

透明质酸全产业链平台企业，多元化业务驱动发展

——华熙生物（688363）首次覆盖

买入（首次）

2023年02月21日

投资要点：

公司概况：透明质酸全产业链平台企业，六大研发平台铸造竞争优势。公司是全球知名的生物科技公司 and 生物活性材料公司，是集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台企业，微生物发酵生产透明质酸技术处于全球领先。公司凭借六大研发平台建立了生物活性材料从原料到医疗终端产品、功能性护肤品、功能性食品的全产业链业务体系，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。公司股权较为集中，创始人赵燕间接持股近40%。2017-2021年，公司营收由8.18亿元提升至49.48亿元，CAGR为56.82%，毛利率维持在75%以上的高位水平。

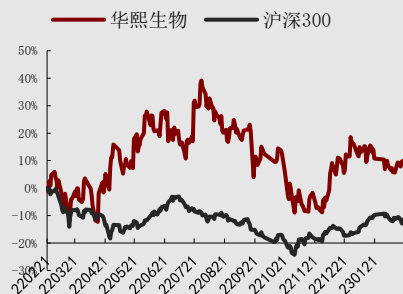
原料业务：产品矩阵丰富，新产能落地为后续发展提供支持。2017-2021年全球透明质酸原料市场规模保持快速增长，CAGR为14.42%，中国销量占全球总销量的八成以上，2021年华熙生物以44%的市占率保持世界第一。公司的原料产品矩阵丰富，透明质酸原料分为医药级、化妆品级和食品级。此外，公司提前布局多种生物活性物及其相关终端产品的应用。产能方面，2021年4月，公司完成收购佛思特公司。截止2022H1，公司透明质酸产能达到770吨，包括济南工厂320吨、东营工厂150吨，天津厂区新增300吨透明质酸及其他多种生物活性物的产能。随着新产能的落地，公司原料业务的全球市场占有率有望进一步提升，同时也为自身透明质酸终端业务发展提供基础支撑，从而持续助推公司未来业绩上涨。

医疗终端业务：医药板块稳健发展，医美板块迎来复苏。公司的医疗终端业务可分为医药类和医美类板块。（1）医药：伴随着我国人口老龄化，医疗需求有望进一步释放。公司的医药类产品包括眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品，近年来发展较为稳定。另外，公司在2022年4月收购益而康，益而康主营的胶原蛋白海绵及人工骨等入院产品可进一步丰富公司现有医疗终端产品管线，形成良好的医疗终端产品矩阵。（2）医美：医美领域市场广阔，随着人均消费水平及医美消费意愿的不断提升，公司旗下医美终端品牌产品凭借科研技术的

基础数据

总股本(百万股)	481.09
流通A股(百万股)	481.09
收盘价(元)	128.22
总市值(亿元)	616.85
流通A股市值(亿元)	616.85

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liyingsl@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	4947.77	6495.88	8806.39	11648.97
YoY(%)	88	31	36	32
净利润(亿元)	782.33	993.78	1349.57	1788.09
YoY(%)	21	27	36	32
每股收益(元)	1.63	2.07	2.81	3.72
市盈率(倍)	78.85	62.07	45.71	34.50

数据来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

注：收盘价取自2023年2月20日

背书及相较于国外品牌更高的性价比，市场不断拓宽。而 2022 年末疫情防控的放开也使得 2023 年医美需求有望享受较大的弹性，公司深耕透明质酸注射产品，在近年来调整了医美业务的组织和产品结构，未来润致系列产品有望成为医美业务发展的主要动力。另外，除了透明质酸产品外，公司的医美类产品还往胶原蛋白和再生材料延伸，同时布局医美产业链上中下游。

功能性护肤品业务：差异化的品牌矩阵，收入提升迅速。受敏感肌群体扩容、人们对皮肤护理意识增强、社媒营销造势与成分党崛起、医美市场增长等多重因素的驱动，我国功能性护肤行业近年来快速成长。2021 年我国功能性护肤品市场规模为 308 亿元，预计 2021-2025 年 CAGR 将达 36.01%。而透明质酸由于其卓越的保湿补水、修复、抗氧化的功效，被广泛用于化妆品、食品、药品等领域。2021 年中国透明质酸化妆品市场规模为 732 亿元，预计 2026 年市场规模可达到 1306 亿元，预计 2022-2026 年 CAGR 为 12%。公司的功能性护肤品板块近年来快速发展，2022H1 收入占比已达到 77.43%，旗下拥有多个差异化的品牌，其中，润百颜、夸迪、BM 肌活、米蓓尔为四大核心品牌。公司在运营方面推行大单品战略，未来随着大单品规模的扩大，规模化优势凸显，功能性护肤品板块的毛利率有望提升。2022 年前三季度，公司功能性护肤品业务收入同比增长超过 50%，毛利率约为 80%。

功能性食品业务：灵活探索功能性食品领域，在研产品储备充足。口服透明质酸满足“美容+保健”双需求，2021 年普通食品添加透明质酸在国内首次获批，未来随着消费者认知的提升，基于透明质酸的功能性食品市场有望快速增长。公司在 2021 年 1 月 22 日抢先推出国内首个透明质酸食品品牌“黑零”，同年 3 月和 8 月，先后推出国内首款玻尿酸饮用水“水肌泉”和玻尿酸饮品“休想角落”，引领全新功能性食品消费热潮。公司的功能性食品业务在研产品丰富，截止 2022 年 6 月末，进行的功能性食品板块研发项目共有 74 项，重点围绕透明质酸及 GABA 氨基丁酸在口服美容食品、口服助眠食品及相关功能性食品开展研发工作。未来公司也将持续加强新产品的推广力度。

盈利预测与投资建议：公司是全球透明质酸产业链龙头，旗下原料、医疗终端、功能性护肤品和功能性食品业务四轮驱动。原料业务产品矩阵丰富，前瞻布局生物活性物质赛道，未来有望获取增长新动能。医疗行业渗透率低，未来市场空间广阔，监管趋严背景下公司作为行业龙头或将持续受益。功效护肤品行业市场快速放量，公司四大核心品牌差异化布局，独创次抛产品构建先发优势。功能性食品行业尚处起步阶段，公司进军透明质酸食品赛道，打开未来成长空间。我们预计，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.07/2.81/3.72 元/股，对应 2023 年 2 月 20 日股价的 PE 分别为 62/46/35 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：行业竞争加剧风险、新业务拓展不达预期风险、医美监管风险。

正文目录

1 华熙生物：透明质酸全产业链平台企业，六大研发平台铸造竞争优势6	6
1.1 深耕透明质酸行业二十余年，深入布局全产业链发展.....6	6
1.2 股权结构：股权较为集中，创始人间接持股近 40%.....7	7
1.3 功能性护肤品带动业绩高增，销售和研发投入逐年加大.....9	9
2 原料业务：产品矩阵丰富，新产能落地为后续发展提供支持 11	11
2.1 行业：原料市场规模保持快速增长，华熙生物龙头地位稳固..... 11	11
2.2 产品：产品矩阵丰富，前瞻布局其他生物活性物质赛道..... 14	14
2.3 产能：生产规模全球领先，新产能落地保障供给无忧..... 16	16
2.4 研发：领先核心技术造就质量与成本优势，“产学研”共探应用新领域..... 17	17
3 医疗终端业务：医药板块稳健发展，医美板块迎来复苏19	19
3.1 行业：医美赛道高景气度长存，人口老龄化医疗应用前景可期..... 19	19
3.1.1 居民医疗支出平稳增长，医美主导透明质酸医疗终端市场..... 19	19
3.1.2 国内医美渗透率看齐海外，注射类项目更受大众青睐..... 20	20
3.1.3 人口老龄化伴随医疗需求放量，骨科+眼科双市场迎来新机遇..... 24	24
3.2 产品：覆盖医药和医美两大板块，医美品类扩张带动业务升级..... 26	26
3.2.1 医药类：针对不同领域产品线丰富，收购益而康布局胶原蛋白..... 28	28
3.2.2 医美类：深耕透明质酸注射产品，完善管线布局的同时往产业链下游延伸..... 29	29
4 功能性护肤品业务：差异化的品牌矩阵，收入提升迅速31	31
4.1 行业：功效性护肤品市场规模高速增长，透明质酸功效匹配消费需求..... 31	31
4.2 产品&品牌：四大核心品牌差异化定位，次抛开创者先发优势显著..... 34	34
4.3 研发&产能：具有生物活性物质研发技术的优势..... 37	37
4.4 渠道：多渠道发力，精细化运营..... 38	38
5 功能性食品业务：灵活探索功能性食品领域，在研产品储备充足39	39
5.1 功能性食品市场：国内口服透明质酸尚处起步阶段，对标海外发展空间较大..... 39	39
5.2 产品：灵活探索功能性食品，旗下拥有多款产品..... 41	41
6 盈利预测44	44
7 投资建议46	46
8 风险提示46	46
图表 1: 公司四大板块业务在产业链中的角色.....6	6
图表 2: 公司发展历程..... 7	7
图表 3: 公司股权架构图..... 7	7
图表 4: 管理层经验丰富..... 8	8
图表 5: 2017 至 2022Q1-Q3 公司营收及其增速..... 9	9
图表 6: 2017 至 2022Q1-Q3 公司归母净利润及其增速..... 9	9
图表 7: 2017-2022Q1-Q3 公司毛利率与净利率对比..... 9	9
图表 8: 2017-2022Q1-Q3 公司 ROA&ROE 对比..... 9	9
图表 9: 2017-2022Q1-Q3 公司杜邦分拆..... 10	10
图表 10: 2017-2022Q1-Q3 公司费用率变化..... 10	10
图表 11: 2017-2022H1 公司销售费用构成..... 10	10
图表 12: 2017-2022H1 公司四大业务板块营收及其增速（单位：亿元）..... 10	10

图表 13: 2017-2022H1 四大业务板块营收占比.....	10
图表 14: 2017-2022H1 公司整体及各业务毛利率.....	11
图表 15: 透明质酸应用领域图示.....	11
图表 16: 透明质酸在机体中的分布.....	11
图表 17: 2017-2026E 全球透明质酸原料市场规模(吨)及增长率.....	12
图表 18: 2017-2026E 中国透明质酸原料市场规模(吨)及增长率.....	12
图表 19: 2021 年透明质酸原料市场占比(按销售量).....	12
图表 20: 2017-2027E 全球透明质酸原料分品类市场销量占比.....	12
图表 21: 2017-2021 年全球各类原料销量增速高(吨).....	13
图表 22: 2022E-2026E 全球各类原料销量预计保持高增速(吨).....	13
图表 23: 2021 年全球透明质酸原料市场竞争格局.....	13
图表 24: 2018 年全球医药级原料市占率.....	13
图表 25: 2018 年全球化妆品级原料市占率.....	13
图表 26: 2018 年全球食品级原料市占率.....	13
图表 27: 原料业务收入、增速及占比.....	14
图表 28: 原料业务毛利率.....	14
图表 29: 公司透明质酸原料业务主要产品.....	15
图表 30: 公司的其他生物活性物产品及功效.....	16
图表 31: 2019-2022H1 年透明质酸产能(吨).....	16
图表 32: 2021 年透明质酸原料(不含衍生品)产销情况.....	16
图表 33: 核心技术奖项认证及专利许可情况.....	17
图表 34: 华熙生物透明质酸主要质量参数与国内外药典标准的对比情况.....	17
图表 35: 同业透明质酸原料价格对比.....	18
图表 36: 已与公司建立合作的高校.....	18
图表 37: 华熙生物研究院“编码+品牌”标识.....	18
图表 38: 2022 年上半年公司获得的知识产权列表.....	19
图表 39: 居民人均消费支出和居民人均医疗保健消费支出累计同比.....	19
图表 40: 2015-2021 中国医疗健康支出总额及增速.....	19
图表 41: 2014-2024E 中国透明质酸医疗终端市场规模(亿元).....	20
图表 42: 2017-2026E 中国透明质酸医疗终端市场分布.....	20
图表 43: 2018 年中国医药级透明质酸原料出口情况.....	20
图表 44: 2013-2023E 全球医美行业市场规模.....	21
图表 45: 2013-2023E 中国医美行业市场规模.....	21
图表 46: 主要国家医美行业渗透率.....	21
图表 47: 2017-2023E 中国医美用户规模.....	21
图表 48: 2019-2021 年中国非手术用户占比.....	21
图表 49: 2021 年各类医美项目市场规模占比.....	21
图表 50: 2015-2023E 中国医美注射类市场规模及增速.....	22
图表 51: 2021 年注射类医疗消费占比.....	22
图表 52: 2017-2026E 中国透明质酸医美终端市场规模.....	22
图表 53: 2021 年中国医疗美容类透明质酸终端产品市场竞争格局.....	22
图表 54: 医美行业监管相关政策法规.....	23
图表 55: 2010-2020 年医美相关企业注册数量及变化.....	23
图表 56: 从事透明质酸医美终端业务的企业 III 类医疗器械认证情况.....	24
图表 57: 2017-2026E 中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模.....	25
图表 58: 2021 年中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场竞争格局.....	25
图表 59: 2016-2025E 中国白内障手术量和市场规模.....	26

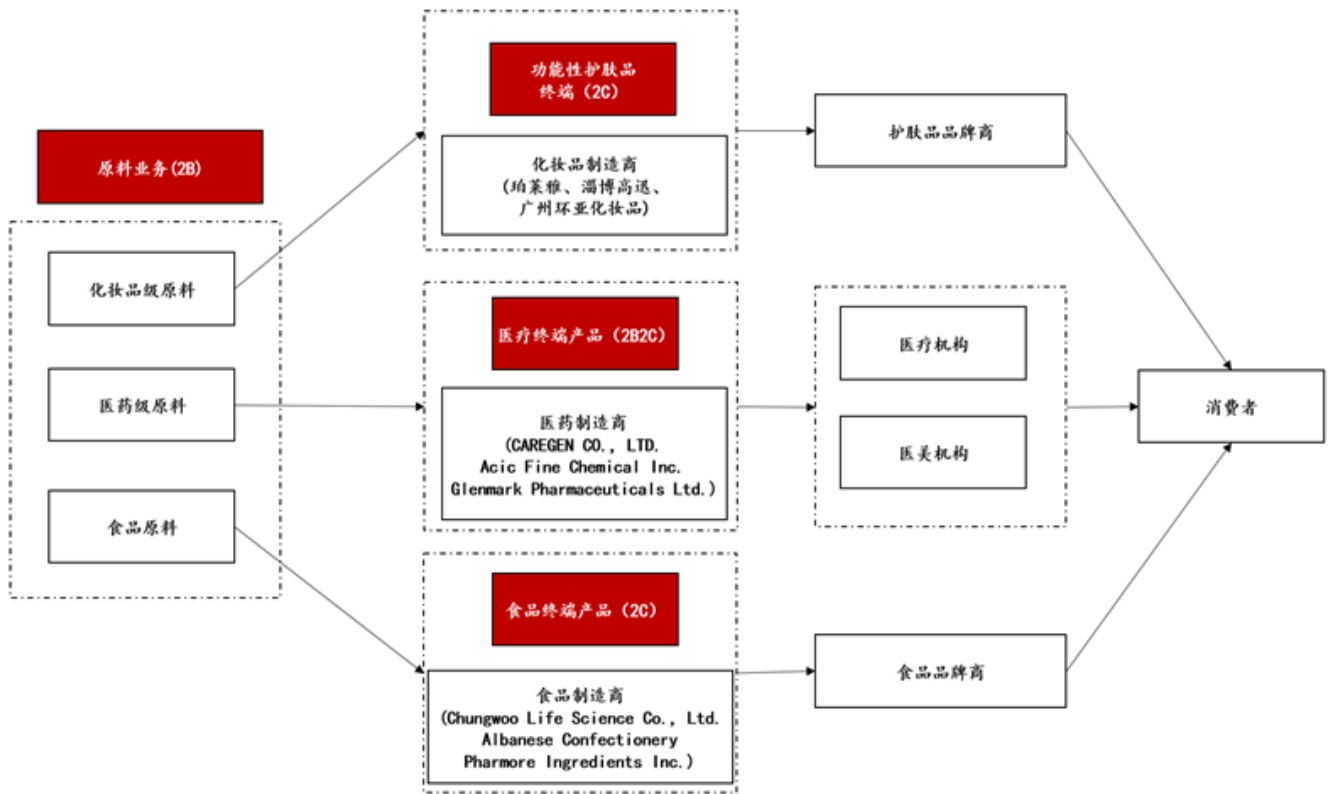
图表 60: 2017-2026E 中国眼科治疗类透明质酸终端产品市场规模	26
图表 61: 2021 年中国眼科治疗类透明质酸终端产品市场竞争格局	26
图表 62: 2017-2022H1 中国透明质酸钠滴眼液销售额 (万元)	26
图表 63: 医疗终端产品收入、增速及占比	27
图表 64: 医疗终端产品毛利率	27
图表 65: 2017-2021 年医疗终端产品-针剂类产品产量	27
图表 66: 2021 年医疗终端产品-针剂类产品产销情况	27
图表 67: 华熙生物主要医药类产品	28
图表 68: 益而康主要产品类型	29
图表 69: “润百颜医美”明星产品介绍	29
图表 70: “润致”明星产品介绍	30
图表 71: 润致娃娃针同类产品价格对比	30
图表 72: 2017-2025 年中国功效性护肤品市场规模及其增速	32
图表 73: 男性与女性消费者购买护肤品时最关心的问题	32
图表 74: 不同分子量的透明质酸在化妆品中的应用	32
图表 75: 2015-2026E 中国透明质酸化妆品市场规模	32
图表 76: 2015 年 vs2021 年中国功效性化妆品 Top5 品牌份额对比	33
图表 77: 2015 年 vs2021 年中国功效性化妆品 Top5 公司份额对比	33
图表 78: 2021 中国消费者购买功能性护肤品产地情况	34
图表 79: 2021 年国内/外功效型护肤品品牌满意度	34
图表 80: 公司功能性护肤品品牌发展历程	34
图表 81: 2016-2022H1 功能性护肤板块营收情况	35
图表 82: 2016-2022H1 功能性护肤品板块毛利率	35
图表 83: 公司功能性护肤品品牌矩阵	36
图表 84: 2016-2022H1 公司收入分业务占比	37
图表 85: 截止 2022H1 公司透明质酸产能分布 (吨)	37
图表 86: 次抛类与非次抛类每毫升精华售价对比	38
图表 87: 公司次抛原液产量和销量	38
图表 88: 次抛产品美修指数 top10	38
图表 89: 2021H1 润百颜销售渠道结构	39
图表 90: 2021H1 夸迪销售渠道结构	39
图表 91: 全球主要的透明质酸食品	40
图表 92: 口服透明质酸 45 天皮肤水分含量等级提升	41
图表 93: 口服透明质酸 90 天关节局部疼痛等级下降	41
图表 94: 2017-2026E 全球食品级透明质酸终端产品市场规模	41
图表 95: 2018 年全球主要国家及地区人均功能食品消费额 (单位: 元人民币)	41
图表 96: 公司功能性食品品牌旗下主要产品	42
图表 97: 2019-2022H1 功能性食品研发情况	43
图表 98: 2019-2022H1 功能性食品在研项目技术水平 (项)	43
图表 99: 公司业务拆分及预测	44
图表 100: 可比公司估值表	46

1 华熙生物：透明质酸全产业链平台企业，六大研发平台铸造竞争优势

1.1 深耕透明质酸行业二十余年，深入布局全产业链发展

全球透明质酸产业链龙头，逐步向全球领先的生物活性物质综合供应商迈进。公司是全球知名的生物科技公司 and 生物活性材料公司，是集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台企业，微生物发酵生产透明质酸技术处于全球领先。2021年，公司透明质酸原料销量以44%的市占率位居全球第一，其原料产品销往美国、欧盟、韩国、日本等40余个国家和地区。公司注重产品研发与创新，凭借六大研发平台建立了生物活性材料从原料到医疗终端产品、功能性护肤品、功能性食品的全产业链业务体系，先后开发出 γ -氨基丁酸、依克多因、麦角硫因等一系列活性物质，逐步向全球领先的生物活性物质综合供应商迈进。

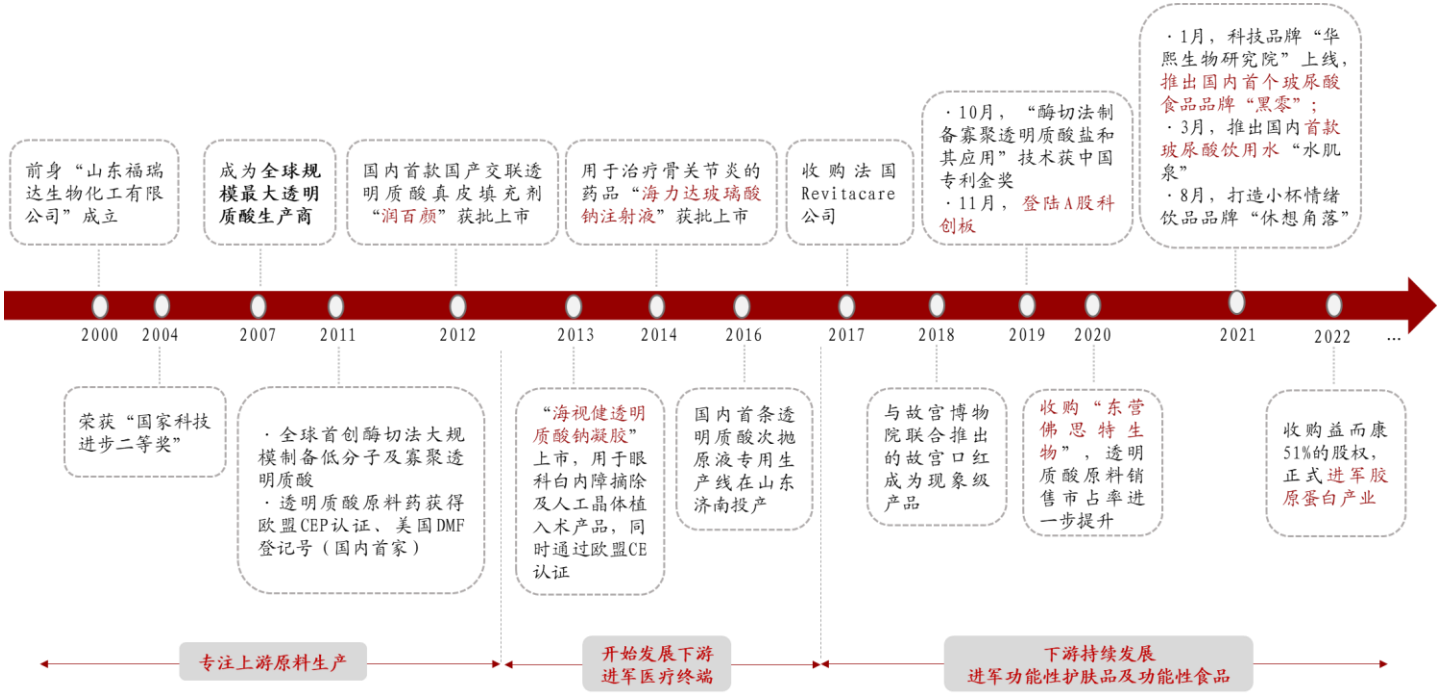
图表1:公司四大板块业务在产业链中的角色



资料来源：公司公告，万联证券研究所

发展历程：全球最大透明质酸生厂商起于幕后，终端产品多点开花走向台前。公司前身为“山东福瑞达生物化工有限公司”，于2000年开始用微生物发酵法量产透明质酸。2000年至2011年间，公司专注于透明质酸的原料生产，2007年便成为了全球规模最大的透明质酸生产商。自2012年起，公司逐渐向产业链下游终端产品发展延伸，2012-2016年率先发展医疗终端产品，随后进军功能性护肤品类终端产品。2019年，公司成功在A股科创板上市。2021年1月，由公司主导申报的透明质酸作为新食品原料获得国家健康卫生委批准，随即推出了国内首个玻尿酸食品品牌“黑零”，标志着国内功能性食品的崭新空间正式打开。2022年，公司收购益而康51%的股权，正式进军胶原蛋白产业。

图表2:公司发展历程

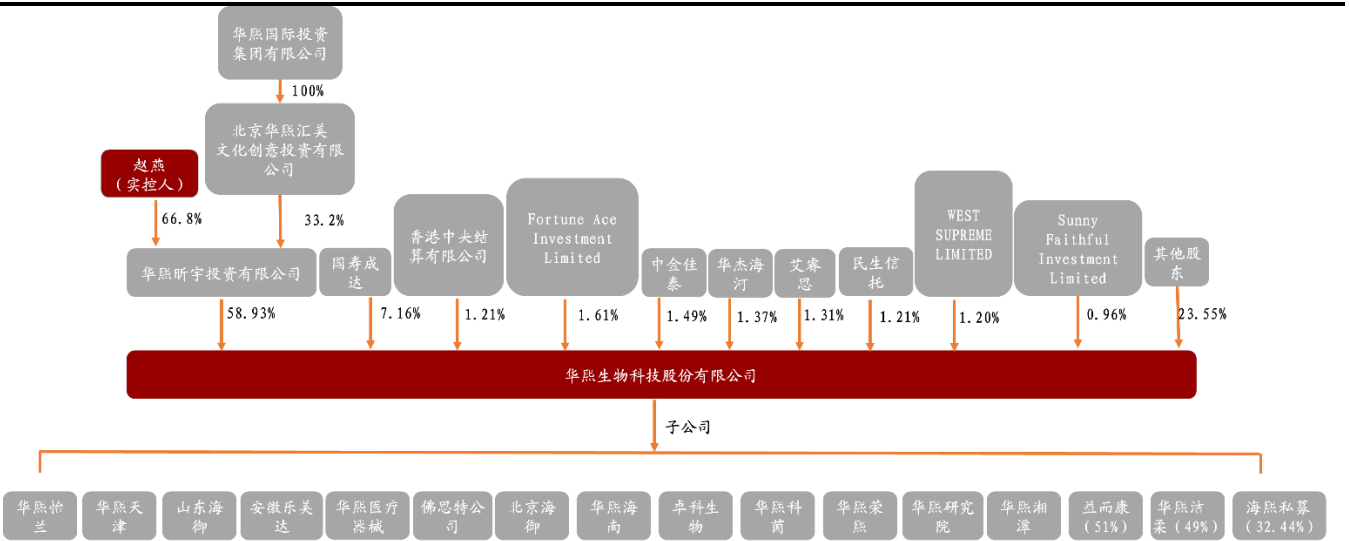


资料来源: 公司官网, 公司公告, 万联证券研究所

1.2 股权结构: 股权较为集中, 创始人间接持股近 40%

公司创始人赵燕间接持股39.37%, 管理层专业背书经验丰富。公司创始人赵燕通过华熙昕宇间接持股39.37%, 同时担任董事长兼总经理的职务, 具备优越的生物专业功底与管理能力。公司旗下拥有16家子公司, 其中华熙天津负责生产, 华熙研究院和华熙荣熙负责研发, 山东海御、安徽乐美达、华熙怡兰与佛思特公司主营研发及销售, 其余子公司负责销售。管理层从业经验丰富, 董事长兼总经理赵燕女士具有生物专业及工商管理的复合背景, 樊媛、邹松岩、郭学平、赵长美、刘爱华等在透明质酸相关行业积累了充足经验, 多位管理层人士亦具有丰富的管理经验, 有利于公司持续深耕于透明质酸产业链。

图表3:公司股权架构图



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表4:管理层经验丰富

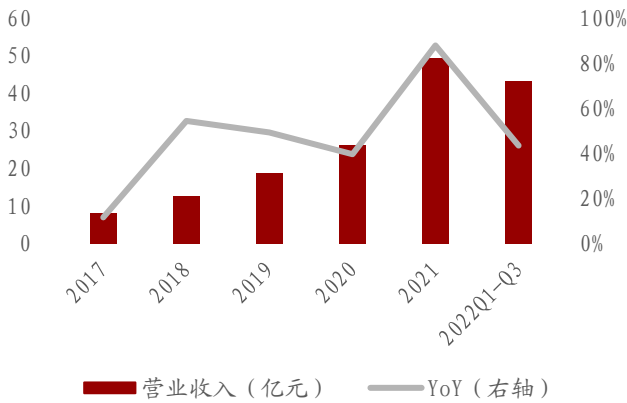
姓名	职务	个人简历
赵燕	董事长、总经理	生物专业本科毕业,美国福坦莫大学工商管理硕士。曾任华熙昕宇投资有限公司总经理、华熙福瑞达生物医药有限公司董事。现任公司董事长兼总经理。
曹富国	独立董事	博士毕业于清华大学民商法专业。曾任北京科技大学文法学院副教授、研究中心主任,北京大学政府管理学院博士后研究人员,英国诺丁汉大学法学院访问学者,美国乔治华盛顿大学法学院中美富布莱特访问学者,中央财经大学法学院教授,PPP治理研究院院长。现任公司独立董事。
王颖千	独立董事	本科毕业于中国人民大学金融学专业。曾就职于中国工商银行北京市分行、交通银行北京市分行。现任国华集团控股有限公司董事局主席、农银人寿保险股份有限公司独立董事及公司独立董事。
陈关亭	独立董事	博士学历,注册会计师、高级审计师、副教授、研究员、博士生导师。曾就职于山东省审计厅、清华大学经济管理学院、清华大学国有资产管理研究院。现任公司独立董事,兼任永诚财产保险股份有限公司、积成电子股份有限公司、北京德鑫泉物联网科技股份有限公司独立董事。
李亦争	董事、副总经理、董事会秘书	硕士毕业于中央财经大学投资学专业,已取得上海证券交易所科创板董事会秘书资格。曾就职于中信建投证券股份有限公司、广东威创视讯科技股份有限公司;现任华熙生物科技股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书。
樊媛	董事	成都中医药大学药理学硕士。曾任葛兰素史克(中国)投资有限公司医药代表、任赛诺菲(杭州)制药有限公司客户经理、艾尔建(中国)区域市场经理;2013年于北京海御任职医美事业部。现任公司董事及个人健康消费品事业群总经理。
邹松岩	董事	生物制药专业。2004年加入华熙福瑞达生物医药有限公司(公司前身),历任华南区销售经理、高级销售经理、个人护理品原料事业部总经理,现任公司董事及个人护理品原料事业部总经理。
郭学平	董事、副总经理、首席科学家	博士毕业于山东大学微生物与生化药学专业。国家科技进步二等奖获得者,吴阶平-保罗杨森医药研究奖获得者,享受国务院特殊政府津贴的专家,山东省有突出贡献的中青年专家。曾任山东省生物药物研究院主任及副院长、华熙福瑞达生物医药有限公司首席科学家。现任公司董事、副总经理、首席科学家。
郭珈均	董董事、副总经理、首席运营官	毕业于美国福坦莫大学,MBA。曾任华熙国际投资集团有限公司行政部经理、执行董事、副总经理,华熙福瑞达生物医药有限公司董事、副总经理、财务总监、首席运营官。现任公司董事、副总经理、首席运营官。
刘爱华	副总经理	本科毕业于沈阳药学院药物制剂专业。曾就职于济南第三制药厂、济南永宁制药有限公司、山东省生物药物研究院、华熙福瑞达、华熙国际投资集团有限公司。现任公司副总经理。
徐桂欣	副总经理	硕士毕业于中国人民大学。曾任三联集团生物产业公司技术员,金泉集团技术员山东博士伦福瑞达制药有限公司沈阳办省区经理,华熙福瑞达物料部经理、销售部经理、销售总监、销售副总经理、常务副总经理。现任公司副总经理。
栾依峥	副总经理	硕士毕业于清华大学经济管理学院会计系,中国注册会计师非执业会员,国际特许金融分析师。曾任瑞银证券有限责任公司分析员、经理、副董事,弘毅投资健康产业部投资经理,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。现任公司副总经理、财务总监。
高屹	副总经理	本科毕业于中央财经大学会计学专业。曾任职于中国光大集团、联想集团、国务院发展研究中心、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;2018年4月任华熙生物品牌中心总经理。现任公司副总经理,分管知识产权战略管理中心、法务中心、品牌与传播战略中心。

资料来源:公司公告,万联证券研究所

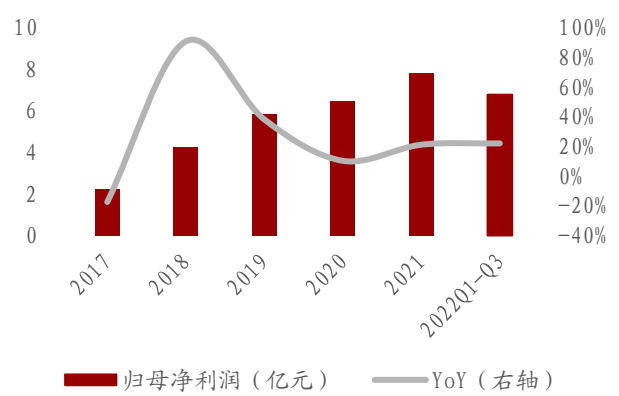
1.3 功能性护肤品带动业绩高增，销售和研发投入逐年加大

终端产品持续发展拉动业务高速增长，归母净利润总体保持较快增长。随着公司不断开拓下游业务，公司营收保持高速增长，归母净利润也逐年提升，除2017年因对管理人员实施激励导致管理费用增加6497万元导致2017年归母净利润较上年下跌，以及2020年由于销售费用增加较多导致2020年归母净利润增幅降至10.29%以外，其余年份归母净利润均保持同比20%以上的高速增长。2017-2021年，公司营收由8.18亿元提升至49.48亿元，CAGR为56.82%，其中2021年同比+87.93%，主要系功效性护肤品的业绩大增所致。公司归母净利润从2017年的2.22亿元增长至2021年的7.82亿元，CAGR为36.97%。2022Q1-Q3，公司营收、归母净利润分别同比+43.43%/+21.99%。

图表5:2017至2022Q1-Q3公司营收及其增速



图表6:2017至2022Q1-Q3公司归母净利润及其增速

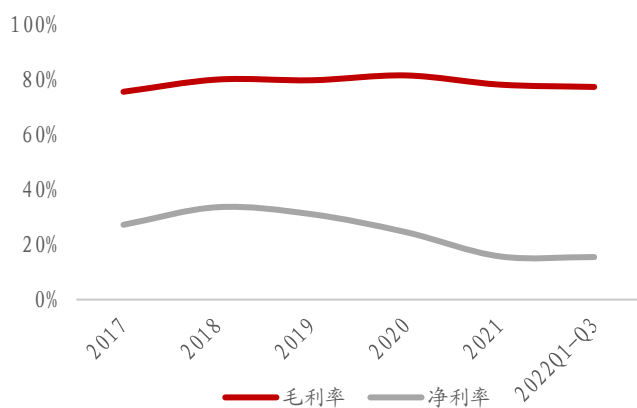


资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，万联证券研究所

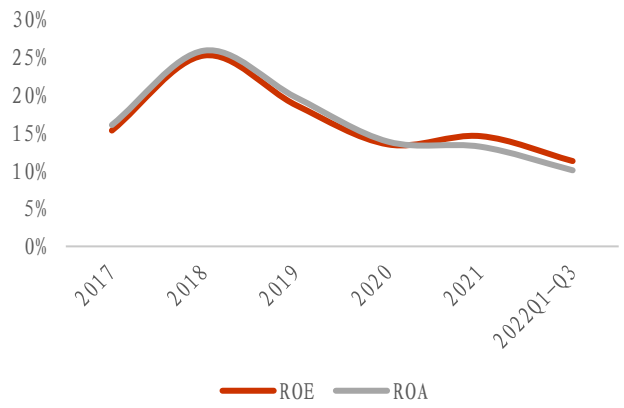
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，万联证券研究所

毛利率维持高位，销售费用率和研发费用率提升致净利率有所下滑。公司近年来的毛利率维持在75%以上的高位水平，但净利率有所下滑，其原因一方面是功能性护肤品业务迅速发展，相应的销售费用快速增加使得销售费用率持续上升且增幅较大。在销售费用构成中，线上推广服务费逐年增加，为销售费用的首要支出；另一方面是研发费用投入快速增加。2018年以来，公司的研发费用率始终维持在4%以上，2022Q1-Q3研发费用率达6.42%。另外，截止2022H1，公司研发项目数量达265个，较去年同期增长105个，拥有研发人员626人，同比上期增加159人。未来随着原料、技术工艺、应用产品等方面的不断创新，利润水平有望提升。

图表7:2017-2022Q1-Q3公司毛利率与净利率对比



图表8:2017-2022Q1-Q3公司 ROA&ROE 对比



资料来源：同花顺 iFinD，万联证券研究所

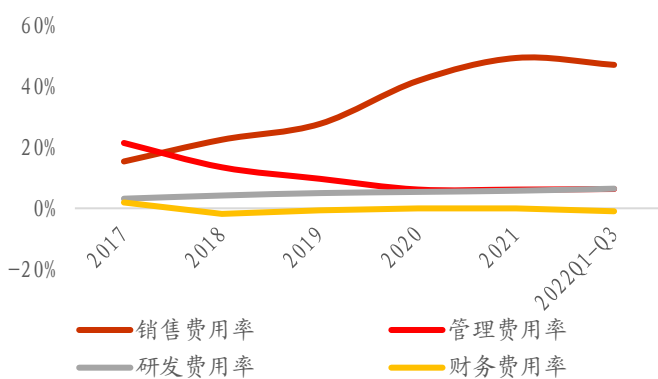
资料来源：同花顺 iFinD，万联证券研究所

图表9:2017-2022Q1-Q3 公司杜邦分拆

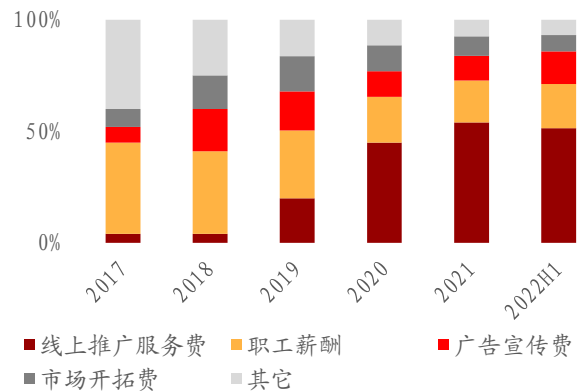
	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
归母净利率	27.17%	33.56%	31.06%	24.53%	15.81%	15.68%
总资产周转率	0.46	0.64	0.54	0.49	0.75	0.56
权益乘数	1.23	1.18	1.12	1.12	1.23	1.28
ROE	15.34%	25.27%	18.69%	13.50%	14.60%	11.29%

资料来源: 同花顺 iFind, 万联证券研究所

图表10:2017-2022Q1-Q3 公司费用率变化



图表11:2017-2022H1 公司销售费用构成



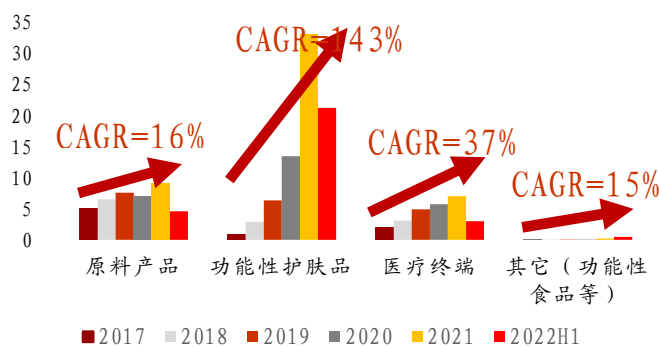
资料来源: 同花顺 iFind, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺 iFind, 万联证券研究所

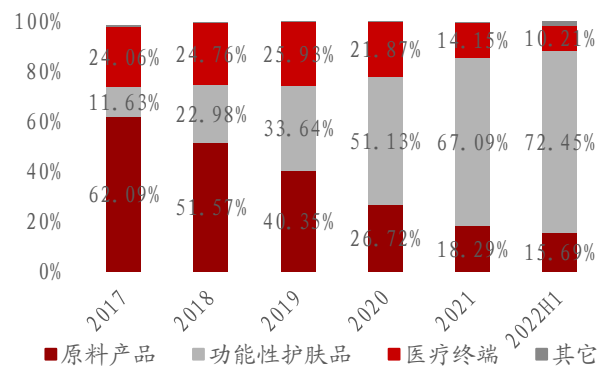
四大业务板块营收均保持增长, 功能性护肤品发展迅猛成为公司第一大营收来源。

2022H1, 公司原料业务/功能性护肤品业务/医疗终端业务实现营业收入分别为4.61/21.27/3.00亿元, 同比分别+10.97%/+77.17%/-4.53%, 毛利率分别为72.39%/78.74%/81.93%, 其他(功能性食品等)收入0.48亿元, 相较于2021H1同期实现大幅增长。2017-2021年, 原料业务/功能性护肤品业务/医疗终端/其他(功能性食品等)业务收入CAGR分别为16%/143%/37%/15%。从营收结构来看, 功能性护肤品业务占比在近几年逐年上升, 2020年起超过原料业务, 成为公司最重要的收入来源。2022H1功能性护肤品收入占比为72.45%, 相比之下, 原料业务营收占比从2017年的62.09%下降至2022H1的15.69%, 减少了46.40个百分点。医疗终端产品营收占比也有所下降, 从2017年的24.06%下降至2022H1的10.21%。

图表12:2017-2022H1 公司四大业务板块营收及其增速 (单位: 亿元)



图表13:2017-2022H1 四大业务板块营收占比



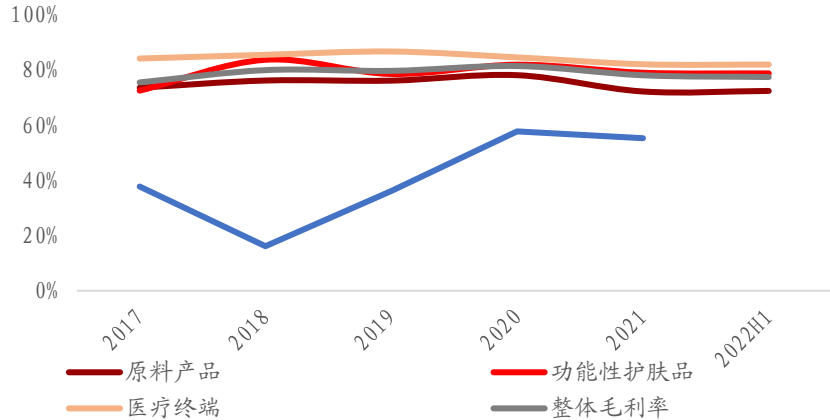
资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺 iFind, 公司公告, 万联证券研究所

注: CAGR 的计算区间取 2017-2021 年

整体毛利率在80%的水平上下浮动，医疗终端业务毛利率最高。2022H1公司毛利率为77.43%，四大业务板块中，2022H1毛利率最高的为医疗终端业务（毛利率81.93%），其次为功能性护肤品业务（毛利率78.74%），原料业务的毛利率（毛利率72.39%），低于功能性护肤品业务。2020年以来，各项业务毛利率均有轻微下跌之势，原因主要是新会计准则下，原本计入期间费用的激励费用、运费调整至主营业务成本核算所致，若将以上二者影响剔除，则综合毛利率基本持平。

图表14:2017-2022H1 公司整体及各业务毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，万联证券研究所

2 原料业务：产品矩阵丰富，新产能落地为后续发展提供支持

2.1 行业：原料市场规模保持快速增长，华熙生物龙头地位稳固

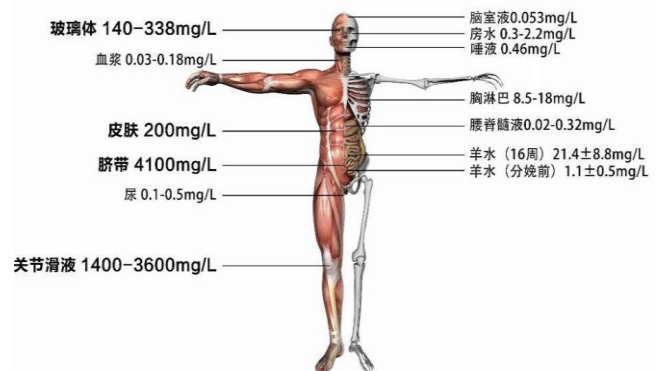
透明质酸又称玻尿酸，是一种由N-乙酰氨基葡萄糖和D-葡萄糖醛酸为结构单元的天然高分子粘多糖，广泛存在于脊椎动物结缔组织和体液中。透明质酸具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能，在医疗、化妆品及功能性食品领域应用广泛。透明质酸作为构成细胞间和细胞外基质的主要成分，广泛存在于人体的关节腔、皮肤等组织中，是人体中不可缺少的重要物质。然而随着年龄的增长，人体内的透明质酸含量会逐渐减少，可能诱发关节炎、皮肤老化、皱纹增多、眼花等问题。

图表15:透明质酸应用领域图示



资料来源：招股说明书，万联证券研究所

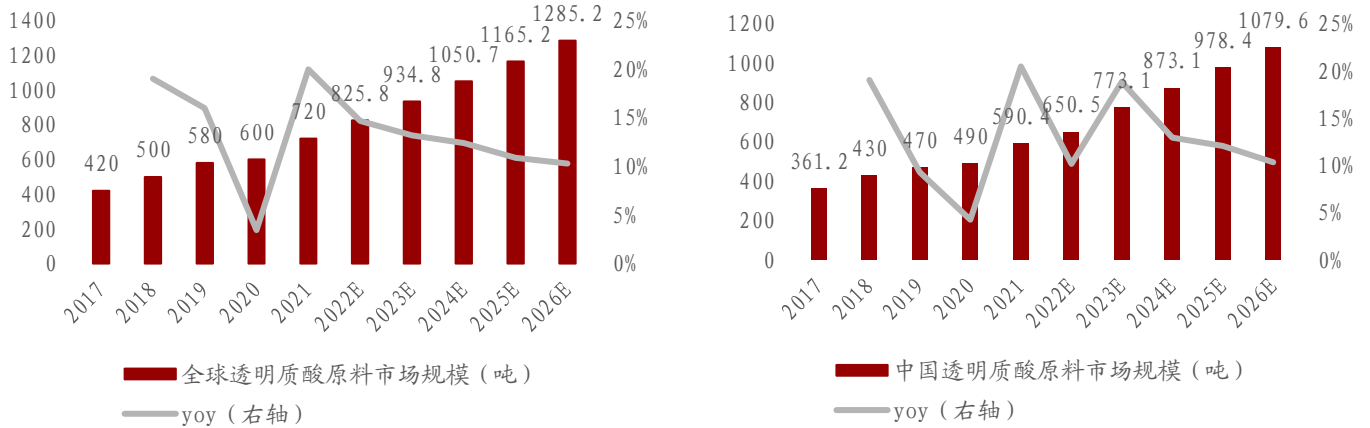
图表16:透明质酸在机体中的分布



资料来源：招股说明书，万联证券研究所

全球透明质酸原料市场销量快速增长，中国为第一大消费市场。根据Frost & Sullivan数据，2021年全球透明质酸原料市场销量达720吨，2017-2021年CAGR为14.42%，预计到2026年，全球透明质酸原料市场销量可达1285.2吨，2021-2026年CAGR为12.29%，保持快速增长。2021年中国透明质酸原料市场销量达590.4吨，2017-2021年为CAGR 13.07%，预计到2026年，中国透明质酸原料市场销量可达1079.6吨，2021-2026年CAGR为12.83%，与全球市场增速基本一致。从占比来看，2017-2021年，中国市场的透明酸钠销量占全球市场的81%-91%，为全球第一大透明质酸消费市场。

图表17:2017-2026E 全球透明质酸原料市场规模（吨）及增长率
图表18:2017-2026E 中国透明质酸原料市场规模（吨）及增长率

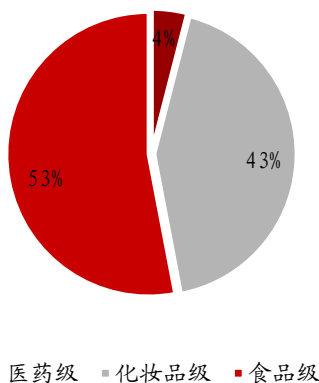


资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

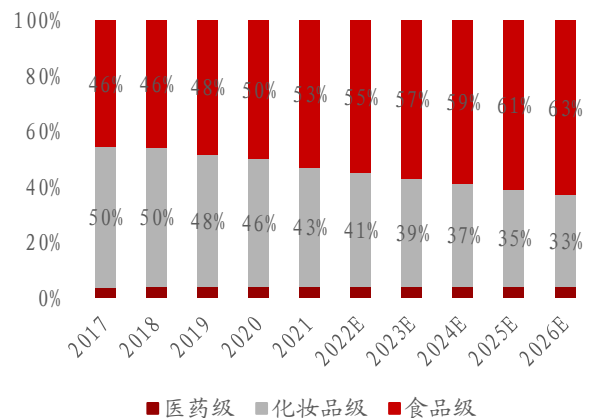
资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

全球透明质酸原料销量结构较为稳定，食品级透明质酸原料占比持续扩大。根据Frost & Sullivan数据，2021年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料市场占比（按销售量）约为4%/43%/53%，预计2026年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料市场占比（按销售量）为4%/33%/63%，食品级原料市场的占比持续扩大，医药级原料市场占比基本保持不变。从各原料销量增速来看，2017-2021年医药级/化妆品级/食品级透明质酸原料市场CAGR约为15.1%/9.9%/18.8%。2020年受疫情影响各类原料销售增速均有所下降，随后几年预计食品级原料将有大幅增长，2022-2026年CAGR达15.6%成为增速最大的透明质酸原料品类。

图表19:2021年透明质酸原料市场占比（按销售量）



图表20:2017-2027E 全球透明质酸原料分品类市场销量占比

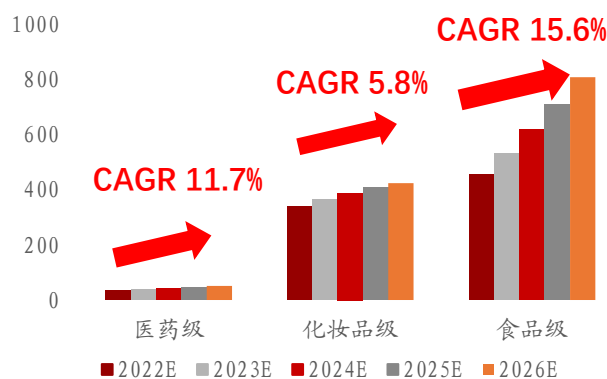
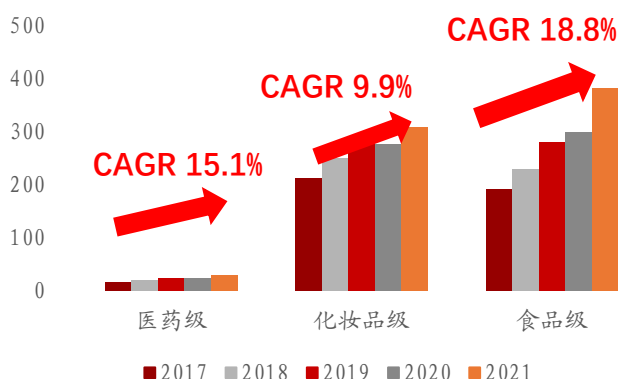


资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表21:2017-2021 年全球各类原料销量增速高 (吨)

图表22:2022E-2026E 全球各类原料销量预计保持高速增长 (吨)

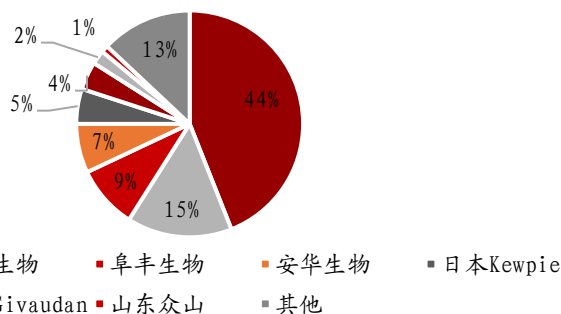


资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

全球透明质酸原料市场集中度高, 华熙生物市占率稳居龙头地位。根据Frost & Sullivan的数据显示, 中国透明质酸销量占全球总销量的八成以上, 销量前四均为中国企业, 四家企业总市占率高达75%。其中, 华熙生物2021年以44%的市占率保持世界第一, 紧接着为焦点生物、阜丰生物、安华生物, 市占率分别为15%、9%、7%。近年来, 华熙生物的市占率不断提升, 2018-2021年分别为36%、39%、43%、44%, 公司透明质酸原料产品保持较好增长态势。2018年, 华熙生物医药级/化妆品级/食品级原料销量全球市占率分别为38.59%/43.49%/25.51%。

图表23:2021 年全球透明质酸原料市场竞争格局

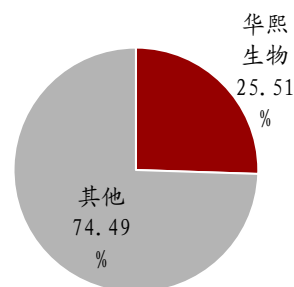
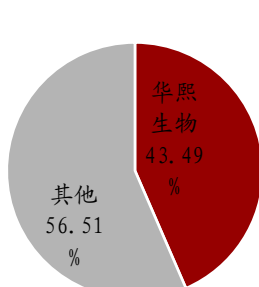
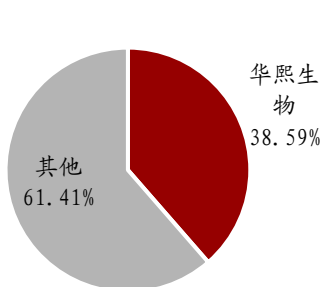


资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表24:2018 年全球医药级原料市占率

图表25:2018 年全球化妆品级原料市占率

图表26:2018 年全球食品级原料市占率



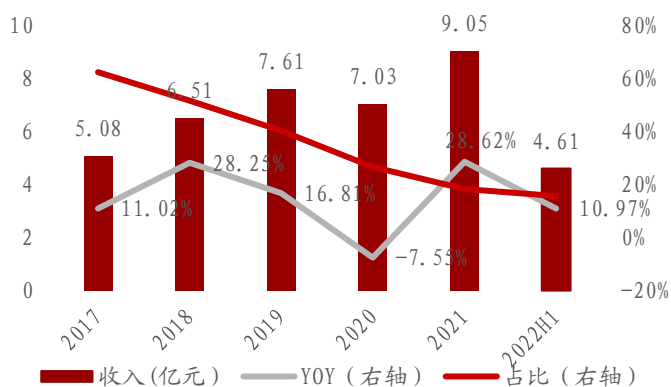
资料来源: 公司招股书, 万联证券研究所

2.2 产品：产品矩阵丰富，前瞻布局其他生物活性物质赛道

公司的原料业务稳健增长，与客户关系稳固。近年来公司的原料业务稳健增长，除2020年受疫情影响同比下降7.55%以外，其余年份均维持双位数增长。公司原料业务整体毛利率较高，2017-2022H1年均保持在70%以上的高水平。2022年前三季度，公司原料业务收入同比增长超过10%，毛利率维持在70%-75%。

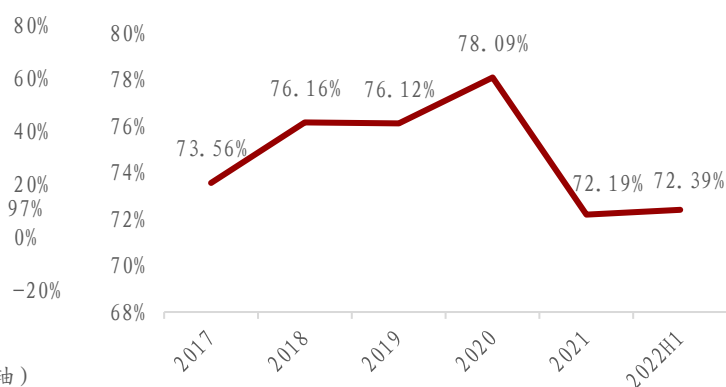
渠道方面，公司的原料销售模式采用经销和直销两种，对国内市场采用直销为主（60%-70%）、经销为辅（30%-40%）的销售模式，对海外市场采用经销为主的模式。公司在全球60多个国家和地区拥有稳定的经销渠道和用户，包括多家国际性医药、化妆品、保健食品公司的战略合作伙伴，全球客户超过2,000家，在某些国家和地区与客户合作已超过20年，关系稳固，客户粘性高。

图表27:原料业务收入、增速及占比



资料来源: ifind, 万联证券研究所

图表28:原料业务毛利率



资料来源: ifind, 公司公告, 万联证券研究所

公司的原料产品矩阵丰富，包括医药级透明质酸原料、化妆品级透明质酸原料、食品级透明质酸原料、胶原蛋白、其他生物活性物：

- **医药级透明质酸原料：**对生产技术、质量控制、注册的要求最高，广泛应用于医疗美容（医美填充及水光针）、骨科治疗、眼科治疗等多个领域的注射级产品，各国对于医药级原料的市场准入均具有严格的标准，售价远高于化妆品级和食品级原料。
- **化妆品级透明质酸原料：**用于护肤化妆品的制造，化妆品级原料的壁垒来自于通过对透明质酸原始成分的进一步加工修饰改进，甚至与其他生物活性物组合，从而具备更强的特定功能，并与细分应用场景的紧密结合，价格中等。随着消费群体的迭代、消费升级，个人护理品行业迎来了新发展，化妆品级原料在个护领域的需求逐渐增大，应用越来越广泛。
- **食品级透明质酸原料：**透明质酸钠可应用于保健食品，并可作为新食品原料应用于乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果、冷冻饮品中。随着消费升级及人口老龄化的发展，下游功能性食品市场蓬勃发展。目前，已有食品和营养保健品企业开发系列含有透明质酸钠的产品，并成功推向市场，形成较好的市场热度。未来公司的食品级原料有望在下游应用中获得更广阔的市场。
- **胶原蛋白：**2022年4月15日，公司收购益而康，正式进军胶原蛋白产业，并成为国内首个同时拥有重组人源胶原蛋白技术和动物源胶原蛋白提取双向全产业链布局的公司。2022年8月30日，公司宣布继透明质酸之后的第二个战略性生物活性物——胶原蛋白上市，未来通过蛋白质的分子设计能够实现28种胶原蛋白定制

化的设计和组装，以此来发挥不同的功效，应用于再生医学、医疗终端、功能性护肤和食品领域。未来公司的胶原蛋白也会在四轮驱动的战略下，复制透明质酸的成功模式。

- **其他生物活性物：**公司持续致力于挖掘 GABA、依克多因、麦角硫因等多种生物活性物的市场潜力，并积极推广市场应用。GABA可用于饮料等食品领域，具备改善机体睡眠质量、降血压等生理功效；依克多因在护肤品领域应用效果良好，具有锁水保湿、防辐射和抗逆保护等作用；麦角硫因是人体中天然存在的稀有氨基酸类细胞保护剂和抗氧化剂，应用在护肤品中具有显著的抗氧化、抗光老化功效。

图表29:公司透明质酸原料业务主要产品

应用领域	产品分类	产品名称	产品应用
医药领域	滴眼液级	Hyature®玻璃酸钠	滴眼液，隐形眼镜护理液，外用药物，口服制剂等
	注射级	Hyature®玻璃酸钠	眼科黏弹剂，软组织填充剂，防粘连剂，膝关节炎、骨关节炎和肩周炎改善用药等
	医疗器械级	Hyature®透明质酸钠	伤口愈合外用制剂，腔道润滑剂，药物载体等 眼科黏弹剂，软组织填充剂，防粘连制剂等 膜制剂等
化妆品领域	透明质酸钠	Hybloom®透明质酸钠，高分子/低分子/寡聚透明质酸钠，透明质酸钠 1%溶液	天然保湿因子；优良的润滑性和成膜性；增稠和稳定乳化作用；水合角质层，营养肌肤；防晒及晒后修护；用于护肤、护发、彩妆、清洁等产品
		纳诺 HA®酶切寡聚透明质酸钠	透皮吸收，深层保湿，修护受损细胞，抗氧化，抗衰老；用于护肤产品
		Hyacolor®油分散透明质酸钠	天然呵护，保湿滋润，改善粗糙，丰唇，修护；用于彩妆产品
		cationHA®高亲和性透明质酸钠	高亲和性，耐冲洗，渗透修护，增强头皮屏障功能，降低表面活性剂的刺激，良好的相容性；用于洗护产品
	透明质酸钠衍生物	Hymagic®-ACHA 乙酰化透明质酸钠	高吸肤性，双倍保湿力，修护皮肤屏障，增加皮肤弹性；用于护肤产品
		Hyacross®透明质酸弹性体	隐形防护，抵御紫外线，隔离污染物，长效保湿，增加皮肤弹性，减少皮肤粗糙度；用于护肤产品
		熙敏修 TM 超活透明质酸	透皮吸收，抑制炎症因子释放，修护皮肤屏障；用于护肤产品
食品领域		Hyacross®透明质酸微珠 TG300	TG300 可替代传统塑料微珠，起到磨砂去角质、光滑肌肤、促进肌肤血液循环的功效，特别适合脆弱敏感肌肤。
		UltraHA®透明质酸钠	有助于改善皮肤水份状况，有助于改善骨密度，辅助保护胃黏膜；用于胶囊、片剂、冲剂、口服液等保健食品；用于乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果、冷冻饮品普通食品中
新领域		Biomoiest®透明质酸（口腔专用）	具有保湿、润滑、抗炎、修复等功能，可以帮助改善口干、修复牙龈损伤、抑制口腔炎症发展等作用；用于牙膏、漱口水等口腔护理产品
		HyadomTM 透明质酸润滑液	具有润滑、保湿、滋养、不粘腻、易清洗等功能；用于计生产品
		HYAPETTM 透明质酸钠	具有润滑、营养作用，帮助灵活宠物关节、顺滑皮毛等功能；用于宠物保健品及功能性主粮

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表30:公司的其他生物活性物产品及功效

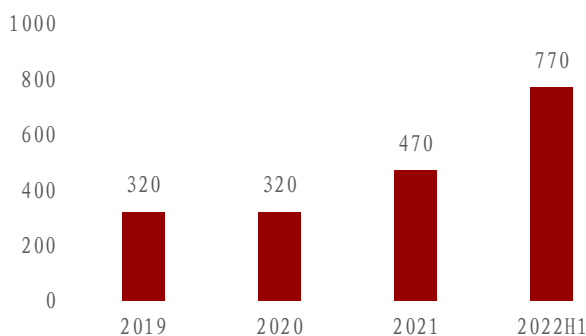
产品名称	产品功效	核心技术应用情况
γ-氨基丁酸	天然抗衰老因子，舒展皱纹，光滑肌肤，促进细胞新生，修护受损肌肤，促进透明质酸与胶原蛋白合成。用于护肤、护发、彩妆产品；神经维他命，口服 GABA 可以改善睡眠质量和舒缓情绪。用于饮料、糖果等保健食品和普通食品等。	
熙安颜™ 依克多因	抗压防护，舒缓修护，防晒，保湿，抗老化；用于医药产品，及护肤、护发、彩妆产品	
Hyafactor®-PGA	促进天然保湿因子蓄积，减缓 HA 降解，与 HA 协同增效，增强皮肤持水能力，提高皮肤弹性和柔软度，抑制黑色素合成；用于医药产品，护肤、护发产品，食品	
聚谷氨酸钠		
Hyafactor®-SG 小核菌胶凝水凝胶	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	微生物发酵技术
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	
Biobloom™ 微美态 ME-1	ME-1 可调节皮肤微生态，改善因微生态异常而引起的油脂分泌和 pH 失衡；同时 ME-1 可显著上调皮肤免疫相关基因的表达，促进抗菌肽的合成，增强皮肤免疫功能。用于护肤产品、口腔护理品	
Biobloom™ 微美态 ME-2	ME-2 显著提高 Nrf2 分泌量，激活抗氧化通路，增强细胞抗氧化能力，减少色素沉积，紧致提亮肤色。用于护肤产品	

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.3 产能：生产规模全球领先，新产能落地保障供给无忧

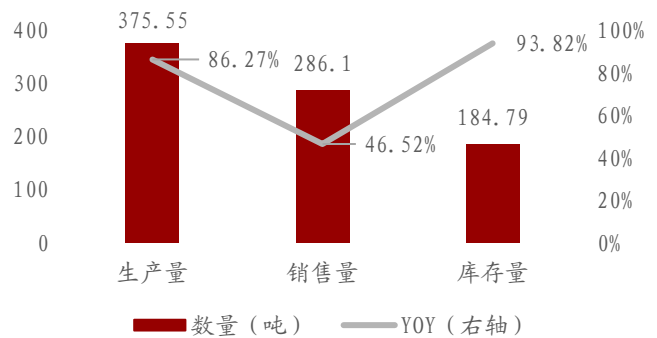
生产规模全球领先，收购东营佛思特+天津工厂投产保障供给无忧。公司作为国内最早实现微生物发酵法生产透明质酸的企业之一，透明质酸生产规模和产率均处于全球领先水平。2019-2021年，公司透明质酸产能分别为320/320/470吨。2021年4月，公司正式完成佛思特公司的全部收购事宜。2022年4月，天津厂区透明质酸钠及相关项目已完成调整升级工作并正式投产。截止2022H1，公司整体透明质酸产能达到770吨，包括济南工厂320吨、东营工厂150吨、天津厂区新增300吨透明质酸及其他多种生物活性物的产能。此外，公司正在东营佛思特厂区开工建设无菌HA生产。公司新产能布局的落地实现，不仅有助于提升其原料业务的全球市场占有率，也为自身透明质酸终端业务发展提供基础支撑，从而持续助推公司未来业绩上涨。

图表31:2019-2022H1 年透明质酸产能（吨）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表32:2021 年透明质酸原料(不含衍生品) 产销情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.4 研发：领先核心技术造就质量与成本优势，“产学研”共探应用新领域

领先核心技术提供成本与质量优势，高技术壁垒铸造企业护城河。公司凭借六大研发平台，实现了多项技术突破，核心技术包括微生物发酵法生产透明质酸技术、微生物酶切法、透明质酸高效交联技术、终端灭菌技术、工业菌创制技术、工业酶创制技术，获得多项国家级、省部级奖项，并逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至多种生物活性物质、医疗终端产品、功能性护肤品和功能性食品，覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。

图表33:核心技术奖项认证及专利许可情况

科技平台	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；山东省科技进步一等奖*；山东省重点研发计划	医药级玻璃酸钠产品在中国大陆取得了7项注册备案资质，在中国台湾地区取得1项DMF注册；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28项
	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	山东省科技进步一等奖*；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；山东省科技进步一等奖*；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获得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	
合成生物学平台	工业菌创制技术	山东省生物活性物合成生物学重点实验室国家重点研发计划“绿色生物制造”重点专项	
	工业酶创制技术		

资料来源：公司公告，万联证券研究所

注*：为同一项科技进步奖

(1) 高质量：对于产品质量要求最为严格的医药级产品，公司生产的医药级产品主要质量参数核酸、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，达到国际领先水平。

图表34:华熙生物透明质酸主要质量参数与国内外药典标准的对比情况

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

资料来源：Frost & Sullivan，万联证券研究所

(2) 价格优势：公司的透明质酸原料产品价格低于海外同等产品价格，具有价格优势。透明质酸生产技术的研发与成熟需要耗费企业大量的资金、劳动与时间，投入成本巨大且需承担研发失败的风险，因而透明质酸行业上游的整体门槛相对较高。这些

技术一方面为公司在透明质酸市场的竞争中提供成本与质量优势，一方面也加大了潜在竞争对手进入市场的难度。

图表35: 同业透明质酸原料价格对比

	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	18,798.96 元/KG
	原料产品-化妆品级	2,440.81 元/KG
	原料产品-食品级	1,258.36 元/KG
中国企业出口均价	医药级透明质酸原料	17,974-165,500 元/KG (2,700-25,000 美元/KG)
	其它级别透明质酸原料	993-3,310 元/KG (150-500 美元/KG)
	医药级透明质酸原料	46,340-331,000 元/KG (7,000-50,000 美元/KG)
海外企业	其它级别透明质酸原料	2,648-7,944 元/KG (400-1,200 美元/KG)

资料来源: 招股说明书, 万联证券研究所

注: 2018 年美元兑人民币汇率为 6.62

产学研合作助力科技成果转化, 华熙生物研究院科技赋能行业上下游。公司除了自有 30 多个研发工作室, 还与多家外部机构及十多所知名高校签署合作协议, 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实现基础研发的突破。2021 年 4 月, 公司与山东大学共同成立了“合成生物联合创新中心”; 2021 年 5 月, 公司与中科院天津工业生物技术研究所达成战略合作; 2021 年 7 月, 公司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; 2022 年 2 月, 公司与山东省科学院生物研究所正式签署战略合作协议, 双方将合作共建“功效评价联合创新中心”; 2022 年 7 月, 公司与齐鲁工业大学 (山东省科学院) 签署战略合作协议, 共同建立“生物活性物技术研究中心”, 并挂牌。与高校和研究院共同打造的产学研联合体, 将扩展生物科技成果在实际产业中的应用边界。同时, 公司注重研发向市场转化的平台构建, 建成了全球最大的中试转化平台。2021 年 1 月“华熙生物研究院”正式发布上线, 围绕公司原料、配方、工艺、数据、商标、服务等多维度, 建立 6 大编码体系, 向行业上下游进行科技赋能。2022 年上半年, 公司“合成生物技术国际创新产业基地”已落户北京大兴并投入使用。

图表36: 已与公司建立合作的高校



图表37: 华熙生物研究院“编码+品牌”标识



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

资料来源: 华熙生物公众号, 万联证券研究所

透明质酸监管准入审核严格，专利资质认证优势难以超越。透明质酸的原料生产制造具有较高的监管准入门槛，尤其医疗类产品必须经过产品技术要求制定和审核、注册检测或临床试验、质量管理体系考核和注册审批等阶段，才能获得国家药品监督管理局等监管部门颁发的产品注册证书。国内注册资质申请一般需要3-5年时间，且存在申请不通过的可能。新产品在国际市场销售还需通过FDA注册、CDE认证或其他国际产品质量体系认证或注册，因此市场新玩家想要进军医药级透明质酸将需要有足够的技术和资金支撑。公司医药级原料玻璃酸钠产品在国内取得了7项注册备案资质；在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28项。此外，公司是国内拥有最多透明质酸专利数的企业之一，截至2022年6月30日，公司已申请专利570项（含发明专利461项），其中已获授权专利266项（含中国发明专利126项，国外发明专利4项）。公司的国际资质认证优势及专利技术优势为公司在国内国际市场保持行业龙头地位提供了一定的保障。

图表38:2022年上半年公司获得的知识产权列表

	本期新增		累计数量	
	申请数(个)	获得数(个)	申请数(个)	获得数(个)
发明专利	39	41	461	130
实用新型专利	1	11	69	60
外观设计专利	5	8	40	36
软件著作权	0	1	14	14
作品著作权	19	13	67	61
其他	418	524	5,301	3,505
合计	482	598	5,952	3,806

资料来源：公司公告，万联证券研究所

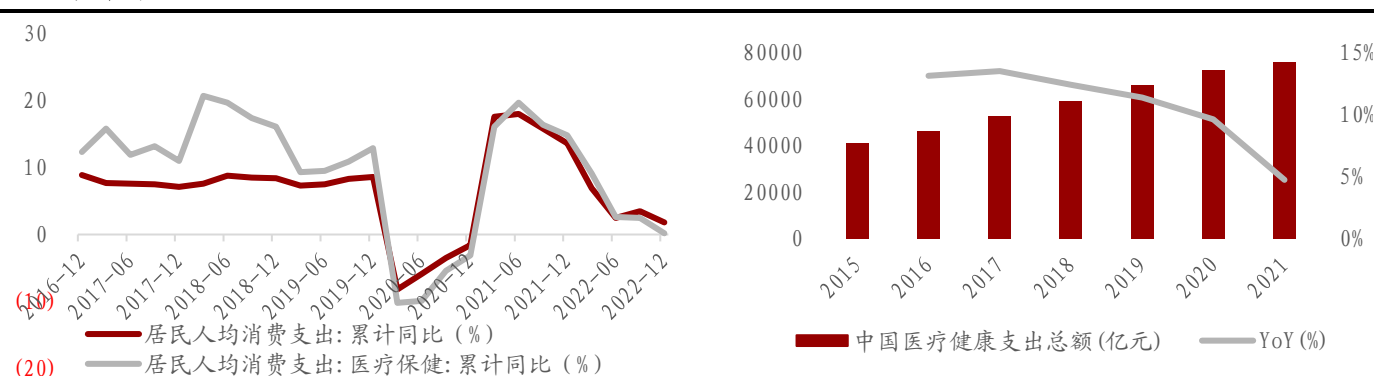
3 医疗终端业务：医药板块稳健发展，医美板块迎来复苏

3.1 行业：医美赛道高景气度长存，人口老龄化医疗应用前景可期

3.1.1 居民医疗支出平稳增长，医美主导透明质酸医疗终端市场

中国医疗健康领域市场规模巨大，且保持稳健增长。根据国家统计局数据，近年来居民人均医疗保健消费支出累计增长几乎每年跑赢居民人均消费支出累计增长，随着消费升级、居民医疗保健意识提升，预计未来医疗市场将会稳步扩大。根据《我国卫生健康事业发展统计公报》统计，2021年中国医疗健康领域的支出总额超过75593.6亿元，同比+4.74%，2015-2021年CAGR为10.75%。

图表39:居民人均消费支出和居民人均医疗保健消费支出 累计同比 图表40:2015-2021 中国医疗健康支出总额及增速

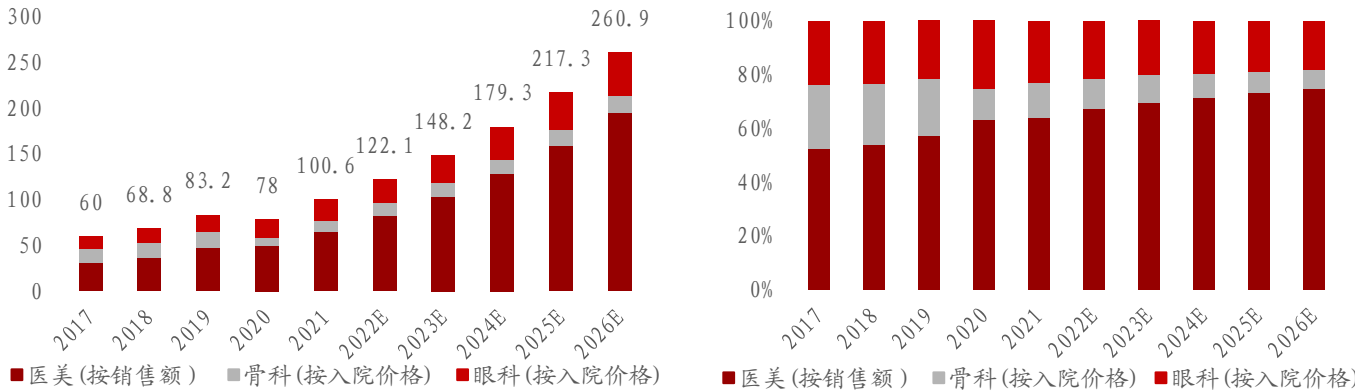


资料来源：国家统计局，万联证券研究所

资料来源：国家卫健委，万联证券研究所

医美在中国透明质酸医疗终端市场应用占据第一。根据Frost & Sullivan统计，2021年中国透明质酸医疗终端产品市场规模为100.6亿元，2017-2021年CAGR为13.8%。预计2026年市场规模将增长至260.9亿元，2021-2026年CAGR为21.0%。从分布来看，2021年医美终端/骨科终端/眼科终端市场占中国透明质酸医疗终端市场的比重分别为64%/13%/23%，其中，医美终端的占比在近年来持续提升，预计到2024年，医美终端市场占比有望达75%。

图表41:2014-2024E 中国透明质酸医疗终端市场规模(亿元) 图表42:2017-2026E 中国透明质酸医疗终端市场分布

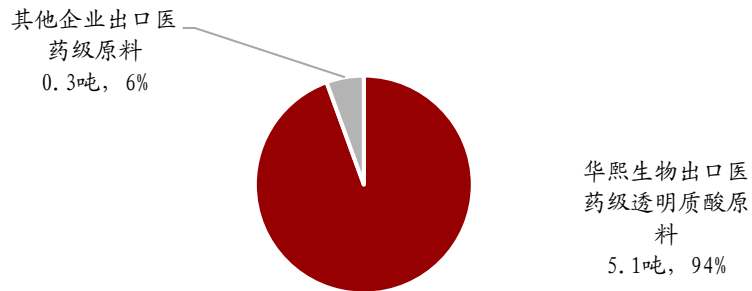


资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

中国医药级透明质酸原料销量占全球医药级透明质酸原料的50%，2018年我国出口医药级透明质酸原料5.4吨，其中华熙生物出口医药级透明质酸原料5.1吨，占出口原料的95%，是中国医药级透明质酸原料出口市场当之无愧的龙头企业。

图表43:2018年中国医药级透明质酸原料出口情况

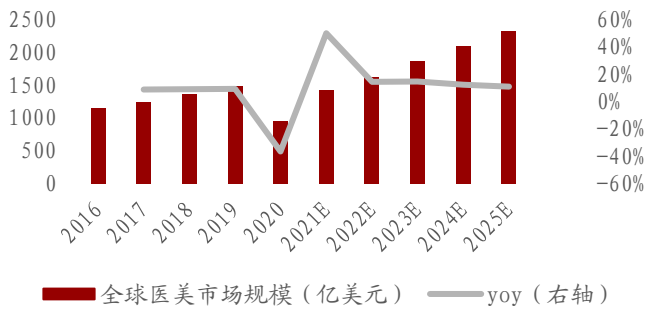


资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

3.1.2 国内医美渗透率看齐海外，注射类项目更受大众青睐

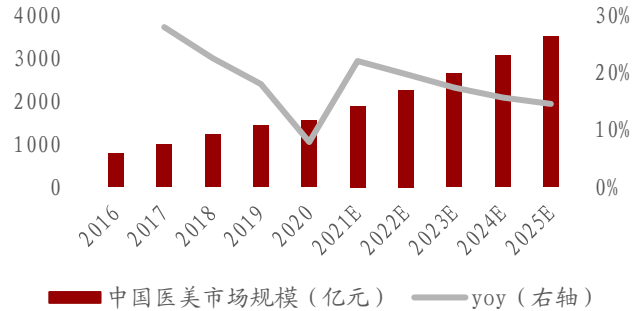
全球医美市场规模庞大，中国市场进入快速增长期。根据华经产业研究院数据，2020年全球医美市场规模为945亿美元，受疫情影响，同比-37%，2016-2019年CAGR为9.0%。预计2025年全球市场规模将达2317亿美元，2021-2025年CAGR为13.1%，保持快速增长。2020年中国医疗美容市场规模达到1549亿元，受疫情影响增速有所放缓，同比+8.0%，2016-2019年CAGR高达22.8%，是全球增速最快的国家之一。2025年中国市场规模有望达到3519亿元，占全球市场比重将提升至21.54%。中国医疗美容进入高速增长期，增速领先全球，市场空间广阔。

图表44:2013-2023E 全球医美行业市场规模



资料来源: 华经产业研究院, 万联证券研究所

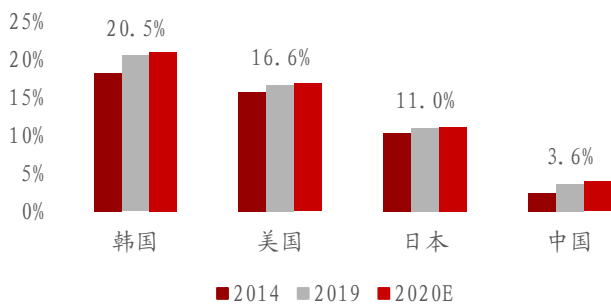
图表45:2013-2023E 中国医美行业市场规模



资料来源: 华经产业研究院, 万联证券研究所

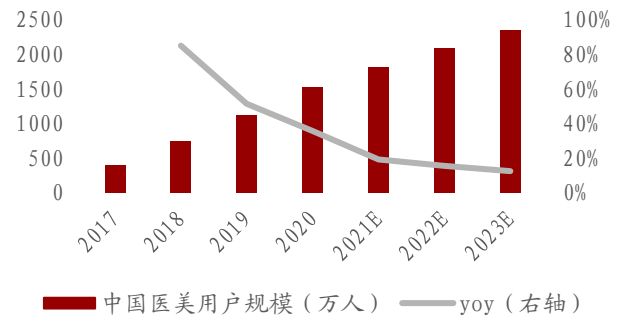
中国医美消费渗透率较低, 存在较大的增长空间。根据新氧数据颜究院发布的《2021 医美行业白皮书》, 2019年中国大陆医美渗透率从2014年的2.4%提升至3.6%, 但与其他主要国家仍有较大差距, 仅为美国的1/5, 韩国的1/6。预计2023年我国医美用户规模将从2020年的1520万人提升至2354万人, 市场消费渗透率有望在未来几年保持高速增长, 成为我国医美市场规模快速增长的动力之一。

图表46:主要国家医美行业渗透率



资料来源: 新氧数据颜究院, 万联证券研究所

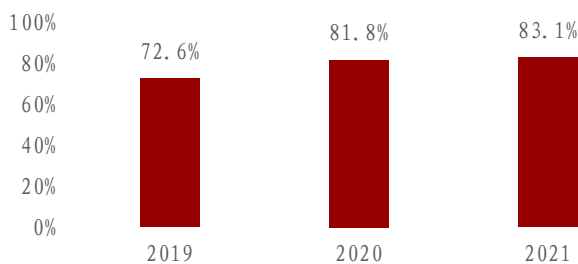
图表47:2017-2023E 中国医美用户规模



资料来源: 新氧数据颜究院, 万联证券研究所

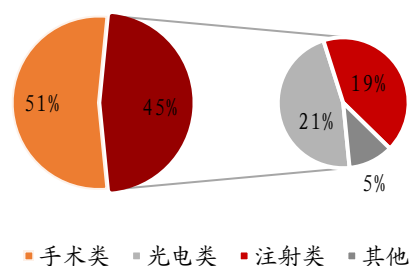
非手术类项目市场的接受度更高, 注射类市场规模占比19%。医美项目分为手术类和非手术类, 非手术类项目因其创伤小、风险低、单价较手术类低的优点, 市场的接受程度更高。非手术类项目主要包括注射类、激光、超声疗法等项目。根据新氧颜究院数据, 2021年中国非手术用户占比高达83.1%。2021年整个医美市场中, 非手术类项目占比接近五成, 因其操作简单、恢复时间短、风险较低的特点而赢得更高的市场接受度和复购率。其中光电类项目是所有非手术项目中最受欢迎的项目, 注射类市场规模占比为19%。

图表48:2019-2021 年中国非手术用户占比



资料来源: 新氧颜究院, 万联证券研究所

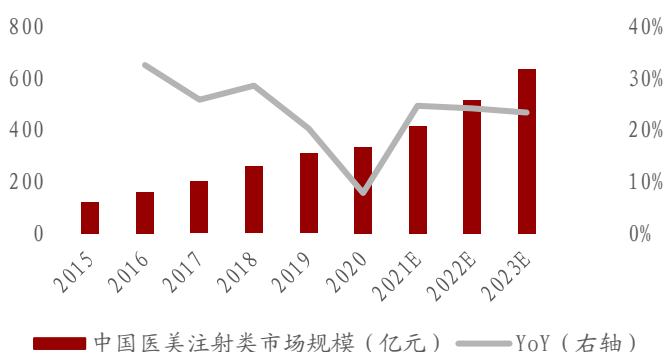
图表49:2021 年各类医美项目市场规模占比



资料来源: 新氧颜究院, 万联证券研究所

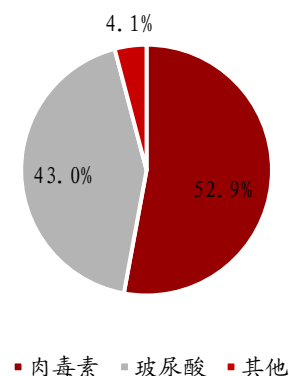
透明质酸与肉毒素注射项目占据注射类医疗消费前两名，国外品牌占据国内市场主导地位。根据Frost & Sullivan统计，2015-2020年中国注射类市场规模已达333亿元，CAGR为22.65%，预计2023年市场规模可达到653亿元。从注射品类来看，2021年中国注射类项目玻尿酸和肉毒素注射的占比分别为52.9%/43.0%，是最常见的两类注射类医美项目。2021年，我国透明质酸医美终端产品市场达64.3亿元，较上年增长30.7%。然而，由于国内医美行业起步较晚，目前透明质酸医美终端产品仍以美国、韩国、瑞士的品牌为主，爱美客和华熙生物表现亮眼，分别占据第2/第4的位置，销售占比分别为21.3%/7.8%。国产终端产品品牌可通过技术创新、保障产品安全且性价比高、加大品牌推广力度提升知名度等途径赢得更大的市场份额，具备较可观的发展潜力。

图表50:2015-2023E 中国医美注射类市场规模及增速



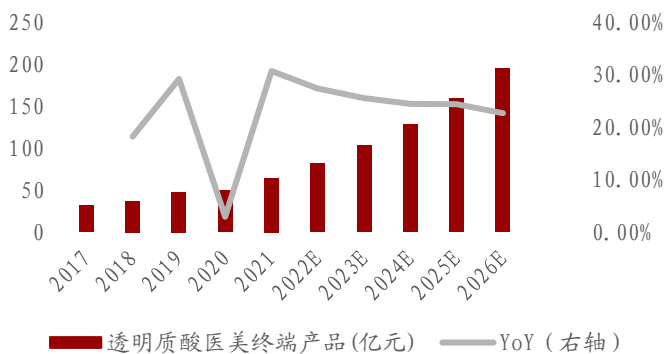
资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表51:2021年注射类医疗消费占比



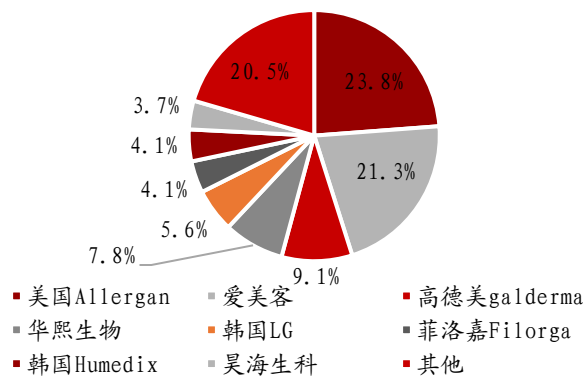
资料来源: 新氧颜究院, 万联证券研究所

图表52:2017-2026E 中国透明质酸医美终端市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表53:2021年中国医疗美容类透明质酸终端产品市场竞争格局



资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

行业监管力度加大，合规医美企业及产品受益。自2002年起，国家对医美行业监管力度加大，自2014年国家每年都会发起打击非法医美行动，严格查处非法针剂和黑医美机构。行业医疗从业者、医美机构、行业协会、在线渠道联合起来，共同构建健康的行业发展环境，提高经营的规范程度，严格抵制水货、假货。卫生、网信、公安、人保、工商、药监、海关七部委联合发起监管行动打击非法医美，授权合法医美，加强对合法医美、网络、经营、药械的监管，打击走私、执法抓捕，监管范围覆盖整个医美行业。此外，在线垂直医美平台极大缓解医美行业的信息不对称，消费者在注射前可通过医美平台了解产品的合法性、检验真伪，医美信息透明度将显著提升，非法针剂注射情况将逐渐缓和。根据企查查数据，2020年医美相关企业一共新注册了8007家，同比下降10.4%。新设医美机构减少，非合规医美机构市场出清逐步显现。随着

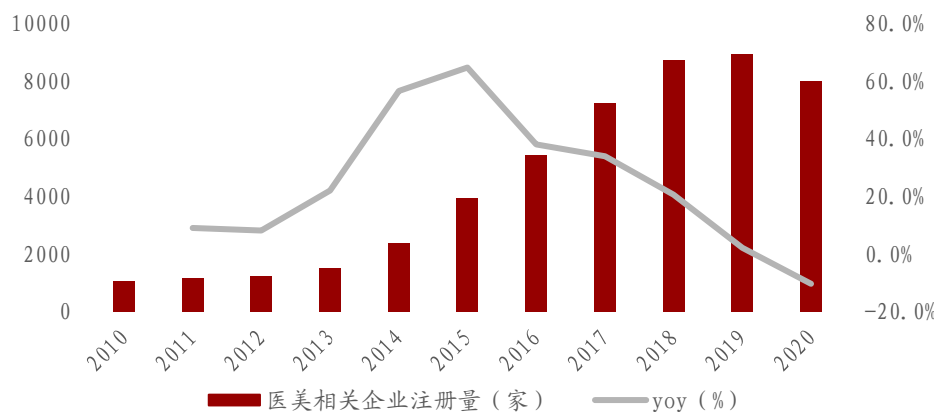
政府监管更加严格，医美行业信息更加透明化，正规针剂产品市场将有明显提升，医美终端产品企业将从医美市场的规范化中受益。

图表54:医美行业监管相关政策法规

时间	相关政策法规	主要内容
2002	《医疗美容服务管理办法》	为规范医疗美容服务，促进医疗美容事业的健康发展，维护就医者的合法权益，依据《执业医师法》、《医疗机构管理条例》和《护士管理办法》制定
2009		中国整形美容协会成立，针对服务机构的合规化正式开始
2015	《开展打击非法制售和使用注射用透明质酸钠行为专项行动》	依法查处未经许可生产经营注射用透明质酸钠产品和生产经营使用未取得医疗器械注册证的透明质酸钠产品等违法违规行为
2017	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	严厉打击无证行医，规范医疗美容服务行为；严厉打击非法制售药品医疗器械；严肃整治违规医疗美容培训；严肃查处违法广告和互联网信息
2019	《关于开展医疗乱象专项整治行动的通知》	严厉打击各类违法违规执业行为；严肃查处发布违法医疗广告和虚假信息的行为；坚决查处不规范收费、乱收费、诱导消费和过度诊疗行为
2020	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法规范工作的通知》	医疗美容服务；规范药品和医疗器械生产经营使用；规范医疗美容广告发布
2021.06	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	于6月至12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，严厉打击非法医疗美容活动，依法规范医疗美容服务信息和医疗广告行为等
2021.11	《医疗美容广告执法指南》	重点打击宣传诊疗效果或者对诊疗的安全性、功效做保证性承诺等九类情形
2022.6	《2022年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	深入开展医疗领域乱象治理，严肃查处医疗机构工作人员利用职务、身份之便直播带货

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

图表55:2010-2020年医美相关企业注册数量及变化



资料来源：企查查，万联证券研究所

III类医疗器械证书打造合规产品体系，监管趋严背景下利好合规医美龙头。III类医疗器械是指植入人体，用于支持、维持生命，对人体具有潜在危险，对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械。注射用透明质酸钠在使用过程中需要通过注射针等医疗器械注射到真皮层或皮下组织，属于此类最高级别的医疗器械，必须受到严格控制。目前，华熙生物共有7张III类医疗器械证书，认证情况位居行业领先地位。随着市场监管趋严及消费者安全意识的提升，“劣币”有望被驱逐，行业加速洗牌，合规产品与企业将受益。

图表56:从事透明质酸医美终端业务的企业III类医疗器械认证情况

公司	注册证编号	产品名称	对应品牌	预期用途
华熙生物	国械注准 20163162351	医用透明质酸钠凝胶	海视健医用透明酸钠凝胶	用于白内障和人工晶体植入术
	国械注准 20143132037	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润百颜	用于纠正中重度鼻唇部皱纹
	国械注准 20163130861	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致双相玻尿酸	
	国械注准 20193130257	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致单相玻尿酸	用于纠正额部皱纹
	国械注准 20203130295	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润致娃娃针	
	国械注准 20203130568	注射用交联透明质酸钠凝胶	润致熨纹针	
	国械注准 20203130569	注射用交联透明质酸钠凝胶	润致元气针	用于纠正中重度鼻唇部皱纹
昊海生物	国械注准 20163131492	注射用修饰透明质酸钠凝胶	姣兰	用以纠正中重度鼻唇沟皱纹
	国械注准 20163461492	注射用修饰透明质酸钠凝胶		
	国械注准 20173130810	注射用交联透明质酸钠凝胶	海薇、海魅	
	国械注准 20203130314	注射用交联透明质酸钠凝胶		
爱美客	国械注准 20153130674	注射用修饰透明质酸钠凝胶	爱芙莱	用以纠正中重度鼻唇沟皱纹
	国械注准 20213130460	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	童颜针	
	国械注准 20163131804	注射用透明质酸钠复合溶液	嗨体	用于纠正颈部中重度皱纹
	国械注准 20163132497	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	宝尼达	用于纠正中重度额部皱纹和中重度鼻唇部皱纹
	国械注准 20173464379	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	逸美	
	国械注准 20163131809	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	逸美一加一	
	国械注准 20193130294	聚对二氧环己酮面部埋植线	紧恋	纠正中、重度鼻唇沟皱纹

资料来源: NMPA, 新氧, 万联证券研究所

3.1.3 人口老龄化伴随医疗需求放量，骨科+眼科双市场迎来新机遇

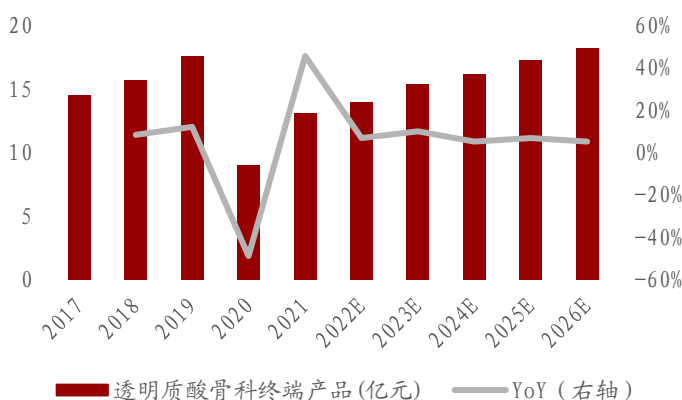
➤ 骨科领域

作为新型的生物材料，透明质酸在眼科、骨科、整形外科、皮肤科、普外科等领域广泛应用。透明质酸终端产品包括玻璃酸钠注射液为全国医保乙类处方药药品，是骨关节炎指南中的经典用药。玻璃酸钠注射液作为关节补充液，可保护病损软骨。以前膝关节炎患者只能通过手术开刀来治疗，并且无法缓解膝关节疼痛。现今只要依靠玻璃酸钠的注射液，就可以缓解甚至治疗。玻璃酸钠注射液良好的生物相容性和操作便

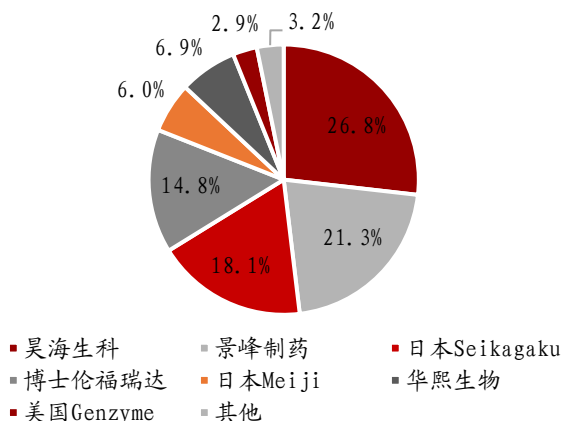
捷性，将使得越来越多的患者将其作为的治疗首选方案，相关医疗类终端产品的需求也会不断扩大。

医药级透明质酸骨科终端发展前景广阔。根据Frost & Sullivan的统计，2021年医药级透明质酸骨科终端产品的市场规模为13.1亿元，有望保持稳定增长。2017-2021年CAGR为-2.5%，预计2021-2026年CAGR为6.8%，预测中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模将在2026年达到18.2亿元人民币。2021年中国骨科治疗透明质酸终端产品市场主要由国产品牌构成，其中华熙生物市占率为6.9%，排名第5，位于昊海生物(26.8%)，景峰制药(21.3%)，日本Seikagaku(18.1%)，博士伦福瑞达制药(14.8%)之后。

图表57:2017-2026E 中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场规模



图表58:2021年中国骨科治疗类透明质酸终端产品市场竞争格局



资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

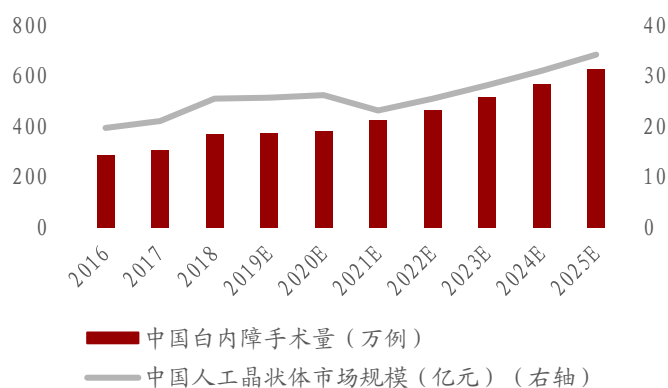
► 眼科领域

透明质酸在眼科领域应用面广。作为人泪液的成分之一，透明质酸因其亲水性及润滑性，外用可保护组织表面，使眼球免受脱水及有害物质损害，有效减轻眼部不适，缓解视疲劳。目前已广泛添加于滴眼液、润眼液、隐形眼镜护理液、洗眼液等各类眼科产品中。

白内障治疗市场规模扩大利好透明质酸销量提升。在白内障手术中，通常采用高纯度透明质酸钠制作的黏弹剂作为手术垫，起到临时支撑手术空间，避免眼组织受到手术器械的机械损伤的作用。据中华医学会眼科学分会统计，我国60岁以上的老年人白内障发病率达80%以上，手术是治疗白内障的唯一方式。根据爱博医疗招股书显示，2012-2018年全国白内障手术量CAGR约为16.9%，2020年中国患白内障人群(45-89岁)约为1.32亿人。未来随着人口老龄化进程的加快，预计白内障患者人数仍将继续增长，预计2025年白内障手术量将达到625万例，将带来34.15亿元的人工晶体治疗市场规模。

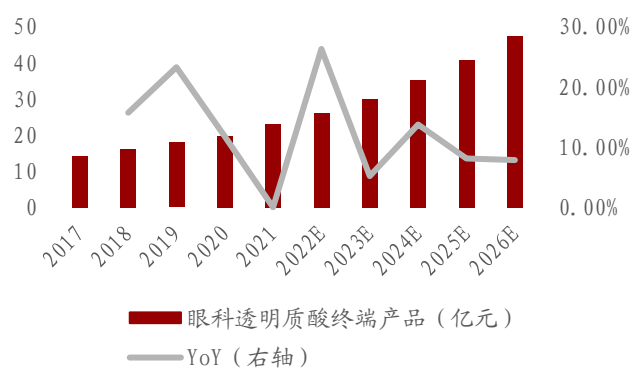
透明质酸眼科终端市场规模稳步扩大，华熙生物市占率位列第七。根据Frost & Sullivan统计，2021年中国医药级透明质酸眼科终端产品的市场规模约为23.2亿元，预计2026年市场规模将增至47.5亿元。2021年中国眼科手术透明质酸产品市场中，昊海生科市场份额31.2%，占比最大，华熙生物市占率为1.2%。尽管2020年年初受疫情影响，透明质酸钠的销售数量受到影响，但随着疫情的逐步控制，其市场已经恢复到疫情之前的水平。

图表59:2016-2025E 中国白内障手术量和市场规模



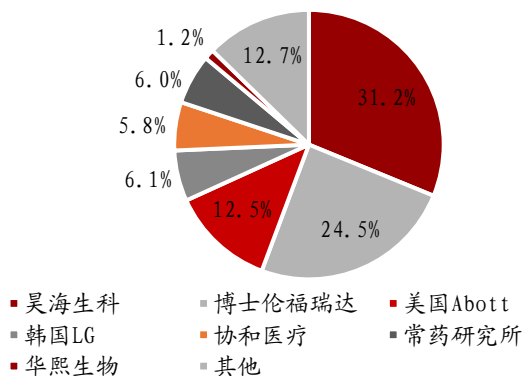
资料来源: 爱博医疗招股书, 万联证券研究所

图表60:2017-2026E 中国眼科治疗类透明质酸终端产品市场规模



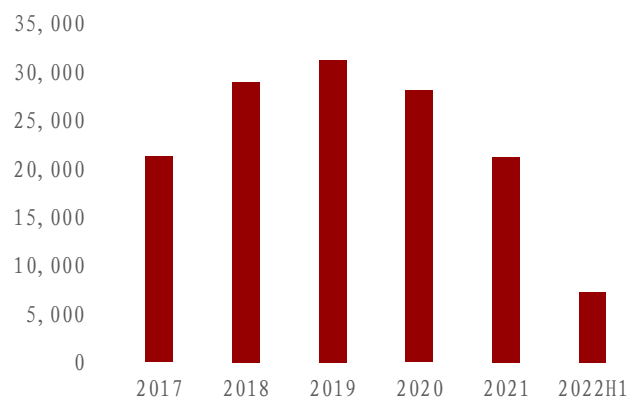
资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表61:2021 年中国眼科治疗类透明质酸终端产品市场竞争格局



资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表62:2017-2022H1 中国透明质酸钠滴眼液销售额 (万元)

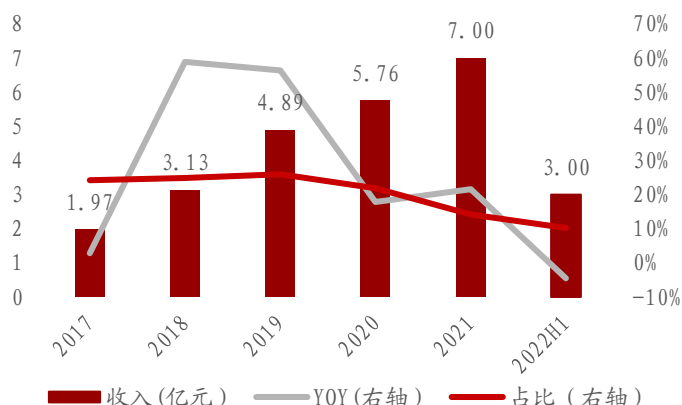


资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

3.2 产品: 覆盖医药和医美两大板块, 医美品类扩张带动业务升级

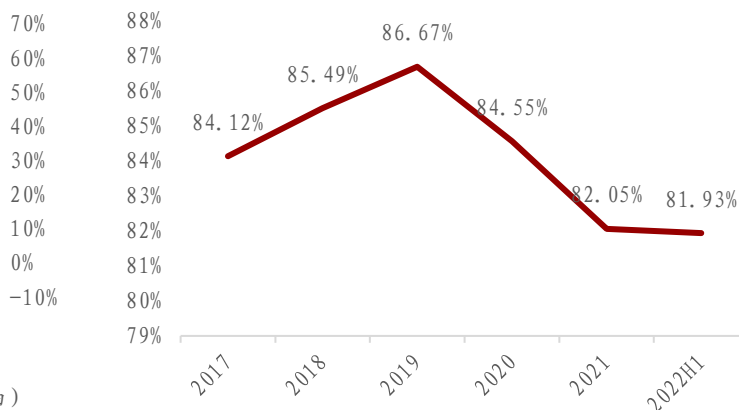
公司自主研发生产透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品, 主要分为医药和医美两大类。2017年以来, 公司医疗终端产品收入保持稳定增长, 2017-2021年CAGR达37.32%。2021年, 公司医疗终端业务实现收入7.00亿元, 同比增长21.54%, 占公司主营业务收入的14.15%。其中, 皮肤类医疗产品实现收入5.04亿元, 同比增长15.88%; 骨科注射液产品实现收入1.23亿元, 同比增长37.08%; 其他产品共计实现收入0.72亿元, 同比增长42.70%。公司医疗终端产品的毛利率一直保持较高水平, 2017-2022H1维持在80%以上, 2022年前三季度, 医疗终端业务毛利率维持在80%-85%。

图表63:医疗终端产品收入、增速及占比



资料来源: ifind, 万联证券研究所

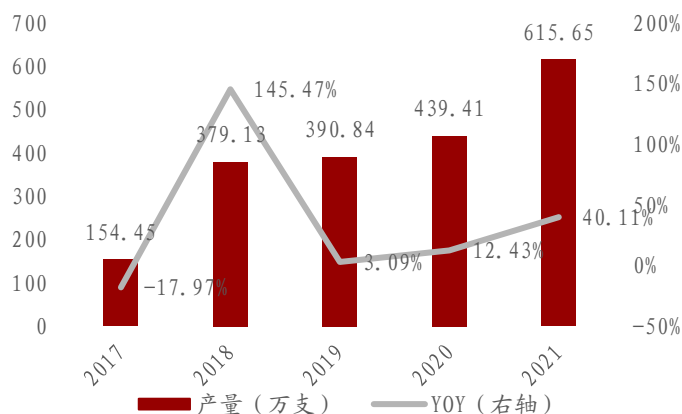
图表64:医疗终端产品毛利率



资料来源: ifind, 万联证券研究所

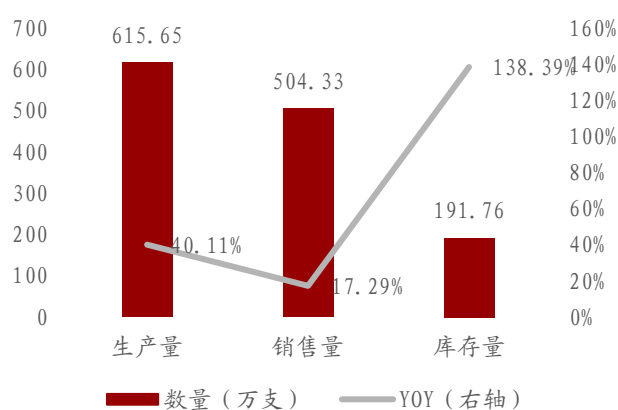
医疗终端产品-针剂类产品生产量稳步增长, 从2017年的154.54万支增加到2021年的615.65万支, 同比增速分别为-17.97%/145.47%/3.09%/12.43%/40.11%。2021年医疗终端针剂产销率为81.92%。2021年医美业务收入增长21.54%, 同时多款新产品推出进行了大量备货, 这两个原因导致了医疗终端针剂产品生产量和库存量的大幅增加。

图表65:2017-2021年医疗终端产品-针剂类产品产量



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表66:2021年医疗终端产品-针剂类产品产销情况



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

医疗终端全域流量打通, 背靠专业医学市场支持团队。据公司2021年报显示, 公司医疗终端产品主要采用经销商销售的模式。①医药产品: 主要采取经销和直销相结合的模式销售。公司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, 但销售规模及占比相对较小。②医美产品: 主要采取直销为主, 经销为辅的模式销售。直销体系主要分为东区南区北区三大管理区域, 覆盖了全国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。目前公司拥有完善的销售体系, 覆盖全国的目标市场及部分国际市场。此外, 公司积极展示自身品牌优势, 通过科技力背书, 搭建战略合作平台, 推进全国范围内的骨科、眼科学术交流。公司建立专业的医学市场支持团队, 成立华熙学院, 定期对临床医生和患者进行学术研讨、培训等, 协助进行市场拓展。医疗美容终端产品销售注重品牌构建, 以疫情为契机, 制定线下目标医院开发计划, 依托美团、天猫等线上平台实现线上、线下全域流量打通, 建立品牌阵地、提升全网声量, 始终保持产品的市场热度以及爆品销量的提升。

3.2.1 医药类：针对不同领域产品线丰富，收购益而康布局胶原蛋白

医药类产品包括眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品。此外公司还开发了用于肿瘤外科的创新型医疗器械，可显著降低肿瘤放射治疗对肿瘤周围组织器官的射线照射影响，减少并发症。公司作为瑞士 RegenLab 公司在中国唯一的总经销商，在2022H1继续开展“富血小板血浆制备用套装”（PRP）产品在国内骨科、运动医学科、整形外科以及疼痛科等多科室的推广与销售。

图表67:华熙生物主要医药类产品

产品分类	产品名称	产品应用	产品	主要品牌
骨科注射液	玻璃酸钠注射液	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎		海力达
眼科黏弹剂	医用透明质酸钠凝胶	眼科手术辅助		海视健
医用润滑剂	医用透明质酸钠润滑剂	用于导管或内窥镜进入人体自然腔道时的导入润滑		海润通
妇科润滑剂	透明质酸钠润滑液	适用于阴道的润滑；适用于妇科检查时阴道扩张器的润滑		美御
伤口护理类	富血小板血浆（PRP）制备用套装	产品适用于抽取患者自体血液制备富血小板血浆（PRP），PRP可应用于治疗慢性伤口		瑞珍

资料来源：公司公告，万联证券研究所

收购益而康51%股权，丰富医疗终端产品矩阵。2022年4月15日，公司以2.33亿元收购北京益而康生物工程有限公司51%的股权，正式进军胶原蛋白产业。益而康深耕胶原蛋白领域研究二十余年，已实现研发、生产、销售全链条布局，拥有相对成熟的 III 类医疗器械胶原蛋白海绵以及人工骨产品。本次股权收购，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；同时益而康主营的胶原蛋白海绵及人工骨等入院产品可进一步丰富公司现有医疗终端产品管线，形成良好的医疗终端产品矩阵，结合公司的PRP产品在全国300余家医院的销售渠道，与公司的渠道可实现协同。

图表68:益而康主要产品类型

产品类型	主要品牌	产品功效	产品特点
胶原蛋白海绵	倍菱	人体局部止血、愈创及填充	本品由牛腩肠肌肌腱制成,有效成分为I型胶原蛋白。产品外观呈白色海绵状,植入体内可完全吸收。
人工骨	瑞福	诱导自体骨生长,促进骨愈合,实现真正骨再生,同时可自行降解,减轻患者痛苦,加快康复过程	主要成分为I型胶原蛋白和羟基磷灰石,其中羟基磷灰石含量为60%,胶原蛋白来源于牛跟腱。
胶原蛋白保湿面膜	净筱	皮肤补水保湿、莹润细滑、滋养嫩白、弹力紧致	层层渗透、更易浸透肌肤,深层润养,有助于提升肌肤自我修复能力,性质温和、适合敏感肌使用,可有效的抵抗衰老、紧致嫩白肌肤。

资料来源: 益而康公众号, 药品通, 万联证券研究所

3.2.2 医美类: 深耕透明质酸注射产品, 完善管线布局的同时往产业链下游延伸

深耕透明质酸注射产品, 品类扩充带动业务战略升级。公司的医美类产品包括软组织填充剂、医用皮肤保护剂等, 包括“润百颜”和“润致”两大品牌线。2012年, 公司“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批准上市。“润百颜”是公司推出的首个医美管线品牌, 主打国产高性价比的玻尿酸填充产品, 因其改变了国外产品的垄断地位而被大众熟知。“润致”于2016年获得国家药品监管局认证, 于2018年初推出润致注射用修饰透明质酸钠凝胶、润致医用皮肤保护剂、润致医用皮肤保护剂灌注液系列、润致皮肤修护贴、润致修护动能素五款产品。2021年5月润致熨纹针新品上市, 成为国内唯一一款专门无痛解决静态纹且长效治疗的三类医疗器械产品。2022年公司陆续推出专注医美术后修复的润致臻活品牌, 涵盖修护精华液次抛、喷剂敷料、皮肤修护贴, 修护乳等产品, 润致品牌将完成“治+养”全系产品组合。随着医美行业竞争日益激烈, 公司重新梳理产品管线, 旨在打造以“润致”为核心的医美品牌, 实现医美业务的战略升级。未来“润致”将依托公司玻尿酸原料和技术平台优势, 完善单相、双相不同支撑性、粘弹性、内聚力, 且不同适应症的全面部玻尿酸填充剂矩阵布局。

图表69:“润百颜医美”明星产品介绍

产品名称	透明质酸类型	产品介绍	持续时间
润百颜白紫	中分子双相玻尿酸	润百颜白紫适用于改善面部中度皱纹(如抬头纹、川字纹、鱼尾纹、卧蚕、唇纹、嘴角细纹等)和填充凹陷部位(如丰太阳穴、丰面颊等)。是中分子双相玻尿酸, 维持时间在3-6个月。采用自产透明质酸原料, 微生物发酵法制备。	6个月
润百颜黑金	大分子双相颗粒型玻尿酸	润百颜黑金装适用于深层软组织填充、面部轮廓塑形(提升眉骨、隆山根、隆鼻、降下巴等), 是大分子双相颗粒型玻尿酸。用于美容整形的国产纯透明质酸填充剂。	9个月
润百颜水光	大中小分子非交联透明质酸	润百颜水光可以缓解肌肤干燥缺水、肤色暗沉、毛孔粗大、痘印斑点等问题, 采用声控负压技术, 把玻尿酸经由真皮中浅层多点深度补充进全面部皮肤。	1-3个月

润百颜星耀	中分子双相玻尿酸	适用于深层软组织填充、面部轮廓塑型(提升眉骨、隆山根、隆鼻、隆下巴等),是大分子双相颗粒型玻尿酸。用于美容整形的国产纯透明质酸填充剂。	9个月
润百颜月盈	大分子双相颗粒型玻尿酸	适用于深层软组织填充、面部轮廓塑型(提升眉骨、隆山根、隆鼻、隆下巴等),立体效果好。	9个月

资料来源:新氧,万联证券研究所

图表70:“润致”明星产品介绍

产品名称	产品介绍	持续时间
润致熨纹针	熨纹针是熨纹针市场上一款解决静态纹的山类械字号产品,功能聚焦祛除静态纹。熨纹针含有专研智慧微交联透明质酸 PRO 复合对抗全脸静态纹,治疗过程中舒适变美。临床上可单独使用,也可和其他产品联合治疗,解决动态+静态皱纹。	3-6个月
润致3号	又称“润致玻尿酸”,嘭弹提升,弹性提升,对抗肌肉收缩产生的深层皱褶,由内而外,支撑组织,饱满充盈,动静皆宜,表情自然。	8-12个月
润致动能素	润致动能素采用鸡尾酒配方,是在 HymagicTM-4D 科技玻尿酸基础上,配合可被细胞利用的核心营养成分,改善皮肤问题。	1-3个月
润致医用皮肤保护剂	本品由透明质酸钠,甘油,水玻璃瓶或塑料瓶等主要原材料组成。	1个月
润致臻活胶原动能液	润致臻活胶原动能液是由大、中、小、微小分子非交联透明质酸,重组人源胶原蛋白(RHC)以及多种肌肤所需的氨基酸等养肤物质,直达皮肤深层补水和提供营养物质,刺激胶原蛋白的自动合成,改善肌肤,淡化细纹色斑,增强皮肤屏障功能。	1-3个月
润致臻活亮肤动能液	润致臻活亮肤动能液含有4种玻尿酸,由大、中、小、微小分子非交联透明质酸,12种足量亮肤营养物,选择有效美白氨基酸,多途径美白,有效抑制黑色素,莹白润肤。营养元素直达皮肤深层补水和提供营养物质,为胶原蛋白合成提供原料,改善皮肤干燥细纹,增强皮肤屏障功能,实现焕白新生。也被称之为“中胚层疗法”。	1-3个月
润致注射用透明质酸钠凝胶	润致 Aaua 注射用修饰透明质酸凝胶,又称“润致娃娃针”,于2020年8月6日上市,是润致品牌推出的新一代水光注射产品。本品可通过美塑疗法和中胚层疗法,注射至皮下,实现皮肤补水,改善浅表细纹,通过增加真皮细胞外基质容量提高成纤维细胞机械张力,刺激成纤维细胞产生胶原蛋白。	3-6个月
润致御龄双子玻尿酸	润致玻尿酸是由华熙生物出品的注射用修饰透明质酸钠凝胶,拥有缓释技术和 HEC 高效交联技术,治疗过程中能提高舒适度。	8-12个月
润致单向玻尿酸	Aqualuna Natural 是一款单相玻尿酸,单相玻尿酸推注轻松,黏性高。	8-12个月

资料来源:新氧,万联证券研究所

图表71:润致娃娃针同类产品价格对比

公司	产品名称	价格
公司同类 产品对比	润致娃娃针	1000-5000/元/次
	奥昵水光	100-500/元/次
	润百颜水光	380-1380/元/2ml
	润月雅水光	300-1300/元/2ml
	润致水光	1500-2000/元/次
其他公司同 类产品对比	美国艾尔建公司 乔雅登缇颜玻尿酸	3200-9300/元/次
	Q-Med 瑞蓝唯堤 Restylane	6800/元
	Vital 水光	

韩国 G-MED 株式会社	百洛娜水光	600-3000/元/次
常州药物研究所	碧萃诗水光	800-2000/元/次
广州爱莱尔	海月蓝水光	700-2000/元/次

资料来源：新氧，万联证券研究所

完善管线布局，产品往胶原蛋白和再生材料延伸。公司自研胶原蛋白原料已完成关键技术突破，胶原蛋白终端产品同步开发。公司建立的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，并建立了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。截止2022年6月末，公司的胶原蛋白项目已处于中试阶段。聚左旋乳酸与聚己内酯冻干剂、水剂产品等再生材料作为公司的中长期规划，计划开展系统性的技术开发、性能评价和临床研究，以便充分确认产品安全、有效，截至2021年年底，公司已开展临床研究。为支持此类产品研发，公司规划建立生物活性蛋白与再生材料创新技术平台，整合内外资源推进技术和产品创新。此外，公司还搭建了未来3-5年生物活性物战略技术库，涵盖近500种活性物质。

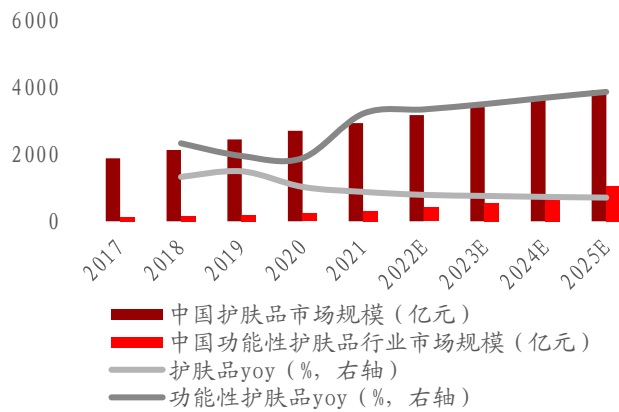
往医美产业链下游延伸，布局医用敷料、医美设备。(1) **医美辅助类产品：**截至2022年1月，公司已获批第二类医疗器械医用敷料4项，用于微整形、光电项目、果酸换肤术后浅表创面的护理。同时，公司不断精进此类产品配方工艺技术，继续布局投入第二类、第三类医疗器械医用敷料，为机构和求美者术后修复提供更安全、更有效解决方案。(2) **医美设备产品：**截至2021年12月，公司已获批第二类医疗器械水光设备，可搭配公司多种注射产品使用，在皮肤所需层次精准导入功能性产品，达到补水、修复、美白、去皱、抗衰靓肤等多种效果。此外，水光设备的同系列新品即将问世，获取 NMPA 二类医疗器械认证；同时，公司研发团队仍继续专注于国内智能医疗硬件市场，继续布局投入二类，三类医疗设备，为医院及医美机构提供高性价比的国产智能医美设备。

4 功能性护肤品业务：差异化的品牌矩阵，收入提升迅速

4.1 行业：功效性护肤品市场规模高速增长，透明质酸功效匹配消费需求

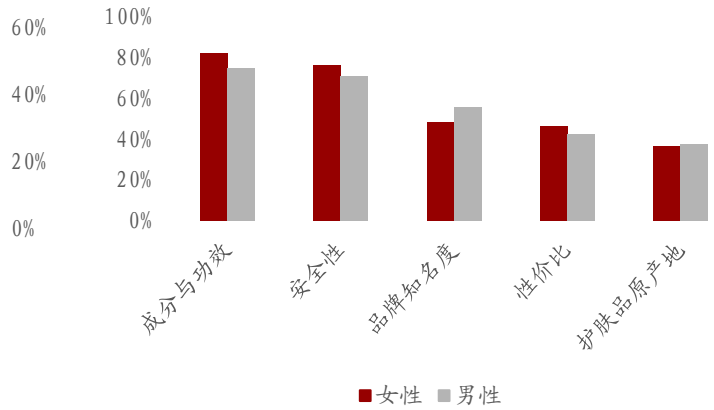
功能性护肤品市场规模高速增长，成分党崛起助力市场释放潜力。功能性护肤品是介于普通护肤品与皮肤科药品之间，运用活性成分修复皮肤屏障并能针对性解决皮肤问题的护肤品，主要功效包括补水、祛红、祛痘、美白、抗衰老、防晒等。根据弗若斯特沙利文的数据，2021年我国功能性护肤品市场规模为308亿元，2017-2021年CAGR为23%，预计2025年将达到1054亿元，在护肤品市场中的占比将从2021年的10.48%提升至2025年的26.91%。近年来随着消费升级和各类肌肤问题的频发，越来越多的用户开始关注护肤品中活性物质成分，从而催生了“成分党”这一新兴消费群体。艾瑞咨询调查显示，无论是男性还是女性，产品的成分和功效是消费者购买护肤品时最关心的问题。国内成分党风潮的掀起将倒逼供给端厂商重视功能性护肤品这一细分赛道，成为释放市场潜能的重要助推剂。

图表72:2017-2025年中国功效性护肤品市场规模及其增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 艾瑞咨询, 万联证券研究所

图表73:男性与女性消费者购买护肤品时最关心的问题



资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

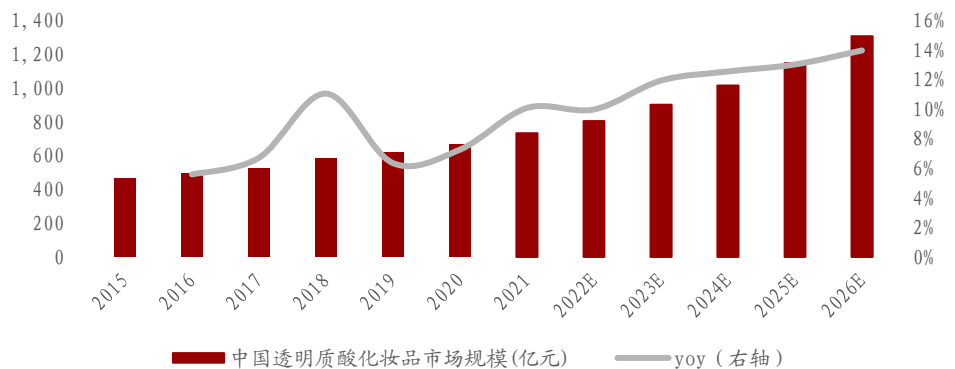
透明质酸功效多样且应用广泛, 市场规模维持良好增速未来可期。透明质酸具有卓越的保湿补水、修复、抗氧化的功效, 深受化妆品及护肤品制造商所喜爱。不同分子量的透明质酸在护肤品中发挥的作用有所不同, 透明质酸分子质量越大, 成膜性能越好, 但渗透性越差。根据文献研究数据, 分子量在106以上的透明质酸有成膜性优势, 多用于抗衰老和防晒类化妆品; 分子量在105-5 × 105的透明质酸有渗透性优势, 多用于乳液精华类、面膜等产品。在美丽修行大数据发布的“2022年度功效成分榜单Top30”中, 透明质酸钠(商品透明质酸常见形式)排名第二, 仅次于烟酰胺。2021年中国透明质酸化妆品市场规模为732亿元, 2015-2021年市场规模均保持增长。预计2026年市场规模可达到1306亿元, 预计2022-2026年CAGR为12%。

图表74:不同分子量的透明质酸在化妆品的应用

透明质酸名称	分子量	作用
大分子量透明质酸	$1.8 \times 10^6 - 2.5 \times 10^6 \text{Da}$	水溶液粘稠, 体内代谢时间长
中分子量透明质酸	$10^6 - 1.8 \times 10^6 \text{Da}$	润滑及保湿性强
小分子量透明质酸	$10^4 - 10^6 \text{Da}$	透皮性强
寡聚透明质酸	$< 10^4 \text{Da}$	透皮性强, 促进损伤修复、提供细胞保护

资料来源: 中国化妆品报, 万联证券研究所

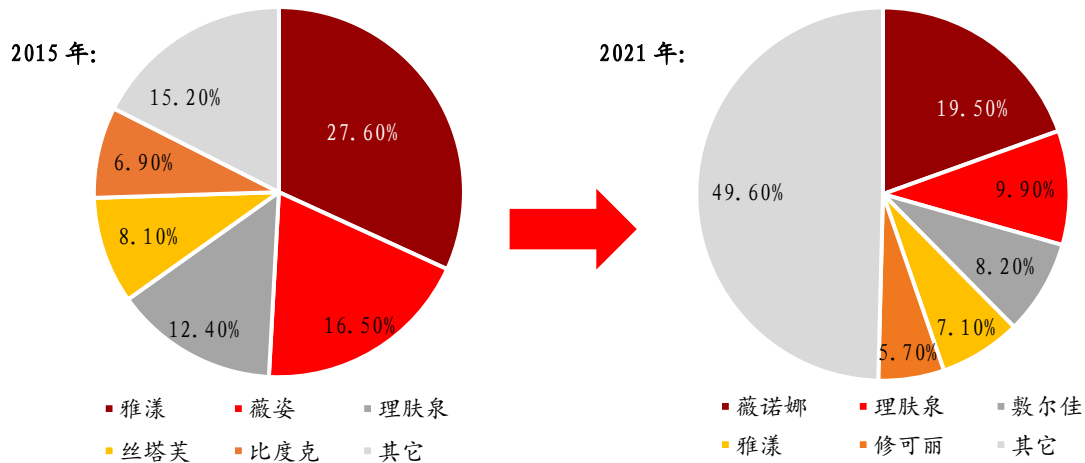
图表75:2015-2026E 中国透明质酸化妆品市场规模



资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

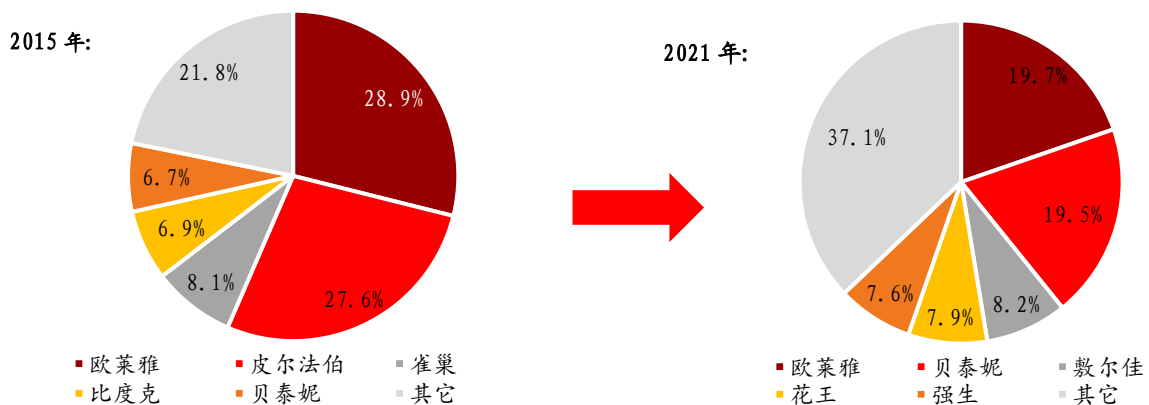
功能性化妆品市场由国际品牌转为国内品牌主导，发展势头强劲。从品牌方面来看，1998年起，欧莱雅旗下的功能性护肤品品牌薇姿率先入驻中国市场，此后法国和日本的众多品牌纷纷布局。受益于市场先发优势和品牌知名度，国内功能性化妆品市场主要以法国和日本产品为主。根据Euromonitor统计，2015年中国功效性化妆品市场中雅漾、薇姿和理肤泉三大法国品牌占比达56.5%。2021年，本土品牌薇诺娜、敷尔佳进入中国功效性化妆品市占率前五名。从公司方面来看，以上海家化、华熙生物、贝泰妮为代表的功能性化妆品企业先后上市，标志着本土美妆公司影响力的日益攀升。2021年，中国功效性化妆品市场CR5为62.9%，竞争格局较为集中，且前五公司中本土公司占据两席，位列第二、三名，彰显本土公司强劲的发展势头。从用户消费行为来看，根据艾媒咨询调查，有超过60%的调研用户购买过国内品牌生产的功能性护肤品，有22.6%的调研用户对国产品牌非常满意，这部分人群比例高于国外品牌。国货潮的兴起提升了国内功能性护肤品品牌的关注度，研发投入与产品创新力度的增加或成为其与国际品牌竞争市场份额的核心发力点。

图表76:2015年 vs2021年中国功效性化妆品 Top5 品牌份额对比



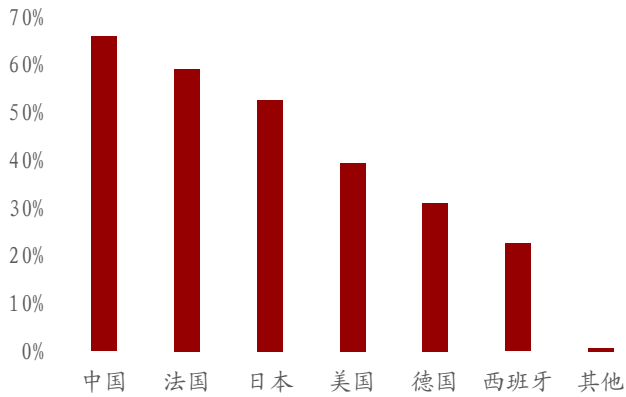
资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表77:2015年 vs2021年中国功效性化妆品 Top5 公司份额对比



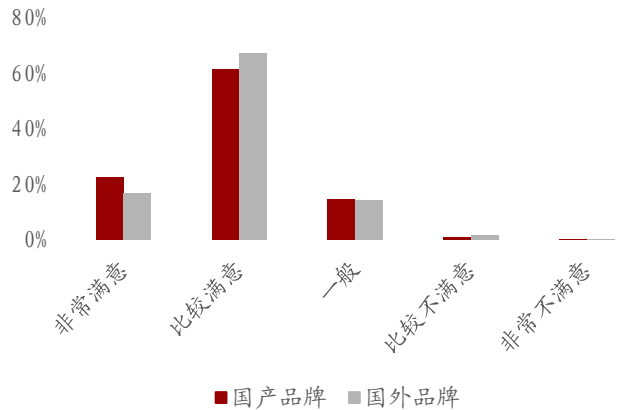
资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表78:2021 中国消费者购买功能性护肤品产地情况



资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

图表79:2021 年国内/外功效型护肤品品牌满意度



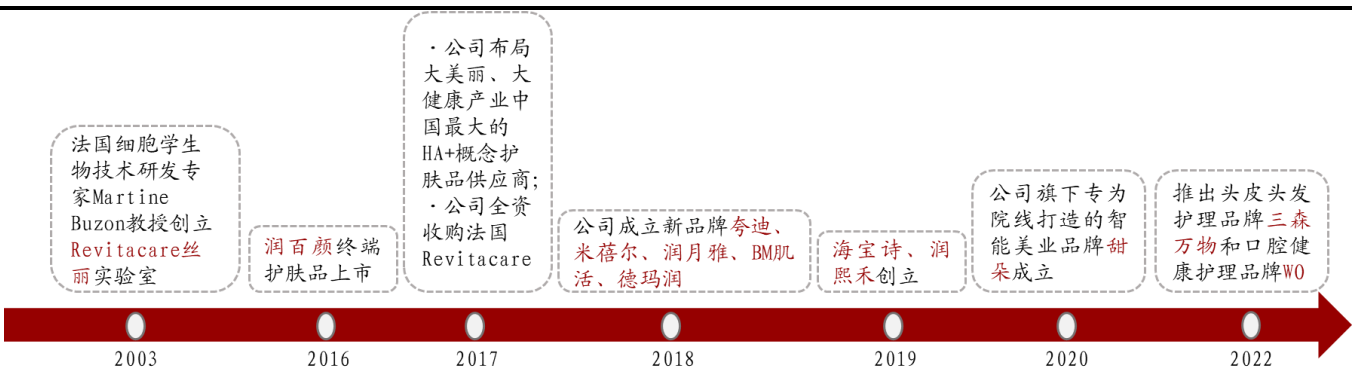
资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

4.2 产品&品牌：四大核心品牌差异化定位，次抛开创者先发优势显著

公司功能性护肤品板块拥有差异化的品牌矩阵，收入提升迅速。公司旗下拥有多个功能性护肤品品牌，包括润百颜、夸迪、米蓓尔、BM肌活、德玛润、丝丽、甜朵、新瑞、润熙泉等，产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、眼膜、喷雾、母婴个护、头皮护理及部分彩妆产品。2022年初推出口腔健康护理品牌W0和头皮护理品牌三森万物。其中，润百颜、夸迪、BM肌活、米蓓尔作为公司的四大功效性护肤品品牌，实行差异化定位。润百颜深耕玻尿酸核心科技，主打“HA+X”的智慧配方理念；夸迪定位为硬核抗老大师，主打冻龄抗初老市场；BM肌活以年轻人群为起点，将自研新发酵成分微美态ME-1运用在明星升级品中；米蓓尔定位敏感肌护肤。

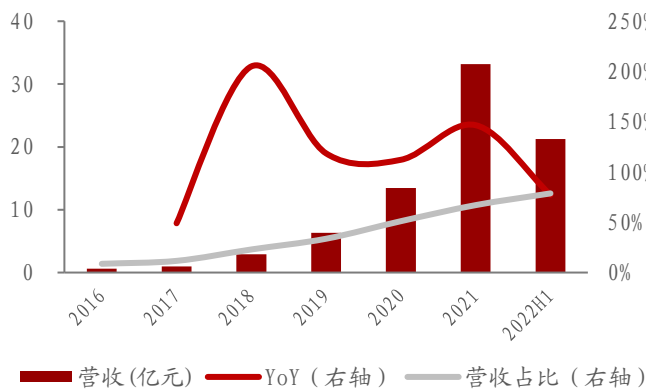
近年来公司的功能性护肤品业务板块发展迅速。2022H1，功能性护肤品业务实现收入21.27亿元，同比+77.17%，占比提升至72.46%。2016-2021年，公司功能性护肤品业务收入CAGR高达120.38%，占比从8.71%提升至67.09%，毛利率从61.37%提升至78.98%。2022年前三季度，公司功能性护肤品业务收入同比增长超50%，毛利率维持在80%左右，销售费用率较2021年改善约5pct。

图表80:公司功能性护肤品品牌发展历程

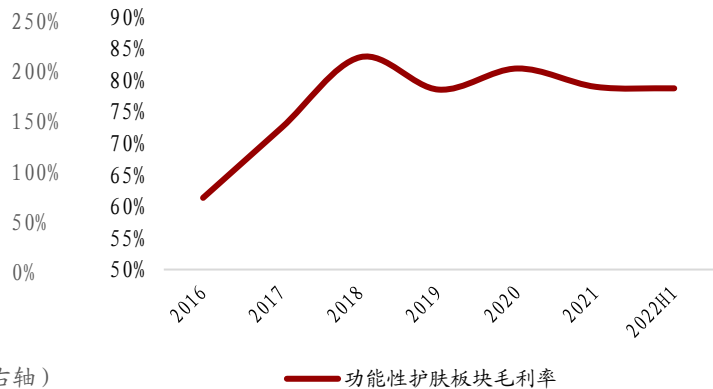


资料来源：公司公告、公司官网、万联证券研究所

图表81:2016-2022H1 功能性护肤板块营收情况



图表82:2016-2022H1 功能性护肤品板块毛利率



资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: 同花顺 iFinD、万联证券研究所

➤ 润百颜: 核心战略品牌

润百颜作为公司的核心战略品牌,业务涵盖医疗美容、功能性护肤品两大业务板块。依托华熙生物专注玻尿酸20余年的科研实力匠心智造“智慧玻尿酸”护肤新方式,采用HA+生物活肤技术,让活性成分与玻尿酸协同作用,针对不同肌肤问题,分级呵护,致力于为每位爱美者提供精准肌肤解决方案。2022H1,润百颜收入达6.45亿元,同比增长31.22%。2022H1,携手央视《消费主张》国货之光特别节目确立品牌定位高度,传递“因爱专注”品牌价值主张,专业化、圈层化赋能品牌发展,品牌势能显著提升。

➤ 夸迪: 高端院线品牌

夸迪是公司旗下致力于冻龄、抗初老的高端品牌,主打的核心成分5D玻尿酸是将基础玻尿酸、Hyalcross、MicroHA、AcHA和miniHA进行科学配比,无需注射便可深透肌源,突破补水瓶颈,被誉为“涂进去的水光针”。夸迪2022H1营收为6.04亿元,同比增长65.38%。品牌旗下“夸迪5D玻尿酸焕颜精粹次抛精华液”、“夸迪5D复合酸战痘次抛精华液”、“夸迪舒润稳肌悬油次抛精华液”等单品系列上半年销售收入过亿或亿元左右,核心成熟产品持续得到用户认可,用户基础日趋稳固。

➤ BM肌活: 针对成分党的功效性护肤品牌

BIO-MESO是公司旗下针对成分党的功效型护肤品牌,聚焦肌底液,专瓶专效,倡导“透皮好吸收”的护肤理念。2022H1,BM肌活营收为4.85亿元,同比增长445.75%,是华熙生物毛利率提升最大的品牌。“Bio-MESO肌活糙米肌底精华水”系列由于科技力和产品力支撑而迅速破圈,成为公司首个半年度销售收入超2亿元的大单品。

➤ 米蓓尔: 专注敏感肌

米蓓尔是公司旗下专业功能性护肤品牌,专为敏感肌肤研制。米蓓尔自品牌创始之初,持续携手众多知名皮肤科专家,多次参与国内外专业皮肤科研究论坛,以帮助消费者正确认识自我肌肤。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,专注改善敏感肌肤,助力打造健康活力新肌。2022H1,米蓓尔实现营收2.61亿元,同比增长67.54%。2022年2月,米蓓尔推出“乳液面膜”,2022年3月发布安肤科技——熙蓓舒TM,推出“米蓓尔舒缓修护系列”,科技力持续支撑产品力,品牌产品力及推新能力得到显著增强。

图表83:公司功能性护肤品品牌矩阵

品牌名称	润百颜	BIO-MESO 肌活	米蓓尔	夸迪
创立时间	2016 年	2018 年	2018 年	2018 年
品类	护肤, 彩妆、医美	护肤	护肤、底妆	护肤
定位	深耕玻尿酸核心科技, 专注玻尿酸, 主打“HA+X”的智慧配方理念, 跨越功效市场周期, 发挥国民品牌影响力, 贯彻科技护肤理念	以年轻人群为起点, 专注于“量肤定制活性成分”和“靶向传递的管控技术”两维研发路线	针对敏感肌人群细分市场, 通过“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”技术等量肤定制产品	定位为硬核抗老大师, 主打冻龄抗初老市场, 围绕核心科技组分 5D 玻尿酸及核心技术 CT50 进行高级复配
价位带	40 元-1000 元	50 元-800 元	30 元-460 元	50 元-2000 元
产品线	次抛大师系列	糙米水油平衡系列	舒缓修护系列	明星次抛精粹
	水光系列	玻尿酸盈润系列	屏障修护系列	动能奢护线
	水润系列	GABA 淡纹系列	轻龄紧致系列	奢贵抗老线
	高保湿系列			焕亮修稳线
	紧致系列			专业 spa 线
	舒敏系列			
	多效美塑系列			
	故宫联名系列			
	男士护肤系列			
底妆彩妆系列				
产品特点	主打次抛原液, 解决水油平衡, 3D 玻尿酸	功能性肌底液	专注敏感肌, 4D 玻尿酸	冻龄、抗初老, 5D 玻尿酸
营销策略	微博话题 KOL 营销、头部主播带货、联名款口红	KOL 美妆博主种草	微博皮肤医生、敏感肌博主营销、网红直播带货、代言人	头部主播带货
所获荣誉	<ul style="list-style-type: none"> · 荣获 2019 年天猫双 11 面部精华国货第一; · 2020 年天猫 618 天猫新锐国货第一; · 润百颜菁透焕亮次抛原液: 2020 年“新氧亮肤黑科技奖”; · 润百颜屏障调理次抛精华: <ul style="list-style-type: none"> ➢ 2021 瑞丽潮流大番榜年度敏肌精华 ➢ 2021 美伊大赏 TOP 护肤类保湿精华大奖 ➢ 2021 年天猫小黑盒国货品牌多项新纪录 	<ul style="list-style-type: none"> · 星球奖 2021 年度品牌奖; · BM 肌活糙米水获得 2022 年 618 天猫爽肤水热销榜国货第一名; · 京东开门红期间“新锐 TOP3”; · IQF2022 杰出创意营销奖及 IQF2022 高成长性品牌奖。 	<ul style="list-style-type: none"> · 第十届中国化妆品蓝玫奖——2020 年最具成长力品牌奖”; · YiYouth x CBNDATA 2021Gen-Z 年度喜爱品牌榜技术创想力品牌; · 《中国化妆品》杂志授予“敏感肌专家”称号; · 荣登浪潮新消费“2021 中国最具价值新品牌-护肤个护 TOP 榜”。 	<ul style="list-style-type: none"> · 第一批“好品山东”品牌; · 入选李佳琦《爆款中国》纪录片四大国货品牌 · 天猫金妆奖 2021 年度创新营销品牌。 · 新妆大赏 2021-2022 年度创新品牌。

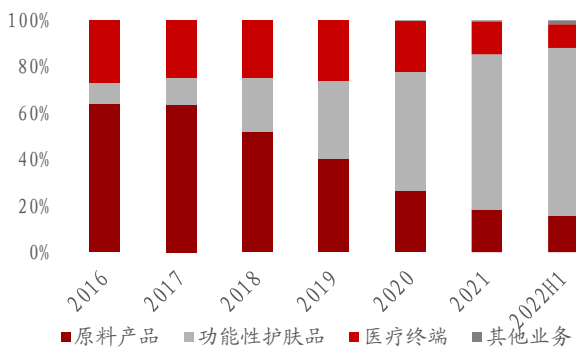


资料来源：公司公告、公司官网、万联证券研究所

4.3 研发&产能：具有生物活性物质研发技术的优势

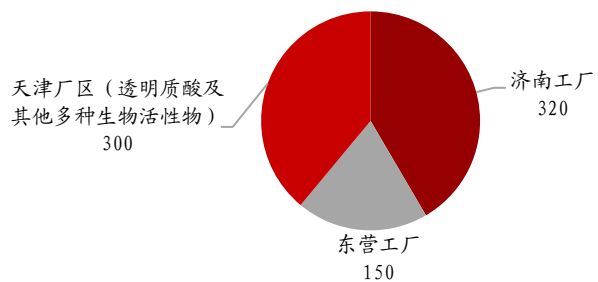
公司具有生物活性物质研发技术的优势，推动功能性护肤品的研发和生产。功能性护肤品的主要产品包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜等，这些产品的重要上游原材料为透明质酸。而公司拥有透明质酸及其他生物活性物质的生产研发高技术，例如微生物发酵技术、生物酶切技术、交联技术等，为功能性护肤品提供了充足可靠的原材料。截至2022H1，公司整体透明质酸产能770吨，包括济南工厂320吨、东营工厂150吨，天津厂区新增300吨透明质酸及其他多种生物活性物的产能，产业化规模位居国际前列。且公司正在东营佛思特厂区开工建设无菌HA生产线，将进一步提升公司产品市场竞争力。公司以自产的透明质酸、依克多因等生物活性物质及其交联衍生物作为核心成分，以精简配方、活性成分含量高、功效针对性强为研发导向，开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、痤疮等皮肤问题的功能性护肤品。

图表84:2016-2022H1 公司收入分业务占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表85:截止 2022H1 公司透明质酸产能分布 (吨)

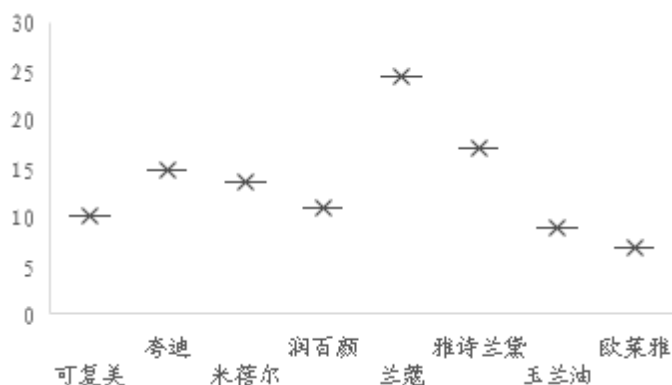


资料来源：公司公告，万联证券研究所

吹灌封一体化技术先发者，引领次抛型护肤品新风潮。“吹灌封一体化”是指一种先进的无菌包装技术，将“吹瓶成型 (Blow)，料液灌装 (Fill)，容器封口 (Seal)”三种操作在无菌状态下的同一工位完成，简称BFS。次抛型护肤品灌装过程难度大，对企业的技术要求高。并且前期的设备投入高，生产质量较高的次抛型产品需要使用进口设备，平均售价达到千万元。较高的生产成本使得次抛精华的售价普遍高于非次抛精华，每毫升售价接近国外高端品牌价格。公司在国内市场首先采用BFS技术开发生产了一系列具有不同功效的无菌、无化学防腐添加的小包装原液产品，实现“一次一抛”，提升产品使用安全度。此类产品特点鲜明、辨识度高且竞品较少，在次抛原液领域具有领先地位。自2014年第一款次抛面部精华“润百颜牌高纯透明质酸次抛水润原液”上线以来，公司以次抛为核心，先后形成包括377系列、水润系列、控油净痘系列、屏障调理系列等系列化产品。次抛原液年产量及销量连年上升，2021年较去年同期分别增长69.05%、119.92%。根据美丽修行大数据，截至2021年底有效备案的次抛商品数量共1434件。而在美修指数排行榜前10的次抛产品中，华熙生物旗下护肤品占据8席。作为国内次抛产品的开拓者，公司的核心功能性护肤品产品具有较强的客户黏性，而“一次一抛”的使用特性又会带来未来强大的研发能力将使公司继续维

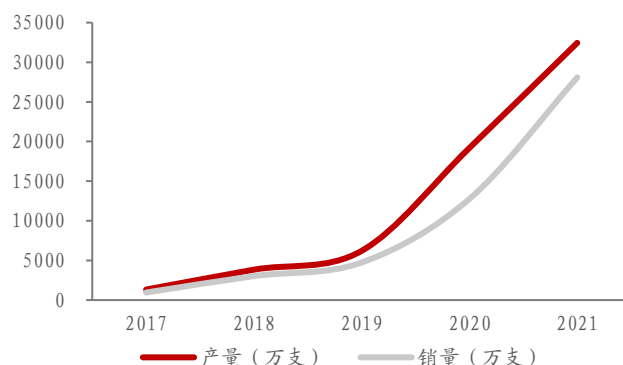
持先发优势。

图表86:次抛类与非次抛类每毫升精华售价对比



资料来源: 美丽修行, 万联证券研究所

图表87:公司次抛原液产量和销量



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表88:次抛产品美修指数 top10

排名	商品名称	品牌	商品分类
1	可复美 Human-like 重组胶原蛋白肌御修护次抛精华	可复美	护肤-面部精华
2	夸迪 5D 玻尿酸焕颜精粹次抛原液	夸迪	护肤-面部精华
3	MedRepair 米蓓尔多元微导舒缓次抛精华液	米蓓尔	护肤-面部精华
4	夸迪 舒润稳肌悬油次抛精华液	夸迪	护肤-面部精华
5	夸迪 5D 复合酸战痘次抛精华液	夸迪	护肤-面部精华
6	润百颜玻尿酸屏障调理次抛原液	润百颜	身体护理-身体护理
7	夸迪极光匀净亮肤次抛原液	夸迪	护肤-面部精华
8	润百颜菁透焕亮次抛原液	润百颜	护肤-面部精华
9	夸迪多维肌因焕活修护面膜	夸迪	护肤-面膜
10	XDG 水杨酸净颜祛痘次抛精华液	栖朵嘉	护肤-面部精华

资料来源: 美丽修行, 万联证券研究所

4.4 渠道: 多渠道发力, 精细化运营

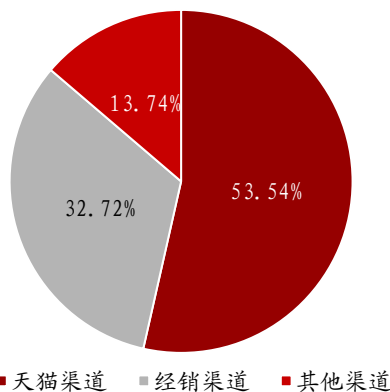
线上: 形成天猫、抖音双核心平台线上营销渠道。2021H1四大品牌销售渠道中, 各品牌天猫平台占比基本超半数, 成为销售主力战场, 四大核心润百颜、夸迪、米蓓尔、BM肌活天猫渠道收入占比分别达到54%/60%/49%/81%。2021年, 除天猫外的其他线上平台占比有所提升, 其中, 抖音渠道显著上升约14个pct到17%左右。2022H1, 护肤品业务抖音渠道持续攀升, 占比提升30%左右, 形成了天猫、抖音双核心平台线上营销渠道, 并继续拓展其他渠道。**在重要营销节点结合品牌资源进行集中发力是公司的重要渠道拓展策略,**例如润百颜于2022年“618”活动期间, 天猫和抖音双平台销售收入破亿, 在天猫平台国货排名TOP8、抖音平台国货TOP2、快手平台国货TOP2、唯品会

新锐国货TOP1。此外，公司加大抖音等电商平台的信息流推广，与平台主流达人密切合作，以发掘线上消费者。

线下：公司持续布局、多角度发力。2021年是公司布局线下渠道元年，四大核心品牌根据其不同的品牌定位和品牌认知深入不同消费层次，实行差异化的销售策略，其中润百颜开设实体店3家，夸迪发展线下加盟店超过200家。2022H1，公司持续布局，从打造区域性地标店铺、发展商场专柜、构建实体店伙伴生态多角度发力。

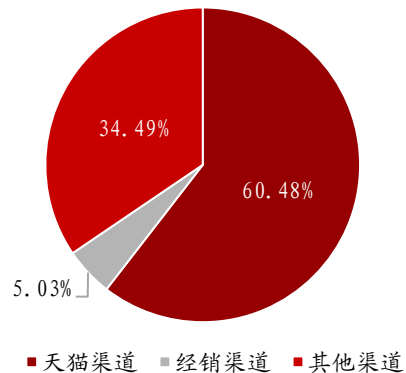
综合而言，公司采取线上为主，线下为辅的方式销售，专业市场团队多元化渠道营销，具备较大的渠道拓展空间。公司依靠自身经验丰富的电商运营团队和经销管理团队，从公司独有的研发能力出发，将内容运营和各渠道结合加速触达核心客户并形成销售转化，用户粘度带来的复购率提升有助于产品利润率的提升。

图表89:2021H1 润百颜销售渠道结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表90:2021H1 夸迪销售渠道结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

5 功能性食品业务：灵活探索功能性食品领域，在研产品储备充足

5.1 功能性食品市场：国内口服透明质酸尚处起步阶段，对标海外发展空间较大

口服透明质酸在国外已获广泛使用，2021年普通食品添加在国内首次获批。日本是最早提出“功能性食品”的国家，并于2015年实施《功能性标示食品制度》。相比于“特定保健用食品”，制度规定功能性食品无需进行人体实验，生产企业只需于上市销售的60日前向消费厅提交与其声称的功能相符的科学依据备案即可上市销售，市场得以规范且快速发展。从制度实施至2021年5月，日本消费厅受理备案的功能性标示食品件数已经突破了4000件。根据日本保健食品和化妆品咨询公司Smooth Link调研显示，透明质酸钠位列第五，是最受欢迎的口服美容功能成分。欧盟、美国、韩国等海外市场均允许将透明质酸钠及其为主要成分的产品添加至食物或膳食补充剂中。我国透明质酸食品起步较晚，于2008年初次批准透明质酸作为新资源食品，但使用范围仅限保健食品原料。2021年1月，国家卫健委发布“三新食品”公告，批准透明质酸申请扩大使用范围为乳及乳制品，饮料类，酒类，可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果，冷冻饮品。

图表91:全球主要的透明质酸食品

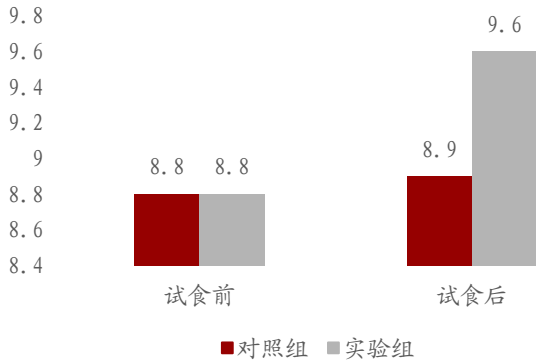
国家	产品名称	图示	透明质酸含量及功能
澳洲	Swisse 口服透明质酸水光片		每瓶（30片/瓶）含1200mg透明质酸，保持肌肤水润饱满，帮助抵御氧化，刺激细胞活力
美国	Move Free 益节维骨力		每瓶（120粒/瓶）含132mg透明质酸，作为膳食补充剂以增强人体关节滑液润滑度和软骨再生
	自然之宝透明质酸软胶囊		每瓶（30粒/瓶）含600mg透明质酸，维生素C配合玻尿酸形成双重保护屏障
	LB 酸奶风味饮料		每盒125ml中添加了120mg的透明质酸钠，滋润皮肤、增加皮肤水分
日本	POLA 胶原蛋白饮 QQ 口服液		每支饮品中添加了50mg的玻尿酸，“胶原蛋白+透明质酸”快速提升肌肤弹力和水润感的人群
	巡茶		每瓶混合乌龙茶饮料中添加了120mg的玻尿酸成分，主打缓解冬季肌肤干燥问题

资料来源：天猫官方旗舰店，万联证券研究所

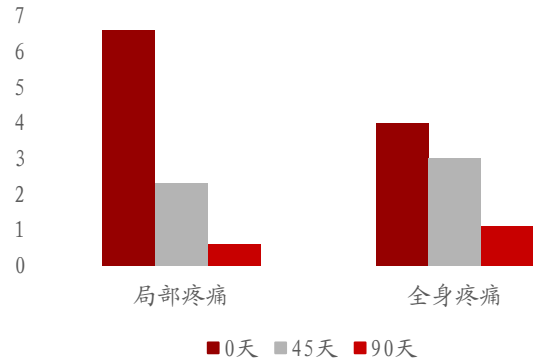
口服透明质酸满足“美容+保健”双需求，消费者认知提升带动市场快速增长。研究表明，透明质酸口服后可以被人体消化吸收，并广泛分布到人体各组织内。实验室数据表明，口服透明质酸不仅能改善人体皮肤水分含量，发挥美容养颜、延缓衰老的功效，还能改善关节功能和骨质疏松，修复胃黏膜损伤，提高人体免疫力。据Frost&Sullivan统计，随着各国政策对透明质酸食品的监管逐渐放开，2021年全球食品级透明质酸终端产品市场规模为4.03亿美元，预计2026年市场规模可达到5.33亿美元，2021-2026年CAGR为5.76%。根据艾瑞咨询2020年关于消费者对保健食品期望功效的调研，74%的消费者期望保健食品能提升自身免疫力，52%的消费者希望保健食品能有抗皱纹、延缓衰老的功效，49%的消费者期望能够通过保健食品达到美容养颜的功效，而透明质酸能够满足这三种需求。在了解了透明质酸的特性和功效后，84%的消费者表示能够接受透明质酸保健食品，可预见未来消费者认知的提升将推动透明质酸食品终端市场继续增长。

对标成熟市场，中国大陆功能性产品人均消费额提升空间较大。根据Euromonitor数据，2018年中国大陆人均功能性产品消费额为267元/人，远低于美国（1231元/人）、中国香港（1170元/人）、日本（960元/人）等地的人均消费额，若以这些成熟地区/国家的人均功能性产品消费额作为天花板，则我国人均功能性产品消费额仍有3-4倍提升空间。

图表92:口服透明质酸 45 天皮肤水分含量等级提升



图表93:口服透明质酸 90 天关节局部疼痛等级下降

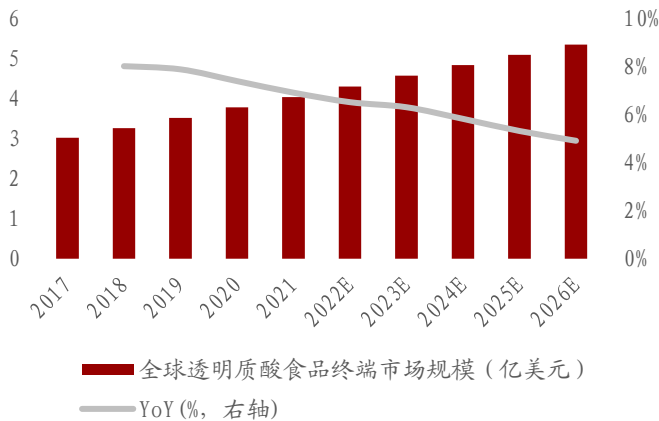


资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

样本: N=52, 皮肤水份≤12 的女性志愿者, 年龄 30-50 岁, 服用食品级透明质酸 120mg/天, 连续服用 45 天

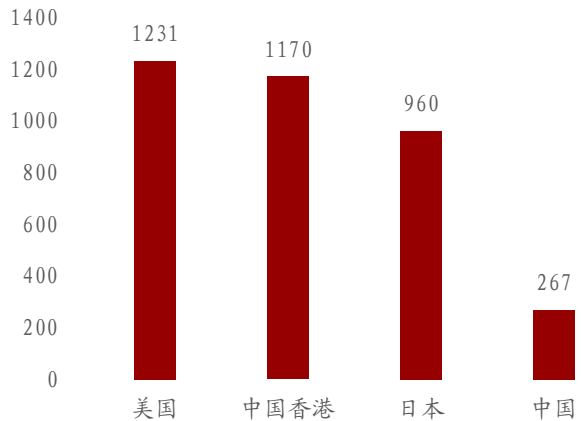
资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

图表94:2017-2026E 全球食品级透明质酸终端产品市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 万联证券研究所

图表95:2018 年全球主要国家及地区人均功能食品消费额 (单位: 元人民币)



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

5.2 产品: 灵活探索功能性食品, 旗下拥有多款产品

公司深耕透明质酸食品应用十余载。早在2004年, 华熙生物在国内启动透明质酸作为食品添加的申报工作。2008年, 国家卫生部批准透明质酸作为一种新资源食品用于保健食品原料, 公司由此敲开了透明质酸作为食品原料的大门, 先后推出了“仙黎奥芙”和“Plumoon普兰萌”两款透明质酸保健食品。直至2021年国家卫健委正式批准透明质酸钠成为新食品原料, 16年来公司围绕功能性食品业务积累了大量基础研究和应用基础研究数据。截至2022H1, 公司已成立了无锡功能食品基础研究中心, 上海食品研发中心, 在功能性食品研发领域, 以美容、关节健康和睡眠健康为主要开发应用方向。

公司持续丰富功能性食品产品体系, 旗下拥有多款功能性食品。新食品原料获批消息发布后, 华熙生物紧跟政策变化, 2021年1月22日抢先在线上推出了国内首个透明质酸食品品牌“黑零”, 同年3月和8月, 先后推出国内首款玻尿酸饮用水“水肌泉”和玻尿酸饮品“休想角落”, 引领全新功能性食品消费热潮。

➤ **黑零:** 2021年1月22日抢先在线上推出了国内首个透明质酸食品品牌“黑零”, 旗

下产品于2021年6月正式推向市场。目前已有包括透明质酸钠GABA软糖、透明质酸白芸豆纤体咀嚼片、烟酰胺透明质酸钠饮品等10款产品，主打健康瘦身、安眠舒压、护肝养胃、美白抗氧化等功效。2021年共推出了15个SKU，其中GMV破百万的单品达2个。营销方面，初步完成天猫、抖音、京东等渠道的全方位铺设。2022H1，黑零根据市场热度推出了浆果醋植物饮、玉油柑高膳食植物饮、富铁软糖以及燃脂咖啡在内的4款产品。

- **水肌泉**：2021年3月推出，重点发力产品和渠道。产品方面，推出国内首款玻尿酸水和升级款“水胶囊”；渠道方面，深耕美业，结合医美业务在重点城市的医美机构推广美业套餐组合，截止2021年末，覆盖了16个城市、384家机构。此外，入驻潮牌店KKV和盒马鲜生促动线下销售。2022H1，水肌泉推出新品类“玻尿酸苏打气泡水”，并计划深耕美业销售前10大城市，打造一批深度合作样板店，与医美业务联合开发更多美业渠道套餐组合。
- **休想角落**：2021年8月正式推向市场，2021年推出1.0系列3款创新功能饮品，玻尿酸“微醺美颜”果酒、GABA“睡前小安瓶”无醇果饮和GABA玻尿酸“睡美人”无醇果饮。2022H1，休想角落推出全新2.0“夜帽子熬夜精华饮”系列5款产品，采用“GABA+”的复配配方体系，结合燕窝酸、胶原蛋白肽、姜黄、益生菌等多种有效物质，提供夜间健康解决方案。2022下半年将继续推出3.0系列多款新品，主打益生菌复配HA/GABA的健康大零食，持续优化产品结构。

图表96:公司功能性食品品牌旗下主要产品

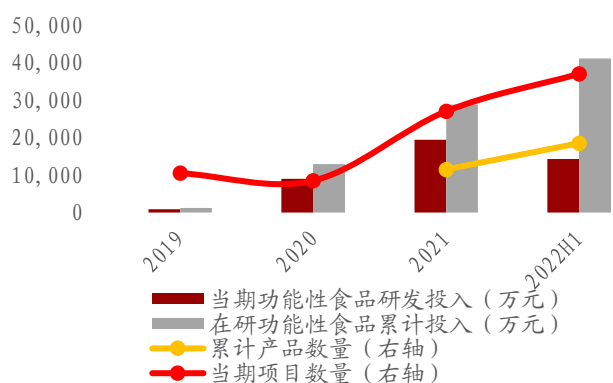
品牌	品牌 logo	产品名称	主要成分	功效	价格	规格
黑零		透明质酸白芸豆压片糖果	白芸豆提取物、玻尿酸、绿咖啡粉	促进脂肪代谢	3.25 元 /g	12g*1
		α107 咖啡固体饮料	阿拉比卡咖啡豆、MCT 微囊粉、CLA	加速燃脂、提振供能	1.41 元 /g	5g*14
		玉油柑浓缩液	柑橘浓缩粉、双胞菇浓缩粉、L-阿拉伯糖、桑叶提取物、法国梨果仙人掌	清爽开胃、去油解腻	0.28 元 /ml	30ml*7
		GABA 睡眠晚安饮	茶叶氨基酸、百合、酸枣仁、西番莲提取物、缬草根提取物	助眠	0.38 元 /ml	30ml*10
		黑零益生菌	益生菌	调理肠胃	1.95 元 /g	2g*10
		浆果醋植物饮	浆果、精华植萃、膳食纤维	解腻、促消化、提升自护力	0.08 元 /ml	100ml*14
		富铁软糖	针叶樱桃、猪肝粉、N-乙酰神经酰胺	补铁	0.56 元 /g	3.5g*30
		红石榴烟酰胺胶原蛋白饮品	鱼胶原蛋白肽、烟酰胺、透明质酸钠	肌肤补水、提亮	0.60 元 /ml	50ml*10
		人参巧克力脆片	黑巧克力、冻干人参片、γ-氨基丁酸	提神	1.32 元 /g	4.3g*15
		日出红参姜黄饮品	红参、姜黄	石榴浓缩汁、红参浸膏、γ-氨基丁酸、姜黄	0.40 元 /ml	30ml*10

水肌泉		烟酰胺反重力 小红瓶	玻尿酸、双重胶原蛋白、 烟酰胺	肌肤补水、 提亮	0.46 元 /ml	50ml*6
		玻尿酸饮用水 (透明质酸钠 饮品)	水、透明质酸钠	肌肤补水	0.01 元 /ml	
休想 角落		睡美人(夜帽 子小红杯)	GABA、燕窝酸、玻尿酸、 胶原蛋白三肽	养颜	3.97 元 /g	3g*10
		小懒觉(夜帽 子小绿杯)	GABA、绿原酸、果蔬酵素	护肤、改善 便秘	3.97 元 /g	3g*10
		祝菌好(夜帽 子小蓝杯)	GABA、益生元、益生菌、 茶氨酸	调节肠胃菌 衡、改善便 秘	3.97 元 /g	3g*10
		小心肝(夜帽 子小黄杯)	足龄红参、GABA、朝鲜 蓟、姜黄、菊花枸杞	修护熬夜损 伤	3.97 元 /g	3g*10
		星星杯(夜帽 子小紫杯)	GABA、蓝莓粉、透明质酸 钠、叶黄素酯玉米黄质	护眼	3.63 元 /g	3g*10
		玻尿酸果酒	酒精、玻尿酸	肌肤补水	0.20 元 /ml	50ml*40

资料来源：天猫官方旗舰店，万联证券研究所

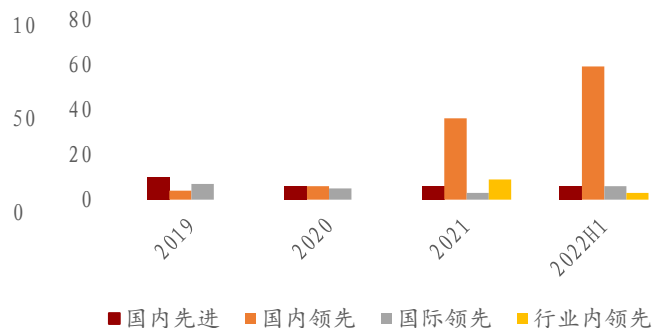
在研项目储备充足，为食品事业板块和原料板块提供研究和产品开发支持。截止2022年6月末，进行的功能性食品板块研发项目共有74项，重点围绕透明质酸及GABA氨基丁酸在口服美容食品、口服助眠食品及相关功能性食品开展研发工作。食品研发上海分中心于2021年投入使用，拥有4个人研发工作室，涵盖液体产品(口服液、饮料、乳制品、发酵饮料等)、粉剂产品(益生菌粉、代餐粉、咖啡粉等)、压片糖果及软糖、烘焙食品、植物基食品、冻干食品等食品的开发。下设11个实验室，涵盖配方开发、工艺开发、感官评价、产品稳定性测试、理化及微生物检测等功能。为食品事业板块黑零、水肌泉、休想角落等品牌提供了新产品开发的支持；并同时为公司的食品原料业务提供透明质酸和 GABA氨基丁酸等原料的应用技术研究和产品开发支持。产品方面，自2021年以来已经为公司的食品板块上市 37 款产品，涵盖饮用水、口服液、固体饮料、软糖、压片糖果、GABA 饮品、巧克力棒、配制酒等品类。

图表97:2019-2022H1 功能性食品研发情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表98:2019-2022H1 功能性食品在研项目技术水平(项)



资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：“国内先进”为技术达到国内中上水平；“国内领先”为技术达到国内上等水平；“国际领先”为技术达到国际上等水平。

6 盈利预测

我们将公司的业务按产品进行拆分：

• 功能性护肤品

公司功能性护肤品板块拥有差异化的品牌矩阵，润百颜、夸迪、BM肌活、米蓓尔四大核心品牌坚持长期投入，差异化优势日益凸显，以大单品带动品牌向产品系列化扩展。2022年前三季度，功能性护肤品业务收入同比增长超过50%，预计2022-2024年，公司功能性护肤品收入同比增长44%/41%/37%。

• 原料

公司的原料业务2022H1受疫情影响较大，海外原料业务保持高速增长。目前公司设立六大研发平台，逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至多种生物活性物质、医疗终端产品、功能性护肤品和功能性食品，覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。另外，胶原蛋白项目亦在持续投入中。我们预计，2022-2024年，公司原料产品收入同比增长9%/16%/13%。

• 医疗终端

公司的医疗终端产品可分为医药类和医美类产品。(1) 医药：包括眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品，近年来发展较为稳定。另外，公司在2022年4月收购益而康，益而康主营的胶原蛋白海绵及人工骨等入院产品可进一步丰富公司现有医疗终端产品管线，形成良好的医疗终端产品矩阵。(2) 医美：医美领域市场广阔，随着人均消费水平及医美消费意愿的不断提升，公司旗下医美终端品牌产品凭借科研技术的背书及相较于国外品牌更高的性价比，市场不断拓宽。而2022年末疫情防控的放开也使得2023年医美需求有望享受较大的弹性，公司在近年来调整了医美业务的组织和产品结构，未来润致系列产品有望成为医美业务发展的主要动力。我们预计，2022-2024年，公司医疗终端收入同比增长-7%/19%/16%。

• 其他（功能性食品等）

功能性食品方面，口服透明质酸满足“美容+保健”双需求，2021年普通食品添加透明质酸在国内首次获批，未来随着消费者认知的提升，基于透明质酸的功能性食品市场有望快速增长。公司在2021年1月22日抢先推出国内首个透明质酸食品品牌“黑零”，同年3月和8月，先后推出国内首款玻尿酸饮用水“水肌泉”和玻尿酸饮品“休想角落”，引领全新功能性食品消费热潮。公司的功能性食品业务在研产品丰富，截止2022年6月末，进行的功能性食品板块研发项目共有74项，重点围绕透明质酸及GABA氨基丁酸在口服美容食品、口服助眠食品及相关功能性食品开展研发工作。未来公司也将持续加强新产品的推广力度。预计2022-2024年，其他（功能性食品等）收入同比增长200%/80%/50%。

图表99:公司业务拆分及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收(百万元)	2632.73	4947.77	6495.88	8806.39	11648.97
yoy	39.63%	87.93%	31.29%	35.57%	32.28%
毛利率	81.41%	78.07%	77.26%	77.31%	76.92%
功能性护肤品:					
功能性护肤品收入(百万元)	1346.14	3319.22	4789.62	6766.72	9268.98
yoy	112.19%	146.57%	44.30%	41.28%	36.98%

占总营收比例	51.13%	67.09%	73.73%	76.84%	79.57%
毛利率	81.89%	78.98%	78.50%	78.50%	78.00%
-润百颜	565.45	1229.42	1573.66	2014.28	2517.85
yoy		117.42%	28.00%	28.00%	25.00%
-夸迪	391.31	979.03	1370.64	1987.42	2782.39
yoy		150.19%	40.00%	45.00%	40.00%
-米蓓尔	199.07	420.27	630.41	977.13	1465.70
yoy		111.12%	50.00%	55.00%	50.00%
-BM 肌活	112.63	434.98	869.96	1304.93	1826.91
yoy		286.21%	100.00%	50.00%	40.00%
-其他品牌	77.68	255.53	344.96	482.95	676.13
yoy		228.95%	35.00%	40.00%	40.00%
原料产品:					
原料产品收入 (百万元)	703.43	904.78	984.78	1140.64	1293.11
yoy	-7.55%	28.62%	8.84%	15.83%	13.37%
占总营收比例	26.72%	18.29%	15.16%	12.95%	11.10%
毛利率	78.09%	72.19%	71.00%	71.00%	71.00%
-医药级 HA	217.73	252.18	282.45	324.81	363.79
yoy		15.82%	12.00%	15.00%	12.00%
-化妆品级 HA	337.28	391.18	422.47	498.52	573.30
yoy		15.98%	8.00%	18.00%	15.00%
-食品级 HA	78.58	107.53	118.29	139.58	160.51
yoy		36.85%	10.00%	18.00%	15.00%
-其他原料业务	69.84	153.88	161.57	177.73	195.50
yoy		120.33%	5.00%	10.00%	10.00%
医疗终端产品:					
医疗终端产品收入 (百万元)	575.87	699.94	651.60	773.28	898.28
yoy	17.79%	21.54%	-6.91%	18.67%	16.16%
占总营收比例	21.87%	14.15%	10.03%	8.78%	7.71%
毛利率	84.55%	82.05%	80.50%	81.00%	81.00%
-皮肤类医疗产品	435	504	453.60	535.25	615.54
yoy	9.70%	15.88%	-10.00%	18.00%	15.00%
-骨科注射液产品	90	123	147.60	180.07	216.09
yoy	10.44%	37.08%	20.00%	22.00%	20.00%
-其他产品	51	72	50.40	57.96	66.65
yoy	378.16%	42.70%	-30.00%	15.00%	15.00%
其他 (功能性食品等):					
其他收入 (百万元)	6.25	23.28	69.85	125.73	188.60
yoy	1289.72%	272.50%	200.00%	80.00%	50.00%
占总营收比例	0.24%	0.47%	1.08%	1.43%	1.62%
毛利率	57.73%	55.27%	50.00%	48.00%	45.00%
其他业务:					
其他业务收入 (百万元)	1.05	0.55	0.03	0.01	0.01
yoy		-47.06%	-95.00%	-50.00%	-50.00%
占总营收比例	0.04%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	99.60%	91.72%	90.00%	90.00%	90.00%

资料来源: ifind, 公司公告, 万联证券研究所

7 投资建议

公司是全球透明质酸产业链龙头，旗下原料、医疗终端、功能性护肤品和功能性食品业务四轮驱动。原料业务产品矩阵丰富，前瞻布局生物活性物质赛道，未来有望获取增长新动能。医疗行业渗透率低，未来市场空间广阔，监管趋严背景下公司作为行业龙头或将持续受益。功效护肤品行业市场快速放量，公司四大核心品牌差异化布局，独创次抛产品构建先发优势。功能性食品行业尚处起步阶段，公司进军透明质酸食品赛道，打开未来成长空间。我们预计，公司2022-2024年EPS分别为2.07/2.81/3.72元/股，对应2023年2月20日股价的PE分别为62/46/35倍，首次覆盖给予"买入"评级。

图表100:可比公司估值表

		股价		EPS				PE			
		23/2/20	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
688366.SH	昊海生科	107	2.00	1.73	2.44	3.31	53.38	61.79	43.79	32.27	
300896.SZ	爱美客	616	4.43	6.54	9.53	13.28	139.16	94.33	64.69	46.42	
300957.SZ	贝泰妮	144	2.12	2.80	3.74	4.87	67.75	51.37	38.43	29.47	
603605.SH	珀莱雅	190	2.87	2.66	3.33	4.16	66.07	71.18	56.97	45.60	
行业平均							102.61	77.74	55.79	41.49	
688363.SH	华熙生物	128	1.63	2.07	2.81	3.72	78.66	62.07	45.71	34.50	

资料来源: ifind, 万联证券研究所

注: 华熙生物的EPS取自我们团队预测, 其余公司的EPS采用同花顺一致预测, PE为2023年2月20日收盘价除以一致预测的EPS所得出, 行业平均采用总市值加权计算。

8 风险提示

行业竞争加剧风险、新业务拓展不达预期风险、医美监管风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4948	6496	8806	11649
%同比增速	88%	31%	36%	32%
营业成本	1085	1477	1998	2689
毛利	3863	5019	6808	8960
%营业收入	78%	77%	77%	77%
税金及附加	58	81	108	143
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	2436	3086	4227	5592
%营业收入	49%	48%	48%	48%
管理费用	303	416	546	699
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	284	422	572	757
%营业收入	6%	7%	7%	7%
财务费用	0	-5	-2	-10
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-30	-30	-40	-40
信用减值损失	-8	-7	-7	-7
其他收益	133	144	206	275
投资收益	21	42	60	73
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	7	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	906	1168	1575	2081
%营业收入	18%	18%	18%	18%
营业外收支	-15	-16	-17	-18
利润总额	890	1153	1559	2063
%营业收入	18%	18%	18%	18%
所得税费用	115	164	217	285
净利润	776	989	1342	1777
%营业收入	16%	15%	15%	15%
归属于母公司的净利润	782	994	1350	1788
%同比增速	21%	27%	36%	32%
少数股东损益	-7	-5	-8	-11
EPS (元/股)	1.63	2.07	2.81	3.72

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.63	2.07	2.81	3.72
BVPS	11.85	13.37	15.37	18.04
PE	78.85	62.07	45.71	34.50
PEG	3.73	2.30	1.28	1.06
PB	10.82	9.59	8.34	7.11
EV/EBITDA	70.35	40.49	30.12	23.07
ROE	14%	15%	18%	21%
ROIC	13%	15%	17%	19%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1807	1508	2239	2795
交易性金融资产	847	847	847	847
应收票据及应收账款	401	505	570	724
存货	709	820	1108	1426
预付款项	88	121	160	212
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	132	61	61	94
流动资产合计	3984	3862	4985	6099
长期股权投资	19	39	49	59
固定资产	1609	2429	3146	3758
在建工程	517	647	697	697
无形资产	467	502	530	556
商誉	67	65	65	65
递延所得税资产	246	246	246	246
其他非流动资产	594	569	559	554
资产总计	7504	8359	10277	12034
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	691	573	1176	1251
预收账款	0	0	0	0
合同负债	51	81	100	134
应付职工薪酬	304	369	489	645
应交税费	212	260	361	489
其他流动负债	143	164	190	224
流动负债合计	1401	1448	2316	2744
长期借款	144	144	144	144
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	4	4	4	4
其他非流动负债	252	335	425	485
负债合计	1801	1931	2889	3377
归属于母公司的所有者权益	5699	6430	7397	8677
少数股东权益	3	-2	-9	-20
股东权益	5702	6428	7387	8657
负债及股东权益	7504	8359	10277	12034

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1276	1170	2203	2121
投资	-140	-20	-10	-10
资本性支出	-784	-1298	-1217	-1168
其他	-66	37	55	68
投资活动现金流净额	-990	-1281	-1172	-1110
债权融资	-16	65	60	50
股权融资	10	0	0	0
银行贷款增加(减少)	174	0	0	0
筹资成本	-201	-277	-367	-487
其他	-38	36	32	12
筹资活动现金流净额	-71	-176	-275	-425
现金净流量	195	-307	731	556

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场