



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 玻尿酸全产业链龙头，盈利端边际改善

### 买入（首次）

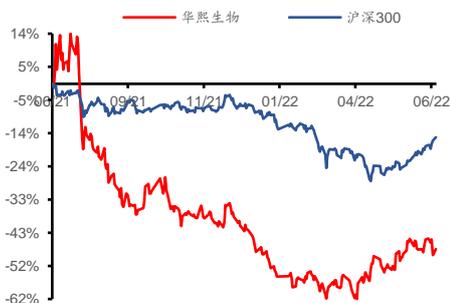
行业：美容护理  
日期：2022年06月27日

分析师：彭毅  
Tel: 021-53686136  
E-mail: pengyi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100001  
联系人：王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870121120007

#### 基本数据

最新收盘价（元）	140.99
12mth A 股价格区间（元）	102.50-307.00
总股本（百万股）	481.09
无限售 A 股/总股本	19.94%
流通市值（亿元）	135.23

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告:

#### ■ 投资摘要

**全球玻尿酸产业链龙头，四轮驱动打造生物活性原料平台。**华熙生物是一家以创新研发驱动为核心的生物材料科技平台公司，以活性生物科技为底层技术，在深度（生物活性原料）、高度（医疗终端）和广度（功能性护肤品及功能性食品）上“四轮驱动”不断纵深式发展。21年实现营收49.5亿元，同比+87.93%；实现归母净利润7.8亿元，同比+21.13%。22Q1实现营收12.5亿元，同比+61.57%；实现归母净利润约2亿元，同比+31.07%。22Q1归母净利率为15.92%，环比提升4.19pcts，比2021全年提升0.11pcts，20年以来净利率首次环比回升，精细化运营初见成效，盈利模型持续优化。

**原料：玻尿酸为基本盘，发力合成生物。**公司玻尿酸原料市占率全球第1，年产逾700吨，规模效应下单位成本压缩带来盈利能力显著增强，资质、技术、渠道、客户优势凸显。建立了全球最大的中试转化平台与合成生物全产业链平台，打通产学研，主要生物活性物为透明质酸，原料端积极赋能产业链上下游。其中，21年新原料透明质酸衍生物及其他生物活性材料收入占比原料业务收入40%，同比+28.6%。

**医疗终端：行业景气度+技术+资质壁垒高。**医疗终端产品包括医美注射填充剂，骨科、眼科治疗产品。2021年，公司该业务实现收入7亿元，同比+21.54%，占公司主营收入14.15%，毛利率为82.05%。其中，医美类营收5.04亿元，占比约70%。2016-2021年医疗终端产品CAGR为29.66%，是公司年复合增速第2快的业务板块。公司医美重点布局透明质酸填充剂与水光针类产品，包括润致娃娃针、御龄双子针、丝丽动能素等并收购胶原蛋白企业益而康，为客户提供全方面年轻化解决方案。

**功能性护肤品及功能性食品：收入引擎，弹性较大。**四大品牌“润百颜”、“夸迪”、“米蓓尔”和“肌活”以原料科技赋能底层产品力，前两大产品跨入10亿营收量级，品牌效应初具。21年功能性护肤品板块营收33.2亿元，近3年CAGR+125.3%。伴随公司销售费用投放管控与运营精细化效率提升，及产品结构调整，盈利边际改善空间较大。公司也于2021年在功能性食品新赛道上开拓新品类。

#### ■ 投资建议

预计公司2022年-2024年营业收入分别为68.56、90.18、115.27亿元；归母净利润分别为10.36、13.43、17.10亿元，对应EPS为2.15、2.79、3.55元/股，对应PE为65.46、50.52、39.67倍。公司从透明质酸全产业链龙头向拥有更广泛生物活性材料的生物科技平台型企业迈进，公司在长期可持续发展的基础上，追求品牌建设与新业务布局，以提高生命质量与延长生命长度为目标，由“三驾马车”到“四轮驱动”。原料端（B2B），药械端（B2B，骨科、眼科、皮肤科），功能性护肤品，功能性的食品（B2C）在深度、高度、广度上不断纵深式发展。玻尿酸原料基本盘稳步增长，医疗终端业务多点开花，重点布局“三械”资质壁垒、高频次、高普适的水光针类产品，功能性护肤品业务为收入引擎，品牌力驱动单品持续放量，产品细分差异化定位覆盖各类目标消费人群，功能性食品业务伴随市场需求打开及深化消费者教育有望打开新成长曲线。首次覆盖，“买入”评级。

### ■ 风险提示

竞争加剧风险，化妆品新品推广不及预期风险，新产品替代风险，核心技术人员流失的风险，行业监管趋严风险。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4948	6856	9018	11527
年增长率	87.9%	38.6%	31.5%	27.8%
归母净利润	782	1036	1343	1710
年增长率	21.1%	32.4%	29.6%	27.3%
每股收益（元）	1.63	2.15	2.79	3.55
市盈率（X）	95.28	65.46	50.52	39.67
市净率（X）	13.08	10.44	8.65	7.10

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年06月27日收盘价）

## 目 录

<b>1 玻尿酸全产业链龙头，四轮驱动全面布局</b> .....	<b>7</b>
1.1 全球最大透明质酸供应商，一体化布局构建壁垒.....	7
1.2 股权结构集中，团队背景专业多元.....	8
1.3 股权激励计划落地，充分调动员工积极性.....	9
1.4 化妆品业务高增，盈利能力边际改善.....	10
<b>2 原料：玻尿酸为基本盘，发力合成生物</b> .....	<b>12</b>
2.1 透明质酸市场空间广阔，应用领域范围较广.....	12
2.2 透明质酸基本盘具备全面竞争优势，龙头地位稳固.....	15
2.2.1 平台升级构建技术壁垒，产业化提升规模效应.....	16
2.2.2 资质、技术、渠道、客户优势彰显.....	19
2.3 合成生物：生命科技，引领未来.....	21
2.4 合成生物助力生物材料多样性.....	22
<b>3 医疗终端产品：行业高景气，技术+资质壁垒高</b> .....	<b>24</b>
3.1 传统医疗领域稳步发展，轻医美市场快扩容.....	24
3.2 医疗终端产品矩阵丰富，毛利水平较高.....	28
3.3 医药端：骨科注射液+眼科黏弹剂增长稳健.....	30
3.4 医美端：自研+收购丰富产品矩阵，合规化构筑先发优势.....	30
3.5 布局胶原蛋白，持续拓展细分赛道.....	34
<b>4 功能性护肤品：依托产业链协同优势，营收主要驱动力</b> .....	<b>36</b>
4.1 功能性护肤品成为趋势，国货龙头市占率逐渐提升.....	36
4.2 四大品牌差异化定位，产品力为收入主要驱动力.....	40
4.2.1 润百颜：玻尿酸科技护肤引领者.....	43
4.2.2 夸迪：高端抗衰抗初老，次抛为王牌单品.....	45
4.2.3 米蓓尔：核心科技赋能，卡位敏感肌细分赛道.....	47
4.2.4 BM肌活：活性成分管控大师.....	48
4.3 渠道洞察力敏锐，高效率运营营销打造品牌声量.....	50
<b>5 功能性食品：蓝海市场前景广阔，抢先入局新赛道</b> .....	<b>51</b>
<b>6 盈利预测&amp;投资建议</b> .....	<b>55</b>
6.1 盈利预测.....	55
6.2 投资建议.....	56
<b>7 风险提示：</b> .....	<b>57</b>

## 图

图 1 公司发展阶段.....	8
图 2 华熙生物股权结构图（截止时间：22Q1 季报）.....	8
图 3 2018-2022Q1 公司营收及同比.....	11
图 4 2018-2022Q1 公司归母净利润及同比.....	11
图 5 2018-2022Q1 公司毛利润及毛利率水平.....	12
图 6 2018-2022Q1 公司净利润及净利率.....	12
图 7 透明质酸在机体中的分布.....	13
图 8 透明质酸及其衍生物的分布.....	13

图 9 透明质酸行业产业链.....	13
图 10 2016-2025E 全球透明质酸原料市场规模（按销量计，吨）.....	13
图 11 2017-2025E 透明质酸原料细分市场增长率，%.....	14
图 12 2018 年全球医药级销售额占比高于销量占比，%.....	14
图 13 医药级透明质酸单价和毛利率高.....	14
图 14 2020 年全球透明质酸原料市场竞争格局，%.....	15
图 15 2018 年华熙各级别 HA 原料全球销量占比.....	15
图 16 2021 年华熙生物原料分类别营收及增速.....	16
图 17 微生物发酵技术.....	18
图 18 梯度 3D 交联技术.....	18
图 19 公司原料业务毛利率提升.....	18
图 20 化妆品原料销售链条趋短.....	20
图 21 合成生物生产链条.....	21
图 22 合成生物学应用领域.....	21
图 23 2017-2020 年全球合成生物学市场规模，亿美元.....	22
图 24 2015-2021 年中国合成生物学投融资数量.....	22
图 25 2015-2021 年中国合成生物学投融资金额.....	22
图 26 公司 6 大研发平台.....	23
图 27 2016-2025E 中国眼科治疗类透明质酸终端产品市场规模，亿元.....	25
图 28 2014-2013E 中国白内障治疗市场规模情况.....	25
图 29 2021 年困扰国民健康的十大问题占比，%.....	26
图 30 2016-2023E 中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模，按入院价格，亿元.....	26
图 31 2020 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，%.....	26
图 32 2019 年典型国家非手术类医美项目数量对比.....	27
图 33 2018-2022E 中国医疗美容规模及增速.....	27
图 34 医疗美容非手术用户占比.....	27
图 35 2021 年中国医美消费规模最大项目占比，%.....	27
图 36 国内透明质酸医美终端由海外品牌主导，%（按销售额统计）.....	28
图 37 公司医疗终端业务收入及增速.....	29
图 38 公司医疗终端业务分业务收入占比，%.....	29
图 39 医疗终端产品毛利率水平，%.....	30
图 40 润致产品交联度维持时间.....	31
图 41 交联度与保水能力&利多卡因作用时间.....	31
图 42 公司主要医美针剂上市时间线.....	32
图 43 2016-2025E 全球胶原蛋白市场规模及预测.....	35
图 44 2016-2027E 中国胶原蛋白市场规模及预测.....	35
图 45 益而康生物营收、净利润及增速.....	35
图 46 益而康“倍菱”牌胶原蛋白海绵.....	36
图 47 “瑞福”人工骨.....	36

图 48 2015-2020 年全球护肤品行业市场规模情况 .....	37
图 49 2020 年全球护肤品市场规模占比情况, %.....	37
图 50 2015-2025 年中国护肤品行业市场规模及预测, 按零售 额统计 .....	37
图 51 功能性护肤品分品类市场规模及预测 .....	38
图 52 2019 年中国功能性护肤品细分市场占比, %.....	38
图 53 2015-2020 年中国皮肤学级护肤品行业市场规模情况	38
图 54 2015-2020 年中国功能性护肤市场渗透率, %.....	38
图 55 四大品牌营收及增速 .....	42
图 56 功能性护肤品毛利率变化情况 .....	42
图 57 2021H1 功能性护肤品销售渠道构成 .....	42
图 58 夸迪肌肤定制美学体验中心线下店 .....	43
图 59 润百颜首家线下店入驻青岛 .....	43
图 60 2019 年成分党消费水平分布 .....	43
图 61 润百颜发布第三代水润次抛精华 .....	44
图 62 创造天猫小黑盒国货新纪录 .....	44
图 63 不同透明质酸分子量大小的效果 .....	45
图 64 BFS 吹灌封一体化技术优势 .....	45
图 65 润百颜位居用户和医生满意度前五品牌.....	45
图 66 润百颜 INFIHA-HYDRA 技术 .....	45
图 67 2010-2019 年全球抗衰老市场及增速 .....	46
图 68 护肤需求热度排名.....	46
图 69 选购抗衰老护肤品的关注点 .....	46
图 70 抗衰老护肤品类热度排名.....	46
图 71 2019 年 10 正在申请发酵成分专利企业及数量, 个...	49
图 72 四大功能性护肤品牌多方位营销 .....	51
图 73 2016-2022 年中国功能性食品市场规模及预测.....	52
图 74 2021 年人均功能性食品和医疗健康消费额 .....	52
图 75 2019 年功能性食品中美各年龄段渗透率, %.....	52
图 76 2019 年我国中国国民健康困扰占比, % .....	53
图 77 功能零食主客群年龄结构, %.....	53
图 78 2018-2023 年中国直播电商市场规模和增速 .....	54
图 79 2018-2023 年中国直播电商市场渗透率 .....	54

## 表

表 1: 华熙生物管理层背景多元化 .....	9
表 2: 公司股权激励计划 .....	10
表 3: 公司四大业务构成 .....	11
表 4: 三大类玻尿酸原料特点 .....	15
表 5: 两大科技平台与核心技术 .....	17
表 6: 公司各级别原料价格优势显著 .....	19
表 7: 公司产品质量高于多国标准 .....	20
表 8: 研发项目进展 .....	23
表 9: 已研发的生物活性物质 .....	24

---

表 10: 中国医美行业政策梳理.....	28
表 11: 公司医疗终端产品列表.....	29
表 12: 丝丽动能素四大系列产品.....	32
表 13: 公司获 III 类医疗器械证医美针剂.....	34
表 14: 2016-2020 年全球功能性护肤品品牌 TOP10 市占率 .....	39
表 15: 21 年以来部分化妆品监管政策 .....	40
表 16: 四大产品矩阵 .....	41
表 17: 米蓓尔产品矩阵.....	48
表 18: 发酵产品主要成分及功效.....	49
表 19: BM 肌活四大核心产品 .....	50
表 20: 口服玻尿酸相关政策 .....	53
表 21: 公司旗下功能性食品矩阵.....	54
表 22: 公司营业收入与毛利率预测 (单位: 百万元, %) .	56
表 23: 分板块可比公司估值对比.....	57

## 1 玻尿酸全产业链龙头，四轮驱动全面布局

### 1.1 全球最大透明质酸供应商，一体化布局构建壁垒

华熙生物集研产销于一体，以科技创新研发驱动，是一家以透明质酸全产业链为基本盘的生物材料平台型公司。公司凭借微生物发酵和交联技术两大核心平台，以透明质酸原料为基础，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品、功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球的医药、化妆品、食品等领域的制造企业、医疗机构及终端用户，是全球最大的透明质酸原料供应商。

公司发展历程大体可以分为 3 个阶段：

#### ➤ 第一阶段（2000-2011 年）：玻尿酸原料研发生产和技术创新

2000 年，华熙生物前身山东福瑞达成立，开始致力于透明质酸的生产，通过微生物发酵法在国内率先实现量产透明质酸，大幅降低提取成本，拓宽了玻尿酸应用领域。深耕透明质酸原料领域 7 年，公司成为全球规模最大的透明质酸生产商。2011 年，公司通过自主研发，在国际上首创“酶切法”大规模制备低分子及寡聚透明质酸，透明质酸原料药在国内第一个获得欧盟 CEP 认证及美国 DMF 登记号。微生物发酵技术和酶切技术为后续发展奠定技术优势。

#### ➤ 第二阶段（2012-2019 年）：终端业务快速扩张

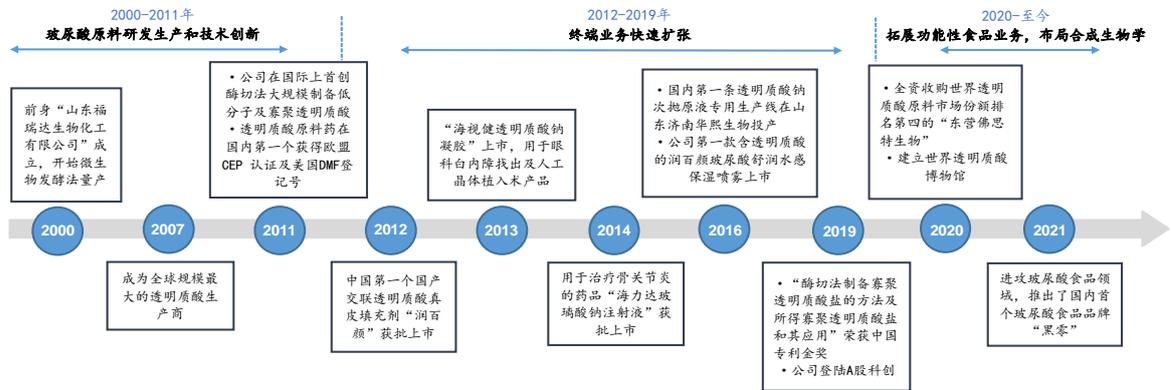
2012 年，公司旗下“润百颜”品牌获批上市，是国内第一个国产交联透明质酸真皮填充剂。此后，公司逐步开发骨科和眼科医疗终端品牌——海力达、海视健等。在向下游产业链拓展过程中，润百颜品牌从医美终端降维至化妆品领域，凭借“HA+生物活肤技术”科技力赋能产品力，成为优秀国货科技护肤品牌，开启玻尿酸科技抗衰全新时代。公司陆续推出夸迪、米蓓尔、BM 肌活等品牌，深耕功能性护肤品赛道。2019 年，华熙生物正式登陆科创板上市，加速业务扩张步伐。

#### ➤ 第三阶段（2020 年-至今）：拓展功能性食品业务，布局合成生物学

2020 年，公司全资收购东营佛思特（2018 年全球透明质酸原料市场市占率第四），扩大产能，加速透明质酸在其他业务领域的拓展与应用。2021 年，公司进军功能性食品领域。2022 年，公司重点布局合成生物研发平台，通过该平台获取更多生物活性物。公司业务从“三驾马车”升级为“四轮驱动”，涵盖生物活性物原料、医疗终端、功能性护肤品及功能性食品，以活性生物科技为

底层技术，在深度（生物活性原料）、高度（医疗终端）和广度（功能性护肤品及功能性食品）上不断纵深式发展。

图 1 公司发展阶段

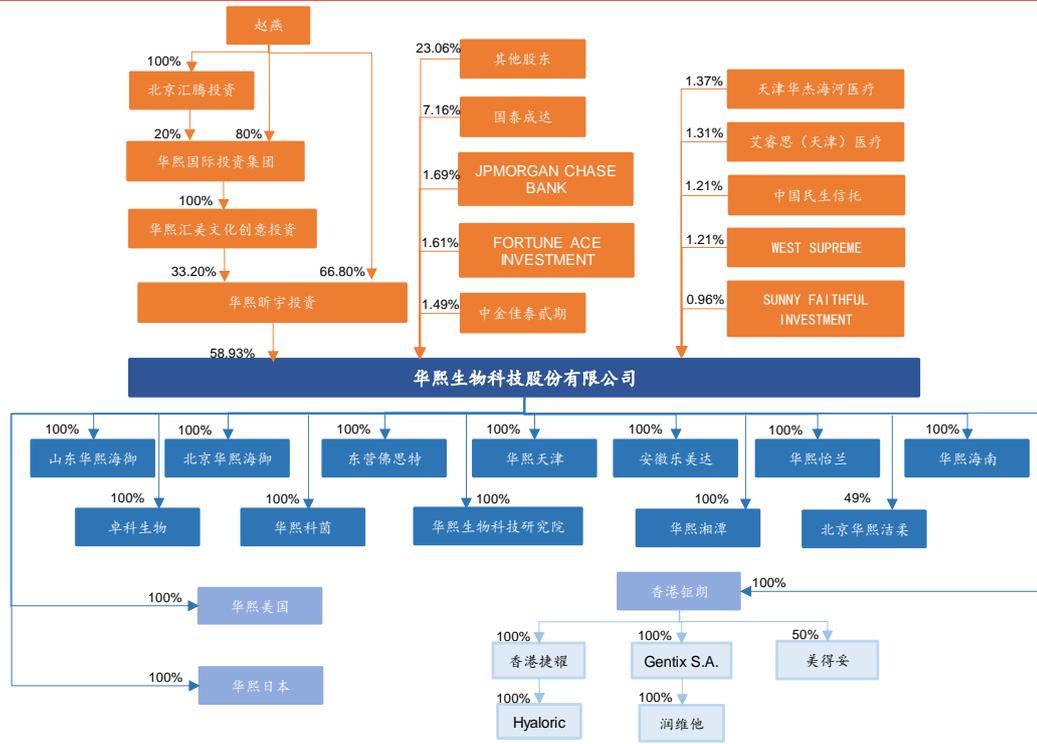


资料来源：公司官网，上海证券研究所

## 1.2 股权结构集中，团队背景专业多元

公司股权结构集中，实控人赵燕持股 58.93%。截至 22Q1，公司前 5 大股东分别为华熙昕宇、国寿成达、JOMORGAN CHASE BANK、Fortune Ace Investment、中金佳泰贰期，占比分别为 58.93%、7.16%、1.69%、1.61%、1.49%。其中华熙昕宇持股比例最高，为公司控股股东。赵燕女士作为公司实控人，通过华熙昕宇间接持有公司 58.93%股份，股权结构集中，利于公司战略执行和稳定发展。

图 2 华熙生物股权结构图（截止时间：22Q1 季报）



资料来源：Wind，公司年报，公司一季报，上海证券研究所

**核心团队兼具技术和管理能力，背景专业多元。**公司董事长兼总经理赵燕女士作为公司掌舵人，具有生物学和工商管理复合背景，长期在华熙集团内部担任要职，专业敏感度高，管理经验丰富，决策具有前瞻性。公司研发团队核心成员技术实力深厚，同时在管理层具有重要决策权。副总经理郭学平为首席科学家，为山东大学微生物与生化药学专业博士、获国家科技进步二等奖等奖项，是业内知名专家；副总经理刘爱华具有药物制剂专业背景，曾任山东省生物药物研究所副院长。公司实行事业部管理机制，聘请具有丰富行业经验的专业团队进行业务运营管理。

**表 1：华熙生物管理层背景多元化**

姓名	现任职位	主要工作经历
赵燕	董事长、总经理	生物专业本科毕业，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。
刘爱华	副总经理	毕业于沈阳药学院药物制剂专业，本科学历。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。
郭学平	董事、副总经理	毕业于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、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。1987-1998 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。
郭珈均	董事、副总经理	毕业于美国福坦莫大学，MBA，研究生学历。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；2019 年 3 月至 12 月任公司董事、副总经理、财务总监、首席运营官
徐桂欣	副总经理	毕业于中国人民大学，研究生学历。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。
栾依崢	副总经理兼财务总监	毕业于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员、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。2019 年加入华熙生物，任财务中心总经理。
高屹	副总经理	毕业于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

资料来源：公司年报，上海证券研究所

### 1.3 股权激励计划落地，充分调动员工积极性

**优化人才管理体系，股权激励绑定核心员工。**公司激励机制完善，通过股权激励、晋升通道、荣誉体系等激励机制，打造以客户为中心，以奋斗者为本的人才培养体系。2021 年公司实施首次股权激励计划，合计授予 480 万股（占总股本 1%），激励高管及骨干员工合计 339 人。其中分两个时间段进行股权激励，分别为首次授予与预留授予，首次授予对象高管及骨干员工共 206 人，授予价 78 元/股；预留授予 133 名高管及核心员工，授予价 116 元/股。

请务必阅读尾页重要声明

股。公司将收入和净利润的触发增长率和目标增长率作为业绩考核要求，通过股权激励计划将员工利益与公司利益实现长期绑定，有效增强了公司管理团队和业务骨干对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感。但实施股权激励计划导致费用上升，造成短期综合毛利率一定程度的下降。2021 年计入营业成本的股权激励费用为 462.19 万元，其中因股权激励确认的股份支付费用合计 114.25 万元，管理费用较上年+87.28%，研发费用较上年+101.43%，股权激励费用是主要原因之一。

**表 2：公司股权激励计划**

归属期	对应考核年度	年度营收增长率 (%)		年度净利润增长率 (%)	
		目标增长率	触发增长率	目标增长率	触发增长率
首次授予第一个归属期	2021 年	60%	48%	20%	16%
首次授予第二个归属期	2022 年	90%	72%	35%	28%
首次授予第三个归属期	2023 年	120%	96%	50%	40%
首次授予第四个归属期	2024 年	150%	120%	65%	52%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

#### 1.4 化妆品业务高增，盈利能力边际改善

公司主营业务四轮驱动，2021 年原料业务占公司主营业务收入 18.29%。依托生物发酵技术平台及产业化优势，公司生产研发医药级、化妆品级和食品级透明质酸原料，及依克多因、麦角硫因、 $\gamma$ -氨基丁酸、聚谷氨酸等其他生物活性物。医疗终端产品业务占公司主营业务收入 14.15%，主要为医疗美容类和医药类产品。医美类包括注射用透明质酸钠产品和皮肤保护剂，医药类涵盖骨科、眼科等多个领域，包括骨科玻璃酸钠注射液、眼用透明质酸钠凝胶等其他药械产品。2021 年功能性化妆品业务占主营业务收入 67.09%，针对消费者不同肌肤问题和消费需求，公司旗下 23 个品牌涵盖生物活性物、医美、医药、皮肤护理、头皮养护、口腔健康等多方面。公司 21 年推出国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”，开始布局功能性食品业务，目前旗下已有三大品牌，分别满足消费者在抗糖、低碳水摄入、舒缓情绪和安心睡眠等方面的需求。

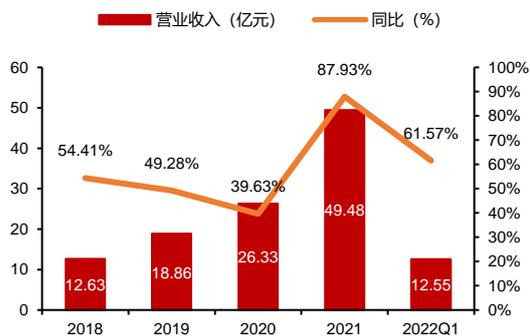
表 3：公司四大业务构成

业务板块	21 年主营业务收入占比	产品细分
原料业务	18.29%	HA-医药级
		HA-化妆品级
		HA-食品级
		原料业务-其他
医疗终端业务	14.15%	皮肤类医疗产品
		骨科注射液产品
功能性护肤品业务	67.09%	润百颜
		夸迪
		米蓓尔
		BM 肌活
功能性食品业务	发展元年	水肌泉
		黑零
		休想角落

资料来源：公司年报，上海证券研究所

营收延续高增，功能性护肤品业务持续发力。2018~2021 年，公司营收由 12.6 亿元增长至 49.5 亿元，CAGR 达 57.64%；归母净利润由 4.2 亿元增长至 7.8 亿元，CAGR 为 22.63%。21 年公司实现营收 49.5 亿元，同比+87.93%；实现归母净利润 7.8 亿元，同比+21.13%。22Q1 公司实现营收 12.55 亿元，同比+61.57%；实现归母净利润约 2 亿元，同比+31.07%。21 年功能性护肤品业务收入实现 33.2 亿元，同比+146.57%，为公司收入增长主要来源。22Q1 公司营收高增主要系功能性护肤品销售收入大幅增加所致，公司四大功能性护肤品品牌成长性显著，矩阵日趋完善，伴随费用管控优化，品牌价值预计将持续贡献公司中短期业绩确定性增长基础。

图 3 2018-2022Q1 公司营收及同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4 2018-2022Q1 公司归母净利润及同比

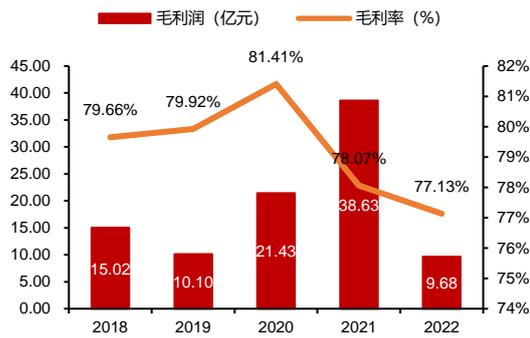


资料来源：Wind，上海证券研究所

盈利能力企稳回升，净利率环比改善。公司对于各电商平台费用推广及品牌营销宣传投放，进行精细化管理，运营效率边际改善明显。公司毛利率稳定维持在较高水平，2018-2021 年毛利率分别为 79.92%、79.66%、81.41%、78.07%；净利率分别为 32.92%、32.92%、32.92%、32.92%；净利率分别为 32.92%、32.92%、32.92%、32.92%。请务必阅读尾页重要声明

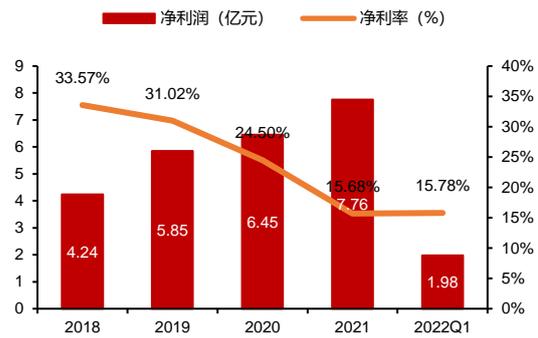
33.57%、31.02%、24.50%、15.68%，近年来有所下降主要系公司加大品牌建设、拓宽渠道及关键人才引进等投入导致费用率提高，21 年销售费用达 24.4 亿元，销售费用率为 49.24%。22Q1 归母净利率为 15.92%，环比提升 4.19pcts，比 2021 全年提升 0.11pcts，20 年以来净利率首次环比回升。公司功能性化妆品业务下四大核心品牌（润百颜、夸迪、米蓓尔、BM 肌活）已开始进入规模化阶段，销售费用有望减少，同时前期品牌、渠道和人才等投入有利于推动公司营收持续增长。

图 5 2018-2022Q1 公司毛利润及毛利率水平



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 6 2018-2022Q1 公司净利润及净利率



资料来源：公司年报，上海证券研究所

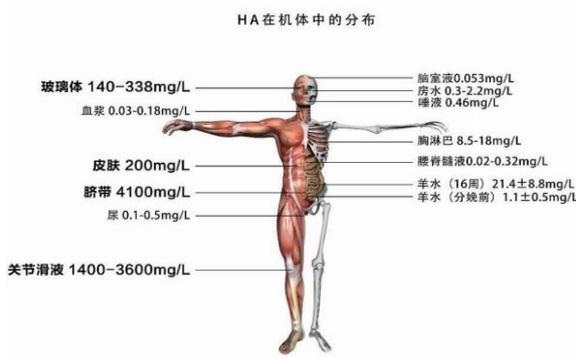
## 2 原料：玻尿酸为基本盘，发力合成生物

### 2.1 透明质酸市场空间广阔，应用领域范围较广

透明质酸（Hyaluronic acid、HA）又名玻尿酸，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酸性粘多糖。透明质酸广泛分布于人体结缔组织，如肌腱、肌腱鞘、眼玻璃体、关节腔、皮肤中，是人体内不可或缺的天然物质。胚胎时期体内的含量最高，伴随年龄增长体内含量逐渐减少。

透明质酸目前最大的应用价值在于其极强的保湿性。其透明质分子能携带 500 倍以上的水分，是目前发现的自然界中保湿性最好的物质，被称为理想的天然保湿因子。透明质酸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，目前广泛应用于医疗（医疗美容科、骨科、眼科、普外科、胃肠科、口腔科、皮肤科等）、化妆品及功能性食品领域中。

图 7 透明质酸在机体中的分布



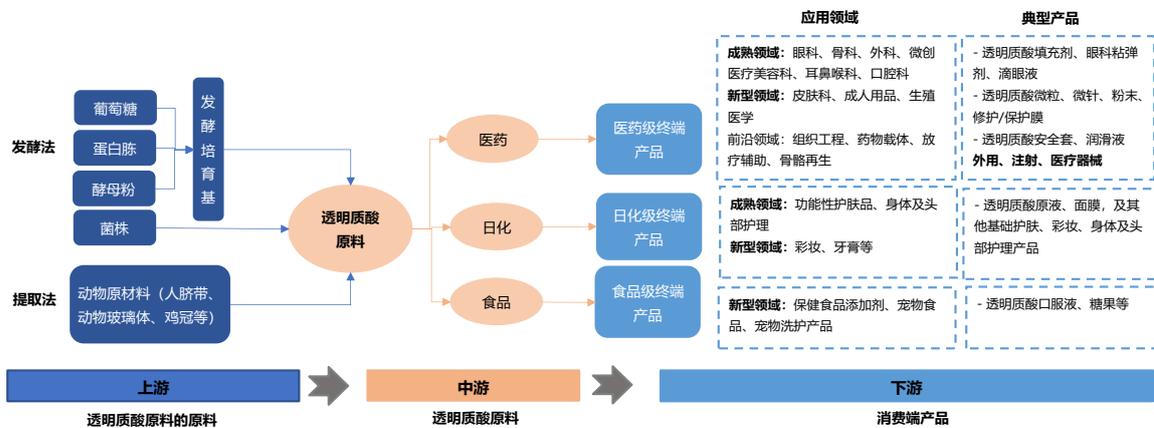
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

图 8 透明质酸及其衍生物的应用



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

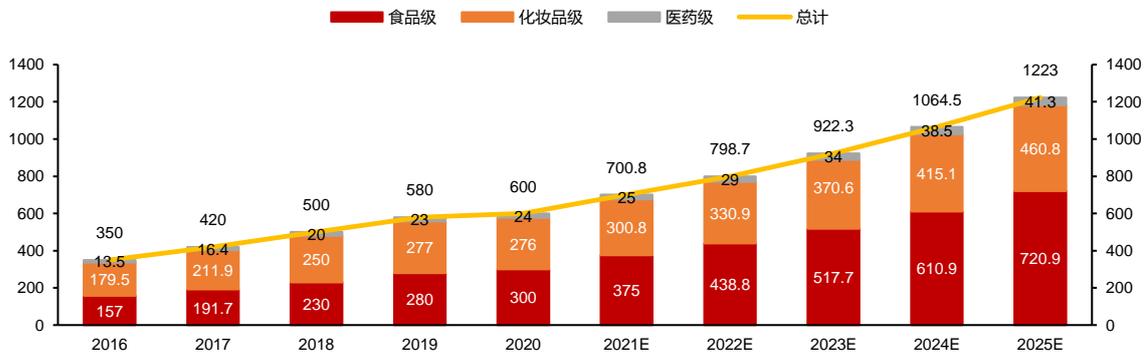
图 9 透明质酸行业产业链



资料来源：药链圈，上海证券研究所

微生物发酵法制造透明质酸工艺的不断突破驱动全球透明质酸原料市场规模高速增长。Frost & Sullivan 数据显示 2020 年全球透明质酸原料销量达到 600 吨，同比+3.4%，2016-2020 CAGR 为 14.4%。2020 年受疫情影响，透明质酸原料市场供给及销售均遭受短期冲击，出现阶段性下滑，伴随疫情逐步控制，原料市场增长势头预计仍将继续。未来五年全球透明质酸原料市场预计将保持 14.9% 的较高复合增长率，销量在 2025 年有望达到 1223 吨。

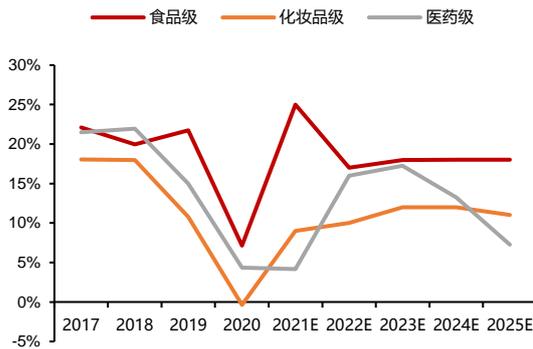
图 10 2016-2025E 全球透明质酸原料市场规模（按销量计，吨）



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

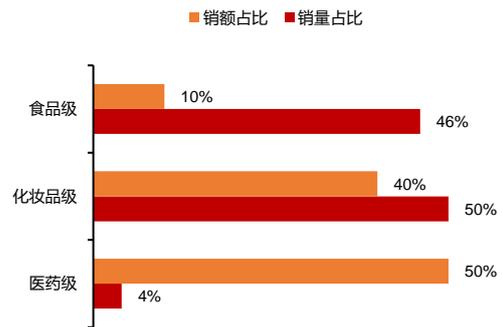
**分品级看：**体量上，食品级已于 2019 年超越化妆品级，成为透明质酸原料市场第一大体量的品级，二者合计占比超 90%；增速上，医疗终端应用迈入成熟阶段增速有所放缓，食品添加需求加速释放，2021-2025 年医药级、化妆品级、食品级三类原料预计将分别以 13.4%、11.3%、17.8% 的 CAGR 持续增长；销售额上，由于医药级透明质酸平均单价最高，约为食品级和化妆品级透明质酸的 47 倍、29 倍，4% 的销量占比占据约 50% 的销售额。

图 11 2017-2025E 透明质酸原料细分市场增长率，%



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 12 2018 年全球医药级销售额占比高于销量占比，%



资料来源：产业信息网，上海证券研究所

图 13 医药级透明质酸单价和毛利率高



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

表 4：三大类玻尿酸原料特点

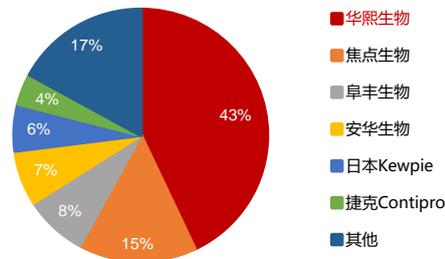
原料产品类别	售价	盈利能力	性能	产品分类	产品应用
医药级	高	强	黏弹性、润滑性	医药外用级；注射级；医疗器械级	滴眼液，隐形眼镜护理液，外用药物，口服制剂等；眼科黏弹剂，软组织填充剂，防粘连剂，漆关节炎、骨关节炎、肩周炎改善用药等；伤口愈合外用制剂，腔道润滑剂，软组织填充剂、眼科黏弹剂、膜剥离剂等
化妆品级	中等偏高	中等	保湿性、成膜性、生物活性	透明质酸钠原料及透明质酸钠衍生物	高保湿的护肤品、护发品及彩妆用品等
食品级	低	低	溶解性、堆积密集	透明质酸钠原料	保健食品饮料及普通食品饮料等

资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，上海证券研究所

## 2.2 透明质酸基本盘具备全面竞争优势，龙头地位稳固

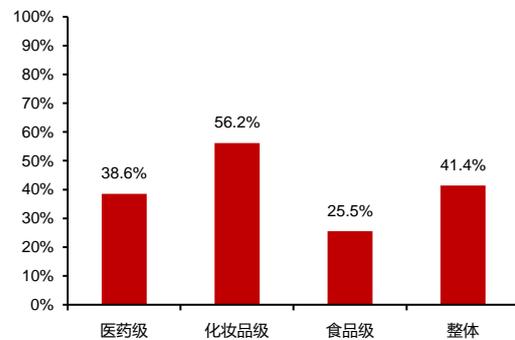
公司透明质酸原料销量全球第一，多维度竞争优势巩固龙头地位。据沙利文 20 年透明质酸行业报告数据，华熙生物 2020 年销量约为 258 吨，同比增长约 14%，销量全球占比为 43%，高于第二到第七的市场占比总和。2021 年，公司原料业务实现收入 9.05 亿元，同比增长 28.62%。其中，医药级、化妆品级、食品级透明质酸分别销售 2.52 亿、3.91 亿和 1.08 亿，同比增长 15.82%、15.98% 和 36.85%。

图 14 2020 年全球透明质酸原料市场竞争格局，%



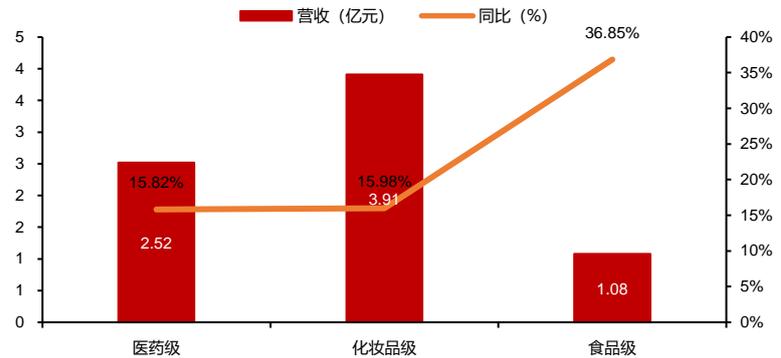
资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 15 2018 年华熙各级别 HA 原料全球销量占比



资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，上海证券研究所

图 16 2021 年华熙生物原料分类别营收及增速



资料来源：公司年报，上海证券研究所

**透明质酸原料贯穿全业务线，核心主业奠定立身之本。**依托玻尿酸原料优势，公司业务线不断拓宽延伸，逐渐布局医疗终端产品：眼科人工泪液、骨科玻璃酸钠注射液、医疗美容领域水光针等；功能性护肤品领域：润百颜、夸迪、米蓓尔等品牌；功能性食品领域：国内首个透明质酸食品品牌“黑零”等。原料业务营收占比从 2016 年的 62.44% 下滑到 2020 年的 26.73%，但近 5 年仍保持 14.59% 的复合增速，其他业务线在原料支撑下盈利潜力与发展势能凸显。

### 2.2.1 平台升级构建技术壁垒，产业化提升规模效应

**微生物发酵、交联技术两大科技平台，四大核心技术构建竞争壁垒。**公司是国内最早实现微生物发酵法生产透明质酸的企业之一，更是国内唯一同时拥有微生物发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号并实现商业化量产的企业。历经 20 载积淀，公司逐渐形成了国际领先的透明质酸微生物发酵技术平台、交联技术平台，在生产与加工方式上实现协同。依托两大平台打造四项核心技术并持续进行创新迭代，横向透明质酸原料量产化能力提高，纵向医药级透明质酸生产能力不断拓宽，在深度、广度与高度端不断纵深式发展。

**表 5：两大科技平台与核心技术**

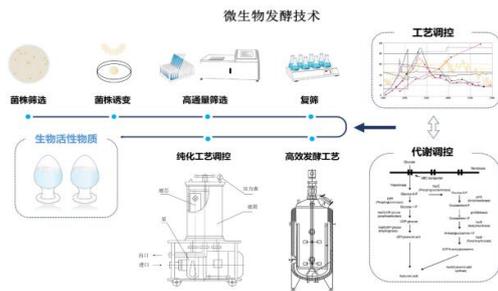
两大科技平台	四大核心技术	奖项与认证	专利/许可	产业化能力
微生物发酵技术平台	国际领先的微生物发酵法生产透明质酸技术	国家科技进步二等奖；国家重点新产品；国家火炬高技术产业项目；山东省重点研发计划	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了7项注册备案资质；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质21项	透明质酸发酵产率已达到10-13g/L,年产量已达近180吨，产品规格近200项；酶切寡聚透明质酸的年产量达到10吨以上；除透明质酸外，Y·氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、小核菌胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液等均已实现产业化
	国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低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		
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；国产交联透明质酸软组织填充剂首家获得CFDA批准；欧盟三类医疗器械CE证书	医疗终端产品在国内取得药械类认证21项，国际认证11项	拥有专利凝胶制粒技术及设备，软组织填充剂、骨关节注射液、眼科黏弹剂产品年产能合计可达近400万支
	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CFDA把终端灭菌工艺作为同类产品的标准灭菌方式		

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

- **微生物发酵技术：**微生物发酵是运用酶工程、微生物代谢工程和生化工程的原理和技术，定向生产目标活性物，是现代生物高新技术，能显著提高透明质酸发酵产率，减少发酵中的杂质代谢物产生。目前公司透明质酸发酵产率达到10-13g/L，远高于文献报道的行业最优水平6-7 g/L，该项技术使得透明质酸生产规模迅速扩大，生产成本大幅降低，为透明质酸在各个领域的广泛应用奠定基础。
- **酶切技术和分子量精准控制技术：**高分子量的透明质酸（超过2,000 kDa）具有更好的黏弹性、内聚性和成膜性，适用于眼科黏弹剂等医疗产品；寡聚透明质酸（分子量低于10 kDa）具有高吸收率的特性且易于渗透到真皮层中，具有促进损伤修复、提供细胞保护等作用。公司采用全球领先的透明质酸发酵、酶切及分离纯化技术，实现了2 kDa -4,000 kDa分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破。
- **透明质酸“梯度3D交联”技术：**为满足生物医用材料对体内维持时间、机械强度等方面的要求，通常需采用交联技术对其进行结构性修饰。公司对透明质酸交联技术进行了持续且深入的系统研究，利用“梯度3D交联”技术开发包括软组织填充剂、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，满足不同的临床需求。

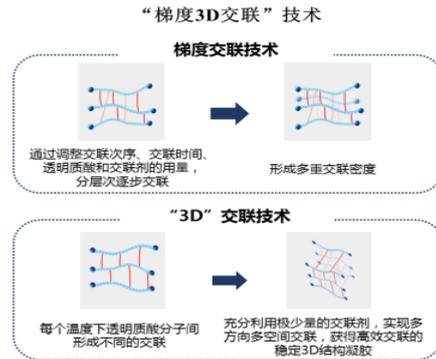
➤ **玻璃酸钠注射液国内率先采用终端湿热灭菌技术：**公司率先采用终端湿热灭菌的方式，取代同类其他产品无菌灌装的不菌保障方式，使产品的无菌保证水平由 1/1000 提高至 1/1000000，显著提高产品安全性。公司的玻璃酸钠注射液产品内毒素限值小于 0.03 EU/ml，达到国际先进水平，是国家药品标准限值 1 EU/ml 的 1/30，显著降低了注射后副反应的发生几率。

图 17 微生物发酵技术



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

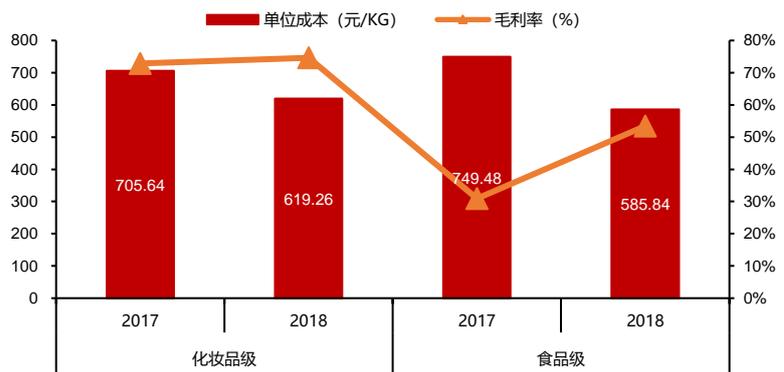
图 18 梯度 3D 交联技术



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

公司玻尿酸总产能逾 700 吨，规模效应下单位成本压缩带来**盈利能力显著增强**。在低单位生产成本低下，公司相对于国内外企业具有明显价格优势，各级别原料出口价格均低于国内外企业平均水平。公司医药级原料产品平均售价约为国内企业均价的 5/7，不到海外企业均价的 1/3，其他级别原料产品也存在价格优势。随着行业透明质酸原料产能的提升，销售价格走低趋势下，公司仍存在较高盈利空间与市场份额获取能力。

图 19 公司原料业务毛利率提升



资料来源：公司招股书，上海证券研究所

**表 6：公司各级别原料价格优势显著**

	产品	平均售价 (2018 年度)
华熙生物	原料产品-注射级	113,831.19 元/KG
	原料产品-滴眼液级	18798.96/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	医药级透明质酸原料	2,700-25,000 美元/KG
均价	其它级别透明质酸原料	150-500 美元/KG
海外企业	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

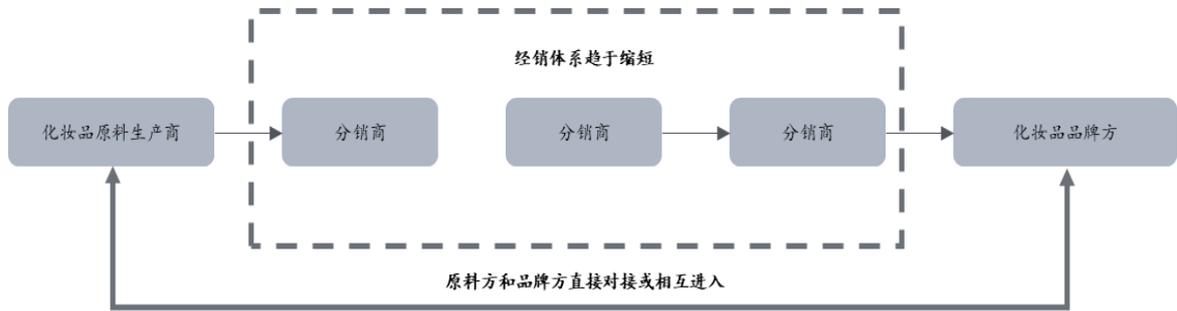
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

### 2.2.2 资质、技术、渠道、客户优势彰显

原料销售模式分为经销与直销，销售范围覆盖全球。国内采用直接销售为主、经销商销售为辅的销售模式；境外采用经销商为主的销售模式。作为透明质酸原料先驱龙头，公司在全球 40 多个国家和地区拥有稳定的经销渠道与用户，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逾 15 年，关系稳固，客户粘性高。2021 年，公司新设欧洲子公司，后续将成立韩国子公司。利用子公司，公司建立仓储，确保稳定供货交付能力，通过属地化运营，以最大程度覆盖及服务境外客户。

**严审批加大医药级原料限制性，强监管提高化妆品级原料下游客户粘性。** 1) 医药级原料审批趋严，进入原料药行业的门槛会随着质量要求的提高而升高，原料药规范化成为必然，利好产业龙头；2) 中国化妆品行业新规首创原料报送码制度，实现一码溯源，绑定原料商和品牌商，强化原料生产商和品牌商的合作关系，化妆品品牌方将不太愿意变更合作方，倾向于直接与原料生产商进行直接合作减少相关风险。由此，强资质背书的原料公司将获得更高的客户粘性和稳定性，同时凭借原料优势向应用端扩张，打开更大的市场。

图 20 化妆品原料销售链条趋短



资料来源：国家药监局，国家市场监督管理总局，上海证券研究所

- 医药级原料方面，凭借较高的产品质量和较全的资质认证在国内外市场取得了较高份额。公司是国内唯一同时拥有微生物发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号，并实现商业化生产的企业，医药级玻璃酸钠产品在国内取得了 7 项注册备案资质。在国际上，则取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 27 项，先发优势明显。此外，公司医药级产品质量高于欧洲药典、日本药典及中国药品质量标准，主要质量参数核酸、内毒素等杂质水平分别是欧洲药典国际标准规定值的 1/50 和 1/20，位居国际领先水平。2021 年，公司成功上市 Bloomecto™ 药械级依克多因。

表 7：公司产品质量高于多国标准

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 g (眼内、关节内制剂)	/	<0.05 EU/mg (骨科注射用)	0.0025 EU/mg

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

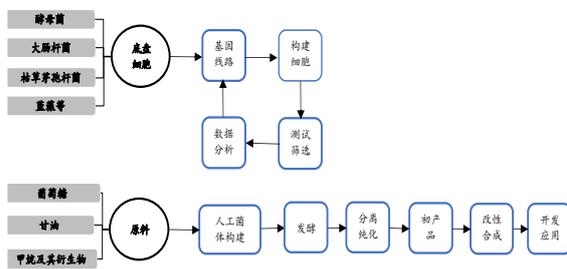
- 化妆品级原料方面，凭借过硬质量、强定制化能力增强客户粘性。公司对化妆品原料的理解及多年来积累的基础研究和应用基础研究数据，能够为客户提供完整的透明质酸和其他生物活性物产品解决方案，公司成立的全球最大的中试转化平台能做到 0-1-10-100 的成果转换，实现新生物活性物的高效达产，并能为客户进行个性化定制。精准迎合下游客户多样细分化需求，绑定下游客户，加深合作。2022 年，公司“水解透明质酸锌”通过国家药监局化妆品新原料备案，是行业首个获批的“HA+锌”透明质酸类新原料，标志着其在国内生产经营的合规化，为公司产品开启新“黄金赛道”。

➤ 食品级原料方面，有望依托原料端优势及护肤品端的口碑积累，借助强大的创新转化科技平台的支撑，向功能性食品大市场全面拓展。2020 年，华熙生物收购了全球玻尿酸市场占有率第 4 的东辰生物；2021 年 6 月，天津厂区一期投产，释放产能 300 吨。随着收购与自建产能，叠加玻尿酸在国内可用于普通食品带来的需求释放，未来华熙生物食品业务有望有较为明显的增长。

### 2.3 合成生物：生命科技，引领未来

作为 21 世纪生物学领域新兴的一门学科，合成生物学结合了生物工程、大数据、人工智能、高通量筛选、基因编辑等新兴技术，从而全面升级生物制造技术，不仅可以提高生物基物质、材料的生产效率，还可以获得全新的生物基物质、材料，同时减小工业生产对自然资源、环境条件的依赖，提高经济产出。因其潜藏的巨大发展前景，合成生物学被看作是自 DNA 双螺旋结构的发现和人类基因组测序两次生物科技革命之后，引领世界的“第三次生物科技革命”。

图 21 合成生物生产链条



资料来源：小饭桌新媒体，上海证券研究所

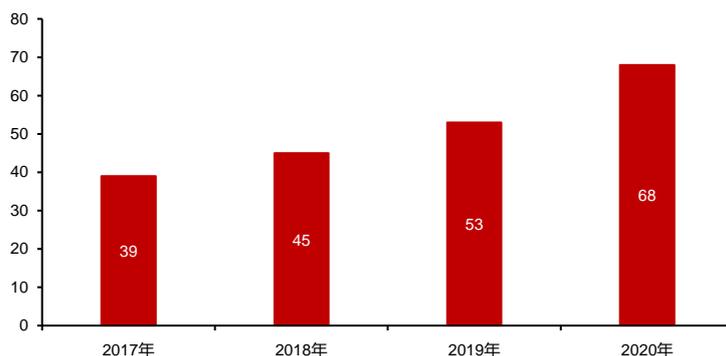
图 22 合成生物学应用领域



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

相关行业增长迅速，合成生物前景广阔。合成生物学作为底层平台，本质上是对消费、医疗、农业、化工等整个生产制造行业进行科技升级。根据 DeepTech 公开资料整理，截止 2021 年底，全球合成生物学相关市场行业整体喷涌式增长，市场规模达到 736.93 亿美元，较 2020 年增长 767.5%。据 Super Lab 数据显示，随着相关行业对合成基因和合成细胞的需求增加，2019 年全球合成生物市场为 53 亿美元，2020 年全球合成生物市场规模达 68 亿美元，同比增长 28.3%。合成生物学技术的不断成熟以及相应政策的鼓励，预计 2019-2024 年全球合成生物市场将保持 28.8% 的年均复合增速，2025 年全球合成生物市场规模有望突破 200 亿美元，行业发展前景广阔。

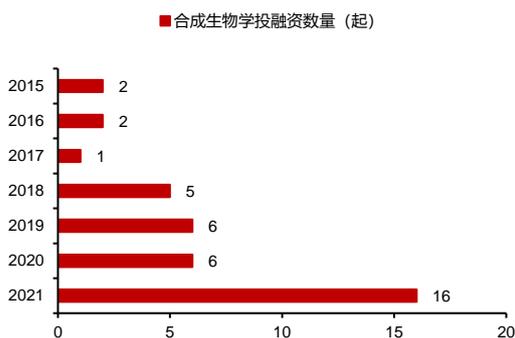
图 23 2017-2020 年全球合成生物学市场规模，亿美元



资料来源：CB Insight, Super Lab, 前瞻产业研究院, 上海证券研究所

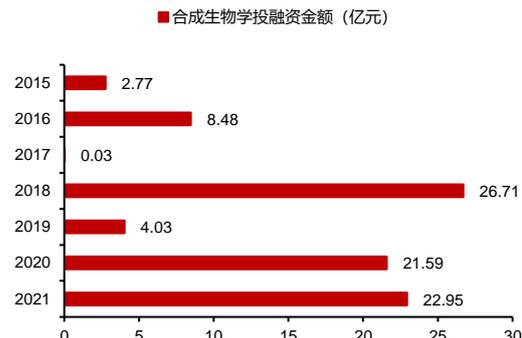
国内合成生物市场进入快车道。2021 年以来，随着国外合成生物学独角兽 Zymogen 和 Ginkgo 相继上市，国内市场也得到激活。据智研咨询数据显示，2021 年中国合成生物学市场规模约为 64.16 亿美元，较 2020 增加 39.38 亿美元，同比增长 159%。在资本入局与市场需求吸引下，国内合成生物将实现从底层技术到产业化终端产品应用的快速发展。

图 24 2015-2021 年中国合成生物学投融资数量



资料来源：智研咨询, 上海证券研究所

图 25 2015-2021 年中国合成生物学投融资金额



资料来源：智研咨询, 上海证券研究所

## 2.4 合成生物助力生物材料多样性

依托合成生物学，创新研发驱动丰富产品线，拓宽产品应用领域。原料创新是下游终端消费品创新的底层动力和根本来源之一，生物活性物质是功能性护肤品发挥效用的基石，合成生物学优点之一就是可以通过筛选特定的酶，在温和的条件下，通过基因编辑，让底盘细胞能够高效且专一地生产各类物质。依托积累下的科技平台及产业化优势，公司具备科技实力和科技属性，成为生物材料创新解决方案的提供者。在原有的微生物发酵和交联两大核心技术平台上，组建了应用机理研发平台、合成生物学研发平台、配方工艺研发平台、中试转化平台在内的四大自主研发平台，从底层研究到应用全面扩展。合成生物学平台成为继微生

物发酵技术平台、梯度 3D 交联技术平台后的第三大技术平台，平台核心技术为工业菌创制技术和工业酶创制技术。

图 26 公司 6 大研发平台



资料来源：公司年报，上海证券研究所

- **平台搭建：**合成生物学平台已搭建完成功能糖合成生物技术平台、功能蛋白及氨基酸合成技术平台、天然产物合成技术平台、蛋白高效表达及酶工程改造技术平台。
- **产学研合作：**已与 20 余家合成生物学技术领域知名高校及科研院所建立深入战略合作：2021 年 4 月，与山东大学共同成立了“合成生物联合创新中心”；2021 年 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。
- **产业基地建设：**落户于北京大兴生物医药基地的“合成生物技术国际创新产业基地”已投入使用。

在研项目取得进展，生物活性物品类储备增强。在研项目上，截至 2021 年，公司在透明质酸寡糖库、硫酸软骨素、肝素及胶原蛋白等产品上已经取得了一定的进展，公司自主研发胶原蛋白原料已完成关键技术突破，已同步开发胶原蛋白终端产品；生物活性物储备上，除透明质酸及衍生物外，公司还研制开发了依克多因、麦角硫因、gamma-氨基丁酸、微美态系列等数十个生物活性物质。

表 8：研发项目进展

研发项目	项目进展
透明质酸寡糖库	第三类透明质酸酶完成高水平重组表达，完善了透明质酸降解酶类型并分离出 HA 寡糖纯品，建立了 HA 寡糖库
硫酸软骨素	硫酸软骨素前体小试已经完成，计划 2022 年进入中试阶段
肝素	利用酶工程理论及基因编辑手段，成功构建了肝素寡糖合成酶工程菌家族，并在体外实现了酶制剂的纯化及制备，开发体外酶催化合成肝素结构类似物的工艺路径；基于前沿的结构生物学、合成生物学等技术建立胶原蛋白活性片段筛选平台，实现了重组胶原蛋白绿色生物制造，发酵产率居于行业领先水平，并建立科学、有效、可靠的重组胶原蛋白性能科学评价验证平台技术用于蛋白安全性及功效的全面评价。

资料来源：公司年报，上海证券研究所

表 9：已研发的生物活性物质

生物活性物质	作用和应用领域
γ-氨基酸丁 (GABA)	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、护发、彩妆产品，及饮料、糖果、保健食品、食品
熙安颜™ 依克多因	舒缓修护，防晒，保湿，抗老化，抗压防护；用于医药产品，及护肤、护发、彩妆产品
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、护发产品，食品
Hyafactor®-SG 小核菌胶水凝胶	增强皮肤屏障，高效滋润干燥、粗糙肌肤，提供柔滑清爽的肤感；用于护肤产品
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；用于护肤产品
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；用于护肤产品
麦角硫因	清除自由基、防止紫外线辐射损伤、调节细胞内的氧化还原反应、参与皮肤细胞内能量调节以及细胞生理保护；用于护肤产品

资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 3 医疗终端产品：行业高景气，技术+资质壁垒

#### 高

#### 3.1 传统医疗领域稳步发展，轻医美市场快扩容

“银发经济”加大对透明质酸眼科终端产品需求，行业增长空间广阔。透明质酸最早应用于眼科领域，临床眼科手术中，透明质酸钠作为粘弹剂具有维持前房深度、止血等多种作用；玻璃酸钠也被广泛应用于眼药水辅料和人工泪液中。根据国家统计局公布的 2021 年最新数据，65 岁及以上人口为 2.01 亿人，首次占比全国人口超过 14%。近年随着人口老龄化、用眼方式不当等因素的影响，我国白内障等眼病患者数量将呈现长期增长趋势。据沙利文数据显示，2020 年眼科治疗透明质酸产品整体市场规模达 19.8 亿元。国内眼科手术治疗覆盖率持续提升，粘弹剂产品需求也不断扩大，由 2016 年的 3.3 亿元扩大至 2020 年的 5.5 亿元，年均复合增长率达 13.62%，预计 2025 年粘弹剂市场规模可达到 9.5 亿元，并有望持续加速提升。

图 27 2016-2025E 中国眼科治疗类透明质酸终端产品市场规模，亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 28 2014-2023E 中国白内障治疗市场规模情况

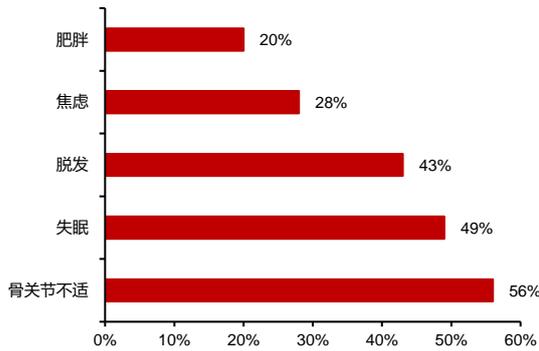


资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

关节疾病随年龄段增长发病率增长，驱动透明质酸骨科终端市场扩容。在骨科和运动医学领域，关节腔内注射高分子透明质酸已经被广泛应用于骨关节炎治疗。正常人的关节液随年龄增长数量减少、质量下降，关节的磨损增加导致各种关节疾病，注射外源性透明质酸可以使关节各项功能正常恢复、延长患者疼痛。根据安徽省第二人民医院 21 年文章指出，65 岁以上膝痛人群有超过 50% 为 OA 患者，75 岁以上膝痛人群中的 OA 患病率超过 80%。随着老龄化社会的到来，我国骨关节炎的患者总数已超过 1.5 亿。

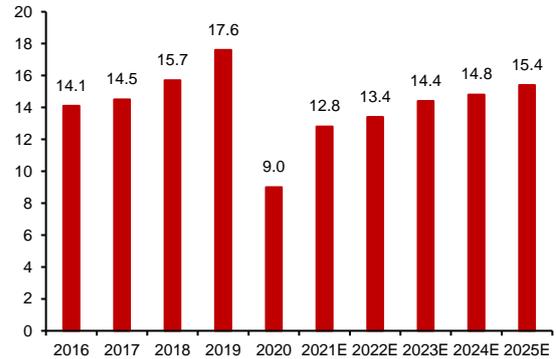
据阿里健康研究院联合健康界发布《2021 骨关节健康洞察报告》显示，骨关节问题已超失眠、脱发、视力下降等其他健康问题，成为困扰国民健康的十大因素之首。同时受中国人口老龄化影响，骨关节治疗需求仍在增加。据沙利文报告指出，2020 年中国骨科治疗透明质酸产品市场规模为 9 亿元，预计 2025 年达到约 15.4 亿元，2021-2025 年复合增长率预计可达到 11.3%。华熙生物位居中国眼科手术、骨科注射透明质酸产品市场份额前列，2020 年，公司在全球骨科透明质酸产品市占率中跻身第 6 位。作为目前全球最大的透明质酸原料供应商，公司凭借其原料及核心技术优势，在骨科、眼科透明质酸终端产品市场及需求持续增长背景下有望进一步提高市场地位。

图 29 2021 年困扰国民健康的十大问题占比，%



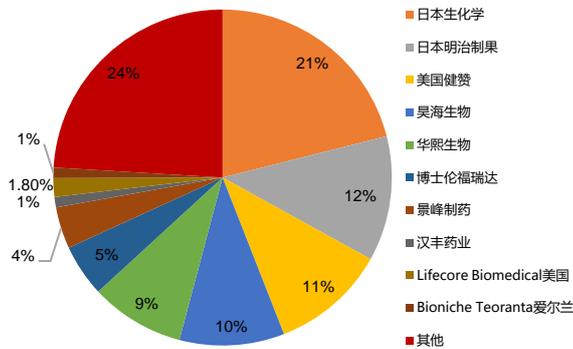
资料来源：天目新闻，《2021 骨关节健康洞察报告》  
上海证券研究所

图 30 2016-2023E 中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模，按入院价格，亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

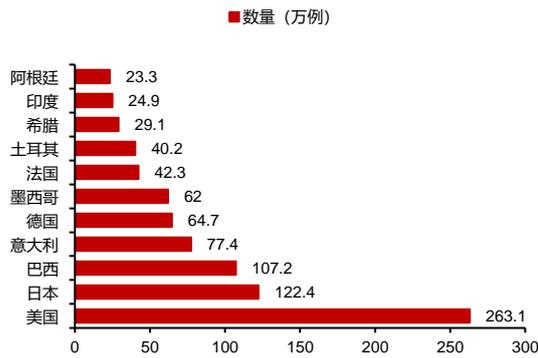
图 31 2020 年全球骨科治疗类透明质酸终端产品市场竞争格局，按销售额，%



资料来源：弗若斯特沙利文，前瞻网，上海证券研究所

国内轻医美起步晚，渗透低增速快，消费占比不断提升。经数百年发展，欧美等发达国家医美起步早、普及度和社会接受度高。据 ISAPS 数据显示，2019 年美国是非手术类医美项目数量最高的国家，数量超过 260 万例，其次是日本和巴西，非手术类医美项目数量超过 100 万例，中国几乎未上榜。目前中国医美渗透率处于较低水平，2019 年约为 3.6%，仅相当于韩国的 1/6，日本的 1/3，美国的 1/5，国内市场尚未饱和。尽管国内医美市场仍处于发展早期，但空间巨大。2021 年中国医美消费最大规模占比以轻医美为主，非手术类项目以注射类为代表，见效时间快、风险低、恢复周期短，市场接受度程度高。由于轻医美有作用时效限制，消费者复购率较高。据《更美 2021 医美行业白皮书》显示，2021 年中国医美市场规模约 2274 亿元，近 3 年 CAGR 为 16.24%，预计 2022 年可达 2643 亿元。

图 32 2019 年典型国家非手术类医美项目数量对比



资料来源：ISAPS，艾媒数据中心，上海证券研究所

图 33 2018-2022E 中国医疗美容规模及增速



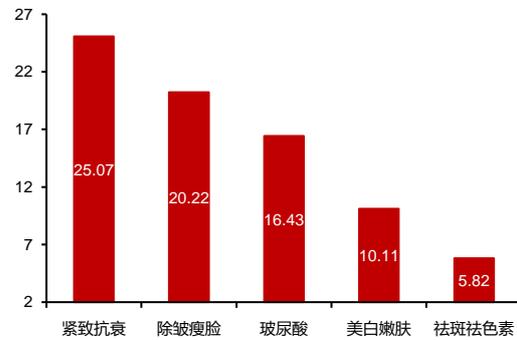
资料来源：中国美容医学杂志，更美 APP，上海证券研究所

图 34 医疗美容非手术用户占比



资料来源：新氧，上海证券研究所

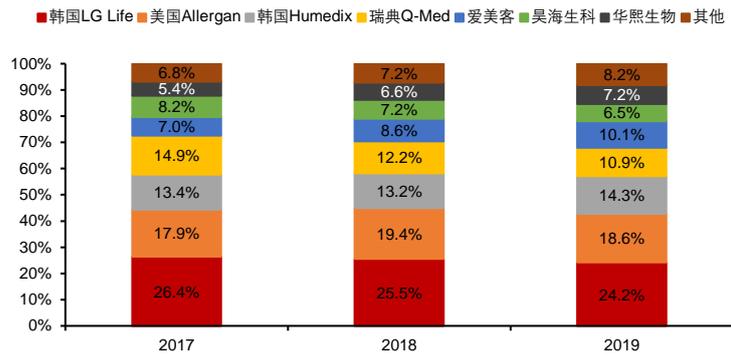
图 35 2021 年中国医美消费规模最大项目占比，%



资料来源：新氧，上海证券研究所

海外品牌主导，国产替代风起。据沙利文数据显示，2017-2019 年中国透明质酸医美终端产品市场竞争格局中，市占率最高的是海外医美品牌韩国 LG Life、美国 Allergan、韩国 Humedix 和瑞典 Q-Med，19 年合计占比达 68% 以上。海外品牌技术和产品均处于成熟阶段，国内医美在技术和产品开发方面起步晚，近年来技术不断突破，性价比优势明显，不断抢占海外品牌市场份额。2017 年医美类透明质酸终端市场竞争格局中，国产三大品牌爱美客、华熙生物，昊海生科累计销售额份额占比仅 20.6%，至 2019 年已提升至 23.8%，海外巨头韩国 LG、美国 Alleraan、韩国 Humedix 及瑞典 Q-Med 的累计市场份额则从 2017 年的 72.6% 降至 2019 年的 68%，预计未来国货品牌市场份额有望不断提升。

图 36 国内透明质酸医美终端由海外品牌主导，%（按销售额统计）



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

行业合规化趋严，获证产品先发优势明显。为解决医美行业乱象，卫健委等多部门陆续出台一系列行业政策规范。22年3月，国家药监局对《医疗器械分类目录》部分内容进行调整，明确注射用透明质酸钠溶液（水光针）按照III类器械监管。而III类医疗器械拿证审批壁垒高，历时长等决定了目前拥有III类证的企业占据先发优势。随着行业进入合规化时代，非合规、黑医美企业陆续出清，头部企业凭借自身研发实力和优秀获证能力在长期将占领更多市场份额。

表 10：中国医美行业政策梳理

时间	名称	颁布机构
2002年5月	中华人民共和国卫生部令（第19号）——医疗美容服务管理办法	国家卫生健康委
2002年5月	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	卫生部办公厅
2009年12月	《医疗美容项目分级管理目录》	卫生部办公厅
2011年1月	《医疗美容专项整治工作方案》	医政司
2020年7月	《医疗美容美容主诊医师备案培训大纲》	国家卫生健康委
2021年2月	《医疗器械监督管理条例》	国务院
2021年2月	《医疗美容机构评价标准实施细则（2021版）》	中国整形美容协会
2021年6月	《关于规范医疗美容服务专项整治工作方案》	国家卫生健康委联合八部委
2021年6月	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	中国互联网金融协会
2021年11月	《医疗美容广告法指南》	市场监管总局
2022年1月	《诊所备案管理暂行办法（征求意见稿）》及《诊所基本标准（2022年修订版，征求意见稿）》	医政医管局
2022年3月	《《医疗器械分类目录》部分内容的公告（2022年第30号）》	国家药品监督管理局

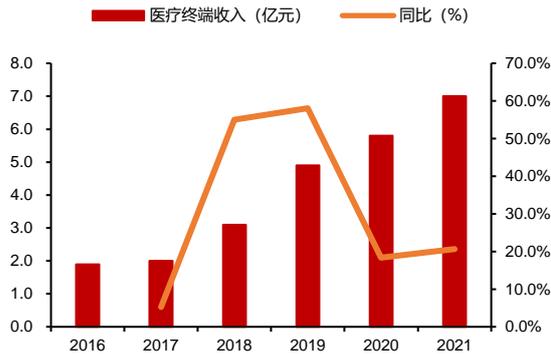
资料来源：卫健委，国家市场监督管理总局，国家药监局，社保查询网，上海证券研究所

### 3.2 医疗终端产品矩阵丰富，毛利水平较高

2012年起，华熙生物从上游原料业务逐渐向下游延伸，并扩展到包括医美注射填充剂，骨科、眼科治疗的医疗终端产品。业务向下游产业链扩展，是公司业务战略性规划的重要进程。2012年，公司成功布局医疗终端，向产业链下游业务延伸。2016-2021年，医疗终端产品毛利率在82%以上。2021年，公司医疗终端业

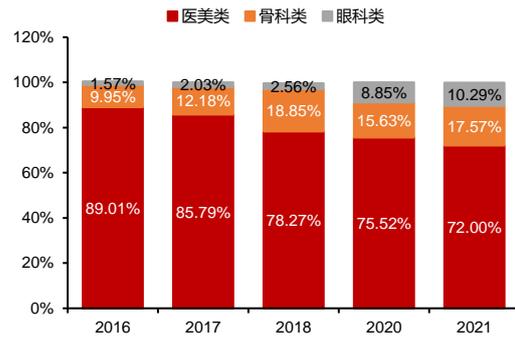
务实现收入 7 亿元，同比+21.54%，占公司主营收入 14.15%，毛利率为 82.05%。其中，医美类、骨科眼科类和其他产品分别实现收入 5.04、1.23、0.72 亿元，同比分别+15.88%、+37.08%、+42.70%。同时，医疗终端产品是公司年均复合增速第二快的业务板块，2016-2021 年医疗终端产品 CAGR 为 29.66%。医美类为医疗终端业务主要收入来源，占比约 70%+，随着公司在严肃医疗领域的兼并购和不断拓展，严肃医疗类业务体量有望增长。

图 37 公司医疗终端业务收入及增速



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 38 公司医疗终端业务分业务收入占比，%



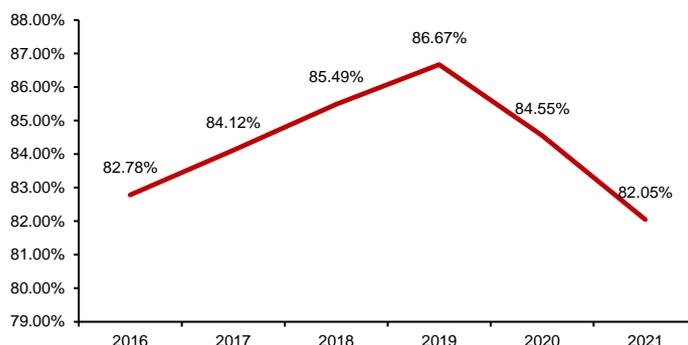
资料来源：公司年报，上海证券研究所

表 11：公司医疗终端产品列表

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	终端温热灭菌技术
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	终端温热灭菌技术
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至中层注射以纠正额部皱纹	交联技术

资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 39 医疗终端产品毛利率水平，%



资料来源：公司年报，上海证券研究所

### 3.3 医药端：骨科注射液+眼科黏弹剂增长稳健

医药端，公司布局海力达、海视健、海润通、美御、瑞珍五大品牌，产品涵盖骨科、眼科等多个领域，全国已建立了完善的药品销售网络。公司玻璃酸钠注射液在国内率先采用终端湿热灭菌方式，彻底解决了终端湿热灭菌的技术难题，并被国家药品监督管理局作为该类产品的标准灭菌方式。用于治疗关节退行性病变的“海力达”玻璃酸钠注射液于 2013 年获得欧盟 III 类医疗器械 CE 认证，2014 年取得中国 CFDA 药品批文上市。海力达作为医保乙类处方药，积极参加各省公立医院药品阳光采购平台招标采购，截至 2021 年底，品牌共计通过 26 个省份的挂网采购，市场占有率持续提升。

眼科方面，公司开发了青光眼、白内障手术制剂、玻璃体填充物等眼科手术制剂，眼部治疗及护理产品等。眼科品牌“海视健”（III 类医疗器械），主要用于白内障和人工晶体植入技术，具有安全、高效、支撑性好等诸多特点，产品本身和所用原料均通过欧盟认证。目前，“海视健”也在不断增加覆盖区域与医院，并与知名眼科集团展开合作。

### 3.4 医美端：自研+收购丰富产品矩阵，合规化构筑先发

#### 优势

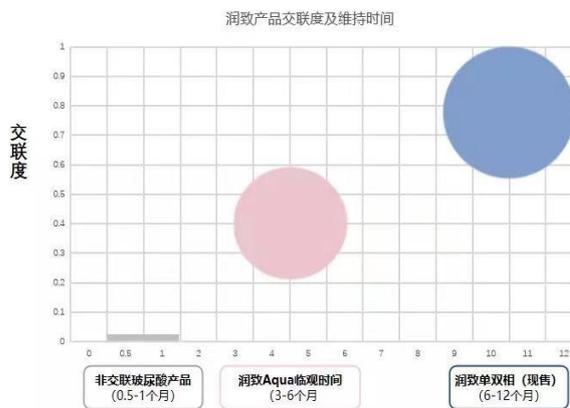
产品管线丰富，深耕面部年轻化市场。2012 年，公司润百颜注射填充剂获 CFDA 认证并批准上市，标志着华熙生物正式进入医美终端领域。公司医美产品分类主要包括注射类修饰透明质酸钠凝胶（包括双相交联、单相交联和含利多卡因的交联产品）、医用皮肤保护剂、Cytocare 透明质酸无源植入物和其他皮肤类医疗

产品，产品品类丰富，具有不同功效、浓度，适用不同注射部位，为消费者提供多样化选择。

**1) 润致娃娃针：**2020年9月，公司推出采用了独特 HEC 高效微交联技术搭配利多卡因的润致娃娃针，技术和配方可以刺激皮肤胶原蛋白新生，有效减少皱纹产生的同时能缓解消费者注射过程中的疼痛，提高舒适度和体验感。

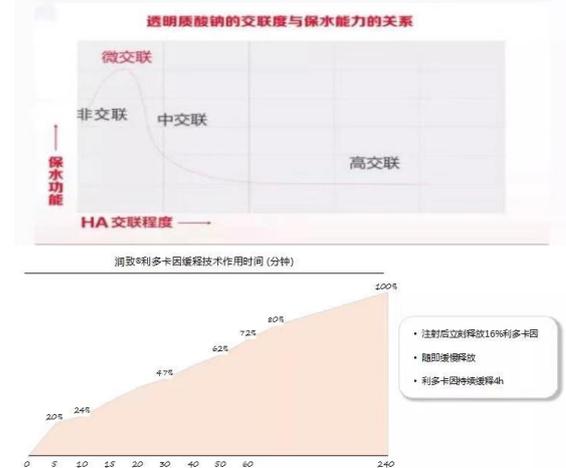
**2) 御龄双子针：**于2021年5月上市，着眼于面部年轻化赛道。产品包括逆龄熨纹针和妙龄元气针。“逆龄熨纹针”是中国首款定位祛静态纹的械字号 III 类产品，弥补了中国水光治疗静态纹的市场空白，其主要成分为微交联透明质酸和 0.3% 盐酸利多卡因，缓解注射疼痛且效果维持时间长达 6 个月以上，可与肉毒素联合治疗，有效提升抗衰除皱效果。“妙龄元气针”含有大小分子强效复合智慧玻尿酸 PRO，能使肌肤快速补充玻尿酸，具有紧急修护、强效维稳、立体提升肌肤状态的特点。二者协同可以达到抗皱补水双重效果。截至 2021 年年底，双子针已与 300 多家业内影响力机构达成深度战略合作，该年度累计销售超过 25 万支，取得了良好销售战绩。

图 40 润致产品交联度维持时间



资料来源：华熙生物医药微信公众号，上海证券研究所

图 41 交联度与保水能力&利多卡因作用时间



资料来源：华熙生物医药微信公众号，上海证券研究所

**3) Revitacare 丝丽动能素：**产品获批上市进程加速，包括四种不同浓度型号，丝丽 516、丝丽 532、丝丽 640、丝丽 715，可满足不同阶段求美者抗衰需求。其核心成分是非交联透明质酸，同时含有 14 种矿物质，21 种氨基酸，11 种维他命，核酸、辅酶、抗氧化物、微量元素等各种活性成分，有效解决肌肤氧化衰老问题。

表 12: 丝丽动能素四大系列产品

产品系列	图片	玻尿酸含量	适用人群	主要用途
516		16mg	25 岁左右, 皮肤没有重大问题人群	补水保湿、提升紧致
532		32mg	35 岁左右, 正处于与皱纹交锋白热期的熟龄肌肤人群	减缓面部皱纹, 防止黑色素沉淀。含有的硫辛酸和丙酮酸成分, 可以有效对抗自由基, 防止皮肤氧化。
640		40mg	面部松弛、肌肤老化、暗黄无光、干燥缺水等肌肤问题的人群	全面改善皮肤的暗沉、泛黄、毛孔粗大、干燥、色斑、细纹、黑色素沉淀等各种常见问题。让肌肤恢复白皙光滑, 透润紧致。
715		75mg	年龄处于 40+, 并且皮肤的玻尿酸流失比较严重人群	玻尿酸的基础上, 还添加了肌肤和 12 种复合氨基酸。对肌肤抗糖和抗衰有显著功效

资料来源: 丝丽官网, 上海证券研究所

公司多产品、多品牌全方位布局, 广度覆盖不同消费需求。

2021 年为公司医美业务战略升级元年, 公司目标包括深化“面部年轻化”产品体系构建, 重点打造“微交联”产品市场差异化优势, 全面提升公司医美产品市占率, 聚焦“润致”龙头医美品牌打造。

- 深耕玻尿酸类产品, 聚焦玻尿酸全品类优势, 巩固并进一步扩大公司传统优势。重新梳理医美产品管线, 将针剂产品矩阵按照不同功效、不同部位、不同颗粒度进行排布, 全方位有针对性的制定面部年轻化解决方案。聚焦微交联的产品差异化优势, 微交联产品包括双子针中颧纹针(祛静态纹)和娃娃针(肌肤焕活), 致力于打造“大单品”。

图 42 公司主要医美针剂上市时间线



资料来源: 公司官网, 新氧, 江苏新目悦, 美咯药械百科, 公司官微, 公司年报, 风尚网, 上海证券研究所

- **自研+收购，多元化品牌布局。**公司医美主要品牌为润百颜、润致和 Revitacare 丝丽动能素。“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶是国内首款通过 CFDA 认证的国产交联透明质酸填充剂，改变国外品牌垄断局面。2016 年，推出含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶“润致”，提高消费者使用舒适度和体验感。2017 年，收购法国 Revitacare 100% 股权，全面掌握其在皮肤管理领域的先进技术和新产品，进一步丰富公司产品线，实现产品多元化及在研品协同效应。21 年年底，丝丽动能素 516、532 在海南获批。除针剂产品外，公司还积极布局医用敷料、涂抹式产品以及喷剂敷料，进一步扩大产品矩阵。
- **产品性价比高，拿证能力强。**公司凭借自身透明质酸研发技术、成本和产能优势，产品平均售价低于可比海外公司同类产品。产品定价差异化，覆盖不同消费市场，润百颜定位中端市场，价格带位于 1000-2000 元左右；润致大部分产品定位中高端，价格带位于 3000-4000 元左右，其中润致单相玻尿酸定价偏低，覆盖低端市场。多价格带产品定位有利于覆盖不同消费人群，推动产品实现差异化竞争。我国 III 类医疗器械拿证审批壁垒较高、周期长，首次申请的产品项目存在参考资料较少的问题，使得审批难度增大，专家联合审评与技术审评进一步拉长过批周期，透明质酸产品从临床试验到产品获批至少需要 4-5 年时间。公司产品矩阵丰富，面对行业监管政策趋严、产品合规化趋势，多款医美填充剂产品已获 III 类医疗器械证。公司医美产品累计获得多个 III 类证，已布局多个基础型和功能型水光产品，聚焦补水、美白、抗衰等功效，预计未来 3 年内公司水光产品将全面进入“III 械时代”。

**表 13: 公司获 III 类医疗器械证医美针剂**

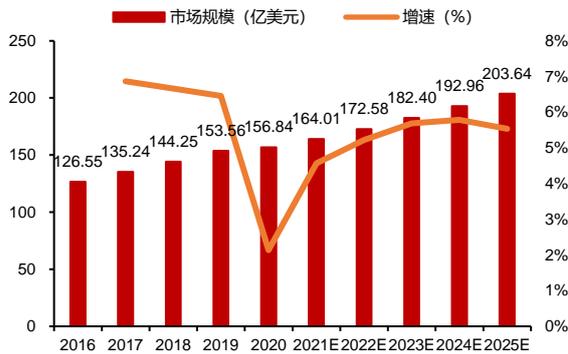
品牌	产品名	图片	均价 (元)	适应症	批号	批准日期
润百颜	黑金		1640	深层软组织填充、轮廓塑形 (眉骨、山根、下巴)	国械注准 20143132037	2019/9/2
	白紫		1150	改善面部皮肤细纹, 填充凹陷		
	星耀		1050	改善面部中度皱纹 (抬头纹、鱼尾纹、川字纹), 填充凹陷		
	月盈		2100	深层软组织填充、轮廓塑形 (眉骨、山根、鼻子、下巴)		
润致	单相玻尿酸		500	改善面部皱纹、轮廓塑形	国械注准 20193130257	2019/4/28
	双相玻尿酸		3250	改善面部皱纹、轮廓塑形	国械注准 20163460861	2016/5/6
	娃娃针		4980	真皮组织浅层至中层纠正静态纹	国械注准 20203130295	2020/3/20
	双子针		2980	补水、紧致、填充凹陷、纠正静态细纹		

资料来源: 新氧, 公司官网, 国家药监局, 美学辞典, 医美部落, 上海证券研究所

### 3.5 布局胶原蛋白, 持续拓展细分赛道

布局胶原蛋白蓝海，丰富产品管线。根据 Grand View Research 数据，2020 年全球胶原蛋白市场规模约 156.84 亿美元，同比+2.14%，2016-2020 年 CAGR 为 5.51%。2020 年中国胶原蛋白市场规模达到 10.1 亿美元，同比+3.06%，增速高于全球 0.92pcts，预计 2021-2027 年 CAGR 可达 6.71%，胶原蛋白蓝海市场前景广阔。公司于 22 年 4 月 15 日收购北京益而康 51% 股权，旨在将公司医疗、功能性护肤品领域的发展经验与益而康医用胶原蛋白海绵、动物源胶原蛋白人工骨等产品终端业务协同，进军胶原蛋白行业，进一步丰富现有医疗终端产品管线与产品矩阵。

图 43 2016-2025E 全球胶原蛋白市场规模及预测



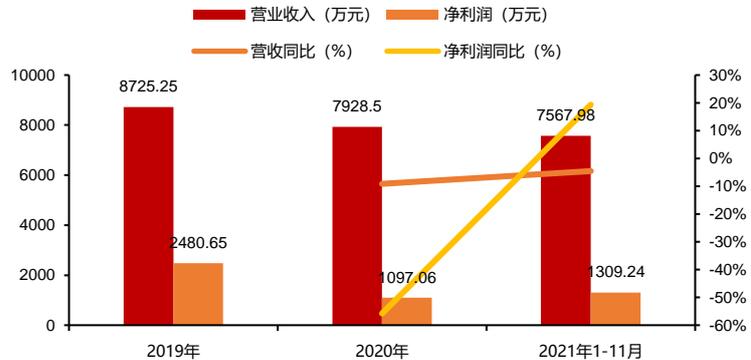
资料来源：Grand View Research，中商产业研究院，上海证券研究所

图 44 2016-2027E 中国胶原蛋白市场规模及预测



资料来源：Grand View Research，智研咨询，上海证券研究所

图 45 益而康生物营收、净利润及增速



资料来源：Wind，潇湘晨报，上海证券研究所

双向赋能，协同发展。益而康旗下“瑞福”人工骨，联合清华大学研发，国家 863 攻关项目，具有双重仿生的特点，适用于骨缺损部位的填充与修复，是目前最接近人骨的具有生物活性的骨修复材料之一。“倍菱”牌胶原蛋白海绵具有愈创、局部止血等功效，被应用于骨科、口腔科、神经外科等多个科室，在国内市场占有率超 30%。华熙生物海力达玻尿酸注射液、富血小板血浆（PRP）制备用套装两款产品均可应用于骨科领域，与益而康的产品形成组合，大幅提升推

广效率。华熙生物通过自身研发优势、多赛道布局新产品研发、构建专利护城河、参与国家与行业标准化工作等多维度、全方位赋能益而康的技术与产品研发，益而康深耕胶原蛋白类医疗终端产品多年，结合强大专利技术协同华熙生物推动医疗领域布局，打开活性生物材料全产业链新成长空间。

图 46 益而康“倍菱”牌胶原蛋白海绵



资料来源：益而康官网，上海证券研究所

图 47 “瑞福”人工骨



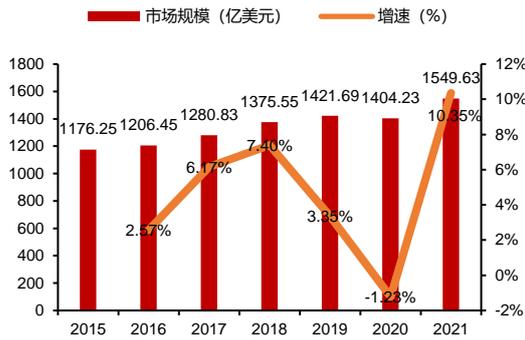
资料来源：益而康官网，上海证券研究所

## 4 功能性护肤品：依托产业链协同优势，营收主要驱动力

### 4.1 功能性护肤品成为趋势，国货龙头市占率逐渐提升

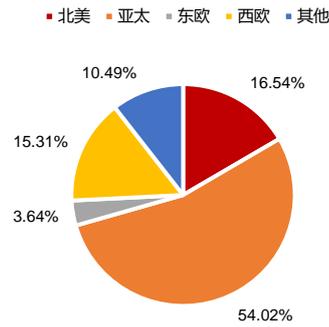
全球护肤品市场增长稳健，国内功能性护肤品市场加速扩容。据欧睿数据显示，2020 年受疫情影响，全球护肤品市场规模同比减少 1.23%，但 2021 年恢复后达到 1549.63 亿元，同比增长 10.35%。过去五年间增长较为稳定，以中、日、韩为代表的亚太地区是全球主要的护肤品市场，占比达 54.02%，北美地区为 16.54%，西欧地区为 15.31%。据欧睿国际数据，20 年我国护肤品行业市场规模同比增长 10.28%，增速超全球水平；21 年达到 2938.06 亿元，同比增长 8.78%；预测 2025 年我国护肤品行业市场规模有望达到 3917.16 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 7.56%。

图 48 2015-2020 年全球护肤品行业市场规模情况



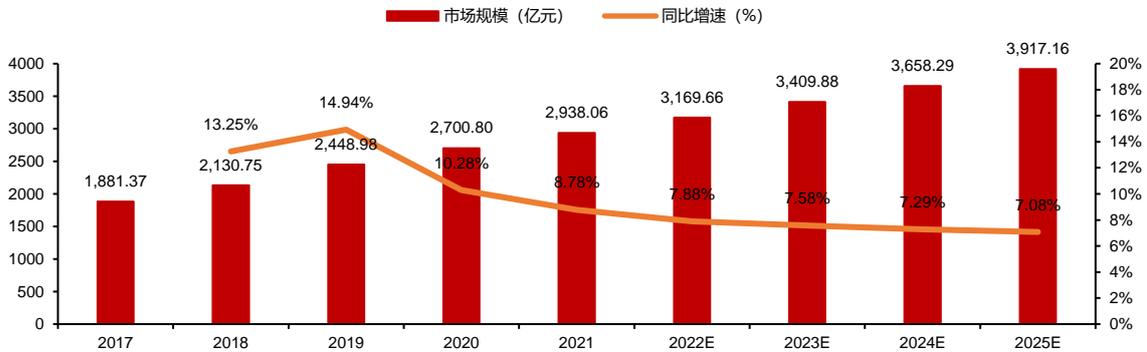
资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 49 2020 年全球护肤品市场规模占比情况，%



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

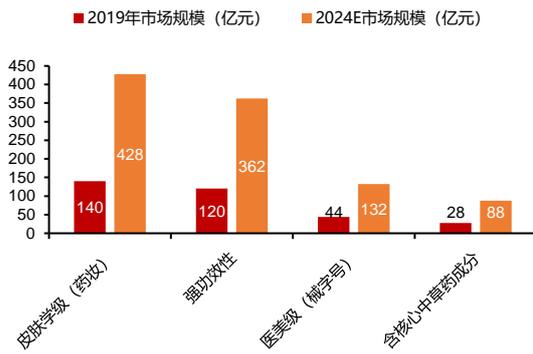
图 50 2015-2025 年中国护肤品行业市场规模及预测，按零售额统计



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

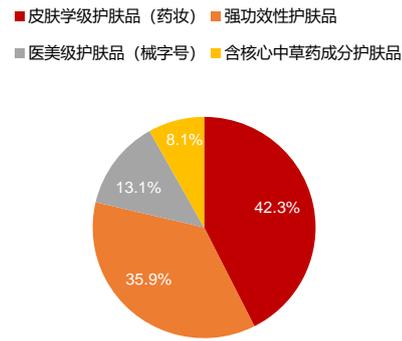
**皮肤问题推动消费需求，功能性护肤品成为趋势。**功能性护肤品主要包括四类产品，一类是专注敏感肌、痘痘肌等特定肤质人群的皮肤学级护肤品，另一类是主打强功效性化学成分（烟酰胺、玻尿酸等）的护肤品，除此以外还包括医美级（械字号）护肤品、含核心中草药成分护肤品等。皮肤学级护肤品，通俗称为“药妆”，兼具药品的治疗性和化妆品的修饰性功能。随着近年来人们生活、工作节奏的加快，使得皮肤问题愈发的凸显，人们对于护肤品的追求也发生改变，功能性护肤品需求增长。据观研天下数据整理，2019 年中国功能性护肤品市场规模为 332 亿元，占整体护肤品市场 13.6%，预计未来 5 年 CAGR 为 24.9%。其中皮肤学级规模达到 140 亿元，占比最高；强功效性护肤品为 120 亿元，占比 36.2%。预计 2024 年中国功能性护肤品市场规模将达 1010 亿元，占整体护肤品市场 22.9%；其中皮肤学级、强功效性、医美级、含核心中草药护肤品市场规模分别为占比分别为 42.3%、35.9%、13.1%、8.7%。

图 51 功能性护肤品分品类市场规模及预测



资料来源：观研天下，上海证券研究所

图 52 2019 年中国功能性护肤品细分市场占比，%



资料来源：观研天下，上海证券研究所

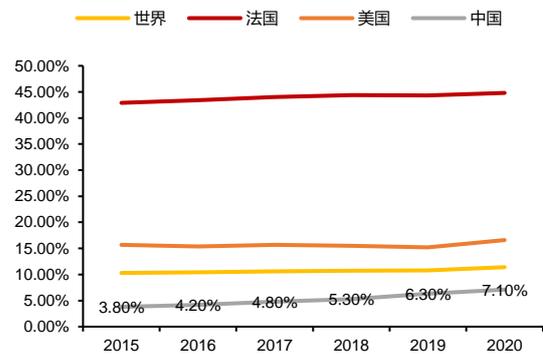
行业集中度有望提升，国货品牌持续发力。据华经产业研究院数据，2020 年中国皮肤学级护肤品市场规模为 168 亿元，同比增长 23.5%，五年内 CAGR 达 23.28%，复合增速约为国内整体护肤品市场的 2 倍。国内化妆品市场渗透率相对较低，2020 年仅为 12.9%，与发达国家相比仍有较大发展空间。我国功能性护肤品起步较晚，但渗透率增长确定性强，需求旺盛且国产龙头品牌具备强有力规模和竞争力。据欧睿数据显示，目前国货品牌在全球市场中市占率仍靠后，国内市场热度高的国产薇诺娜 2020 年市占 3.70% 仅排名第 8，但增长速度远高于其他国际大牌。近年国货品牌销售占比有上升趋势，国潮文化趋势下，国内功能性护肤品竞争格局呈现龙头企业强者恒强局面。

图 53 2015-2020 年中国皮肤学级护肤品行业市场规模情况



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

图 54 2015-2020 年中国功能性护肤市场渗透率，%



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

**表 14：2016-2020 年全球功能性护肤品品牌 TOP10 市占率**

品牌	2016	2017	2018	2019	2020
理肤泉	11.20%	11.60%	11.80%	11.80%	11.60%
雅漾	10.30%	10.20%	9.30%	9.30%	8.60%
薇姿	9.70%	9.40%	8.60%	8.60%	8.20%
艾维诺	5.40%	5.30%	5.20%	5.20%	5.20%
优色林	5.20%	5.10%	5%	5%	5.10%
高伦雅芙	5.70%	5.30%	4.90%	4.90%	4.70%
丝塔芙	3.60%	3.60%	3.80%	3.80%	4.10%
薇诺娜	0.90%	1.20%	2.70%	2.70%	3.70%
贝德玛	3.20%	3.40%	3.70%	3.70%	3.40%
适乐肤	1.10%	1.80%	2.20%	2.20%	3.30%
<b>CR10</b>	<b>56.30%</b>	<b>56.90%</b>	<b>57.20%</b>	<b>57.20%</b>	<b>57.90%</b>

资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

**新规驱动企业转型，马太效应愈发显著。**21 年 4 月国家药监局组织起草《化妆品功效宣称评价规范》，自 2021 年 5 月 1 日起施行，我国化妆品行业步入功效评价时代。功效化妆品市场中夸大功效、虚假宣传问题频发，《规范》出台遏制行业乱象，有利于提高监管科学性、严格性，促进化妆品行业平稳、有序规范发展。各类监管办法也陆续出台，对化妆品企业来说，监管加强虽短期内增加了化妆品的研发成本和企业经营挑战；但从长远来看，推动企业从营销获客到技术固客，驱动企业研发转型、提升产品开发效率，高效打通上下游产业链等。龙头企业拥有核心技术和产业链资源，将在新规出台后更加受益，中小企业面临巨大的技术压力和成本风险，容易被清出市场。

表 15：21 年以来部分化妆品监管政策

政策文件	发布时间	主要内容
《化妆品注册备案管理办法》	2021 年 1 月 12 日	对化妆品和化妆品新原料的经营者在化妆品新原料注册和备案、化妆品注册和备案、监督管理、法律责任进行办法规定。
《化妆品注册备案资料管理规定》	2021 年 3 月 4 日	化妆品注册人、备案人申请化妆品注册或办理备案时，应当按照本管理规定的要求提交资料。
《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	2021 年 3 月 4 日	化妆品新原料注册人、备案人申请化妆品新原料注册或者进行备案时提交的资料，应当符合本规定要求。
《化妆品分类规则和分类目录》	2021 年 4 月 9 日	对化妆品注册人、备案人申请化妆品备案填报产品分类进行规范。
《化妆品功效宣称评价规范》	2021 年 4 月 9 日	自 2022 年 1 月 1 日起，化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案的，应当依据要求对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。
《化妆品安全评估技术导则（2021 年版）》	2021 年 4 月 19 日	对化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案前，必须依据《技术导则》的要求开展化妆品安全评估，提交产品安全评估资料。
《化妆品标签管理办法》	2021 年 6 月 3 日	适用于我国境内生产经营的化妆品的标签管理。
《化妆品生产经营监督管理办法》	2021 年 8 月 6 日	对化妆品生产经营者在生产许可、化妆品生产、化妆品经营、监督管理、法律责任进行监督管理。
《儿童化妆品监督管理规定》	2021 年 10 月 8 日	明确了立法目的、适用范围、儿童化妆品定义、儿童化妆品注册人备案人主体责任，规定了覆盖注册备案管理、标签标识、安全评估、生产经营、上市后监管等全链条监管要求，指导注册人备案人开展儿童化妆品生产经营活动。
《化妆品生产质量管理规范》	2022 年 1 月 7 日	明确了化妆品生产企业质量管理机构与人员、质量保证与控制、厂房设施与设备管理、物料与产品管理、生产过程管理、产品销售管理等要求。聚焦关键环节和重点产品，督促企业落实主体责任，全面加大全过程质量监管。

资料来源：国家药监局，上海证券研究所

## 4.2 四大品牌差异化定位，产品力为收入主要驱动力

四大品牌差异化定位，打造完整产品矩阵。公司功能性护肤品业务板块包括四大核心品牌：润百颜，夸迪，米蓓尔，BM 肌活。公司精准实现品牌差异化定位，各大品牌针对不同年龄、不同性别、不同肌肤护理方式，如婴幼儿、敏感肌肤、油性肌肤、熟龄肌肤等群体，分别推出各类功效指向性更强的产品。1) 润百颜：作为玻尿酸科技护肤的引领者，深耕玻尿酸核心科技，主打“HA+X”的智慧配方理念；2) 夸迪：致力于冻龄抗初老的高端院线品牌，围绕核心科技成分 5D 玻尿酸及核心技术 CT50 进行高级复配；3) 米蓓尔：年轻一代敏感肌修复的代表性品牌，受到 Z 世代用户的追捧，主要以科学搭配精准修复为核心，通过多种技术量肤定制产品；4) BM 肌活：定位“活性成分管控大师”，以年轻人群为起点，专注于“量肤定制的活性成分”和“靶向传递的管控技术”两维研发路线。目前，四大品牌已从起步期稳步过渡到规模化成长期。

表 16：四大产品矩阵

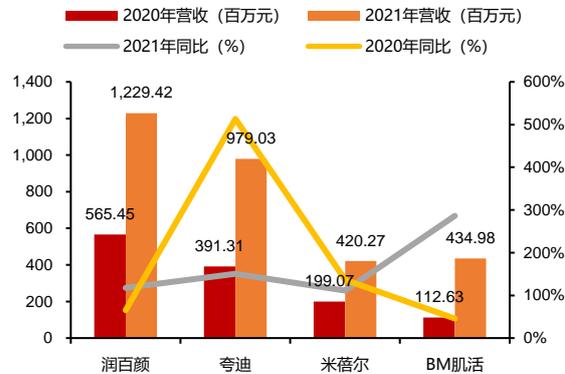
主要品牌	创立时间	品牌定位	核心成分	价格（元）	2021 销售情况	明星产品
BIOHYALUX® 润百颜®	2012	 玻尿酸第一品牌	智慧玻尿酸	200-400	营收 12.29 亿 同比+117.42%	蜂巢玻尿酸水润次抛原液 蜂巢玻尿酸紧致次抛原液 蜂巢玻尿酸净肤次抛原液 玻尿酸屏障调理次抛精华
QUADHA® 夸迪	2018	 硬核抗老大师	5D 玻尿酸、CT502	300-600	营收 9.79 亿 同比+150.19%	5D 玻尿酸焕颜精粹次抛原液 5D 玻尿酸悬油次抛精华液 5D 玻尿酸清润次抛原液 CT50 动能轻龄霜
MEDREPAIR® 米蓓尔®	2018	 针对敏感肌	玻尿酸、依克多因、二裂酵母	150-200	营收 4.20 亿 同比+111.12%	多元修护润养水“粉水” 轻龄紧致修护面膜“蓝绸带” 米蓓尔保湿舒缓水 多元玻尿酸精华水
Bb+VSCO 肌活	2018	 活性物功效护肤	糙米发酵液、其他生物活性物质	150-200	营收 4.35 亿 同比+286.21%	糙米爽肤水 虾青素肌底液“小橘瓶” 传明酸肌底液“小棕瓶” 左旋乳酸肌底液 玻尿酸肌底液
其他品牌						
     						
生活美容院线护肤品品牌   问题肌便捷护肤品品牌   功能型植物护肤品品牌   智能美业品牌   母婴玻尿酸功能个护品牌   头皮健康养护品牌						

资料来源：淘宝官方旗舰店，公司公告，公司官网，公司公众号，美通社，中国日报网，上海证券研究所

润百颜品牌跃过 10 亿量级，从原料供应商转型为功能性护肤品制造商。2021 年，公司功能性护肤品业务实现收入 33.19 亿元，同比增长 146.57%，占公司主营业务收入的 67.08%，毛利率为 78.98%，整体保持在 80%左右的水平。四大核心品牌均成功实现收入翻倍，其中润百颜实现收入 12.29 亿元，同比+117%，夸迪实现收入 9.79 亿元，同比+150%，米蓓尔实现收入 4.20 亿元，同比+111%，BM 肌活实现收入 4.35 亿元，同比+286%。根据国货品牌和海外品牌发展路径，我们认为 0~5 亿属于打造明星单品阶段，5~10 亿依赖渠道布局，10 亿以上关注重心将在品牌力打造维度，华熙生物底层科技创新力对护肤品产品力的塑造，对渠道的

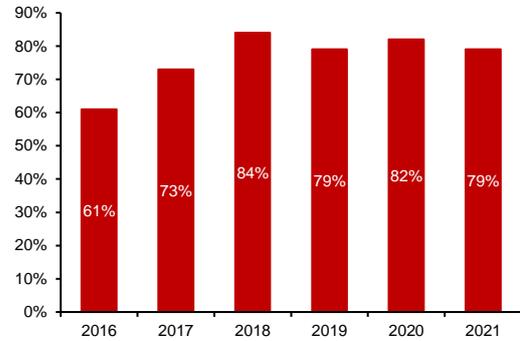
敏锐嗅觉，加速品牌力的进一步突破，未来有望形成类似国际品牌欧莱雅或雅诗兰黛的多矩阵护肤品牌格局。目前，公司发展任务由优先追求规模增长，升级到提高收入质量、改善运营效率、深挖目标用户、优化市场渠道、深化品牌根基的精细化运营阶段。

图 55 四大品牌营收及增速



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 56 功能性护肤品毛利率变化情况

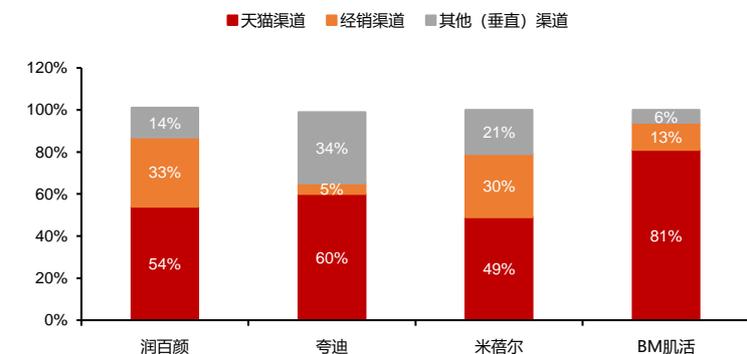


资料来源：Wind，上海证券研究所

**大单品策略打造明星产品，线上线下全渠道建设。**公司润百颜，夸迪，米蓓尔，BM 肌活均成功打造出高关注度明星产品，包括润百颜水润系列、夸迪次抛系列、BM 肌活糙米系列、米蓓尔粉水和蓝绷带面膜等产品，迅速占领市场。渠道方面看，公司经历电商-私域-线下拓展的发展历程：

**2018-2021年：**从天猫电商平台起家，乘直播社媒东风借力平台超强流量。2018年公司线上渠道发力，线上销售收入大幅增长，为2017年的4.64倍，截至2021H1四大品牌天猫渠道销售都占半壁江山，最高BM 肌活占比达到81%。2019年以来公司品牌加强直播、社媒营销，截至21H1旗下润百颜已经被近250位KOL和超150位KOC种草，另一主打品牌夸迪则实现了李佳琦背书，在此期间，积累了深厚用户和口碑。

图 57 2021H1 功能性护肤品销售渠道构成



资料来源：公司年报，上海证券研究所

2020年以来，随着客户忠诚度提升，公司自建电商团队进行私域流量运营，自播形式建立与消费者直接、深度联系，提高用户认同，进而提高复购率；为满足客户试用需求，公司加快线下

渠道开拓，润百颜、夸迪等品牌均已在线下开设实体店。未来线上线下联动，营销+渠道将持续推进品牌建设、延伸销售触点。

图 58 夸迪肌肤定制美学体验中心线下店



资料来源：夸迪肌肤定制美学体验中心微信公众号，上海证券研究所

图 59 润百颜首家线下店入驻青岛

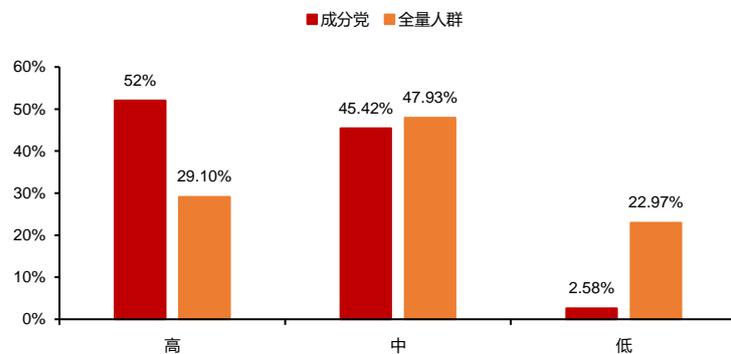


资料来源：润百颜微信公众号，上海证券研究所

#### 4.2.1 润百颜：玻尿酸科技护肤引领者

“成分党”崛起，“成分说”成为新的切入点。“成分党”崛起于疫情初期，对健康的格外关注和“口罩脸”导致的肌肤问题——敏感肌频发使得这一人群不断壮大。如今，“成分党”已经从单纯关注成分种类和浓度的，进阶到了更加追求技术和整体功效——需求更“精准”、更“挑剔”，追求高效、健康、自然和安全。根据个推大数据，95 后、女性、高消费水平群体是“成分党”的主力军，同时高知群体占比相对较高，对信息透明化要求高。巨量引擎与益普索数据显示，消费者关于护肤品成分的认知在升级——通过有效成分叠加、实现整体更好护肤效果的“鸡尾酒”式成分搭配受到欢迎。而在功能性护肤赛道，“玻尿酸”是明星成分，在 2020 年天猫平台护肤类产品的标题中，玻尿酸是出现次数最多的成分名词，与氨基酸、烟酰胺位列热门化学成分 TOP3。

图 60 2019 年成分党消费水平分布



资料来源：中国经营网，上海证券研究所

“润百颜”是公司旗下专研玻尿酸的核心品牌,主要涵盖医疗美容、功能性护肤品两大业务板块。产品端全面覆盖所有人群,用户满意度高,技术端以制药思维,开创透明质酸应用新时代。润百颜在功能性护肤品领域已拥有 20 多个产品系列,包含水乳膏霜、面膜、口红,覆盖美白、紧致、修护等多种功效系列,采用 HA+生物活肤技术与各类生物活性物质搭配,如将二裂酵母发酵产物溶胞物、3D 水杨酸、光甘草定等明星成分运用于产品中,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。润百颜覆盖人群全面,并且能为每位求美者提供精准的肌肤解决方案,得到了消费者高度认可。根据更美 2020 医美白皮书,润百颜为用户满意度最高的透明质酸品牌 TOP5,位居国产品牌第一。2021 年,润百颜“屏障调理次抛精华”新品首发,24 小时便爆卖 2352 万元,创造了天猫小黑盒国货品牌新纪录。4 年时间,润百颜走出了独特的国货科技护肤之路,营收随逐年跨越式增长,盈利能力也不断显现。从 2017 年的 3500 万元,到 2021 年营收超过 12 亿元,润百颜正式跨进功能性护肤品十亿级时代。

图 61 润百颜发布第三代水润次抛精华



资料来源:润百颜官网,上海证券研究所

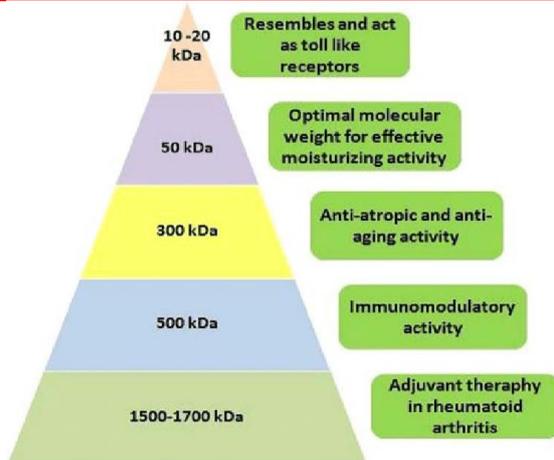
图 62 创造天猫小黑盒国货新纪录



资料来源:黑马网,上海证券研究所

两大核心技术打造润百颜底层科技产品力。不同相对分子质量的透明质酸对炎症反应、血管生长作用不同,通过透明质酸分子量精准控制技术,将不同分子量大小的透明质酸进行分类,并与多种功能性物质进行复合,助力润百颜不断推陈出新,丰富产品矩阵。BFS 无菌灌装技术常用于制药企业高风险产品的灌装上,制瓶、灌装、封口 3 种工艺过程均在 A 级风淋保护下的同一无菌环境中完成。华熙生物功能性化妆品运用的三合一 BFS 灌装技术不仅保证了透明质酸活性,提高产品质量,同时独特的次抛包装使消费者能够方便随身携带。次抛原液 1 次用后即抛的独特包装作为无菌安全、长效保活的代表,获得越来越多消费者的青睐。

图 63 不同透明质酸分子量大小的效果



资料来源: ResearchGate, 上海证券研究所

图 64 BFS 吹灌封一体化技术优势



资料来源: 夸迪京东官方旗舰店, 上海证券研究所

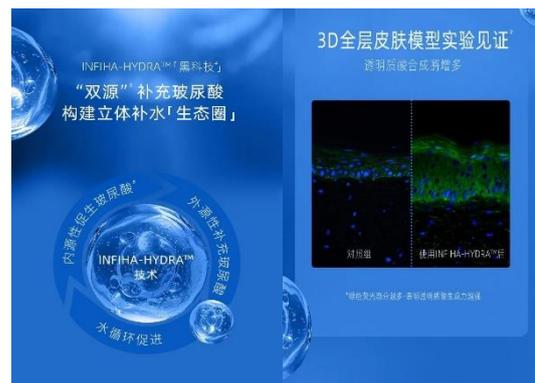
作为专研玻尿酸科技护肤的品牌, 润百颜依托公司专注玻尿酸 20 年的科研实力, 以玻尿酸为基调, 从医美产品降维至护肤品, 开创了次抛精华品类。润百颜蜂巢玻尿酸水润次抛是国内首款将主要用于眼药水生产的 BFS 无菌灌装技术用于功能性护肤品领域的产品, 开创了无防腐剂、无香精、无酒精、无色素的“次抛原液”新品类; 将用于眼药水生产的 B.F.S 三秒一体灌装技术用于功能性护肤品生产中, 更好地保证了成分的活性, 并将不同分子量大小的玻尿酸进行智慧复配, 作用于肌肤不同层级; 根据不同分子量玻尿酸的特性, 进行特殊复配, 独创 INFIHA (英菲玻尿酸) 智慧配方, 让活性成分与玻尿酸协同增效, 进一步挖掘释放玻尿酸护肤的潜能, 开启玻尿酸护肤的“智能时代”。

图 65 润百颜位居用户和医生满意度前五品牌



资料来源: 更美 2020 医美白皮书, 黑马网, 上海证券研究所

图 66 润百颜 INFIHA-HYDRA 技术



资料来源: 润百颜天猫官方旗舰店, 上海证券研究所

#### 4.2.2 夸迪: 高端抗衰抗初老, 次抛为王牌单品

“颜值经济”发展迅速, 抗衰老护肤品逐渐成为消费重点。Zion Market Research 发布的报告中显示, 全球抗衰老市场规模将在 2021 年达到 2160 亿美元, 同比增长 7.5%; 据欧睿国际数据显

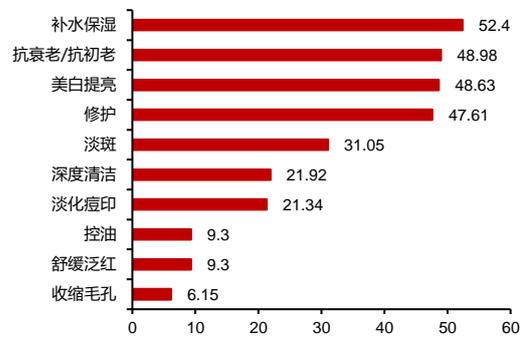
示，2020年中国抗衰老市场规模达646亿元，占据中国护肤品市场份额的28.8%，即将超越补水成为护肤品第一大品类。“成分”抗衰老引发用户关注，微热点研究院统计数据显示，近一年全网有关“抗衰老”的信息共计6000万条。可见除基础保湿护肤外，抗衰老需求超越美白，成为消费者最关注的功能性护肤需求，并且用户对“产品功效”、“成分”、“价格”和“技术”的关注度越来越高。抗衰老品类中，消费者对精华液关注度最高。微热点研究院统计显示，消费者对功效针对性较强的面部精华液品类关注度最高，以43.66的热度指数排在榜单第一位；其次，作为日常生活所需的面膜类产品也是消费者关注的重点，以23.99的热度指数排在榜单第二位。

图 67 2010-2019 年全球抗衰老市场及增速



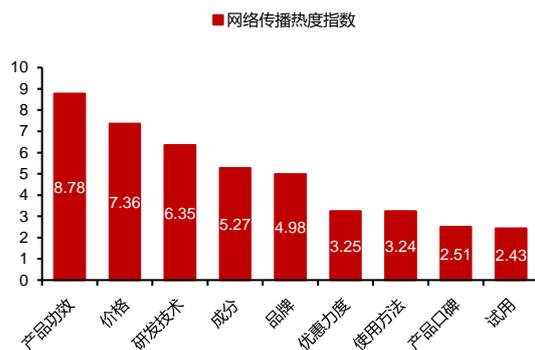
资料来源：微热点，上海证券研究所

图 68 护肤需求热度排名



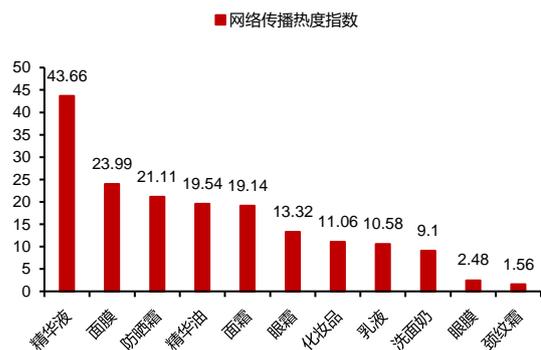
资料来源：微热点，上海证券研究所（统计时间：21年1月1日至21年7月31日）

图 69 选购抗衰老护肤品的关注点



资料来源：微热点，上海证券研究所（统计时间：21年1月1日至21年7月31日）

图 70 抗衰老护肤品类热度排名



资料来源：微热点，上海证券研究所（统计时间：21年1月1日至21年7月31日）

夸迪凝聚尖端科技，走高端抗衰老路线，塑造“冻龄·抗初老”品牌。2018年品牌初步创立，2021年夸迪营收9.79亿元，同比增长150.19%，即将突破十亿大关，新锐国货势不可挡。夸迪以颠覆市场的创新多组方，矩阵式配伍理念，奢量添加且敏感肌可

用的高功能特质，生产生物科技和高端院线为标签的功效型护肤品，目前有次抛家族、沁水喷雾、能量面霜、星品面膜、眼周养护五大系列。5D 次抛精华液为核心单品，功效定位愈发多元：战痘次抛精华液针对敏感痘肌；焕颜次抛精华液为核心大单品，针对现代熬夜肌；悬油次抛精华液在薄皮肌、干皮肌、油痘肌、熟龄肌自由切换，为“多面”选手。2021 双十一期间，夸迪首发高端护肤系列 CT50 的首款面霜，直播间秒杀 3 万瓶。产品凝聚公司尖端科技核心，5D 玻尿酸技术不仅被运用到夸迪的核心产品次抛原液上，也贯穿了洁面、面膜、爽肤水、精华、面霜、眼霜等在内的夸迪全线产品。

#### 4.2.3 米蓓尔：核心科技赋能，卡位敏感肌细分赛道

米蓓尔定位 Z 世代用户，作为华熙生物旗下针对年轻人群敏感肌护理品牌，将华熙生物众多专利科技应用到产品当中。综合运用“皮肤微生态”技术、“pH-电解质维稳”技术、“修复-调理”技术、“强韧-新生”技术等，搭配熙安颜依克多因+抗麦角硫因两大专利成分量肤定制产品，强科技背书增强竞争优势。米蓓尔产品矩阵丰富，分为屏障修护系列、轻龄紧致系列、舒缓修护系、创新系列。针对敏感肌人群全方位布局，从日常锁水保湿到特定时修复泛红皮肤等各种应用场景，打造大单品策略。有主打日常清洁紧致修护的“蓝绷带面膜”、从全面唤醒肌肤活力的“小粉水”、针对熬夜人群的“焕亮丝绒霜”、基于玻尿酸深层补水锁水的“湿敷大白水”和针对换季敏感肌泛红问题的“小蓝帽精华”等，全方位的产品矩阵、最大程度覆盖敏感肌人群使用的大部分场景，使得消费者能够一站式购齐所需产品。

表 17：米蓓尔产品矩阵

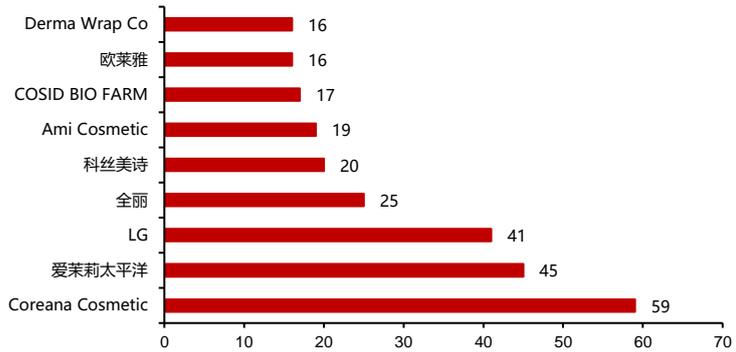
产品原名	轻龄紧致修护面膜	多元修护润养水粉水	轻龄紧致焕亮丝绒霜	多元玻尿酸精华水	小蓝帽舒缓安肤精华液
产品别名	“蓝绷带”	“小粉水”	“焕亮丝绒霜”	“大白水”	“小蓝帽精华”
产品图片					
产品专利	肌肤水活因子	依克多因提纯技术	—	Hyacross 乙酰化玻尿酸 MiniHA	肌源修红科技 Hyacross 大分子 HA 乙酰化 HA 熙敏修
核心成分	蓝铜胜肽 山毛榉紧致精华 愈创木修复精华	B12 活性益生元 传明酸 依克多因	棕榈酰五肽 烟酰胺 麦角硫因 角鲨烷	泛醇 b5 神经酰胺 II 型 小分子玻尿酸	油橄榄叶提取物 依克多因 燕麦活性成分 积雪草甙 柑橘果皮提取物
售价	138 元/110g	168 元/100ml	259 元/55g	149 元/260ml	188 元/20g

资料来源：京东官方旗舰店，上海证券研究所

#### 4.2.4 BM 肌活：活性成分管控大师

**主打活性发酵成分护肤。**区别于传统护肤品，发酵护肤品定位自然无添加，有三大优势：**1) 工艺安全、包装卫生。**生物发酵护肤品采用低温生物发酵技术，可以达到安全无损地提取全部营养物质，提高营养物质活性。采用立即灌包装，一站式密闭生产流程，从根源上拒绝化学添加剂等成分，安全放心。**2) 功效优。**发酵护肤品让本草植物的活性物质更加容易溶出，发酵能产生大量的小分子活性物，分子活性更强，有效解决肌肤问题、促进营养吸收。**3) 纯天然、不致敏。**生物发酵护肤品不添加任何香精，植物发酵的味道自然纯粹，减少致敏风险。目前国际上流行的发酵类化妆品所含的主要成分有益生菌、AHA、氨基酸（肽）和发酵抗氧化剂，这些成分将为肌肤带来不同维度的护理和功效。全球范围内各大公司发酵成分申请专利正在逐年攀升，据英敏特数据统计数据显示，2019 年韩国 Coreana Cosmetic 申请排名第一，为 59 项。国内发酵产品市场尚处萌芽阶段，BM 肌活作为国产品牌率先入局抢占国内市场。

图 71 2019 年 10 正在申请发酵成分专利企业及数量, 个



资料来源: 聚美丽, 英敏特, 上海证券研究所

表 18: 发酵产品主要成分及功效

成分	益生菌	$\alpha$ -羟基酸 (AHA)	氨基酸、肽	抗氧化剂
结构图				
功效	有助于在细菌引起炎症之前消除细菌; 向皮肤细胞发出信号, 这有助于减少粉刺的发作; 有助于重新平衡皮肤微生物种群平衡。	将皮肤细胞结合在一起, 去除皮肤表层和死皮细胞, 从而露出清新、容光焕发、更均匀的皮肤。	加强皮肤屏障、改善胶原蛋白生成和弹性的重要成分; 两种或多种氨基酸加在一起形成肽, 可以进一步提升护肤功效。	抗氧化剂可以转化为对皮肤更强的抗衰老和保护作用; 保护皮肤免受环境压力, 支持抗衰老早期迹象, 以及更高水平的增白能力。

资料来源: editorialist, 上海证券研究所

Bio-MESO 肌活品牌专研发酵功能性护肤, 借助集团强大的发酵平台技术支持, 以及品牌自身在发酵工艺上的独特设计, 创造性设计出“仿生多重发酵工艺”。通过不断发酵尝试, 从营养成分、护肤功效和使用感等多维度精选出独特 CF-37 菌种, 独创活性营养成分“糙米发酵精粹”。四大明星产品系列, 涵盖全肤质日常需求。以“「酵」醒肌肤活力”为品牌口号, 「糙米系列」针对油皮实现强韧维稳、水油双向平衡; HA 盈润系列帮助干皮立体补水、维稳修护; 主打紧致淡纹功效的 GABA (氨基丁酸) 系列以及富集多元精纯成分的精华系列。其中畅销糙米系列采用仿生多重发酵技术, 富集精纯发酵成分, 集合超能糙米发酵精粹, 具有定向控油、内源补水、糖氧双御和舒缓维稳四大核心功能。在 2021 年双十一期间位居天猫爽肤水类目行业第六, 国货第一。

表 19: BM 肌活四大核心产品

系列名称	图片	主要成分	主要功效	售价
糙米系列		糙米发酵液 依克多因 二裂酵母发酵产物	定向控油，防止油脂生成； 提升肌肤抗氧化和抗糖化能力； 舒缓刺激反应，维稳肌底环境； 内源补水。	糙米精华水 215ml: 148 元
盈润系列		多重分子量玻尿酸 Aquaxyl 乙酰壳糖胺	肌肤弹嫩盈润； 减少肌肤水分流失； 提高皮肤含水量。	小蓝棒盈润亮肤保湿精华露 100ml: 129 元
GABA 系列		氨基丁酸 (GABA) 麦角硫因 Tarcoll HA A 醇衍生物	淡化细纹，平滑肌理； 充盈肌底，弹润紧实； 立体补水，深度保湿。	紧致塑颜精华霜 50g: 219 元
功效精华系列		虾青素 左旋乳酸 水杨酸 糙米	根据成分不同功效不同，有均匀肤色、控油抑痘、补水保湿等功效。	虾青素肌底精华原液 30ml: 148 元

资料来源：京东官方旗舰店，上海证券研究所

### 4.3 渠道洞察力敏锐，高效率运营营销打造品牌声量

线上营销社交化，线下线上协同为品牌营销加码。线上方面，润百颜走在其他品牌前列——重视营销社交化，以与消费者产生强烈情感共振，击中目标消费者的需求痛点，从而提高润百颜的品牌曝光度和用户粘性，进而推动线上线下合力带货种草。从之前的网站平台直播，到现在的短视频直播。润百颜也成功抓住了直播红利，以直播快速打响品牌知名度，为品牌造势。线下方面，润百颜先后入驻了全国 833 家屈臣氏。2021 年 10 月，润百颜开出了第一家线下专柜及首家购物中心概念店，后来陆续 11 家线下店落成。线上线下配合，大大增强品牌营销种草能力，增强了消费者的体验感。线上线下协同。

**营销端：流量驱动，打造自有 IP 达人。**润百颜围绕品牌价值主张“因爱专注”的主题讨论，“给热爱一支小红花”话题登上微博热搜，相关短片引发广泛共情、激起全网讨论，截至 22 年 6 月，相关话题阅读量超 3.6 亿次，话题讨论数突破 4.6 万，与此同时，润百颜与 9 家国货强牌的联合互动，话题热度推向高潮。夸迪从一开始的用户私域深度运营，到深度合作超头主播，平台发展达人矩阵和扶植自有主播，销量和品牌影响力稳步提升，2022 年

“618”天猫平台开售仅 90 分钟，预售金额就破亿，“枝繁繁”作为夸迪产品总监，开设直播账号。米蓓尔策划的主题直播节目《拜托啦医生》中，邀请了 7 位皮肤科专家做客米蓓尔直播间，针对敏感肌问题进行专业的科普和解答，加深消费者对品牌“敏感肌专家”的心智定位。BM 肌活天猫旗舰店 22 年 618 首日内预售订单金额同比增长 280%，GMV 同比去年增长 130%

图 72 四大功能性护肤品牌多方位营销

<p><b>BIOHYALUX® 润百颜®</b></p>  <p>“因爱专注”相关宣传短片</p> <p>联合9大国货品牌推出态度海报</p>	<p><b>QUADHA® 夸迪</b></p>  <p>夸迪5D玻尿酸核心技术</p> <p>夸迪22年618预售战绩</p>
<p><b>MEDREPAIR® 米蓓尔</b></p>  <p>米蓓尔参与2019 WCD 世界皮肤病学大会及展览</p> <p>策划直播活动《拜托啦医生!》</p>	<p><b>Bo-MESO 肌活</b></p>  <p>积活青春「酵」醒底气活动</p> <p>积活青春特别版糙米精华水</p>

资料来源：化妆品报，夸迪官方旗舰店，米蓓尔官方微信号，青眼，化妆品观察，中国妇女报微博，金融界上海证券研究所

## 5 功能性食品：蓝海市场前景广阔，抢先入局新赛道

国内食品市场呈现健康化升级趋势，功能性食品市场发展潜力大。据中商产业研究院数据，2016年至2021年我国功能性食品行业市场规模不断扩大，从 1370 亿元增长至 1961 亿元，未来发展态势有望持续。同时，在消费额上，我国的人均功能性食品和医疗服务消费额不足美国人均消费额的 1/10，不足中国香港的 1/3，而在渗透率上，我国功能性食品在各年龄段的渗透率尚未达到各项数据的 1/2，说明当前我国功能性食品行业市场远未饱和，随着颜值经济的崛起以及国民自身健康关注度不断提升，功能性食品

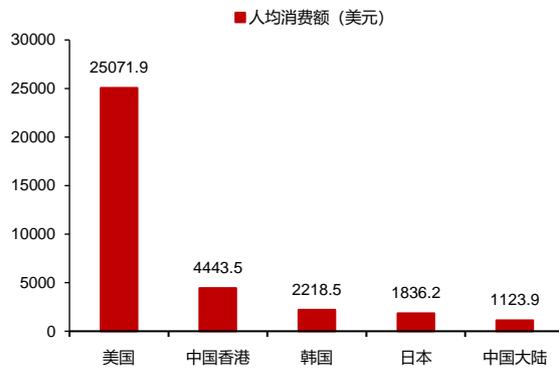
的渗透率及消费力度在未来都有望大幅提升。巨大的空白市场和  
发展空间为公司的功能性食品业务提供了前所未有的发展机遇。

图 73 2016-2022 年中国功能性食品市场规模及预测



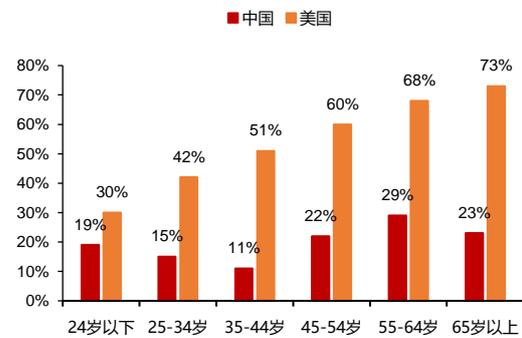
资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

图 74 2021 年人均功能性食品和医疗健康消费额



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 75 2019 年功能性食品中美各年龄段渗透率，%



资料来源：前瞻产业研究，上海证券研究所

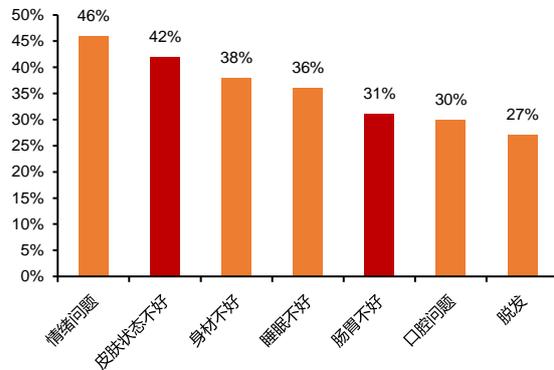
多项利好政策出台，口服美容消费意识觉醒。随着国家卫健委在 2021 年 1 月批准透明质酸作为新型食品原料，透明质酸的使用范围开始从单一保健品拓展至普通食品。新成分的应用从限制到开放，促进了口服美容液终端市场的进一步开放。与此同时，饱受健康问题困扰的消费者开始关注食品和饮料在保持健康，抗衰老方面的作用，根据天猫新品创新中心发布的《2020 功能零食创新趋势》的数据显示，18-29 岁年龄段的消费群体已经成为了功能性食品的消费主要群体，客群占比已经达到了 45%，随着 Z 世代逐渐成为中国消费主力群体，功能性食品的市场规模有望获得进一步拓展。

表 20：口服玻尿酸相关政策

政策名称/重要会议	颁布主体	颁布日期	政策要点
《关于蝉花子实体(人工培植)等 15 种“三新食品”的公告》	国家卫健委	2021/1	批准透明质酸钠(玻尿酸)作为新食品原料,可应用普通食品包括乳及乳制品、饮料/酒类、糖果、巧克力制品(包括代可可脂巧克力及制品)等
《保健食品原料目录与保健功能目录管理办法》	国家市场监督管理总局	2019/8	规定了允许保健食品声称的保健功能范围,原料目录界定了注册与备案的通道,纳入原料目录的,可直接备案;对已经纳入目录的原料和保健功能,设置了再评价和退出机制
《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	国务院	2019/5	实施保健食品行业专项清理整治行动,全面开展严厉打击保健食品欺诈和虚假宣传、虚假广告等违法犯罪行为,大力整治保健食品市场秩序
《关于开展联合整治“保健”市场乱象百日行动的通知》	国家市场监督管理总局、工信部、公安部、卫健委等 13 个部门	2019/1	加大对保健市场重点行业、重点领域、重点行为的事中事后监管力度,依法严厉打击制售假冒伪劣产品的各类违法行为
《中华人民共和国电子商务法》	国务院	2018/11	宣布自 2019 年起延续实施跨境电商零售进口现行监管政策,对跨境电商零售进口商品不执行首次进口许可批件、

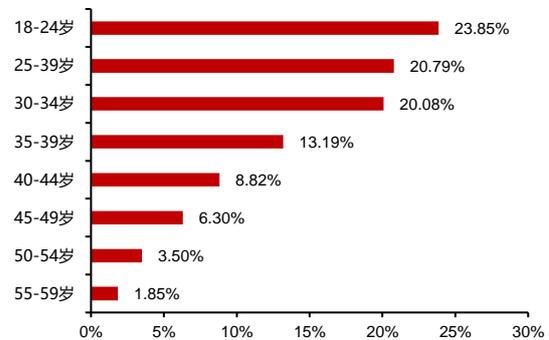
资料来源：国务院，卫健委，国家市场监督管理总局，头豹研究院，上海证券研究所

图 76 2019 年我国中国国民健康困扰占比，%



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

图 77 功能零食主客群年龄结构，%



资料来源：天猫新品创新中心，上海证券研究所

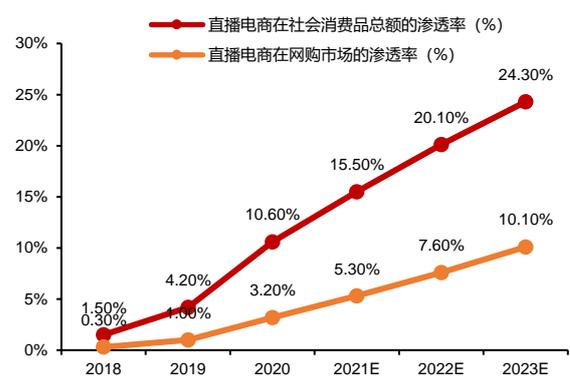
直播电商步入万亿级市场，功能性食品遇新渠道机遇。随着抖音、快手等平台的快速发展，线上销售迎来新驱动力，根据艾瑞咨询，2020 年中国直播电商规模达 1.2 万亿元，年增长率为 197.0%，预计 2023 年中国直播电商规模将超过 4.9 亿元，直播将成为电商市场常态化的营销方式和销售渠道。同时，直播电商在网购市场中的渗透率逐年增加，预计 2023 年可以到达 10.1%。电商达人凭借其优质内容触达用户，辅以具有感染力的宣传，能够有效促进营销转化率。

图 78 2018-2023 年中国直播电商市场规模和增速



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 79 2018-2023 年中国直播电商市场渗透率



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

**把握蓝海市场机遇，开启食品级透明质酸食品新篇章。**公司长期以来致力于将食品级透明质酸原料（HAPLEX）应用于国内普通食品。着力研究当下消费趋势，重点围绕透明质酸饮品、口服美容食品、口服助眠食品系列，针对功能型饮品等领域开发了不同类型的生物活性物原料。公司推出了三大品牌，包括玻尿酸水产品“水肌泉”，透明质酸食品品牌“黑零”和透明质酸果饮品品牌“休想角落”，品牌格局初步打开，功能性食品业务获得良好开端。

表 21：公司旗下功能性食品矩阵

创立时间	2021 年	2021 年	2021 年
产品特点	食品级玻尿酸,极简的产品配方	搭建糖果、饮品、功能零食三大体系	关注睡眠健康,全面放松身心
代表产品	水肌泉玻尿酸水	透明质酸钠白芸豆压片糖果	玻尿酸无醇水果酒
产品图			

资料来源：公司年报，公司官网，天猫官方旗舰店，上海证券研究所

“水肌泉”系列产品在 2021 年推出，主打适合日常生活的玻尿酸饮用水，致力于让人们在喝水的同时就可以补充玻尿酸。黑零玻尿酸食品品牌在 2021 年 1 月推出，致力于通过专利口服玻尿酸技术协同胶原蛋白，充分满足了年轻消费者追求皮肤内外兼修的健康诉求，目前已经推出了 15 个 SKU。休想角落系列产品于 2021 年 8 月推出，主打关心情绪和健康关系，通过将人体情绪维他命“GABA”和“玻尿酸”添加入美味饮品中，为消费者带来全方位放松体验。同时，华熙生物正在积极研发针对熬夜人群健康问题的 2.0 系列多款新品，预计将于 2022 年陆续上市。

请务必阅读尾页重要声明

## 6 盈利预测&投资建议

### 6.1 盈利预测

**1) 原料业务:** 公司玻尿酸原料市占率全球第一, 收入增长稳健, 20 年收购东营佛思特, 扩大产能布局。21 年中下旬天津产业园正式投产, 22 年 12 月底海南华熙生物科技产业园有望实现试投产, 有望进一步提高产能布局和扩大业务范围; 22 年公司计划在东营佛思特厂区开工建设无菌 HA 生产线, 深化公司市场竞争能力, 预计未来化妆品级和食品级原料需求强劲, 可推动原料业务的持续提升。预计 2022-2024 年公司原料业务营收分别为 10.87、12.94、15.48 亿元, 同比分别为 20.11%、19.06%、19.61%, 毛利率维持在 69%左右。

**2) 医疗终端产品业务:** 医美方面, 医美市场行业景气度高, 发展空间大。公司润致娃娃针、御龄双子针填补市场空白, 产品优势突出, 处于重点推广和增长阶段, 公司产品合规化顺应政策趋势, 医美产品有望在未来几年持续放量; 严肃医疗方面, 老龄化推动骨科、眼科产品市场增长, 公司收购益而康进军胶原蛋白赛道, 协同推动医疗领域布局, 有望打开活性生物材料全产业链新成长空间, 预计 2022-2024 年医疗终端业务营收分别为 8.30、9.97、11.88 亿元, 同比分别为 18.51%、20.22%、19.17%; 未来三年毛利率水平维持较在 81.5%左右。

**3) 功能性护肤品业务:** 国潮兴起背景下, 国产功能性护肤品迎来良好发展势头。公司护肤品产品矩阵完善、产品力及差异化优势显著, 大单品核心逻辑已初现, 旗下四大化妆品品牌品牌力逐形成并辐射多品类增长, 未来营收有望保持较快增速, 预计 2022 - 2024 年营业收入分别为 49.05、66.82、87.31 亿元, 同比分别为 47.77%、36.24%、30.66%; 毛利率维持在 78%左右水平。

**4) 功能性食品业务:** 国内功能性食品仍处于发展初期, 未来透明质酸食品业务空间广阔, 2021 年是公司功能性食品业务的发展元年, 目前已推出三个品牌覆盖食品、饮品两种类别, 品牌格局初步打开, 功能性食品业务获得良好开端, 依靠原料业务优势基础, 预计 2022-2024 年营业收入分别为 0.22、0.35、0.52 亿元, 同比分别为 60%、55.35%、48.23%, 毛利率水平预计维持在 75%左右。

表 22：公司营业收入与毛利率预测（单位：百万元，%）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	1,885.57	2,632.73	4,947.77	6,855.78	9,017.99	11,527.24
营收 YOY	49.28%	39.63%	87.93%	38.56%	31.54%	27.82%
归母净利润	585.61	645.84	782.33	1036.19	1342.56	1709.62
归母 YOY	38.20%	10.30%	21.13%	32.45%	29.57%	27.34%
毛利率	79.66%	81.41%	78.07%	77.80%	77.71%	77.60%
<b>原料业务</b>						
营收	760.85	703.43	904.78	1086.76	1293.86	1547.60
YOY	16.81%	-7.55%	28.62%	20.11%	19.06%	19.61%
毛利率	76.12%	78.09%	72.19%	70.55%	69.77%	69.29%
<b>医疗终端产品业务</b>						
凝胶类产品营收	488.88	575.87	699.94	829.52	997.24	1188.44
YOY	56.34%	17.79%	21.54%	18.51%	20.22%	19.17%
毛利率	86.67%	84.55%	82.05%	82.18%	81.79%	81.47%
<b>功能性护肤品业务</b>						
营业收入	634.39	1346.14	3319.22	4904.96	6682.32	8730.79
YOY	118.53%	112.19%	146.57%	47.77%	36.24%	30.66%
毛利率	77.82%	81.89%	78.98%	78.73%	78.68%	78.58%
<b>功能性食品业务</b>						
营业收入	—	—	14.00	22.40	34.80	51.58
YOY	—	—	—	60.00%	55.35%	48.23%
毛利率	—	—	75.00%	74.38%	74.88%	75.48%
<b>其他业务</b>						
营业收入	1.45	7.30	23.84	12.14	9.78	8.82
YOY	-83.43%	402.16%	226.65%	-49.07%	-19.47%	-9.76%
毛利率	57.90%	57.67%	57.13%	56.72%	56.61%	56.89%

资料来源：Wind，上海证券研究所

## 6.2 投资建议

首次覆盖，“买入”评级。华熙生物由透明质酸全产业链龙头向拥有更广泛生物活性材料的生物科技平台型企业迈进，公司在长期可持续发展的基础上，追求品牌建设与新业务布局，以提高生命质量与延长生命长度为目标，由“三驾马车”到“四轮驱动”。原料端（B2B），药械端（B2B，骨科、眼科、皮肤科），功能性护肤品，功能性食品（B2C）在深度、高度、广度上不断纵深式发展。玻尿酸原料基本盘稳步增长；医疗终端业务多点开花，重点布局“三械”资质壁垒、高频次、高普适的水光针类产品；功能性护肤品业务为收入引擎，品牌力驱动单品持续放量，产品细分差异化定位覆盖各类目标消费人群，功能性食品业务伴随市场需求打开及深化消费者教育有望打开新成长曲线。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 68.56、90.18、115.27 亿元；归母净利润分别为 10.36、13.43、17.10 亿元，对应 EPS 为 2.15、2.79、

3.55 元/股，对应 PE 为 65.46、50.52、39.67 倍。

**表 23：分板块可比公司估值对比**

板块	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
原料	科思股份	63.97	37.78	1.18	1.32	1.68	2.01	53.67	28.59	22.55	18.81
	鲁商发展	93.65	9.28	0.36	0.55	0.71	0.89	36.95	16.75	13.05	10.40
	<b>平均</b>	<b>78.81</b>	<b>23.53</b>	<b>0.77</b>	<b>0.94</b>	<b>1.20</b>	<b>1.45</b>	<b>45.31</b>	<b>22.67</b>	<b>17.80</b>	<b>14.61</b>
医疗终端	爱美客	1265.71	585.00	4.43	6.77	9.81	13.48	121.10	86.36	59.60	43.39
	昊海生科	149.746	99.18	2.00	2.91	3.53	4.20	62.84	34.08	28.08	23.58
	<b>平均</b>	<b>707.73</b>	<b>342.09</b>	<b>3.22</b>	<b>4.84</b>	<b>6.67</b>	<b>8.84</b>	<b>91.97</b>	<b>60.22</b>	<b>43.84</b>	<b>33.49</b>
功能性护肤品	贝泰妮	943.91	222.83	2.04	2.84	3.82	5.02	94.39	78.51	58.29	44.38
	珀莱雅	450.40	160.05	2.87	2.63	3.32	4.15	72.68	60.96	48.27	38.59
	<b>平均</b>	<b>697.16</b>	<b>191.44</b>	<b>2.46</b>	<b>2.74</b>	<b>3.57</b>	<b>4.59</b>	<b>83.54</b>	<b>69.74</b>	<b>53.28</b>	<b>41.49</b>
功能性食品	汤臣倍健	359.28	21.13	1.03	1.20	1.44	1.73	26.14	17.52	14.58	12.14
	仙乐健康	49.58	27.52	1.29	1.56	1.93	2.17	32.41	17.65	14.28	12.66
	<b>平均</b>	<b>204.43</b>	<b>24.33</b>	<b>1.16</b>	<b>1.38</b>	<b>1.69</b>	<b>1.95</b>	<b>29.28</b>	<b>17.59</b>	<b>14.43</b>	<b>12.40</b>
标的	华熙生物	678.28	140.99	1.63	2.15	2.79	3.55	95.28	65.46	50.52	39.67

资料来源：Wind，上海证券研究所（收盘时间：2022 年 6 月 27 日；除华熙生物来自估值模型，其他可比公司均来自 Wind 一致预测）

## 7 风险提示：

- 1) 竞争加剧风险：**医美、医疗、功能性护肤品等领域市场前景佳，进入者不断增加且均存在一定研发、渠道等方面实力，赛道拥挤，竞争加剧。
- 2) 化妆品新品推广不及预期风险：**行业竞争持续加剧、多方位变革，公司功能性护肤品业务为主要收入来源，若新品推广不及预期则将带来较大压力。
- 3) 新产品替代风险：**公司主要产品为透明质酸原料及相关终端产品。如果未来出现更为先进的、成本低廉或具有优势的革新原料或产品，公司核心产品存在被新产品替代、淘汰的风险。
- 4) 核心技术人员流失的风险：**核心技术人员是公司核心竞争力的

重要组成部分，如果对于核心技术人员的激励机制有效执行，将导致公司核心技术人员流失，将会对公司的经营、研发产生不利影响。

- 5) **行业监管趋严风险：**目前行业新规不断，医美行业监管趋严，将对产品供应商提出更高的要求，公司新品若不能顺应合规化趋势，则将面临无法进入市场的风险。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1807	1538	2485	3650
应收票据及应收账款	401	562	655	772
存货	709	1067	1380	1665
其他流动资产	1067	1142	1182	1252
流动资产合计	3984	4310	5702	7340
长期股权投资	19	21	22	24
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1609	2006	2414	2785
在建工程	517	599	680	731
无形资产	467	538	594	653
其他非流动资产	907	963	1027	1096
非流动资产合计	3520	4127	4738	5289
<b>资产总计</b>	<b>7504</b>	<b>8437</b>	<b>10441</b>	<b>12629</b>
短期借款	0	-4	-10	-18
应付票据及应付账款	691	519	922	1084
合同负债	51	78	105	129
其他流动负债	659	946	1190	1501
流动负债合计	1401	1538	2207	2696
长期借款	144	144	144	144
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	257	257	257	257
非流动负债合计	401	401	401	401
<b>负债合计</b>	<b>1801</b>	<b>1939</b>	<b>2608</b>	<b>3097</b>
股本	480	480	480	480
资本公积	3569	3569	3569	3569
留存收益	1674	2474	3817	5526
归属母公司股东权益	5699	6499	7842	9552
少数股东权益	3	-2	-9	-20
<b>股东权益合计</b>	<b>5702</b>	<b>6498</b>	<b>7833</b>	<b>9532</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7504</b>	<b>8437</b>	<b>10441</b>	<b>12629</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>1276</b>	<b>834</b>	<b>1888</b>	<b>2120</b>
净利润	776	1031	1335	1699
折旧摊销	161	269	341	415
营运资金变动	473	-452	229	25
其他	-134	-15	-17	-19
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-990</b>	<b>-862</b>	<b>-936</b>	<b>-946</b>
资本支出	-784	-888	-966	-979
投资变动	-140	-2	-2	-2
其他	-66	27	32	35
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-71</b>	<b>-240</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>
债权融资	158	-4	-6	-8
股权融资	10	0	0	0
其他	-239	-236	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>195</b>	<b>-268</b>	<b>946</b>	<b>1165</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>4948</b>	<b>6856</b>	<b>9018</b>	<b>11527</b>
营业成本	1085	1522	2011	2582
营业税金及附加	58	95	122	157
销售费用	2436	3291	4347	5545
管理费用	303	466	609	767
研发费用	284	398	523	674
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	-30	0	0	0
投资收益	21	27	32	35
公允价值变动损益	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>906</b>	<b>1215</b>	<b>1565</b>	<b>1988</b>
营业外收支净额	-15	-13	-15	-15
<b>利润总额</b>	<b>890</b>	<b>1202</b>	<b>1551</b>	<b>1972</b>
所得税	115	171	216	273
净利润	776	1031	1335	1699
少数股东损益	-7	-5	-8	-10
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>782</b>	<b>1036</b>	<b>1343</b>	<b>1710</b>

**主要指标**

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	78.1%	77.8%	77.7%	77.6%
净利率	15.8%	15.1%	14.9%	14.8%
净资产收益率	13.7%	15.9%	17.1%	17.9%
资产回报率	10.4%	12.3%	12.9%	13.5%
投资回报率	12.7%	15.0%	16.3%	17.1%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	87.9%	38.6%	31.5%	27.8%
EBIT 增长率	22.0%	35.4%	29.2%	27.3%
归母净利润增长率	21.1%	32.4%	29.6%	27.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.63	2.15	2.79	3.55
每股净资产	11.87	13.51	16.30	19.85
每股经营现金流	2.66	1.73	3.92	4.41
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.66	0.81	0.86	0.91
应收账款周转率	12.47	12.34	13.94	15.13
存货周转率	1.53	1.43	1.46	1.55
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	24.0%	23.0%	25.0%	24.5%
流动比率	2.84	2.80	2.58	2.72
速动比率	2.20	1.96	1.84	1.99
<b>估值指标</b>				
P/E	95.28	65.46	50.52	39.67
P/B	13.08	10.44	8.65	7.10
EV/EBITDA	70.35	45.72	35.01	27.22

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。