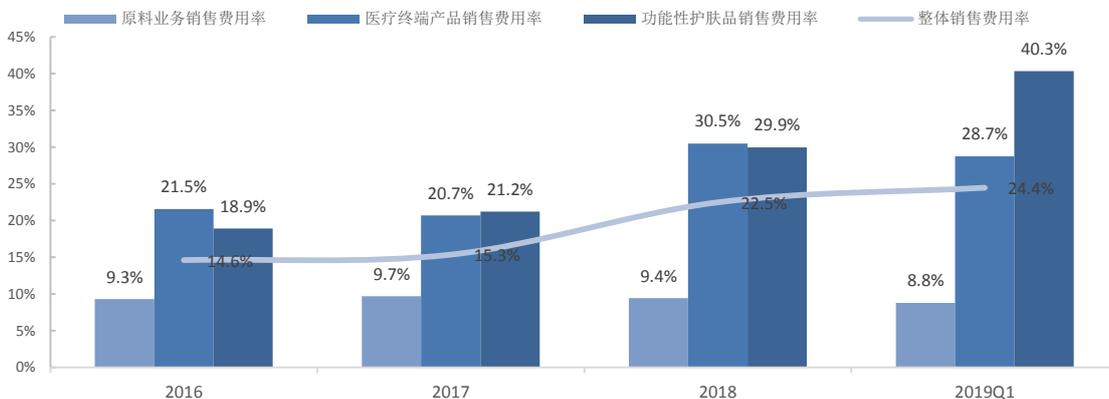
资料来源：公司年报，民生证券研究院

表7：公司产品质量远超国际标准

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

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图58： 原料业务渠道粘性大，维护成本相对较低



资料来源：公司网站，民生证券研究院

2021 年 4 月，公司正式完成东营佛思特公司的全部收购事宜，并将佛思特公司纳入华熙生物合并范围内。佛思特公司主要生产化妆品级和食品级的透明质酸原料，目前透明质酸年产能 100 吨，收购后公司透明质酸原料产能可达到 420 吨。公司通过持续的中试研究和生产工艺的技术革新，制定规模化生产的工艺条件，实现产能的不断放大。2021 年 6 月 30 日，公司全资子公司华熙生物科技（天津）有限公司（简称“天津厂区”）天津厂区的主体竣工并达到预定可使用状态，生产设备陆续开始调试，预计今年下半年将新增 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（部分产能将视市场情况用于 GABA、依克多因、燕窝酸等其他生物活性物的生产）。未来天津厂区也将作为华熙生物的中试转化平台，助力科研院校和研究机构实现产业转化和市场转化，最终打造成为“产学研”一体化的示范平台基地。2021 年 7 月 13 日，华熙生物科技产业园在海口高新区正式开工，作为公司重要战略部署，该产业园将实现法国丝丽产品的本土化生产和销售，同时建立华熙生物医美板块的国际业务中心，助力海南高端医美产业发展。

除透明质酸外，其他生物活性物的应用场景有较大开发空间。公司持续致力于挖掘 GABA、依克多因等多种生物活性物的市场潜力，并积极推广市场应用。GABA 在日本已经被添加在多种

食品中,是最受欢迎的功能食品原料之一,2009年在中国被原国家卫生部列为新资源食品。依克多因在护肤品领域应用效果良好,具有锁水保湿、防辐射和抗逆保护等作用,应用场景也在不断拓展。截止到21年21Q3,其他活性衍生物原料已占整体原料业务营收的20%左右。

表8: 公司其他衍生物原料产品及核心技术

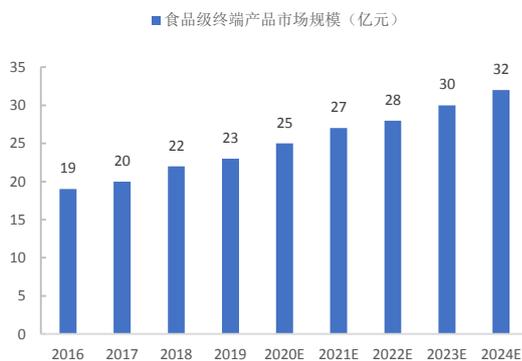
发酵原料	对应产品	产品应用	核心技术应用情况
安全菌株发酵	γ-氨基丁酸	天然抗衰老因子,舒展皱纹,光滑肌肤,促进细胞新生,修护受损肌肤,促进HA与胶原蛋白合成;用于护肤、发用、彩妆产品,及饮料、糖果、保健食品、食品	微生物发酵技术
微生物发酵	熙安颜™ 依克多因	抗压防护,舒缓修护,防晒,保湿,抗老化;用于医药产品,及护肤、发用、彩妆产品	微生物发酵技术
传统食品纳豆发酵	Hyafactor®-PGA 聚谷氨酸钠	促进天然保湿因子蓄积,减缓HA降解,与HA协同增效,增强皮肤持水能力,提高皮肤弹性和柔软度,抑制黑色素合成;用于医药产品,护肤、发用产品,食品	微生物发酵技术
非转基因大豆发酵	纳豆提取液	保护皮肤屏障,多重保湿;提高细胞活力,减少脂褐素累积;抗炎舒缓,抗氧化;用于护肤、洗护产品	微生物发酵技术
菌株鼠李糖乳杆菌发酵	Biobloom™ 微生态 ME-1	ME-1可显著抑制皮肤有害菌群的繁殖,调节皮肤微生态,改善因微生态异常而引起的油脂分泌和pH失衡;同时ME-1可显著上调皮肤免疫相关基因的表达,促进抗菌肽的合成,提高免疫细胞活性,增强皮肤免疫功能。	微生物发酵技术
安全菌株乳酸菌发酵	Gabacare™ BL98T 氨基丁酸	Gabacare™ BL98T分子量小,能迅速穿透皮肤,放松紧张的肌肉,减少细纹、淡化皱纹,光滑肌肤,令肌肤焕然年轻;能促进表皮细胞增殖及角质形成细胞外皮蛋白的产生,修复角质层屏障,降低皮肤粗糙度,减少UV等不良因素造成的皮肤损伤;能促进成纤维细胞的增殖,并能促进HA和胶原蛋白的合成,从而保湿皮肤水分与弹性,使皮肤平滑不松弛;可广泛应用于各种抗衰老类化妆品中,如面霜、乳液、精华、面膜等。	微生物发酵技术
猴头菇和松茸的联合发酵	麦角硫因松茸提取物 Bioyouth™-EGT	麦角硫因松茸提取物可以保护DNA和线粒体,减少细胞凋亡,从而减少紫外线和棕色斑,改善细纹和粗糙度,提高皮肤弹性。该产品契合自然和基因两个抗衰趋势。	微生物发酵技术
优质糙米发酵	Bioyouth™-Brice 糙米发酵滤液	提高细胞活力;促进细胞新生和组织修护;抗氧化,延缓肌肤衰老;改善肤色;用于护肤、洗护产品	微生物发酵技术

资料来源:公司官网,公开资料整理,民生证券研究院

6. 功能性食品业务：全球透明质酸食品发展历史悠久，国内市场大有可为

玻尿酸作为食品添加剂在全球已经十分普及，全球市场规模在 2021 年预计为 27 亿元，2016 年-2024 年 CAGR 预估为 7%左右，市场稳定发展。欧美及日韩已有上千款玻尿酸保健产品及普通食品上市。日本丘比株式会社研究部连同东邦大学的团队在 2014 年于 BMC 旗下 Nutrition Journal 发表题为“*Ingested hyaluronan moisturizes dry skin*”的综述文章，分析了口服透明质酸在人体的安全性和临床研究，提出口服透明质酸有助于皮肤维持水润。

图59： 全球食品级终端产品市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图60： 玻尿酸食用产品示例



资料来源：百度，民生证券研究院

随着消费升级及人口老龄化的发展，我国消费者对功能性产品有了越来越多的期待。全球食品级透明质酸销量最大，增速最快，国内主要出口日本、韩国、美国、欧盟、澳洲等地。华熙生物为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。2004 年至 2021 年 1 月历经 16 年坚持和努力，华熙生物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。公司玻尿酸食品业务发展迅速，积极推进生物活性物例如透明质酸、GABA 等在食品领域的应用，除了加大与食品行业龙头企业的合作提高市场认可度之外，公司还顺势推出自有品牌，包括透明质酸饮用水品牌水肌泉以及国内首个透明质酸食品品牌黑零，以及玻尿酸果酒品牌休想角落。

图61： 2021 开启华熙玻尿酸食品业务元年



21年1月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，同月华熙生物推出主打「黑科技，轻负担」的健康食品品牌“黑零”。该品牌主打健康瘦身，安眠精准，美白抗氧化等功效，已上市透明质酸白云豆咀嚼片等多种产品。



21年2月与Wonder Lab共同推出首款玻尿酸软糖，每盒约添加约240mg华熙生物透明质酸。



21年3月华熙生物首款玻尿酸饮用水“水肌泉”上市，并在天猫京东等电商平台售卖，每瓶水含有66mg食品级玻尿酸。



21年8月联动光明乳业推出美的牛乳系列产品，产品使用生牛乳为原料，该系列的三款产品分别添加胶原蛋白肽、玻尿酸、原花青素等成分。



21年8月推出新品“休想角落”，目前产品分为三个系列，分别为玻尿酸果酒系列、GABA无醇饮品系列和玻尿酸GABA无醇饮品系列。果酒系列每瓶添加10mg玻尿酸。

资料来源：公司财报及公告，民生证券研究院

7. 公司分业务营收分析及预估

7.1. 功能性护肤品业务：核心品类向外延展，品牌及产品不断推新

旗下品牌原液之外新品不断推出，产品线延伸至水乳等护肤品及口红等彩妆产品，公司维持现有产品同时推新，上半年核心品牌已完成同比超过 100% 的高速增长，未来两年品类布局更完善，护肤品营收预计持续快速增长，2023 年功能性护肤品营收预估可达 65 亿元。产能规模效应及眼霜等高端护肤彩妆品类探索可促使毛利略微提升，预计 2021 年-2023 年毛利维持在 82% 左右。

表9: 功能性护肤品业务营收预估 (亿元)

业务	2020	2021E	2022E	2023E
收入	13.46	27.87	44.58	65.54
收入增速 (%)	112.2%	107.0%	60.0%	47.0%
毛利率 (%)	81.9%	82.2%	82.3%	82.3%

资料来源：公司年度财报，民生证券研究院

7.2. 医疗终端业务：医美产品迭代升级，抢占中高端市场

2020 年因疫情原因促销让利对营收增长及毛利均产生影响，同时由于产量饱和影响营收提升，20 年公司医疗终端产品针剂类产能利用率为 118%，产销率达到 99%，天津项目投产后可大大释放公司产能。医药及医美市场仍有较大发展及占有空间，预计 2021 年-2023 年公司医疗终端业务同比增长率为 35.4%，32.1%，31.4%，营收分别为 7.8 亿元，10.3 亿元，13.5 亿元。中长期看行业回归理性方向且价格竞争越发激烈对公司毛利产生影响，公司推出中高端新品如双子针，“润致”系列拉高单价平衡毛利，预计后续整体毛利率水平呈现稳定趋势，未来三年毛利率维持在 84.6% 左右。

表10: 公司医疗终端业务营收预估 (亿元)

业务	2020	2021E	2022E	2023E
收入	5.76	7.80	10.30	13.53
收入增速 (%)	17.8%	35.4%	32.1%	31.4%
毛利率 (%)	84.6%	84.6%	84.6%	84.6%

资料来源：公司年度财报，民生证券研究院

7.3. 原料业务：化妆品原料需求强劲，食品级新活性衍生物市场存在机会

2020 年疫情影响中下游产业原料需求，营收同比有所下滑，2021 年原料业务较 2020 年预计有一定幅度恢复，公司资质建立坚硬技术及销售壁垒，并不断研发拓展新原料业务，2021 年-2023 年预计分别以 14.2%，6.7%，7.0% 的同比速度稳定增长，化妆品原料的强劲需求，食品原料入市和新衍生物开发预计将成为原料业务增长的主要贡献。2020 年公司收购佛思特，2021 年 Q2 天津产业园投产，规模效应将提高产能，但同时会出现产能过剩情况，产能利用率变低。长期来看技术逐渐普及及新产品迭代，化妆品原料和食品级原料业务占比提升，未来产品价格及毛利率预计略微下降，预计毛利率未来三年下降至 70% 左右。

表11: 公司原料业务营收预估 (亿元)

业务	2020	2021E	2022E	2023E
收入	7.03	8.03	8.57	9.17
收入增速 (%)	-7.5%	14.2%	6.7%	7.0%
毛利率 (%)	78.1%	75.5%	72.7%	69.3%

资料来源：公司年度财报，民生证券研究院

7.4. 费用及营收总预估：加强费用控制，功能性护肤品作为第一大业务引领营收增长

费用方面，公司护肤品业务新品牌业务及产品推新需要线上线下推广及营销，预计广告宣传及销售员工薪酬支出依旧较高，2021年起公司加强费用管控，前期功能性护肤品品牌建设成果开始显现，核心品牌复购及私域流量占比提升，费用率获得有效控制，预计未来三年销售费用保持相对稳定，2021年-2023年分别为46.5%，46.3%，45.8%。公司以科技创新为基础，预计未来公司研发投入加大，占比略微提升。

表12: 公司费用预估 (亿元)

业务	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	41.75%	46.50%	46.30%	45.80%
管理费用率	6.15%	7.32%	7.30%	7.25%
研发费用率	5.36%	5.38%	6.00%	6.38%
三费费用率	53.26%	59.20%	59.60%	59.43%

资料来源：公司年度财报，民生证券研究院

公司依托于核心技术生产各级别原料，未来三年继续以此为基础从原料龙头延伸至下游临床、医美、功能性化妆品、功能性食品等领域，全方位布局。预计未来公司业务持续爆发，功能性护肤品加速增长，继续品牌力建设，构建并完善产业链体系。预计公司2021年-2023年实现总营业收入43.8亿元，63.6亿元，88.3亿元，功能性护肤品成为公司第一大业务，预计2022年起营收占比将超过70%。

表13: 公司总营收预估 (亿元)

业务	2020	2021E	2022E	2023E
原料产品				
收入	7.03	8.03	8.57	9.17
收入增速 (%)	-7.5%	14.2%	6.7%	7.0%
毛利率 (%)	78.1%	75.5%	72.7%	69.3%
功能性护肤品				
收入	13.46	27.87	44.58	65.54
收入增速 (%)	112.2%	107.0%	60.0%	47.0%
毛利率 (%)	81.9%	82.2%	82.3%	82.3%
医疗终端产品				
收入	5.76	7.80	10.30	13.53
收入增速 (%)	17.8%	35.4%	32.1%	31.4%
毛利率 (%)	84.6%	84.6%	84.6%	84.6%
其他业务				
收入	0.06	0.10	0.10	0.10
毛利率 (%)	63.0%	50.0%	50.0%	50.0%
总营业收入				
收入	26.32	43.80	63.56	88.34
收入增速 (%)	39.6%	71.0%	45.0%	39.0%
毛利率 (%)	81.4%	81.3%	81.3%	81.3%

资料来源：公司年度财报，民生证券研究院

8. 投资建议:

公司逐步控制护肤品业务费用率,核心品牌收获认知后消费者复购加强,盈利逐渐稳定。医美产品迭代升级,原料业务拓展建设,前期投入会逐渐在营收及利润端体现。我们看好公司业务持续增长,预计公司2021年-2023年实现营业收入43.8亿元,63.6亿元,88.3亿元,归属母公司净利润7.8亿元,11.9亿元,16.4亿元,同比分别增长21%,53%,38%,参考可比公司2021年给予护肤品业务100-120倍PE,医美业务110-130倍PE,原料业务30-40倍PE,公司21-23年PE分别为105X/69X/50X,维持“推荐”评级

表14: 可比公司情况

参考业务	股票代码	公司名称	EPS 2021E (一致性预期)	PE 2021E (一致性预期)	11.5 收 盘股价	11.5 市值(亿)
医疗终端	300896.SZ	爱美客	4.18	135	564.00	1,220
护肤品	300957.SZ	贝泰妮	1.92	117	223.71	948
原料业务	300009.SZ	安科生物	0.32	39	12.90	211

资料来源: wind, 民生证券研究院

9. 风险提示:

1) 新品研发风险:生物医药行业属于技术密集型行业,对技术创新和产品研发能力要求较高,产品研发周期相对较长,持续研发投入是生物医药企业保持市场竞争力的重要手段。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。

2) 新产品市场推广风险:如果公司针对新产品制定的市场定位未能适应市场需求,或者公司未能采取适当的市场推广策略、未能有效维护渠道,公司的新产品市场推广存在无法达到预期效果的风险,进而对公司的盈利能力产生不利影响。

3) 新技术/产品替代风险:如果未来出现革命性的新技术且公司未能及时应对新技术的迭代趋势,公司的技术存在被替代的风险;若未来出现更为先进的革新原料或产品,在理化性能和生物功能上更具应用优势,或成本更加低廉,也可使得公司核心产品存在被新产品替代的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,633	4,380	6,356	8,834
营业成本	489	818	1,188	1,656
营业税金及附加	34	64	89	124
销售费用	1,099	2,037	2,943	4,046
管理费用	162	320	464	640
研发费用	141	236	381	564
EBIT	707	904	1,290	1,804
财务费用	(1)	(10)	(20)	(25)
资产减值损失	(16)	0	0	0
投资收益	34	48	56	70
营业利润	757	999	1,406	1,940
营业外收支	2	(78)	0	0
利润总额	759	921	1,405	1,938
所得税	114	143	216	299
净利润	645	778	1,189	1,639
归属于母公司净利润	646	779	1,191	1,642
EBITDA	782	920	1,307	1,822
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1390	1673	2284	3234
应收账款及票据	377	732	1044	1429
预付款项	45	73	108	149
存货	477	755	1078	1455
其他流动资产	657	681	709	743
流动资产合计	3664	4630	5908	7717
长期股权投资	18	66	122	192
固定资产	627	803	1003	1208
无形资产	427	461	494	526
非流动资产合计	2053	2237	2526	2833
资产合计	5717	6867	8435	10550
短期借款	24	24	24	24
应付账款及票据	197	265	401	569
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	553	925	1304	1779
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	146	146	146	146
非流动负债合计	146	146	146	146
负债合计	699	1070	1450	1925
股本	480	480	480	480
少数股东权益	(2)	(3)	(5)	(7)
股东权益合计	5018	5796	6985	8625
负债和股东权益合计	5717	6867	8435	10550

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	39.6	66.4	45.1	39.0
EBIT 增长率	4.1	28.0	42.7	39.8
净利润增长率	10.3	20.7	52.8	37.9
盈利能力				
毛利率	81.4	81.3	81.3	81.3
净利率	24.5	17.8	18.7	18.6
总资产收益率 ROA	11.3	11.3	14.1	15.6
净资产收益率 ROE	12.9	13.4	17.0	19.0
偿债能力				
流动比率	6.6	5.0	4.5	4.3
速动比率	5.7	4.2	3.7	3.5
现金比率	3.8	2.6	2.3	2.2
资产负债率	0.1	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	50.9	52.2	51.7	51.9
存货周转天数	291.0	270.8	277.5	275.3
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.4	1.6	2.5	3.4
每股净资产	10.5	12.1	14.6	18.0
每股经营现金流	1.4	1.1	1.8	2.5
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	126.0	104.8	68.6	49.7
PB	16.3	14.1	11.7	9.5
EV/EBITDA	87.0	69.2	47.0	32.9
股息收益率	0.2	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	645	778	1,189	1,639
折旧和摊销	67	16	17	18
营运资金变动	25	(312)	(288)	(383)
经营活动现金流	656	511	863	1,206
资本开支	763	229	252	256
投资	(11)	0	0	0
投资活动现金流	(1,331)	(229)	(252)	(256)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	24	0	0	0
筹资活动现金流	(160)	0	0	0
现金净流量	(835)	282	611	950

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司三大核心业务及 21 年 H1 营收占比	3
图 2: 公司业务发展时间轴	4
图 3: 公司核心研发团队	5
图 4: 公司研发机构分布及合作院校	5
图 5: 2016-2021Q3 公司营业收入 (亿元) 及增长	7
图 6: 2016-2021Q3 公司归母扣非净利润 (亿元) 及增长	7
图 7: 2016-2021 H1 公司主要业务营业收入 (亿元)	7
图 8: 2016-2021 H1 公司主要业务营业收入占比	7
图 9: 2019-2021Q3 公司销售费用 (亿元) 及增长率	8
图 10: 2016-2021Q3 公司三费费用率	8
图 11: 公司 2021 年 H1 渠道销售额占比	8
图 12: 公司 21 年 H1 销售费用率对比化妆品公司同行	8
图 13: 2017 年-2021 年细分护肤品销售额 (百万元)	10
图 14: 天猫护肤类目下各二级类目销售额占比	11
图 15: 润百颜原液均价集中在 300-500 元	11
图 16: 次抛原液包装新颖简洁	11
图 17: 次抛原液产品成分更精简	11
图 18: 公司专利 miniHA 透皮吸收率达 69.5%	12
图 19: 夸迪 5D 玻尿酸运用公司多种前沿专利技术	12
图 20: 生物活性物产业链上下游协同	12
图 21: 旗下四大护肤品牌定位不同, 各自拥有独特核心成分及技术	13
图 22: 蜂巢玻尿酸结构	13
图 23: 蜂巢玻尿酸水润次抛原液	13
图 24: 微针 HA4 及 INFIHA-HYDRA 技术	14
图 25: 对照试验: 可见绿色荧光为透明质酸生成情况	14
图 26: 5D 玻尿酸分层作用	15
图 27: 多维提升肤质 强韧肌肤	15
图 28: 夸迪面霜定位高端	15
图 29: 夸迪面霜 21 年 D11 开门红销售金额位于店铺第二	15
图 30: 熙安颜™ 依克多因简介	16
图 31: 华熙专利抗麦角硫因 (EGT)	16
图 32: BM 肌活糙米发酵技术	16
图 33: T-HA 渗透技术	16
图 34: 润百颜故宫口红系列	17
图 35: 透明质酸博物馆	17
图 36: 与超头主播深度合作	17
图 37: 夸迪总监开通抖音个人账户“枝繁繁”	18
图 38: 双轮驱动直播互动模式	18
图 39: 10.15“枝繁繁”直播间带货金额 3577 万元	18
图 40: 夸迪线下店	19
图 41: 《所有女生的 offer》综艺节目	19
图 42: 天猫 TOP50 品牌 2021 年 1-9 月销售额 (百万) 及同比情况	20
图 43: 华熙生物官方抖音账号	21
图 44: 部分品牌 21 年 1-8 月抖音销售额 (万元)	21
图 45: 公司透明质酸终端产品应用	21
图 46: 2013-2023 中国医美市场规模 (单位:十亿)	22
图 47: 2018 年主要国家接受医疗美容人数 (每千人)	22
图 48: 市场主要医美玻尿酸注射剂品牌及参考价格分布 (元)	25
图 49: 御龄双子针	25
图 52: 透明质酸及其衍生物的应用	27
图 53: 透明质酸在机体中的分布	27

图 54:	全球透明质酸原料市场规模 (吨)	27
图 55:	2020 年全球透明质酸原料市场格局	27
图 56:	透明质酸原料业务三重壁垒	28
图 57:	透明质酸各级别原料壁垒等级及竞争格局情况	28
图 58:	原料业务渠道粘性大, 维护成本相对较低	29
图 59:	全球食品级终端产品市场规模 (亿元)	31
图 60:	玻尿酸食用产品示例	31
图 61:	2021 开启华熙玻尿酸食品业务元年	31

表格目录

表 1:	2020.1.1-2020.6.30 公司发明专利授权情况表	5
表 2:	公司高管团队及技术人员背景简介	6
表 3:	21 年双十一四大品牌开门红销售额 (亿元) 及护肤品类排名情况	20
表 4:	公司的医疗终端产品	22
表 5:	公司拥有的透明质酸相关 III 类医疗器械证书	23
表 6:	公司核心技术	28
表 7:	公司产品质量远超国际标准	29
表 8:	公司其他衍生物原料产品及核心技术	30
表 9:	功能性护肤品业务营收预估 (亿元)	32
表 10:	公司医疗终端业务营收预估 (亿元)	32
表 11:	公司原料业务营收预估 (亿元)	32
表 12:	公司费用预估 (亿元)	33
表 13:	公司总营收预估 (亿元)	33
表 14:	可比公司情况	34
	公司财务报表数据预测汇总	36

分析师简介

刘文正，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

分析师承诺

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

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服