

2022年11月07日

证券研究报告·公司研究报告

华熙生物 (688363) 美容护理

买入 (首次)

当前价: 109.46元

目标价: 154.00元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 四大业务协同发展，合成生物技术布局新赛道

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) **透明质酸行业龙头。** 公司是世界最大的透明质酸原料供应商，2021年占据全球透明质酸原料供应44%的市场份额，而全球透明质酸原料市场规模预计在未来五年保持12.3%的复合增速，作为龙头供应商将充分受益。2) **全产业链布局。** 公司以透明质酸原料业务为基石，发展出了功能性护肤品、医疗终端产品、食品等各品类下游终端产品条线，产品矩阵逐步完善，多点开花支撑营收增长，抗风险能力强。3) **合成生物技术开辟全新赛道。** 公司大力发展合成生物技术，已正式切入胶原蛋白赛道，有望将胶原蛋白发展为透明质酸之后第二大战略性布局。
- **全球最大透明质酸供应商，龙头地位稳固。** 据弗若斯特沙利文预测，全球透明质酸原料市场未来五年将保持12.3%的复合增速，至2026年达到1285吨，而公司是全球最大的透明质酸原料供应商，2021年占据全球44%的市场份额，将充分受益市场规模的高速增长。另外，公司具备一流的研发实力，覆盖医药级、化妆品级、食品级全品类原料供应，终端产品市场的兴盛将同样带动公司原料业务维持稳定增速，优势壁垒十分稳固。
- **从原料到终端全链条布局，护肤品业务异军突起。** 以透明质酸原料业务为基石，公司逐步向下游终端产品拓展，已完成原料、功能性护肤品、医疗终端、食品业务四轮驱动的全产业链布局。其中功能性护肤品发展势头强劲，自2018年2.9亿元增长至2021年33.2亿元，CAGR达到125.4%，已成为公司主要营收贡献来源。随着国内化妆品市场的稳定增长与国货的加速替代，护肤品业务有望为公司带来持续的营收业绩增量。
- **合成生物技术拓展全新赛道，有望打造下一个“透明质酸”。** 公司将合成生物技术作为未来重点发展方向。受政策和需求两方面促进，叠加公司持续加大的研发力度，合成生物技术将成为公司重要的战略布局。目前公司已切入胶原蛋白赛道，实现了产品落地，未来有望将胶原蛋白打造成为公司下一个战略性生物活性物，在透明质酸作为稳定增长的核心支柱之外，为公司带来新的营收增长曲线，走出下一个“透明质酸”成功之路。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为2.09元、2.80元、3.61元，对应PE分别为52倍、39倍、30倍。考虑到公司透明质酸供应商龙头地位稳固、优势壁垒高，合成生物技术有望开辟全新赛道，给予公司2023年55倍估值，对应目标价154元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 消费复苏不及预期、行业竞争加剧、新品推出不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4947.77	6914.70	9103.75	11403.57
增长率	87.93%	39.75%	31.66%	25.26%
归属母公司净利润(百万元)	782.33	1006.40	1346.30	1734.90
增长率	21.13%	28.64%	33.77%	28.86%
每股收益EPS(元)	1.63	2.09	2.80	3.61
净资产收益率ROE	13.60%	15.19%	17.33%	18.79%
PE	67	52	39	30
PB	9.24	8.01	6.82	5.73

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

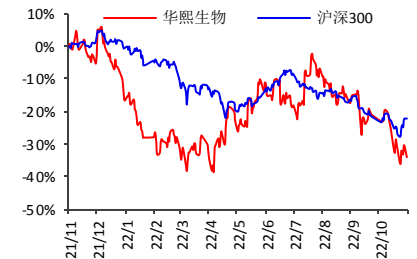
邮箱: gmh@swsc.com.cn

联系人: 谭陈渝

电话: 17782333081

邮箱: tchy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.81
流通A股(亿股)	1.98
52周内股价区间(元)	100.61-180.20
总市值(亿元)	526.60
总资产(亿元)	79.06
每股净资产(元)	13.09

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 从原料走向终端的透明质酸龙头</b> .....	<b>1</b>
1.1 原材料业务起家，逐步覆盖全产业链.....	1
1.2 两大核心技术平台，研发中心分布全球.....	4
1.3 股权结构稳定，股权激励彰显信心.....	5
<b>2 四轮驱动：四大主营业务布局全产业链</b> .....	<b>6</b>
2.1 原料业务：核心板块，奠定公司深度.....	6
2.2 功能性护肤品业务：营收贡献主力，延伸公司广度.....	11
2.3 医疗终端业务：前沿科技优势，提升公司高度.....	16
2.4 食品及新应用业务：蓝海市场兴起，给予未来无限可能.....	20
<b>3 发展方向：不止透明质酸，合成生物技术合成万物</b> .....	<b>21</b>
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>24</b>
4.1 盈利预测.....	24
4.2 相对估值.....	24
<b>5 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 公司营业收入及增速.....	2
图 3: 公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 公司四大主营业务.....	2
图 5: 公司各业务营收占比.....	3
图 6: 公司各业务毛利率.....	3
图 7: 公司费用率.....	3
图 8: 公司销售费用拆分 (亿元).....	3
图 9: 可比公司研发费用 (亿元) & 研发费用率.....	4
图 10: 公司研发人员数量及增速.....	4
图 11: 两大技术平台.....	4
图 12: 公司在全球各地设立实验室.....	5
图 13: 公司股权结构.....	5
图 14: 透明质酸在人体中的分布.....	7
图 15: 透明质酸及其衍生物的应用.....	7
图 16: 全球透明质酸原料市场规模&预测 (吨).....	7
图 17: 2021 年透明质酸原料市场竞争格局.....	7
图 18: 原料业务营业收入及增速&占比.....	8
图 19: 2021 年原料业务分品类营收占比.....	8
图 20: 微生物发酵技术.....	9
图 21: “梯度 3D 交联”技术.....	9
图 22: 各品级原料毛利率.....	9
图 23: 2018 年国际原料价格 (美元/千克).....	9
图 24: 化妆品领域原料产品 (新型透明质酸).....	10
图 25: 化妆品领域原料产品 (发酵平台产品).....	10
图 26: 食品领域和新应用领域原料产品.....	11
图 27: 全球化妆品市场规模.....	12
图 28: 中国化妆品市场规模及预测.....	12
图 29: 我国皮肤学级产品市场规模及增速.....	12
图 30: 消费者购买护肤品主要关注点.....	12
图 31: 功能性护肤品营业收入及增速.....	14
图 32: 护肤品业务分品牌营收 (亿元).....	14
图 33: 次抛原液销量 (万支).....	14
图 34: 2021 年 11 月润百颜年销售额首破 10 亿.....	14
图 35: 润百颜故宫口红系列.....	15
图 36: 润百颜哆啦 A 梦限定系列.....	15
图 37: 润百颜故宫口红系列.....	15
图 38: 润百颜哆啦 A 梦限定系列.....	15
图 39: 我国透明质酸医疗终端产品市场 (亿元).....	16

图 40: 我国医美市场规模及增速 .....	16
图 41: 我国透明质酸皮肤注射市场规模及预测 .....	16
图 42: 2021 年注射类医美产品占比 .....	16
图 43: 2021 年医美项目下单人数占比 .....	17
图 44: 2021 年医美项目消费规模占比 .....	17
图 45: 公司医疗终端业务营收及增速 .....	17
图 46: 医疗终端分业务营收 (亿元) .....	17
图 47: 润致线下品牌展厅 .....	19
图 48: 全球玻尿酸食品市场规模及预测 .....	20
图 49: 日本上市玻尿酸食品 .....	20
图 50: “黑零”产品示意图 .....	20
图 51: “水肌泉”产品示意图 .....	20
图 52: 人工细胞技术原理 .....	21
图 53: 细胞工厂示意图 .....	21
图 54: 六大研发平台 .....	22
图 55: 公司发布胶原蛋白产品 .....	23

## 表 目 录

表 1: 公司股权激励考核目标 .....	6
表 2: 公司核心技术 .....	8
表 3: 收购标的情况 .....	10
表 4: 医药级原料产品 .....	10
表 5: 生物活性物质作用和产品 .....	11
表 6: 旗下功能性护肤品四大品牌 .....	13
表 7: 公司主要医美类终端产品 .....	18
表 8: 医药类终端产品 .....	19
表 9: 2021 年合作项目 .....	22
表 10: 2021 年承担的省部级以上项目 .....	23
表 11: 分业务收入及毛利率 .....	24
表 12: 可比公司估值 .....	25
附表: 财务预测与估值 .....	26

# 1 从原料走向终端的透明质酸龙头

## 1.1 原材料业务起家，逐步覆盖全产业链

专注透明质酸二十余年，成就行业龙头。华熙生物成立于 2000 年，前身系中外合资经营企业山东福瑞达，于 2019 年完成股改变更为股份有限公司，同年在科创板挂牌上市。公司自成立以来专注于透明质酸的研发和生产，作为全球透明质酸行业领军企业，拥有先进的提炼技术和领先的研发实力，从透明质酸原料供应厂商逐渐发展为布局全产业链的行业龙头。

图 1：公司发展历史

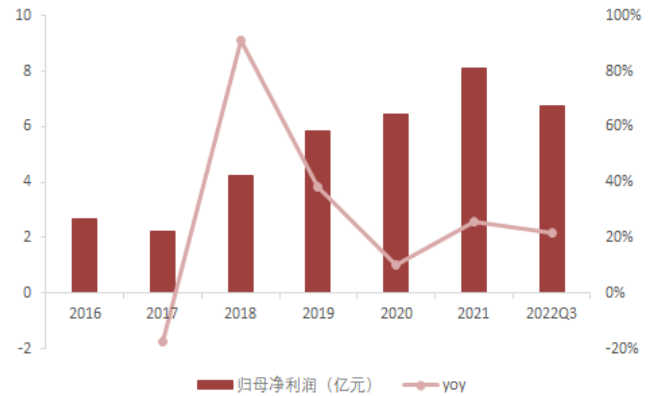


数据来源：公司官网，西南证券整理

**营收高速增长，业绩边际改善。**近年来公司营收从 2016 年 12.6 亿元提升至 2021 年 87.9 亿元，5 年 CAGR 达到 47.4%；归母净利润从 2016 年 2.7 亿元提升至 2021 年 7.8 亿元，5 年 CAGR 达到 23.8%。2017 年公司收购法国 Revitacare 公司，在先进技术和产品组合方面都得到了扩充和延展，次年营收和利润均大幅提升；2019-2020 年受新冠疫情影响增速有所回落，2021 年得到显著改善，营收同比增长 87.9%，利润同比增长 21%。

**图 2：公司营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 3：公司归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

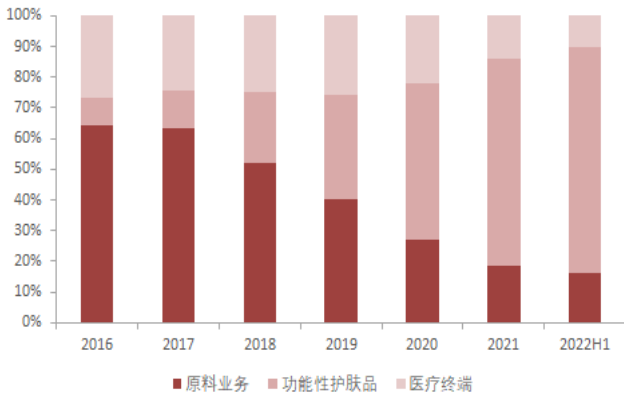
**透明质酸从原料到终端的全产业链布局。**公司深耕透明质酸领域 20 余年，已从单纯的原料供应厂商转型升级为全产业链布局的行业龙头。从公司 2022 年半年报来看，除透明质酸原料业务(15.7%)外，下游终端已布局功能性护肤品业务(72.5%)、医疗终端业务(10.2%)和功能性食品业务(1.6%)。目前功能性护肤品业务占比过半，并且保持逐年稳定提升，将会是公司收入增长主要驱动力。

**图 4：公司四大主营业务**

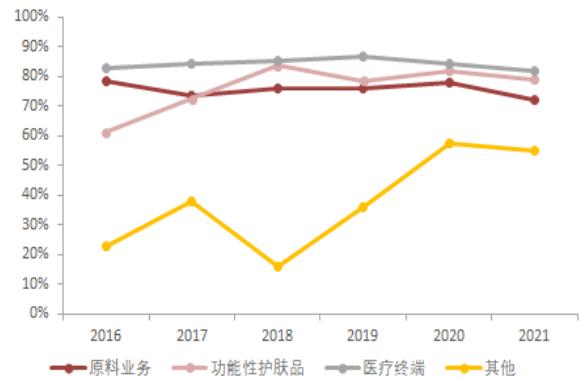

数据来源：公司公告，西南证券整理

**功能性护肤品业务营收持续高增，占比逐年扩大。**公司借助自身领先的研发实力以及行业龙头优势，将业务向下游终端市场拓展，尤其是功能性护肤品业务已经超过原料业务成为公司占比最大的营收支柱业务，旗下品牌能够覆盖高中低三个档次的市场需求，有望进一步提高细分赛道产品集中度，扩大自身龙头优势。功能性护肤品营收占比从 2016 年 8.7% 提升至 2022H1 的 72.5%，而原料业务占比从 62.4% 下降至 15.7%，公司业务结构已从原料为主转型至终端护肤品为主。

**透明质酸全产业链毛利率维持高位。**公司从透明质酸原料到终端产品，包括功能性护肤品和医疗器械，全链条业务都保持着较高毛利率水平。相较来说，终端产品毛利率要高于原料产品，其中医疗终端业务毛利率最高，2021 年毛利率为 82.1%，功能性护肤品次之，为 79%，原料产品业务毛利率为 72.2%。

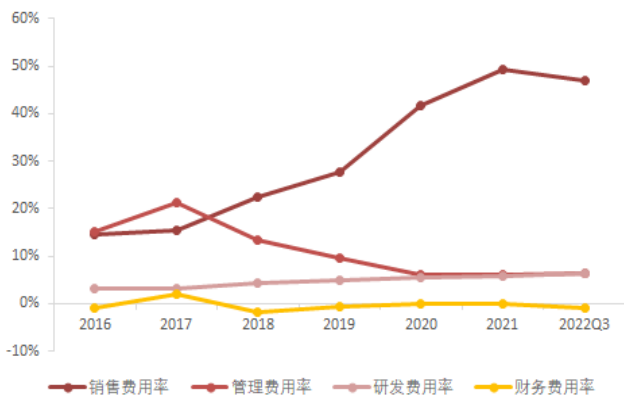
**图 5：公司各业务营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

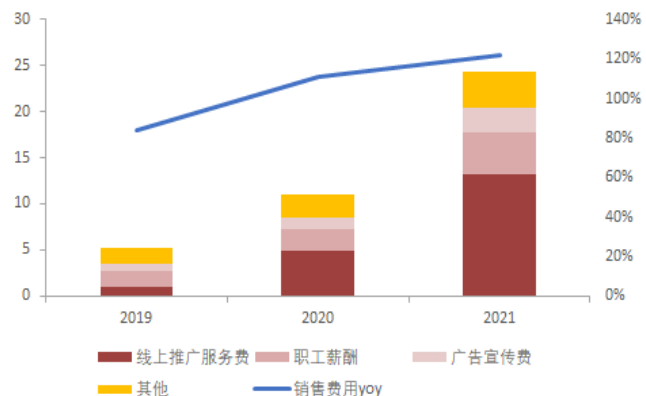
**图 6：公司各业务毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**销售费用率持续高增，研发投入稳步提升。**费用端，公司持续加大品宣投入，销售费用率逐年增长，主要用于销售业务扩张需要，包括销售人员薪酬、线上渠道推广、新媒体营销等，旨在打造品牌知名度，2021 年公司销售费用同比增长 121.6%，销售费用率从 2016 年 14.6% 提升至 2021 年 49.2%，其中线上推广服务费大幅增加，占销售费用比重已超过 50%；管理费用率呈逐年下降态势，从 2017 年 21.4% 下降至 2021 年 6.1%；研发费用率稳步提升，从 2017 年 3.1% 提升至 2021 年 5.8%。

**图 7：公司费用率**


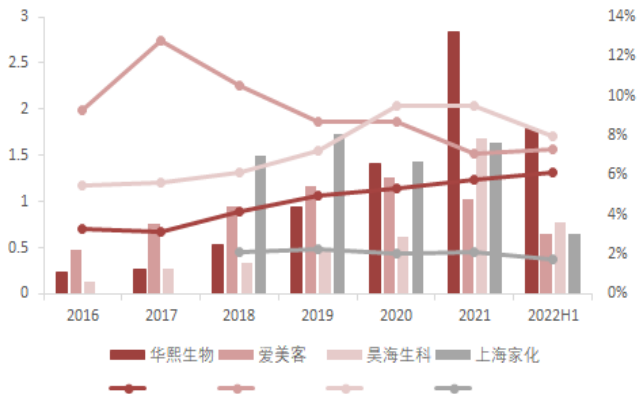
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：公司销售费用拆分 (亿元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

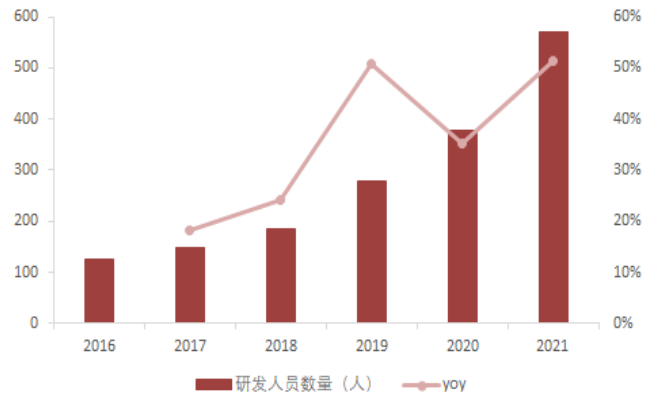
**注重研发，同行业研发支出处于领先水平。**公司注重底层研发，过去五年研发费用支出持续增长，2021 年研发费用同比增长 101.4% 至 2.8 亿元，研发费用率同比提升 0.4pp 至 5.8%，研发人员同比增长 51.5% 至 571 人，主要用于医疗器械、护肤品、食品等终端产品的研发，继续拓展公司在全产业链的竞争优势。选取爱美客、昊海生科、上海家化作为可比公司，公司研发费用保持绝对领先地位，研发费用率位列第三，预计将继续保持逐年提升态势。

图 9：可比公司研发费用（亿元）&研发费用率



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：公司研发人员数量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 两大核心技术平台，研发中心分布全球

**两大技术平台助力全产业链打通。**公司自创立之初就专注于透明质酸原料提取技术的研发和创新，是国内最早实现发酵法生产透明质酸的企业之一，拥有微生物发酵、交联技术两大科技平台，四大核心技术，全面掌握了高产基因工程菌构建技术体系、微生物发酵代谢调控技术体系、活性物高效绿色分离纯化技术体系等一整套上下游生物工程技术体系，打破国外产品垄断，实现生产规模的迅速扩大。

图 11：两大技术平台



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**研发实力雄厚，全球化布局。**公司在济南、上海、北京、法国、美国等地都相继设立了拥有国际先进水平的研发机构，与清华大学、江南大学、山东大学、美国哈佛大学、加州理工大学等国内外高校和科研机构都开展了合作，在分子生物学、细胞生物学、皮肤健康、肠道菌群、组织工程应用技术等方面对透明质酸等生物活性物质进行功效机制研究。

图 12: 公司在全球各地设立实验室

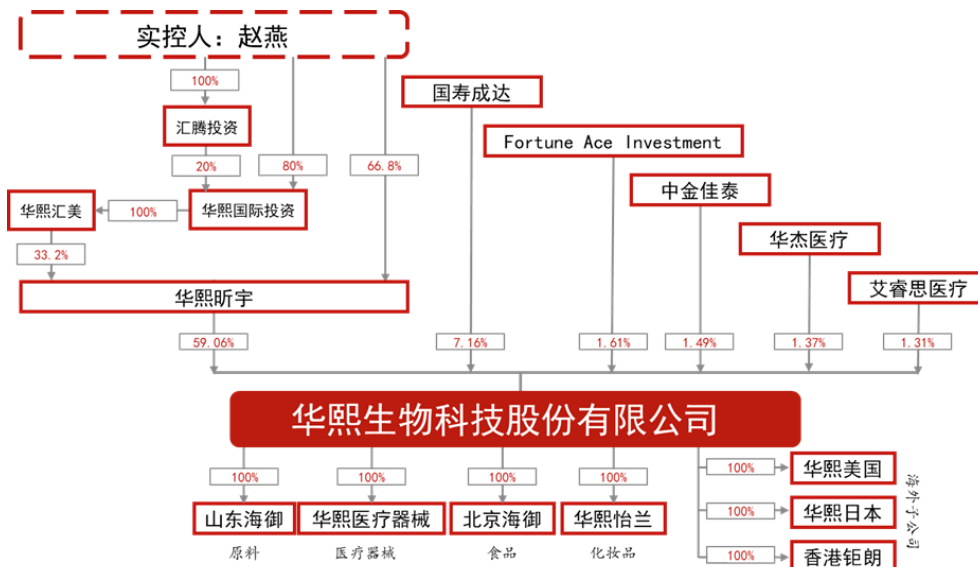


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

### 1.3 股权结构稳定, 股权激励彰显信心

公司股权相对集中, 结构稳定。公司董事长、总经理赵燕女士间接持有公司约 59% 的股权, 为公司实际控制人。公司下属 14 家控股公司, 其中 13 家全资控股, 业务覆盖原料和终端产品的研发、生产和销售。股权结构较为稳定。

图 13: 公司股权结构



数据来源: wind, 西南证券整理

**股权激励彰显公司长远发展信心。**2021 年初公司推出限制性股票激励计划，向激励对象授予 480 万股限制性股票，占计划公告时公司总股本的 1%，设置 4 个归属期，考核年度为 2021-2024 四个会计年度。公司实行股权激励计划能够进一步健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性，实现与核心骨干成员的长期捆绑，共享公司长期发展红利。2021 年激励计划首次授予第一个归属期条件已达成，目标设置较为合理，综合来看 2022 年也有较大可能达成解锁条件。

**表 1：公司股权激励考核目标**

归属期	对应考核年度	年度营业收入增长率		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%

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 四轮驱动：四大主营业务布局全产业链

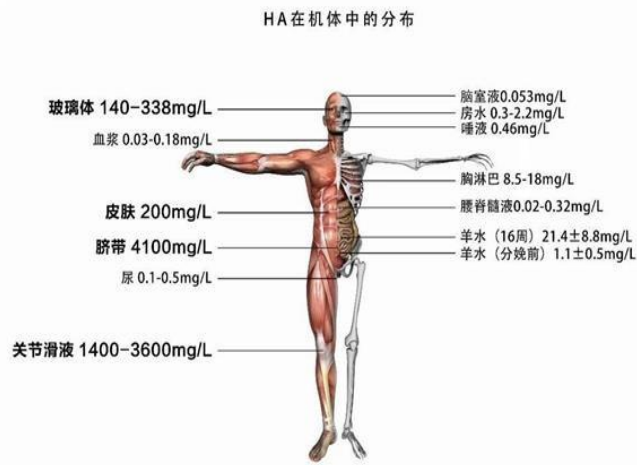
依托全球领先的微生物发酵技术，公司改变了国内仅能采用动物组织提取法生产透明质酸的局面，突破了透明质酸产量低、成本高的困境，实现了量产，推动了透明质酸从医疗级产品向护肤级、食品级等各个领域的广泛应用。公司目前已经布局透明质酸原料、功能性护肤品、医疗终端产品和功能性食品四大业务。

### 2.1 原料业务：核心板块，奠定公司深度

#### 2.1.1 龙头地位夯实，市场占比接近半数

**透明质酸，也被称为玻尿酸，是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖。**作为细胞外基质的主要成分，人体内主要分布于眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部分，发挥重要生理功能，皮肤老化、关节退化、动脉硬化、眼老花等症状都与体内透明质酸含量随年龄增加逐渐减少密切相关，研究发现透明质酸还有保湿、修复和抗衰老的功效。初期受生产成本和技术难度的限制，只能少量应用在医药领域，随着技术上的突破，被越来越广泛的应用在护肤品中，甚至在逐渐向食品领域发展，新的应用场景在不断开发进程中。

图 14: 透明质酸在人体中的分布



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

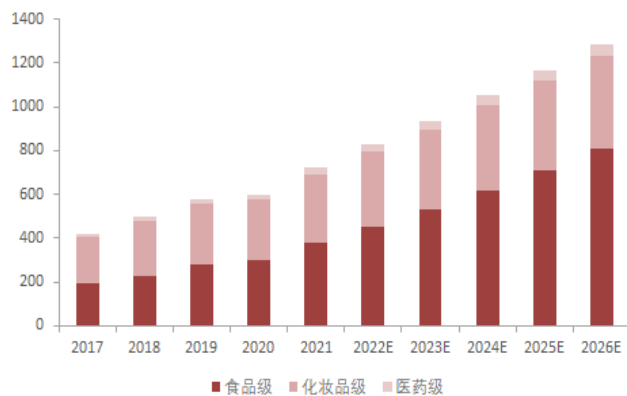
图 15: 透明质酸及其衍生物的应用



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

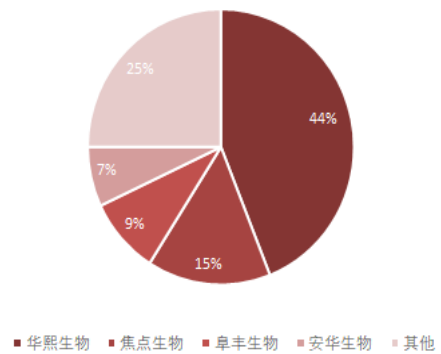
全球透明质酸供应商龙头, 市场占比接近半数。据弗若斯特沙利文数据, 2021 年全球透明质酸市场规模为 720 吨, 2017-2021 年 CAGR 为 14.4%, 预计未来五年内全球透明质酸原料市场将保持 12.3% 的复合增速, 2026 年达到 1285 吨, 市场空间潜力巨大。分品类来看, 食品级原料市场规模最大且增速最快, 化妆品级原料规模次之, 医药级原料市场规模较小, 但增速较为稳定。公司自成立以来专注于微生物发酵法生产透明质酸的技术研发, 显著提高了生产效率, 实现了透明质酸的规模化量产, 同时大幅降低了生产成本, 成为透明质酸原料全球最大供应厂商, 2021 年华熙生物在全球的透明质酸原料市场供应占比为 44%, 处于行业领先地位。

图 16: 全球透明质酸原料市场规模&预测 (吨)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

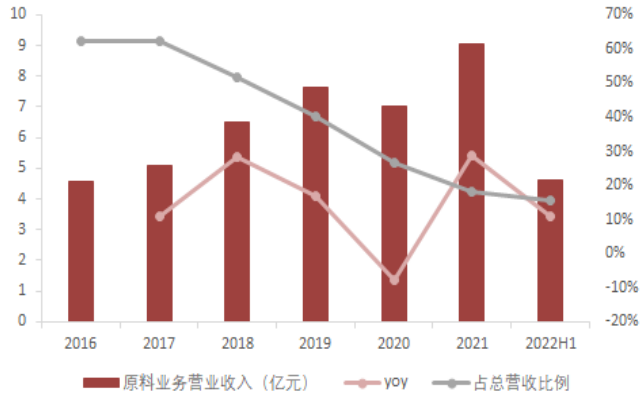
图 17: 2021 年透明质酸原料市场竞争格局



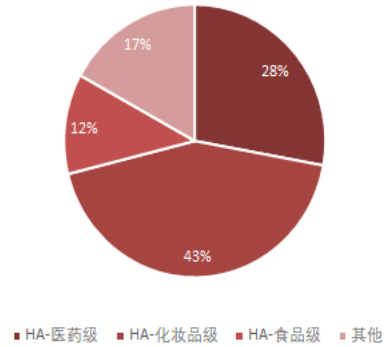
数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

原料业务是公司的核心, 支撑透明质酸全产业链布局。公司通过透明质酸原料业务起家, 在功能性护肤品起量之前营收占比维持在 60% 左右, 且保持稳定增速, 2016-2019 年 CAGR 达到 18.4%。2020 年受疫情影响, 国际订单及国内生产收到抑制, 营收有所下滑, 但 2021 年实现逆势增长, 营收达到 9.1 亿元 (+28.6%)。作为世界级透明质酸生产厂商, 公司的原料业务为打通护肤品和医疗终端业务的全产业链提供坚实的基础, 预计未来原料业务占比将逐步被护肤品挤压, 但营收维持稳定增速, 保持龙头地位。细分品类来看, HA-化妆品级占

比最大，2021年占原料业务营收的43%，HA-医药级次之占比28%，其他原料业务包括生物合成物等有大幅提升，营收1.5亿元(+120.3%)，占比提升7pp至17%。

**图 18：原料业务营业收入及增速&占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 19：2021 年原料业务分品类营收占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.1.2 技术和渠道优势高筑龙头壁垒

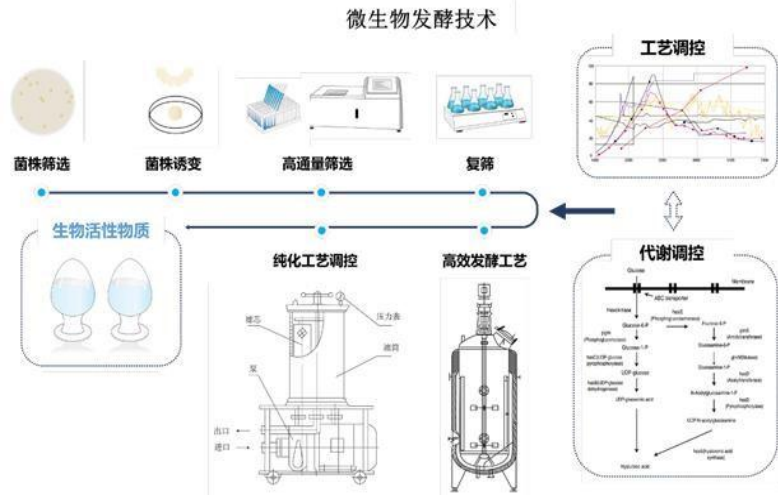
**两大科技平台+四大核心技术。**公司核心团队成员自1998年就开始致力于透明质酸的研发，经过20余年的发展和钻研，已成为全球透明质酸行业领军企业，是国内最早实现发酵法生产的企业之一，主导或参与建立了四项国家行业标准，拥有两大科技平台、四大技术突破，获得多项国家级、省部级奖项，部分产品获得国际认证进入国际市场。

**表 2：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27项
	国际上首次试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	
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织填充剂首家NMPA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28项，国际认证11项
	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	

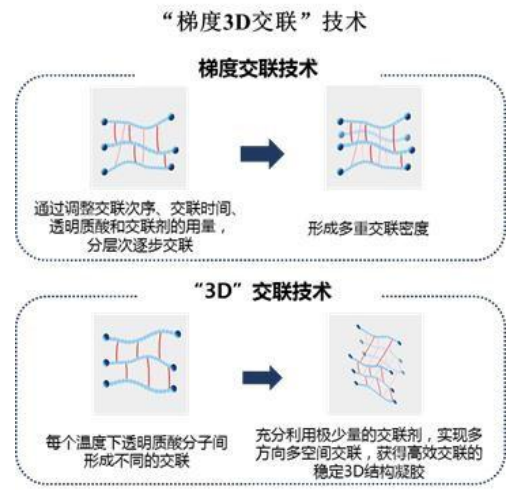
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20: 微生物发酵技术



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

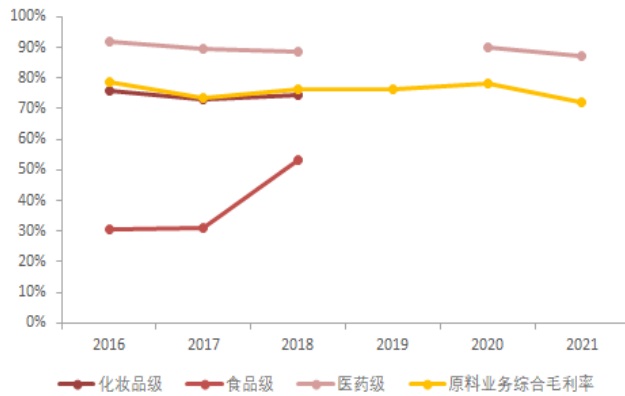
图 21: “梯度 3D 交联” 技术



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司在原料提取上的核心技术帮助公司构筑行业优势壁垒。发酵技术产率高、规模化生产、消耗降低使公司一直保持着成本领先优势；同时优异的产品质量提高了议价能力，公司大、中分子量的透明质酸原料售价超过 7 元/g，低分子量售价高达 24 元/g，而其他主要供应商大部分产品售价都低于 5 元/g。低成本高售价帮助公司原料业务毛利率保持在高位，公司医药级原料产品毛利率一直维持在 90%左右，化妆品级在 70%以上，食品级在 50%左右，原料业务总体毛利率在 75%以上。医药级原料市场准入具有严格标准，因此售价远高于化妆品级和食品级，是附加值最高的原料产品。

图 22: 各品级原料毛利率



数据来源: 招股说明书, 公司公告, 西南证券整理

图 23: 2018 年国际原料价格 (美元/千克)

	医药级	其它级别
中国企业出口均价	2700-25000	150-500
海外企业	7000-50000	400-1200

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

同行业公司收购进一步扩大透明质酸原料行业版图。通过对上下游成熟企业的收购，发挥协同效应，公司积极进行业务布局和产能需求调整，进一步拓展产品销售渠道、提升市场竞争力。公司 2018 年先后收购了山东海御、北京海御、华熙医疗器械、法国 Revitacare、香港勤信业务以及 Medybloom，2020 年收购东营佛思特，这些公司主营业务均为透明质酸原料或终端产品的生产和销售，并且已经具备成熟的下游渠道体系和终端产品运营模式，帮助公司实现快速推广和客户触达，大大增强公司原料业务在渠道方面的竞争优势。

**表 3：收购标的情况**

收购标的	主营业务	业务往来
山东海御	透明质酸原料与终端产品的生产、研发及销售	非医药类原料和功能性护肤品的生产
北京海御	透明质酸原料与终端产品的销售	销售公司终端产品
华熙医疗器械	透明质酸终端产品销售	销售公司终端产品
Revitacare	透明质酸终端产品的研发及销售	在法国研发生产透明质酸类的终端产品
香港勤信业务	透明质酸原料的销售	在国际市场销售公司的原料
Medybloom	肉毒素产品的研发及销售	增加公司未来产品线储备
东营佛思特	透明质酸原料的生产和销售	食品级和化妆品级的原料的生产和销售

数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

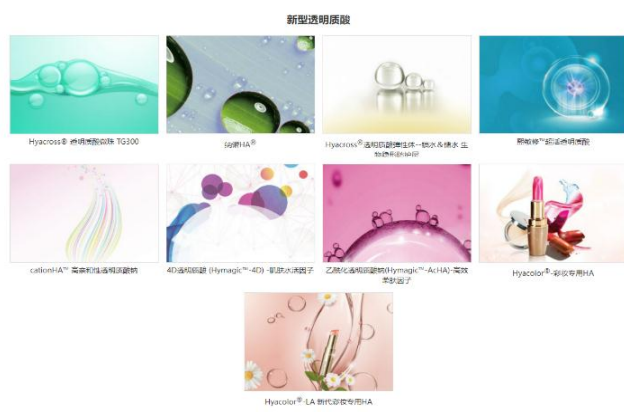
### 2.1.3 终端应用场景延伸，抬升行业天花板

丰富的应用场景布局有望给原料业务带来新的增长曲线。公司原料业务最开始主要应用于医药领域，拥有滴眼液级、注射级和医疗器械级三类产品。随着下游终端市场扩大、新型应用场景不断开发，公司布局延伸至化妆品领域并迅速起量，营收占比已过半；同时公司还在食品保健品领域和口腔、计生、宠物用品等新应用领域积极推出各类新兴品类，改善原料业务营收结构，预期带来持续增长。

**表 4：医药级原料产品**

产品	代码	资质	应用
滴眼液级玻璃酸钠	HA-E1	国药准字 F20040001 登记号 F20190001006	润眼液、滴眼液、隐形眼镜护理液、洗眼液、腔道润滑剂、口服药物制剂
	HA-E2	国药准字 H20113379 登记号 Y20190009741	
注射剂玻璃酸钠	HA-I	国药准字 H20133147 登记号 Y20190009833	眼科手术辅助用药，膝关节炎、骨关节炎和肩周炎改善用药
	HA-EP2-H2	标准依据 YY/T 1571-2017	眼科黏弹剂，真皮填充剂，防粘连制剂等
医疗器械级透明质酸钠	HA-MD II	-	I, II类医疗器械

数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 24：化妆品领域原料产品（新型透明质酸）**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 25：化妆品领域原料产品（发酵平台产品）**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 26：食品领域和新应用领域原料产品**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**新型生物活性物原料有助于盈利结构改善。**公司扎实的研发和技术功底助力持续的产品创新，原料业务方面，公司在发酵、交联两大科技平台的基础上，实现技术突破，生产品类已由核心原料透明质酸延伸至其他生物活性物产品的研发和生产，包括  $\gamma$ -氨基丁酸、聚谷氨酸、依克多因、麦角硫因等，现已应用于终端产品并上市销售。在原料市场趋于稳定、技术逐渐成熟的情况下，公司积极推进新产品的研发，有望带来整体毛利率改善，填补透明质酸应用场景空白，开辟新的细分赛道。

**表 5：生物活性物质作用和产品**

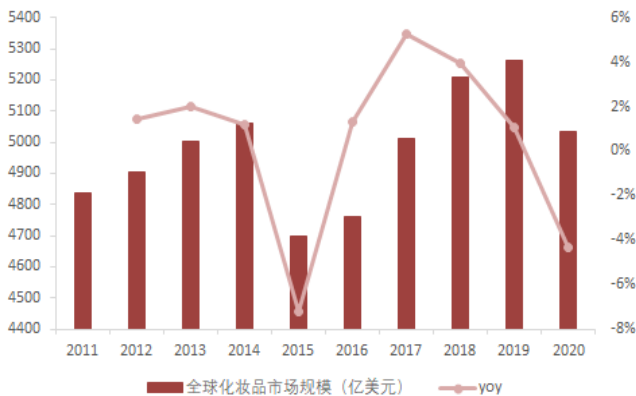
成分	作用	产品
$\gamma$ -氨基丁酸 (GABA)	改善睡眠、皮肤美容、舒缓压力、激发脑活力等功效	Bio-MESO 肌活焕亮眼霜
聚谷氨酸钠	天然保湿成分，淡化细纹、抗衰老	米蓓尔保湿舒缓水
依克多因	晒后损伤修复、防护降刺激、增强皮肤免疫力、抗炎、保湿	润百颜屏障调理面霜
麦角硫因	减少活性氧形成，保护细胞免辐射损伤	夸迪蕴能紧致轻龄眼霜
小核菌胶水凝胶	保水、补水，提供柔滑、清爽肤感	润百颜水光亮透面膜

数据来源：公司公告，各品牌天猫旗舰店，西南证券整理

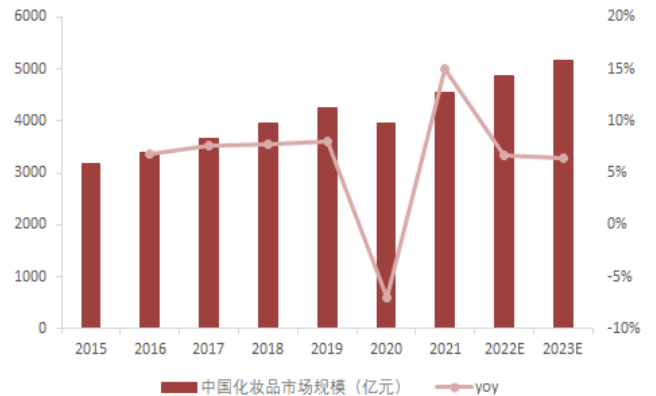
## 2.2 功能性护肤品业务：营收贡献主力，延伸公司广度

### 2.2.1 市场需求旺盛，细分赛道增长强劲

**中国化妆品市场发展空间广阔。**纵观近十年全球化妆品市场规模变化趋势，在不受到全球性经济下滑或疫情等不利因素的影响下，市场规模呈现稳定上行的态势。近年来我国化妆品市场规模一直稳定增长，受疫情影响 2020 年有所下滑，但 2021 年恢复高增态势达到 4500 亿元左右，近十年 CAGR 为 7.5%，而全球市场十年 CAGR 仅为 0.5%，国内化妆品市场有极大发展前景，国货品牌借助本土优势大有可为。

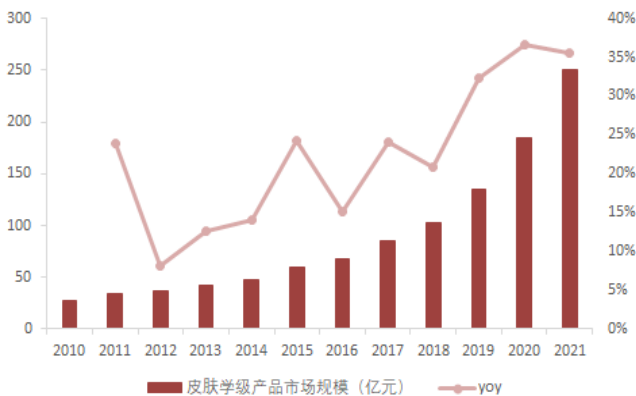
**图 27：全球化妆品市场规模**


数据来源：Euromonitor, 西南证券整理

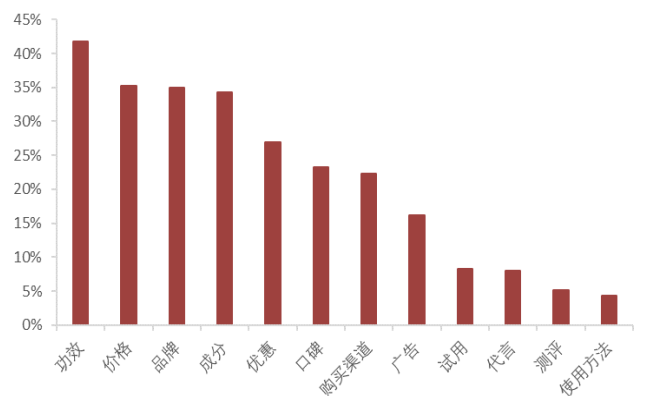
**图 28：中国化妆品市场规模及预测**


数据来源：艾媒咨询, 西南证券整理

化妆品细分赛道中功能性护肤品异军突起，发展潜力巨大。皮肤学级护肤品消费人群集中在 20-30 岁年轻群体，科学护肤理念形成较早，更注重产品的成分和功效，对新产品的接受程度也更高；另外据中国医师协会皮肤科分会统计，我国约 72.1% 的人群存在皮肤问题，包括泛红、发炎、刺痛等，“敏感肌”成为搜索关键词，功效成为消费者第一关注点，更加大了功能性护肤品市场需求。据 Euromonitor 统计，2021 年我国皮肤学级护肤品市场规模达到 140 亿元，近十年 CAGR 达到 24.6%。

**图 29：我国皮肤学级产品市场规模及增速**


数据来源：Euromonitor, 西南证券整理

**图 30：消费者购买护肤品主要关注点**


数据来源：微热点, 西南证券整理

## 2.2.2 四大品牌构建起完备产品矩阵

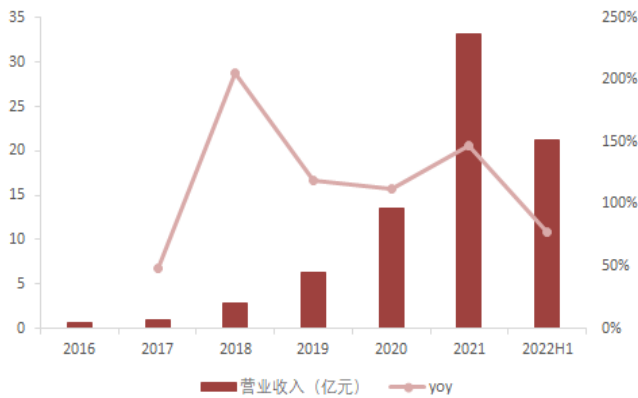
四大品牌定位不同细分赛道。公司目前主打润百颜、夸迪、米蓓尔、BM 肌活四大核心护肤品牌，覆盖高中低三个档次市场，产品序列包含补水、抗老、修复、美白等全方位功效，品类包括水乳、面霜、精华、洁面等多种形态，满足不同人群需求。添加玻尿酸为产品卖点，契合消费者对功效和成分的诉求，赋予更灵活的定价空间和新品组合，增强持续盈利能力。

**表 6：旗下功能性护肤品四大品牌**

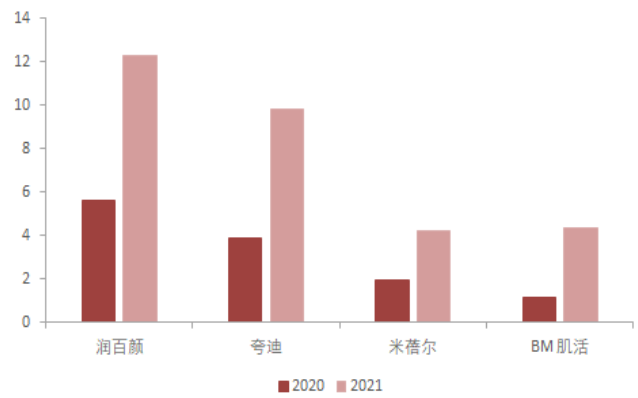
品牌	简介	价格定位	核心成分	拳头产品
<b>BIOHYALUX®</b> 润百颜®	专研玻尿酸的核心品牌，涵盖医美、护肤品两大业务板块，依托华熙生物专注玻尿酸 20 余年的科研实力打造“智慧玻尿酸”护肤新方式，采用 HA+生物活肤技术，让活性成分与玻尿酸协同作用，针对不同肌肤问题提供精准解决方案	中高端	玻尿酸+各类生物活性物质	
<b>QUADHA   夸迪</b>	致力于【冻龄+抗初老】的高端院线品牌，核心科技组分 5D 玻尿酸+CT50	高端	5D 玻尿酸	
<b>MEDREPAIR®</b> 米蓓尔®	专为敏感肌研制，以“分级修护、量肤定制”产品理念为基础，结合华熙生物前沿科技，帮助改善肌肤敏感	低端	熙敏修、依克多因	
<b>BoMESO肌活</b>	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	低端	T-HA 透皮吸收技术	

数据来源：公司官网，天猫旗舰店，西南证券整理

**增长势头强劲，护肤品已成为公司主要营收贡献来源。**在拥有核心技术的基础上，公司能够较为轻易地切入功能性护肤品市场，并通过卓越的研发和创新能力迅速凭借添加玻尿酸的功效型产品占据一定市场份额，旗下品牌“润百颜”销售额已于 2020 年破 10 亿大关。目前功能性护肤品业务已成为公司营收占比最大的业务，2021 年营业收入为 33.2 亿元，占总营收比例为 67.1%，2017-2021 年 CAGR 达到 120.3%，发展势头强劲，未来仍将是公司收入增长主要贡献点。分品牌来看，2021 年四大护肤品牌均实现了翻倍增长，其中 BM 肌活增速最快，同比增长 286.2%；润百颜仍然是营收最高的品牌，2021 年达到 12.3 亿元。

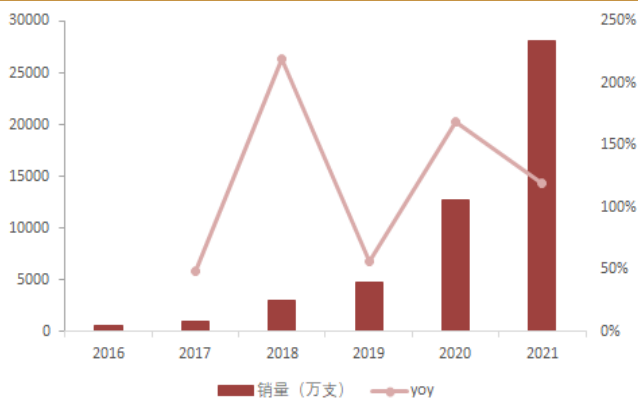
**图 31：功能性护肤品营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 32：护肤品业务分品牌营收（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**研发功底支撑产品创新，形态革新引领市场风潮。**以医美出身的润百颜作为公司第一个护肤品牌，继承了公司 20 余年的科研成果和尖端技术，将核心成分玻尿酸作为产品主基调，辅以各种生物活肤技术和各类生物活性物质，是首个将医药级次抛剂应用于功能性护肤品的品牌。2016 年，润百颜推出“蜂巢玻尿酸水润次抛”产品，开创了玻尿酸“次抛原液”新品类。“次抛精华”直击消费者痛点，革命性地推出独立包装技术（药品无菌灌装三合一），每次使用完毕即可抛弃，完美解决了护肤品卫生质量问题，也更便于携带，一经推出便受到消费者热捧，同时引领行业细分赛道风潮，其他品牌紧随其后争相推出同类型产品。2021 年次抛原液销量超过 2.8 亿支，2017-2021 年 CAGR 达到 113.2%。2021 年 11 月润百颜年销售额突破 10 亿，正式迈入“十亿俱乐部”。

**图 33：次抛原液销量（万支）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 34：2021 年 11 月润百颜年销售额首破 10 亿**


数据来源：润百颜天猫旗舰店，西南证券整理

**技术背书树立产品口碑，跨界合作扩大品牌知名度。**公司强大的研发实力确保了旗下品牌产品质量和功效，经过前期宣传投放和消费者教育之后吸引了大批忠实客户，而不是仅仅收割一波热度。同时华熙生物的技术背书帮助品牌参与更多跨界合作和联动，2018 年润百颜和故宫博物院合作，联名推出“润百颜故宫口红系列”和“故宫美人面膜”，发布之后引发市场强烈反响，轰动一时，斩获 2019 年天猫金妆奖年度 IP 合作单品。2020 年公司联名世界知名动漫 IP《哆啦 A 梦》，推出“润百颜哆啦 A 梦限定系列”。

图 35: 润百颜故宫口红系列



数据来源: 润百颜天猫旗舰店, 西南证券整理

图 36: 润百颜哆啦A梦限定系列



数据来源: 润百颜天猫旗舰店, 西南证券整理

牢牢把握直播电商风口,与超头主播深度合作。公司化妆品业务积极布局直播电商领域,旗下品牌夸迪与超头主播李佳琦深度合作,自2020年3月夸迪第一次出现在李佳琦的直播间,销量便一路高歌猛进,2020年夸迪玻尿酸次抛原液系列在李佳琦直播间卖出2442万支,2022年618预售首日,夸迪在李佳琦直播间GMV为1亿元,双十一绿次抛精华液被预定超40万单。除深度绑定超头主播之外,夸迪同样重视新兴的兴趣电商抖音等平台,夸迪产品总监以自有IP账号@枝繁繁进军抖音直播,2021全年该账号GMV达1亿,在2022年618中首场销售额超过5000万。目前夸迪已成为公司既润百颜之后第二个破10亿级品牌,有望将成功思路复制到其他品牌,打造出各自的核心产品护城河。

图 37: 润百颜故宫口红系列



数据来源: 点淘, 西南证券整理

图 38: 润百颜哆啦A梦限定系列



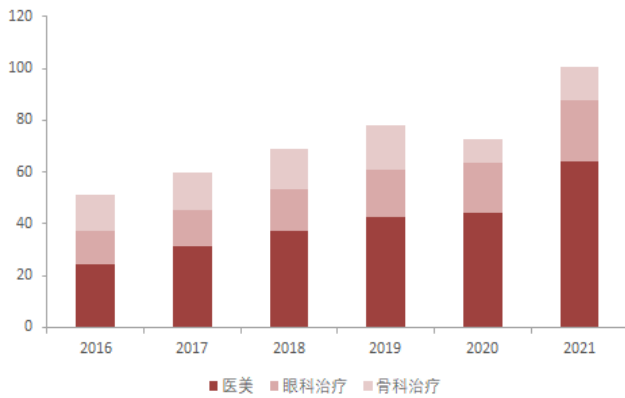
数据来源: 夸迪抖音, 西南证券整理

## 2.3 医疗终端业务：前沿科技优势，提升公司高度

### 2.3.1 医美市场空间广阔，行业集中度进一步提高

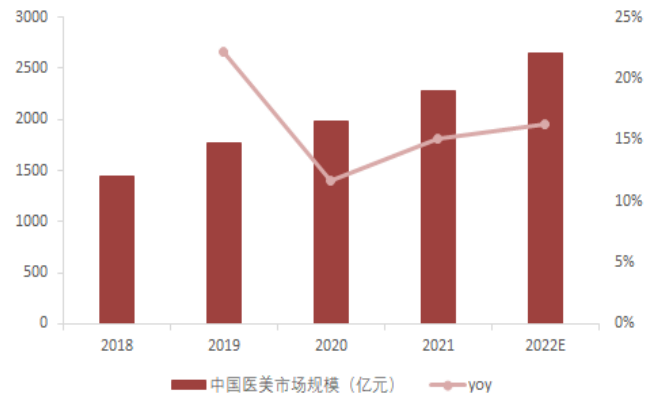
医疗终端市场快速复苏，医美赛道维持高增。透明质酸医疗终端产品主要分为医美和医药两类，医美类包括软组织填充剂、医用皮肤创面保护剂等；医药类包括眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射剂等药品。我国透明质酸医疗终端产品市场规模呈稳定增长态势，受疫情影响，2020年市场规模有所下滑，为72.8亿元，2021年有所恢复，增长至100亿元左右，2017-2021年CAGR达到14.5%。按细分品类来看，在国内医美市场飞速发展情况下，透明质酸医美产品占比逐年提升，2021年占比达到64%；医药类眼科和骨科治疗产品市场趋于稳定，增幅较小。

图 39：我国透明质酸医疗终端产品市场（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

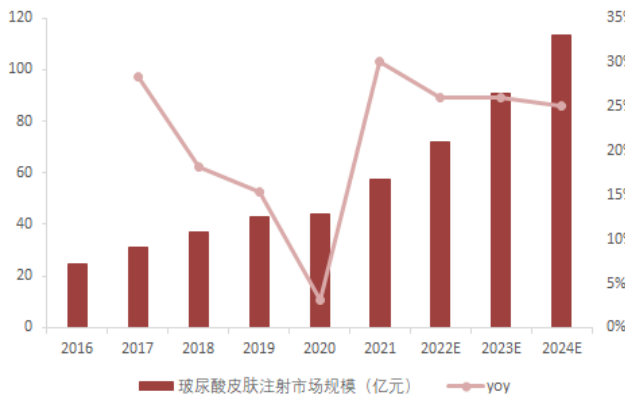
图 40：我国医美市场规模及增速



数据来源：更美 app，西南证券整理

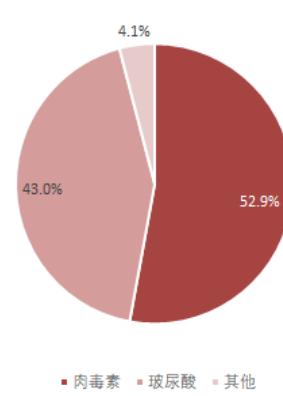
玻尿酸占据注射类医美产品半壁江山。据弗若斯特沙利文数据，我国透明质酸注射市场规模呈高速增长态势，预计至2024年将达到114亿元，近五年CAGR为21.6%。而在2021年注射类医美产品市场中，玻尿酸占比43%，与肉毒素（53%）近乎平分整个注射类市场。在医美项目消费规模和医美项目下单人数两项榜单中，玻尿酸均名列前三，是所有医美项目中的热门选项。

图 41：我国透明质酸皮肤注射市场规模及预测

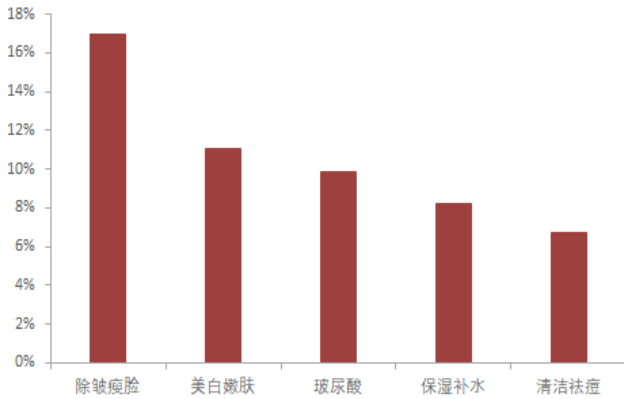


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

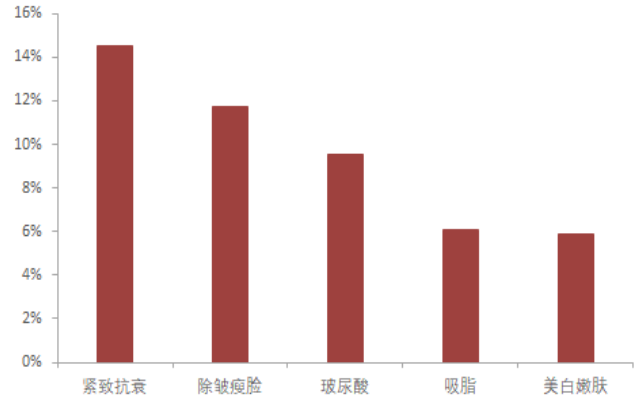
图 42：2021年注射类医美产品占比



数据来源：新氧数据，西南证券整理

**图 43：2021 年医美项目下单人数占比**


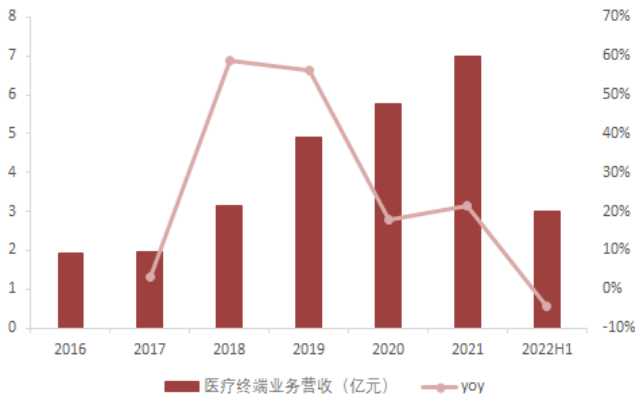
数据来源：新氧数据，西南证券整理

**图 44：2021 年医美项目消费规模占比**


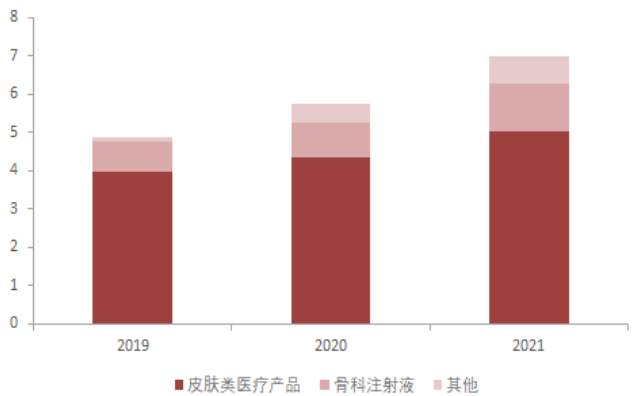
数据来源：新氧数据，西南证券整理

### 2.3.2 医美头部品牌效应显现，医疗器械纳入集采凸显渠道优势

皮肤类医疗产品贡献主要营收，眼科类产品高速增长。公司的医疗终端产品业务借助于多年的基础研发和技术积累，营业收入由 2016 年 1.91 亿元增长到 2021 年 7 亿元，五年 CAGR 达到 30%；2021 年营收占比在 14% 左右。2020 年开始受疫情影响，医疗终端产品增速有所放缓，但预计随着医美渗透率提高和国产化替代加速，医疗终端业务将重新回到高速增长态势。分业务来看，皮肤类医疗产品为主要营收贡献来源，2021 年占医疗终端业务营收 72%；增速方面，眼科类产品增速最快，从 2019 年 0.1 亿元增长至 2021 年 0.7 亿元，复合增速达到 155.8%。

**图 45：公司医疗终端业务营收及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 46：医疗终端分业务营收 (亿元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**深耕玻尿酸医美，持续拓宽产品矩阵。**公司在医美业务的主要产品有三类：注射用透明质酸钠、皮肤保护剂和医美护肤品。2012 年“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶作为国内首款获得 NMPA 批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂获批上市，打破了国外品牌对国内市场的垄断局面；2016 年，含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶率先通过 NMPA 认证；2019 年推出国内首款自主研发的单向含麻透明质酸软组织填充剂；2020 年推出含有利多卡因的微交联透明质酸润致“娃娃针”；2021 年推出“御龄双子针”，是国内唯一一款专门针对静态纹的产品。医用皮肤保护剂主要是隔热冷凝胶等针对医美设计的产品，医美护肤品也是针对医美后的修复和护理功能。

2021 年 12 月，公司已获批第二类医疗器械水光设备，可搭配公司多种注射产品使用，公司将持续推进水光设备的同系列产品研发和上市。2022 年 1 月，公司还获批第二类医疗器械医用敷料 4 项，用于微整形、光电项目、果酸换肤术后浅表创面的护理，进一步完善了公司的医美产品矩阵。

**表 7：公司主要医美类终端产品**

品类	品牌	产品名称	产品包装图
注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致	国械注准 20203130295（娃娃针）	
		国械注准 20193130257	
		国械注准 20163460861	
		国械注准 2016002566（御龄双子针）	
	润百颜	国械注准 20143132037	
皮肤保护剂	润致	MF 型、MB 型、JF 型	
	润百颜	润月雅医用皮肤保护剂	
		医用透明质酸隔热冷凝胶 Puresense HA L20	
		医用皮肤保护剂 Puresense HA P19	
		润百颜医用皮肤保护剂	
护肤品	润百颜	液体敷料	
		小紫膜	
		小金膜	
		皮肤修护贴	
		小白膜	
		伤口护理软膏	
		特护乳	
		喷剂敷料	

数据来源：公司官网，药监局，西南证券整理

**医药类终端产品市场空间广阔。**随着我国老龄化进程加快，骨科疾病、青光眼和白内障等眼科疾病的患者人数递增，与之相对应的终端产品市场规模也不断增长，透明质酸是骨科和眼科治疗领域被广泛应用的材料。据弗若斯特沙利文分析，2020 年中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模由于疫情影响缩减至 9 亿元，预计 2025 年将回升至 15.4 亿元，未来

5年CAGR为11.3%；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状的透明质酸人工泪液，2020年中国眼科治疗透明质酸终端产品市场规模为19.8亿元，预计2025年将增长至30.4亿元。另外，公司是瑞士“Regen Lab”在中国唯一的总经销商，持续开展“富血小板血浆制备用套装”在中国的推广与销售。

**表 8：医药类终端产品**

品牌	产品	注册认证	图片
海力达	玻璃酸钠注射液	国家医保乙类药品	
海视健	医用透明质酸钠凝胶	III类医疗器械	
海润通	医用透明质酸钠润滑剂	II类医疗器械	
美御	透明质酸钠润滑液	II类医疗器械	
瑞珍	富血小板血浆 (PRP) 制备用套装	III类医疗器械	

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司医药类终端产品主要采取经销和直销相结合的模式销售，在经销模式下，将产品以卖断方式销售给经销商，经销商再另行向终端客户进行销售；公司同时会向公立医疗机构、民营医疗机构进行直接销售。医美类终端产品主要采取直销为主、经销为辅的销售模式，覆盖全国23个省市与自治区，直接服务全国核心3000多家医疗美容机构；同时公司积极开展学术交流、研讨峰会等活动，积极引流，提升消费者认知度。

**图 47：润致线下品牌展厅**

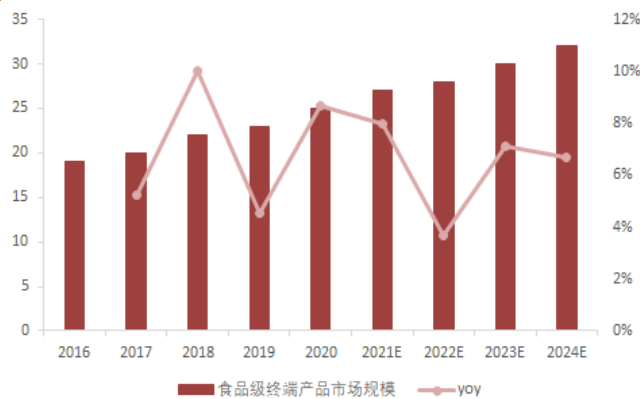


数据来源：润致公众号，西南证券整理

## 2.4 食品及新应用业务：蓝海市场兴起，给予未来无限可能

玻尿酸食品兴起，市场规模逐年增长。2020 年全球食品级透明质酸原料销量占比达到 50%，透明质酸食品在国外已有 30 余年的发展历史，最早上世纪 80 年代末日本就出现了口服透明质酸美容保健食品。如今，国外市场上含有透明质成分的产品已广为流行，食品级透明质酸终端产品的应用范畴也在逐步扩大。据艾瑞咨询，2020 年全球透明质酸食品市场规模已达到 25 亿元，预计 2024 年将超过 30 亿元。相比其他国家，我国玻尿酸食品市场仍处于萌芽阶段，2008 年 5 月透明质酸被国家卫生部批准为新资源食品，可应用于保健食品中；2021 年 1 月，国家卫健委正式批准了由华熙生物申报的将透明质酸钠作为新食品原料的申请，准许在普通食品中添加或使用。由此透明质酸作为“新食品原料”之一，开始走进消费者的视野。

图 48：全球玻尿酸食品市场规模及预测



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 49：日本上市玻尿酸食品



数据来源：豌豆公主海淘，西南证券整理

率先布局，推动国内政策逐步开放。2008 年 5 月透明质酸钠被批准应用于保健食品中，此后公司继续申报扩大透明质酸钠在普通食品中的应用，经过十余年的努力，终于在 2021 年被批准应用于普通食品。公司通过自身原料业务的龙头优势和食品业务的多年积累，立刻推出了国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”和首个玻尿酸饮料品牌“水肌泉”，之后又推出了透明质酸果饮品牌“休想角落”，抢先布局食品赛道。

目前，水肌泉已覆盖了 16 个城市、384 家医美机构推广美业套餐组合，还入驻了潮牌店 KKV 和盒马鲜生促动线下销售。黑零已推出 15 个 SKU，有 2 个单品 GMV 破百万，初步完成了天猫、抖音、京东等渠道的全方位铺设。休想角落目前推出了果酒、无醇果饮等产品，针对熬夜人群健康问题的 2.0 系列多款产品将陆续上市。

图 50：“黑零”产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 51：“水肌泉”产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

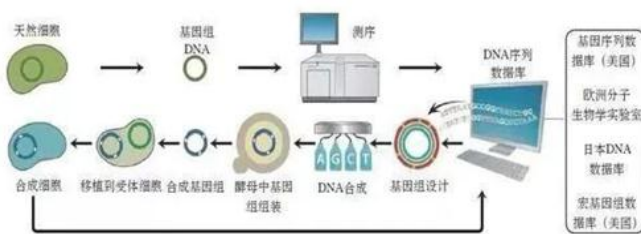
国内最大的食品级原料供应商，有望带来新的营收增量。目前国内已经涌现了五花八门的玻尿酸食品，被应用在软糖、乳制品、酒类等，代餐品牌 WonderLab 推出的口服玻尿酸软糖仅上市一个月就以 75.2% 的市占率抢下了该品类市场份额的第一名，资深网红饮料品牌“汉口二厂”推出玻尿酸气泡水“哈水”，号称“国内首款添加玻尿酸的气泡水”。而这些层出不穷的玻尿酸食品大都来自食品制造商，并不具备原料加工技术，他们的食品级玻尿酸原料都来自华熙生物。据此推测，当玻尿酸食品市场进入快速起量阶段后，将给公司带来新的营收增量。

在功能性食品这片蓝海市场之外，公司继续延伸透明质酸终端产品的应用场景，目前已推出含玻尿酸的宠物洗护产品、宠物粮食，未来规划中还涉及玻尿酸安全套等计生用品、玻尿酸彩妆、牙齿护理等。公司专注于透明质酸赛道，借助原料市场龙头地位，逐步扩大业务版图，不仅能抬高原料业务的市场天花板，更能丰富公司营收结构，全产业链布局的优势得以逐渐显现，为公司提供更多成长曲线。

### 3 发展方向：不止透明质酸，合成生物技术合成万物

合成生物学被誉为“未来改变世界的十大技术”之一，是分子生物学与系统生物学的组合，使用工程学的原则来设计生物系统和生物工厂，通过基因编辑技术、代谢工程技术、酶进化改造技术等先进生物技术手段，改造和优化现有自然生物体系。合成生物技术能够从底层革命性地颠覆制造理念，相比传统的生物提取技术，合成生物具有低能耗、低成本、更环保的优势，比如青蒿素的提取，也许小小的一间细胞工厂就能生产出上万亩的植物种植基地才能提取的原料。科技部制定的生物技术发展专项规划，提出要推动我国从“生物技术大国”到“生物技术强国”的转变。

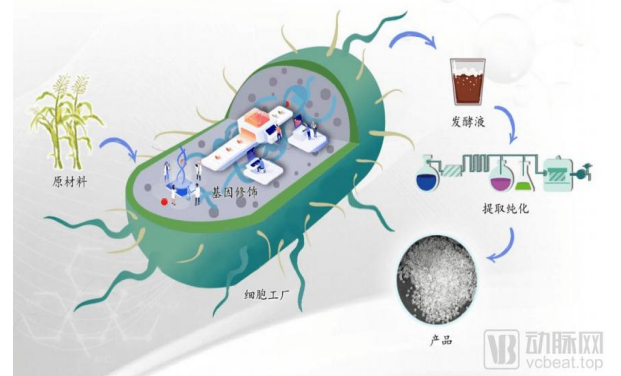
图 52：人工细胞技术原理



美国克雷格·文特尔研究所的科学家利用合成生物技术构建人造细胞的流程图

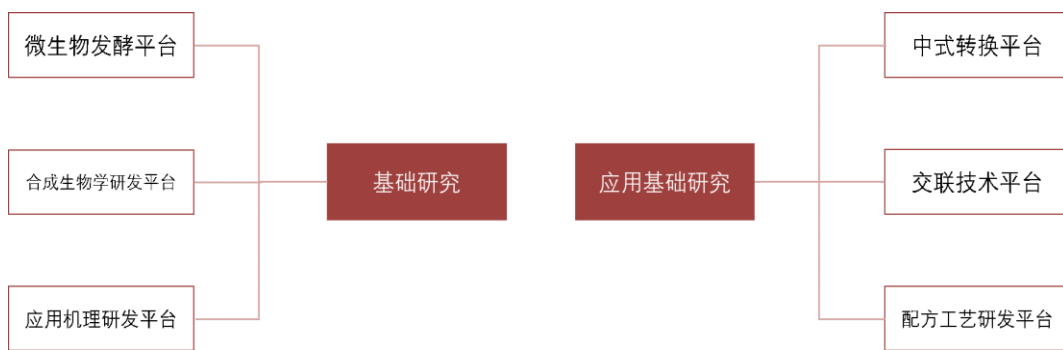
数据来源：《中国社会科学报》，西南证券整理

图 53：细胞工厂示意图



数据来源：动脉网，西南证券整理

从科技成果向终端产品转化。公司以生物科技为核心理念，走在市场前沿，坚持可持续发展的必要路径，以合成生物技术推动“绿色发展”，注重基础研究和应用基础研究。“基础研究”包含微生物发酵平台、合成生物学研发平台、应用机理研发平台，“应用基础研究”包含中试转换平台、交联技术平台、配方工艺研发平台。在六大研发平台之外，公司已建成全球最大的中试转化平台，能够同时对 30 个生物活性物质进行中试转化。预计未来公司在科技成果上的持续突破将带来更多终端产品的问世，业务布局进一步拓展，开辟新的营收增长曲线。

**图 54：六大研发平台**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**产学研结合，与科研机构合作推动技术发展。**公司大力发展合成生物技术这一国际前沿生物技术布局，2021年4月27日与山东大学达成战略合作，携手共同成立了“合成生物学联合创新中心”，既是微生物技术国家重点实验室的新技术产业转化基地，同时也是华熙生物的重要研发平台。7月15日与北京化工大学签署战略合作协议，将共同建设“合成生物学及绿色生物制造技术联合研发中心”，共同开展合成生物学技术和绿色生物制造领域的基础研究和应用基础研究。12月17日，公司申报的“山东省生物活性物合成生物学重点实验室”被山东省科技厅列为省重点实验室。此外，公司打造的“合成生物技术国际创新产业基地”已落户北京大兴生物医药基地并即将投入使用。过去的一年公司已朝合成生物技术这一新发展方向迈出了一大步，未来成果转化带来的营收增长潜力巨大。

**表 9：2021 年合作项目**

时间	合作方	合作项目	合作目标
2021年4月27日	山东大学	合成生物学联合创新中心	既是微生物技术国家重点实验室的新技术产业转化基地，同时也是华熙生物的重要研发平台
2021年7月15日	北京化工大学	合成生物学及绿色生物制造技术联合研发中心	共同开展合成生物学技术和绿色生物制造领域的基础研究和应用基础研究，引领华熙生物的生命健康产品创新开发、核心能力建设及产业化发展
2021年12月17日	-	山东省生物活性物合成生物学重点实验室	被评为“山东省重点实验室”，主要开展生物活性物的先进绿色制造研究，目标是建成国际领先的生物活性物合成生物学关键共性技术研究、工程化应用、成果转化服务与一体的创新平台
2022年1月17日	中国海洋大学	功能糖组学创新中心	围绕高附加值糖类资源的生物创制和工程化开发等糖科学前沿领域开展基础与应用研究
2021年2月10日	北京协和医院	医学战略项目	共同研发骨科新药品，让产品研发瞄准临床需要，推动高质量研发成果转化落地，不断提升国人健康水平

数据来源：公司官网，西南证券整理

**国家级项目助力公司品牌建设。**2021年公司承担了多项国家级重大科技创新工程，主要围绕合成生物关键技术体系攻关，开展高端透明质酸及其他生物活性物质的创新开发，打破外国企业垄断，加速国产替代。承担国家级项目工程有助于公司生物科技公司的理念传达，为将来把技术转化为终端产品提供技术背书。

**表 10：2021 年承担的省部级以上项目**

项目名称	项目类别	主导部门	项目周期	备注
医用多糖生物制造关键技术及产业化示范	国家重点研发计划“绿色生物制造”重点专项	科技部	2021.10-2015.11	公司为课题 5 牵头单位，并参与课题研究
用于呼吸道病原生物感染阻断及呼吸道疾病预防的糖胺聚糖类高端医用制剂的开发	“科技助力经济 2020”重点专项	科技部	2020.7-2022.6	公司为项目牵头人
合成生物学关键技术体系研究及应用示范	山东省重点研发计划(重大科技创新工程)项目	山东省科技厅	2020.10-2023.9	公司为项目牵头人
交联透明质酸外科用生物医用材料关键共性技术和产业化研究	泰山产业领军人才	山东省工信厅	2021.1-2024.12	公司首席科学家郭学平博士获得泰山产业领军人才称号
透明质酸高端医用材料与创新药物的研究及产业化	山东省重点研发计划(重大科技创新工程)项目	山东省科技厅	2019.3-2022.2	公司为唯一承担单位

数据来源：公司公告，西南证券整理

**胶原蛋白将成为继透明质酸之后第二个战略性生物活性物。**2022 年 4 月，公司收购益而康 51% 股权，正式进军胶原蛋白领域。益而康深耕胶原蛋白类医疗终端产品，主要经营并实现全面推广销售的主导产品有胶原蛋白海绵和人工骨，已实现了从研发、生产到销售的全链条布局。此次收购标志着胶原蛋白将成为公司又一核心物质，丰富公司生物活性物产品管线。同年 8 月，公司正式发布多款胶原蛋白原料产品，实现了胶原蛋白的产品落地。

**图 55：公司发布胶原蛋白产品**


数据来源：华熙生物微信公众号，西南证券整理

**龙头再出发，长期成长性确定。**从生物提取法到微生物发酵法，再到微生物酶切法，公司每一步都走在行业前沿，通过技术的革新不断扩大自身龙头地位。在“碳达峰”、“碳中和”的大趋势下，公司顺应科学发展规律，再次从零开始进军合成生物技术，目前通过合成生物学技术，已经开展了多种生物活性物的研究项目，在透明质酸酶、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。长期来看，公司具备研发底蕴和先发优势，有望在合成生物技术这条新赛道上再创佳绩。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司持续推进添加玻尿酸等功能性食品的研发进程，陆续进入新品推出和渠道铺设阶段，预计功能性食品业务 2022-2024 年营收增速为 200%、150%、100%；

假设 2：公司持续优化营收结构，大力发展护肤品业务，加大功能性护肤品业务占比，2022-2024 年功能性护肤品占总营收比例为 75%、79%、83%；

假设 3：公司持续加码电商直播，实现多渠道、多平台投放，2022-2024 年销售费用率为 48.8%、48.7%、48.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
功能性护肤品	收入	3319.22	5177.98	7249.18	9423.93
	增速	146.57%	56.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	78.98%	79.50%	79.50%	80.00%
原料业务	收入	904.78	968.11	1026.20	1077.51
	增速	28.62%	7.00%	6.00%	5.00%
	毛利率	72.19%	73.00%	74.00%	74.00%
医疗终端	收入	699.94	720.94	742.57	764.84
	增速	21.54%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	82.05%	83.00%	83.00%	83.00%
其他	收入	23.83	47.67	85.80	137.28
	增速	226.76%	100.00%	80.00%	60.00%
	毛利率	56.07%	57.00%	57.00%	57.00%
合计	收入	4947.77	6914.70	9103.75	11403.57
	增速	87.93%	39.75%	31.66%	25.26%
	毛利率	78.07%	78.80%	78.47%	79.22%

数据来源：Wind, 西南证券

### 4.2 相对估值

我们选取主营注射类医美产品的爱美客、国内化妆品牌龙头珀莱雅、专注敏感肌的护肤品公司贝泰妮作为可比公司，2022-2024 年三家公司平均 PE 分别为 65 倍、48 倍、37 倍。考虑到公司透明质酸行业龙头地位稳固、优势壁垒较高，四大业务协同发力，合成生物技术未来成长性较强，给予公司 2023 年 55 倍估值，对应目标价 154 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300896.SZ	爱美客	469.00	4.43	6.59	9.57	13.32	121.10	71.20	48.99	35.21
603605.SH	珀莱雅	177.16	2.87	2.63	3.32	4.15	72.68	67.41	53.35	42.71
300957.SZ	贝泰妮	159.85	2.04	2.81	3.77	4.93	94.39	56.82	42.42	32.39
平均值							<b>96.06</b>	<b>65.14</b>	<b>48.25</b>	<b>36.77</b>

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

消费复苏不及预期、行业竞争加剧、新品推出不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4947.77	6914.70	9103.75	11403.57	净利润	775.56	997.68	1334.64	1719.87
营业成本	1085.25	1465.93	1916.02	2353.99	折旧与摊销	127.42	145.07	145.07	145.07
营业税金及附加	57.68	86.20	111.89	139.62	财务费用	-0.49	29.11	37.35	37.30
销售费用	2436.17	3374.38	4433.52	5553.54	资产减值损失	-29.83	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	302.99	815.94	1074.24	1345.62	经营营运资本变动	973.17	-636.17	-70.34	-145.64
财务费用	-0.49	29.11	37.35	37.30	其他	-569.77	-14.63	-33.19	7.89
资产减值损失	-29.83	-1.00	-1.00	-1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1276.06</b>	<b>520.05</b>	<b>1412.54</b>	<b>1763.50</b>
投资收益	20.65	3.00	3.00	3.00	资本支出	-930.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	7.39	4.81	5.43	5.55	其他	-58.94	7.81	8.43	8.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-989.86</b>	<b>7.81</b>	<b>8.43</b>	<b>8.55</b>
<b>营业利润</b>	<b>905.55</b>	<b>1151.96</b>	<b>1540.14</b>	<b>1983.04</b>	短期借款	-24.08	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-15.35	-6.81	-8.21	-8.94	长期借款	144.18	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>890.20</b>	<b>1145.15</b>	<b>1531.92</b>	<b>1974.10</b>	股权融资	117.62	1.09	0.00	0.00
所得税	114.64	147.48	197.29	254.23	支付股利	-196.80	-156.47	-201.28	-269.26
净利润	775.56	997.68	1334.64	1719.87	其他	-112.28	-91.27	-37.35	-37.30
少数股东损益	-6.78	-8.72	-11.66	-15.03	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-71.36</b>	<b>-246.65</b>	<b>-238.63</b>	<b>-306.56</b>
归属母公司股东净利润	782.33	1006.40	1346.30	1734.90	<b>现金流量净额</b>	<b>194.99</b>	<b>281.21</b>	<b>1182.33</b>	<b>1465.49</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1806.64	2087.85	3270.18	4735.67	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	518.35	1016.02	1247.76	1534.58	销售收入增长率	87.93%	39.75%	31.66%	25.26%
存货	709.13	984.32	1320.25	1607.75	营业利润增长率	19.62%	27.21%	33.70%	28.76%
其他流动资产	950.03	989.71	1034.92	1082.42	净利润增长率	20.24%	28.64%	33.77%	28.86%
长期股权投资	19.00	19.00	19.00	19.00	EBITDA 增长率	24.16%	28.44%	29.89%	25.71%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2125.89	2035.03	1944.17	1853.31	毛利率	78.07%	78.80%	78.95%	79.36%
无形资产和开发支出	534.41	483.38	432.35	381.32	三费率	55.35%	61.02%	60.91%	60.83%
其他非流动资产	840.29	837.10	833.92	830.73	净利率	15.67%	14.43%	14.66%	15.08%
<b>资产总计</b>	<b>7503.74</b>	<b>8452.41</b>	<b>10102.56</b>	<b>12044.79</b>	ROE	13.60%	15.19%	17.33%	18.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.34%	11.80%	13.21%	14.28%
应付和预收款项	1206.47	1405.80	1898.88	2367.45	ROIC	26.97%	31.22%	36.83%	44.82%
长期借款	144.18	144.18	144.18	144.18	EBITDA/销售收入	20.87%	19.18%	18.92%	18.99%
其他负债	450.63	333.78	357.47	380.53	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1801.28</b>	<b>1883.75</b>	<b>2400.54</b>	<b>2892.16</b>	总资产周转率	0.75	0.87	0.98	1.03
股本	480.00	481.09	481.09	481.09	固定资产周转率	4.43	4.42	6.18	8.25
资本公积	3569.15	3569.15	3569.15	3569.15	应收账款周转率	12.87	11.27	9.92	10.17
留存收益	1673.77	2523.70	3668.72	5134.37	存货周转率	1.74	1.67	1.64	1.60
归属母公司股东权益	5699.01	6573.93	7718.95	9184.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.35%	—	—	—
少数股东权益	3.45	-5.27	-16.94	-31.97	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5702.46</b>	<b>6568.66</b>	<b>7702.02</b>	<b>9152.63</b>	资产负债率	24.01%	22.29%	23.76%	24.01%
负债和股东权益合计	7503.74	8452.41	10102.56	12044.79	带息债务/总负债	8.00%	7.65%	6.01%	4.99%
					流动比率	2.84	3.42	3.44	3.60
					速动比率	2.34	2.76	2.78	2.95
					股利支付率	25.16%	15.55%	14.95%	15.52%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1032.48	1326.14	1722.56	2165.42	每股收益	1.63	2.09	2.80	3.61
PE	67.31	52.32	39.11	30.35	每股净资产	11.85	13.66	16.04	19.09
PB	9.24	8.01	6.82	5.73	每股经营现金	2.65	1.08	2.94	3.67
PS	10.64	7.62	5.78	4.62	每股股利	0.41	0.33	0.42	0.56
EV/EBITDA	47.76	36.99	27.79	21.43					
股息率	0.37%	0.30%	0.38%	0.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn