



深挖原料研发应用，布局胶原蛋白，四轮驱动再添新助力 —华熙生物（688363.SH）投资价值分析报告

核心观点

● 透明质酸行业稳定发展，龙头企业受益

2020 年，公司在全球玻尿酸原料市场占据 43% 的市场份额，位列全球第一。根据弗若斯特沙利文预测，未来 5 年，全球玻尿酸原料市场将保持 12.3% 的复合增长率，2026 年销量将达到 1,285.2 吨。目前，公司拥有 770 吨透明质酸的生产能力，预计东营佛思特厂区无菌 HA 生产线建设完毕后，将进一步提升公司产品市场竞争力。

● 打造继透明质酸之后的第二个战略性生物活性物

公司收购益而康生物 51% 股权，布局胶原蛋白产业。胶原蛋白和透明质酸都是广泛分布于人体的重要物质，应用领域涉及医疗健康、护肤品、食品等。胶原蛋白将成为华熙生物又一核心生物活性物，丰富公司生物活性物产品管线，四轮驱动再添新助力，为公司带来继“透明质酸”后的第二成长曲线。

● 国货品牌崛起，科研技术是“支点”

功效护肤品消费端越来越看重“安全”和“功效”，而科研与技术为核心竞争力中占据重要部分。公司 2021 年研发费用 2.84 亿元，同比增长 101.4%，公司研发费用保持行业绝对领先地位。品牌产品矩阵丰富，差异化布局市场。板块收入从 2016 年 0.64 亿元增长至 2021 年 33.19 亿元，5 年 CAGR 为+120.28%，占公司营业收入比重由 8.79% 上升至 67.09%。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 6,960.23/9,546.84/12,417.68 百万元，YOY 分别为 40.67%/37.16%/30.07%；EPS 分别为 2.31/3.01/3.88 元，YOY 分别为 42.06%/30.22%/29.02%。根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 142 元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

新冠疫情持续恶化，消费低迷，行业竞争加剧，研发不及预期

● 核心业绩数据预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,947.77	6,960.23	9,546.84	12,417.68
YOY	87.93%	40.67%	37.16%	30.07%
归母净利润(百万元)	782.33	1,111.40	1,447.30	1,867.33
YOY	21.13%	42.06%	30.22%	29.02%
EPS(元)	1.63	2.31	3.01	3.88
ROE	13.73%	17.16%	19.33%	21.24%
P/E	79.84	56.25	43.19	33.48

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

医药生物行业组

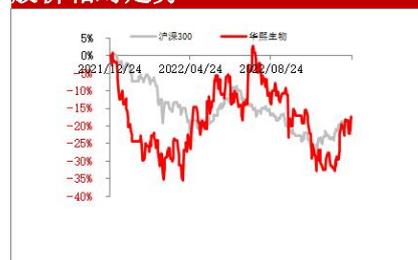
SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2022.12.26

收盘价(元)	129.94
一年中最低/最高(元)	100.51/180.41
总市值(亿元)	654.9
ROE(TTM)	14.36%
PE(TTM)	69.06

股价相对走势





内容目录

内容目录	2
1. 公司所属行业现状与发展分析	5
1.1. 透明质酸行业	5
1.2. 功能性护肤品行业	8
1.3. 医疗行业	10
1.4. 食品饮料行业	13
2. 公司主要经营情况分析	14
2.1. 公司主营业务及产品介绍	14
2.1.1. 原料版块业务	15
2.1.2. 医疗终端产品	22
2.1.3. 功能性护肤品	25
2.1.4. 功能性食品	30
2.2. 公司核心竞争力	31
2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析	35
2.4. 盈利预测	37
3. 2022-2024 年公司整体业绩预测	39
4. 公司估值分析	40
4.1. P/E 模型估值	40
4.2. PEG 模型	41
4.3. DCF 模型	41
5. 公司未来六个月内投资建议	42
5.1. 公司股价催化剂分析	42
5.2. 公司六个月内的目标价	42
6. 公司投资评级	43



图表目录

图 1 : 透明质酸及其衍生物的应用	5
图 2 : HA 在机体中的分布	6
图 3 : 透明质酸应用场景树	7
图 4 : 透明质酸预计增长图	8
图 5 : 中国面部护肤品行业规模	9
图 6 : 疫情后问题皮肤占比	10
图 7 : 2013-2021 年全国 GDP	10
图 8 : 2013-2021 年居民人均可支配收入	11
图 9 : 中国医疗美容市场规模	12
图 10 : 中国非手术类医疗美容市场规模	12
图 11 : 2011-2021 年中国 60 岁及以上人口数量	13
图 12 : 2015-2022 年中国功能性食品市场规模	13
图 13 : 华熙生物公司	14
图 14 : 2016-2022H1 各板块收入占比	15
图 15 : 图 2020 全球玻尿酸销量占比	17
图 16 : 华熙生物胶原蛋白产品发布	18
图 17 : 合成生物科学馆	19
图 18 : 2016-2022H1 原料收入	19
图 19 : 2020-2021 年原料细分收入	20
图 20 : 2021 年原料内销出口占比	20
图 21 : 透明质酸用于纺织品	21
图 22 : 2016-2022H1 医疗终端产品收入	24
图 23 : 2020-2021 年医疗板块细分收入	24
图 24 : 20 余年专研玻尿酸护肤	25
图 25 : 功能性护肤品品牌	26
图 26 : 润百颜产品介绍	26
图 27 : BM 肌活产品介绍	28
图 28 : 米蓓尔产品介绍	28



图 29 : 2016-2022H1 功能性护肤品收入	29
图 30 : 2020-2021 功能性护肤品牌收入	30
图 31 : 功能性食品品牌	30
图 32 : 公司研发平台	31
图 33 : 各厂区产能 (单位: 吨)	32
图 34 : 公司全产业链	33
图 35 : 部分国内外质量认证	34
图 36 : 部分合作高校及科研院所	34
图 37 : 可比公司研发费用对比	35
图 38 : 2019-2022Q3 应收账款周转率对比	35
图 39 : 2019-2022Q3 存货周转率对比	36
图 40 : 2019-2022Q3 销售费用率对比	36
图 41 : 2019-2022Q3 销售毛利率对比	37
图 42 : 2019-2022Q3 销售净利率对比	37
图 43 : 华熙生物 PE(TTM)	40
图 44 : 可比公司 P/E (TTM)	40
表 1 : 透明质酸增长率	8
表 2 : 医美手术与非手术项目说明	11
表 3 : 原料版块业务概览	16
表 4 : 医药产品介绍	22
表 5 : 医美产品介绍	23
表 6 : 夸迪产品介绍	27
表 7 : 盈利预测	39
表 8 : 可比公司 PE (倍) 估值表	41
表 9 : DCF 模型预测	41

1. 公司所属行业现状与发展分析

1.1. 透明质酸行业

白透明质酸：（hyaluronic acid，简称 HA，又名玻璃酸、玻尿酸）是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖，由 D-葡萄糖醛酸及 N-乙酰葡萄糖胺两种单糖交替连接而成的长链分子。透明质酸是一种存在于生物体内的高分子聚合物，在人体内用于构建组织和细胞间质。主要分布在眼玻璃体、软骨、关节、脐带、皮肤等组织，具有很强的黏弹性和吸湿性，是细胞外基质的主要成分，具有补水保湿、润滑、细胞修复等独特的作用。透明质酸在机体内显示出多种重要的生理功能，因此，在医药（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等）、化妆品及功能性食品中应用十分广泛。

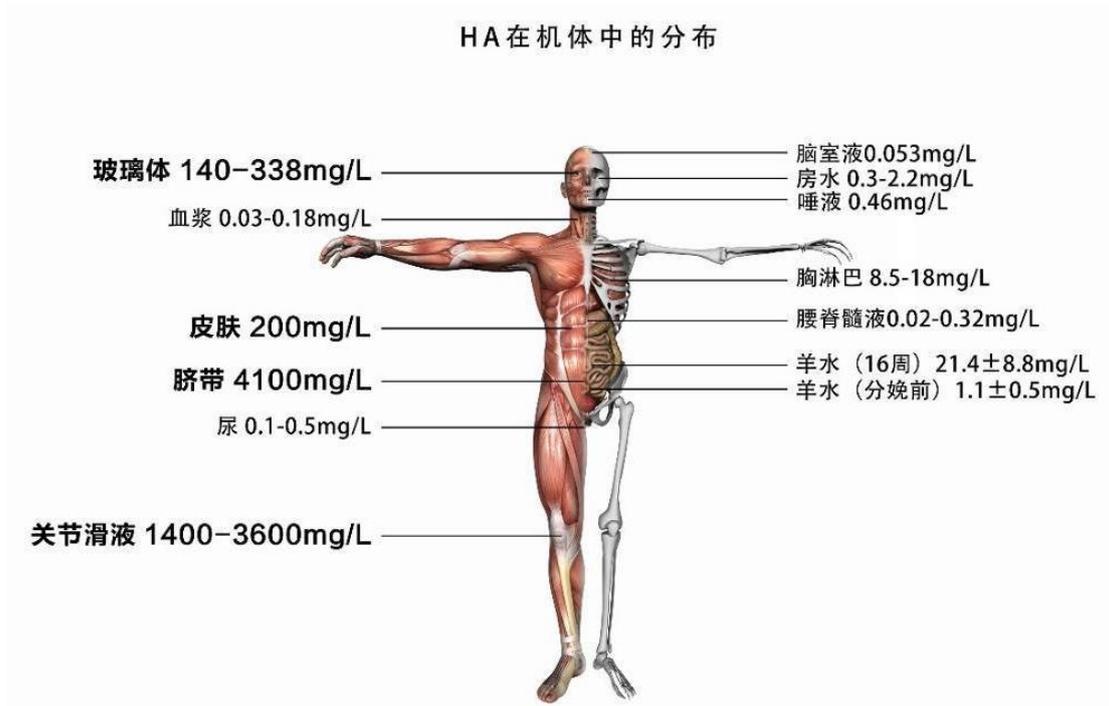
图 1：透明质酸及其衍生物的应用



资料来源：公司招股说明书，华通证券国际研究部

透明质酸是人体内不可替代的天然物质。人从出生到长大成人再到慢慢变老，随着年龄增长体内透明质酸含量逐渐减少。皮肤老化、关节退化、动脉硬化、眼老花等症状与体内透明质酸含量逐渐减少密切相关。相同年龄人群体内所含透明质酸的量也不同，早老症患者体内的含量明显减少，显示衰老的诸多症状。

图 2: HA 在机体中的分布



资料来源：公司招股说明书，华通证券国际研究部

透明质酸发展历程 1934年美国哥伦比亚大学眼科教授Meyer等首先从牛眼玻璃体中分离出一种抓住水分保湿润滑的新型原料，命名为“透明质酸”。1985年前，透明质酸以动物提取法为主，主要是鸡冠或牛眼提取生产，由于受生产成本、生产原料和技术难度的限制，产量少，价格昂贵，因此只能应用在医药领域。1985年后，随着技术的发展以及需求的增加，微生物发酵法取代了动物提取法，透明质酸产率提升、成本大幅下降，工业化生产拓宽了透明质酸的应用。2000年前后，交联技术的出现使得透明质酸产的应用进一步拓宽至医美场景。透明质酸生产工艺逐渐成熟，整个行业向着更安全、更高技术方向发展。

透明质酸在细分领域中的应用

在医药领域中的应用：透明质酸以其独特的分子结构和理化性质在机体内显示出多种重要的生理功能，如润滑关节、调节血管壁的通透性、调节蛋白质、水电解质扩散及运转、促进创口愈合等，是具有较高临床价值的医药，广泛应用于眼科、骨科、皮肤科等。在眼科领域，主要用于治疗干眼症、角膜裂伤、角膜溃疡等，并应用于各类眼科手术，如晶体植入、角膜移植和抗青光眼手术等；在骨科领域，用于治疗各类关节炎、改善滑膜和软骨退化等；在皮肤科领域，用于皮肤创伤修复、治疗烧烫伤等；另外，在预防术后黏连和对组织的修复、抗肿瘤等方面也有广泛应用。

在美容化妆品中的应用：透明质酸具有保湿、润滑、抗氧化、抗细胞凋亡、抗衰老、促渗透、抗炎、屏障修复等功能，将其用于化妆品中，能起到保护皮肤，使皮肤滋润光滑、富有弹性、延缓衰老作用。透明质酸还因为其具有无免疫性、可被人体吸收等特点，在医美注射领域里得到广泛的应用，如除皱、填补凹陷、丰唇、修鼻、修正脸型等。

在保健食品中的应用：由于透明质酸大量分布在人体血清和皮肤组织中，通过连续口服透明质酸，能定位补充人体内皮肤组织透明质酸含量，并参与人体该组织的新陈代谢，以减少皮肤皱纹，增加皮肤弹性。

在纺织品领域中的应用：透明质酸还是一种天然安全的生物材料，因其具有保湿、修复等多种护肤功效，因此，将其用于护肤纺织品成为近年来功能性纺织品创新发展方向。

图 3：透明质酸应用场景树



资料来源：艾瑞咨询《2020 透明质酸应用场景白皮书》，华通证券国际研究部

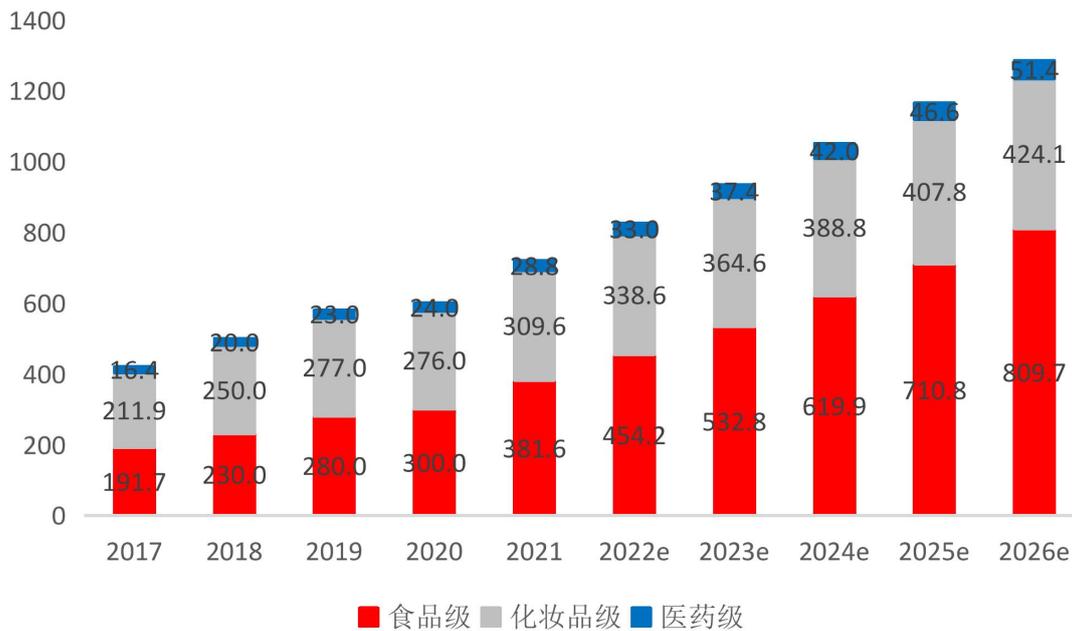
透明质酸发展趋势：目前，中国已经成为世界上最大的透明质酸原料生产国和销售国。2020年，中国玻尿酸销售额占全球的 81.6%。国内有 200 多家玻尿酸相关企业。从地域分布来看，山东以 130 家玻尿酸相关企业位居全国第一，占比 65%。河北、江苏、湖北也均有 10 多家相关企业。根据 Frost&Sullivan 的报告，2021 年全球玻尿酸原料市场规模达到 720 吨，2017-2021 年复合增长率为 14.4%。预计未来五年，全球玻尿酸原料市场将保持 12.3% 的复合增长率，2026 年销量将达到 1285.2 吨。

表 1：透明质酸增长率

复合增长率	医药级	化妆品级	食品级	总体
2017-2021	15.1%	9.9%	18.8%	14.4%
2022e-2026e	12.3%	6.5%	16.2%	12.3%

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

图 4：透明质酸预计增长图



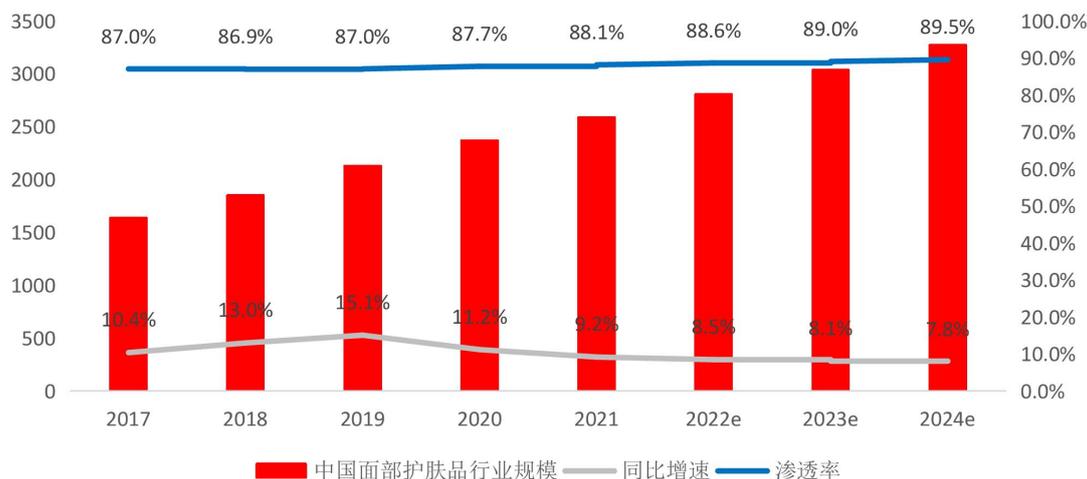
资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

1.2. 功能性护肤品行业

随着消费者对护肤知识和自身皮肤状况了解的不断深入，护肤消费也越来越成熟。消费者正在从基础护肤品升级到功能属性更强的专业护肤品，再升级到效果更快的医美产品。随着需求的不断升级，护肤需求开始呈现细分化趋势。根据护肤需求的分化，功能性护肤品可以分为两类：一类是针对问题护肤的皮肤级护肤品。根据欧睿国际的定义，护肤品采用温和科学的配方，强调产品的安全性和专业性；另一类是针对普通皮肤的功能性护肤品。通过添加更高浓度的生物活性成分，优化产品配方，增强美白、保湿、防晒、抗皱、收敛毛孔等功效。中国消费者受到皮肤屏障薄且易受损的困扰，寻求更有效的护肤效果，以及医美日益普及带来的术后皮肤修复需求。目前，两类功能性护肤品牌正呈现快速增长趋势。综合来看，科技含量更高、功能性更强的功能性护肤是化妆品行业的大势所趋。

纵观近五年我国面部护肤品行业规模变化趋势，市场规模呈现稳定上行的态势。2017-2019 年增长率分别为 10.4%/13.0%/15.1%。2020-2021 年受疫情影响增速有所下滑，但仍然保持 10% 左右的双位数增长。有数据显示，未来三年，我国面部护肤品仍将以 8.5%/8.1%/7.8% 的速度增长。预计 2024 年，我国面部护肤品市场规模将达 3273 亿元。

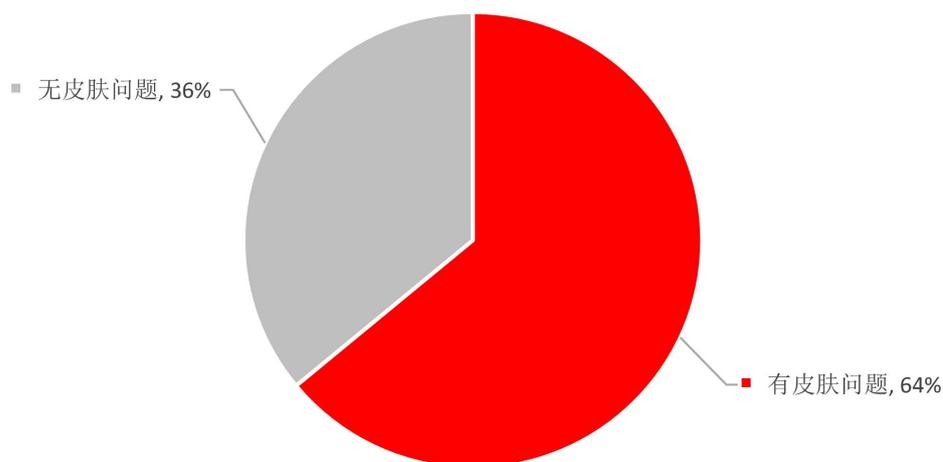
图 5：中国面部护肤品行业规模



资料来源：艾瑞咨询，Euromonitor，华通证券国际研究部

自 2020 年疫情以来，戴口罩成为社会的日常行为。由于口罩与面部皮肤的摩擦，口罩内湿热的环境容易滋生细菌，在口罩生产过程中使用消毒剂等因素极易造成佩戴者皮肤干燥起皮、皮肤过敏，由此产生的“口罩”现象日益引起社会关注。根据第一财经商业数据中心与欧莱雅中国 2020 年 6 月发布的《后疫情时代理性护肤白皮书》数据显示，64% 的人因戴口罩而出现过敏、发红等皮肤问题。我们相信，消费者对产品的成分和功效会更加了解和关注，这将有助于功能性护肤品获得更大的客户群。

图 6：疫情后问题皮肤占比

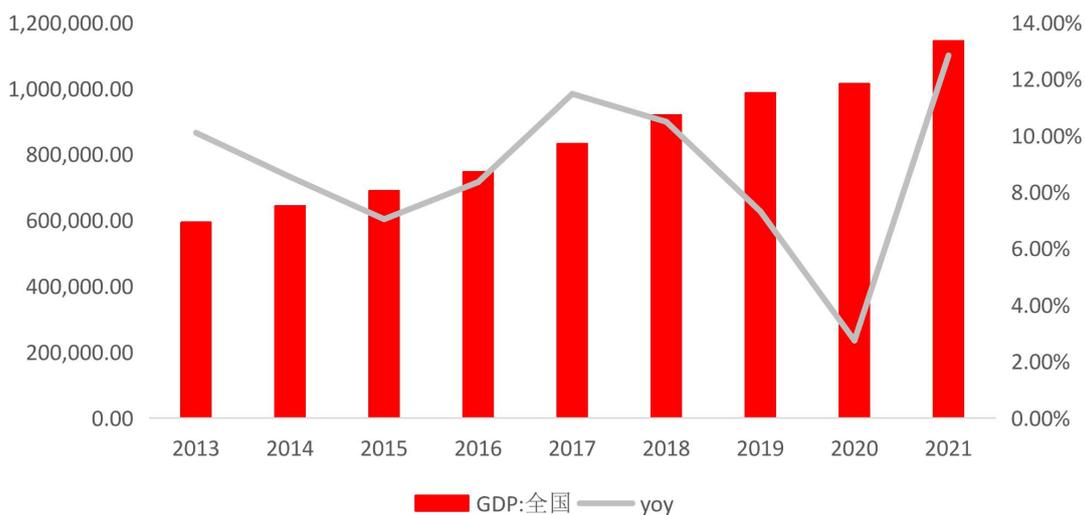


资料来源：第一财经商业数据中心与欧莱雅中国《后疫情时代理性护肤白皮书》，华通证券国际研究部

1.3. 医疗行业

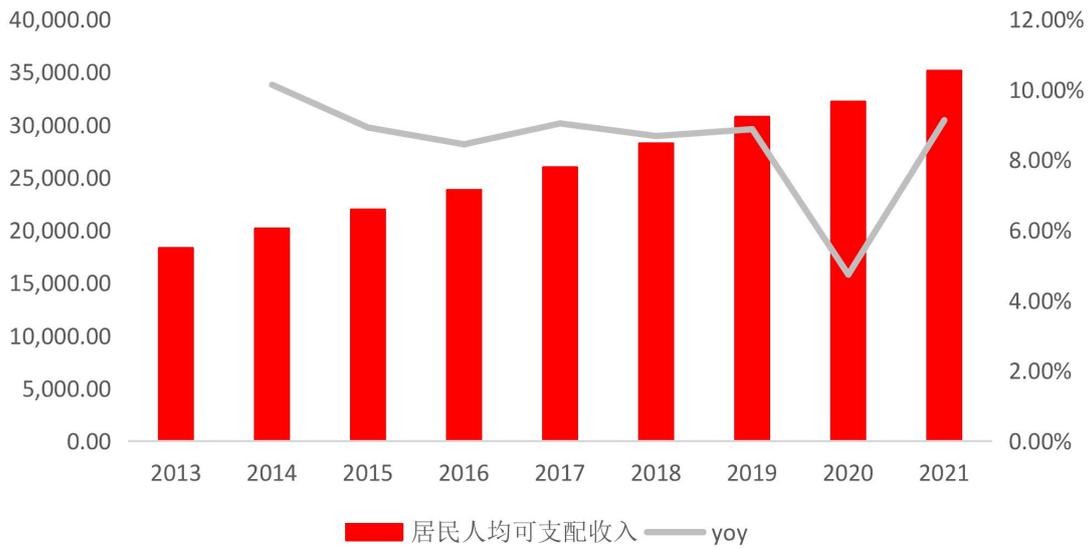
随着我国经济的发展、人均可支配收入的增加、购买力和个人医美意识的提升，为中国医疗美容市场的增长提供强有力的支撑。

图 7：2013-2021 年全国 GDP



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

图 8：2013-2021 年居民人均可支配收入



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

医学美容分为手术和非手术两类。手术类美容属于外科诊疗，是指由持证整形外科医生通过手术进行的以从根本上改变容貌为目的。其风险高、消费者心理承受压力大、决策成本高。非手术治疗属于非外科诊疗，是指采用无创或微创的医学疗法来达到美容要求，主要包括注射疗法和光电疗法。注射疗法是指注射透明质酸、胶原蛋白等物质，以达到消除面部皱纹和重塑的目的；光电疗法是指利用射频激光等技术，紧致深层皮肤，去除色素，重塑表层皮肤。与外科手术整形相比，非手术类医美操作简单、创伤小、恢复期短、风险低，显著降低了消费者的决策成本，受到消费者的欢迎。

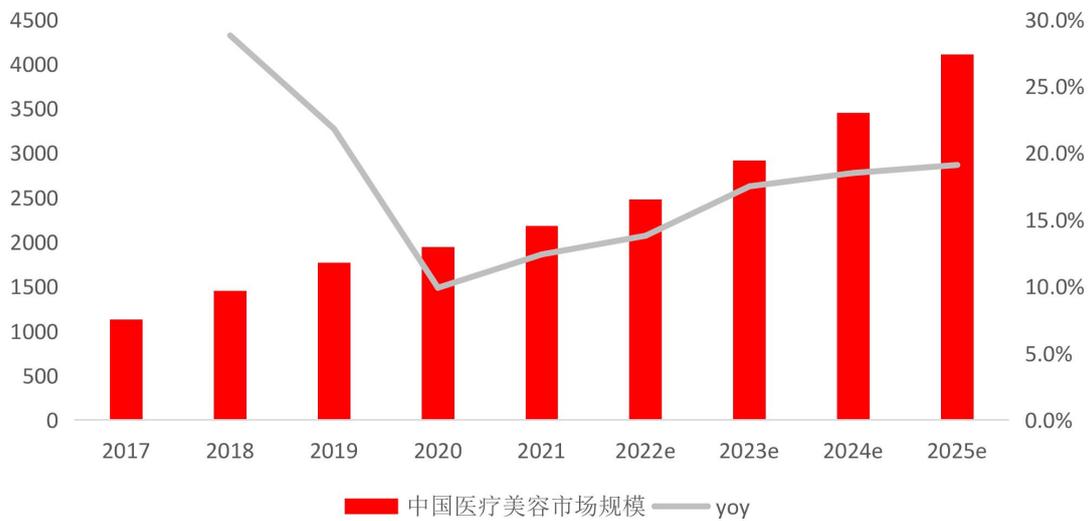
表 2：医美手术与非手术项目说明

项目		
手术	头面部	眼睑/耳部/鼻整形、脂肪/假体填充、修复手术、植发、口腔牙齿 矫正等
	胸部	丰胸、去副乳、胸部修复等
	身体	吸脂、脂肪填充转移、身体塑形等
非手术	非注射类	光子嫩肤、果酸换肤、微晶磨皮、皮肤激光、射频紧致、激光脱毛等
	注射类	肉毒素、玻尿酸、胶原蛋白等

资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

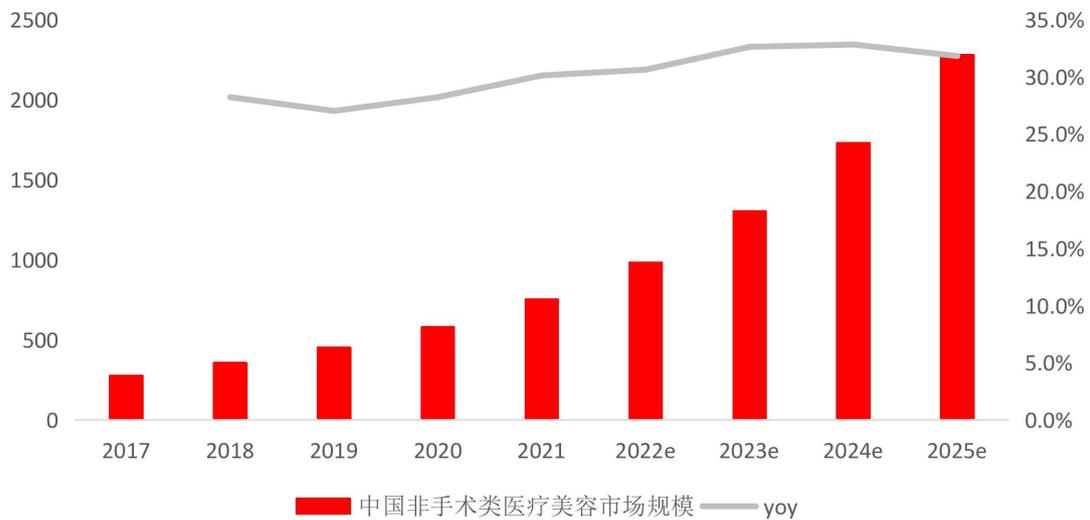
目前，中国已经成为全球第三大医疗美容市场。艾瑞咨询的研究显示，2019年以来，医美行业扩张速度放缓。2020年，受疫情影响，中国美容用户的医美行为有所减少，增速放缓至9.9%。随着疫情的好转和轻医美的发展，更多的爱美人士涌入医美市场，市场逐渐恢复。2021年，中国医美市场规模达到2179亿元，增长率为12.4%。预计2025年中国医美市场将会增长达到4108亿元（2021-2025年CAGR为17.2%）。其中，非手术类因其操作简单、风险低、恢复时间快、效果自然等优势，市场接受度和复购率较高。2021年市场规模达到752亿元，预计2025年市场规模将上升至2279亿元（2021-2025年CAGR为31.9%）。

图 9：中国医疗美容市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

图 10：中国非手术类医疗美容市场规模

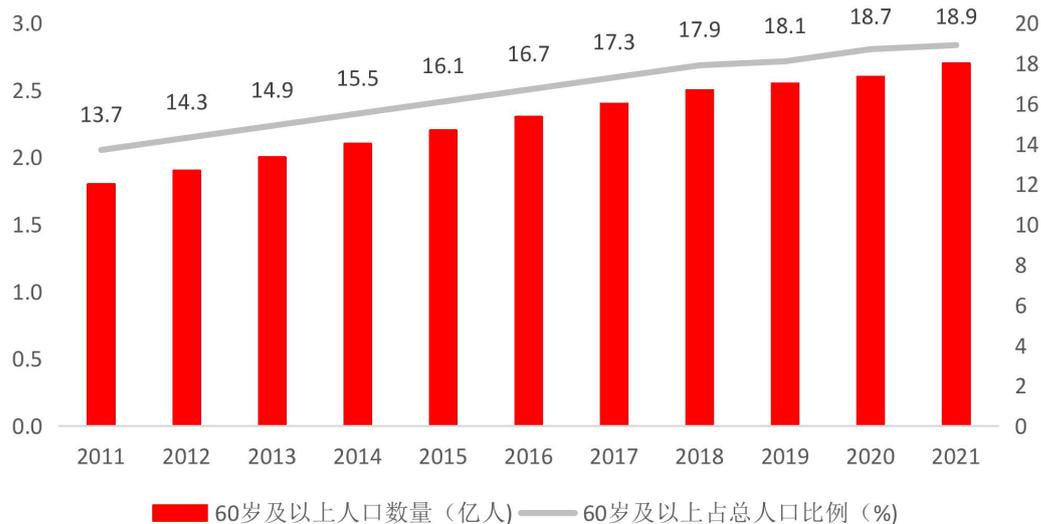


资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

1.4. 食品饮料行业

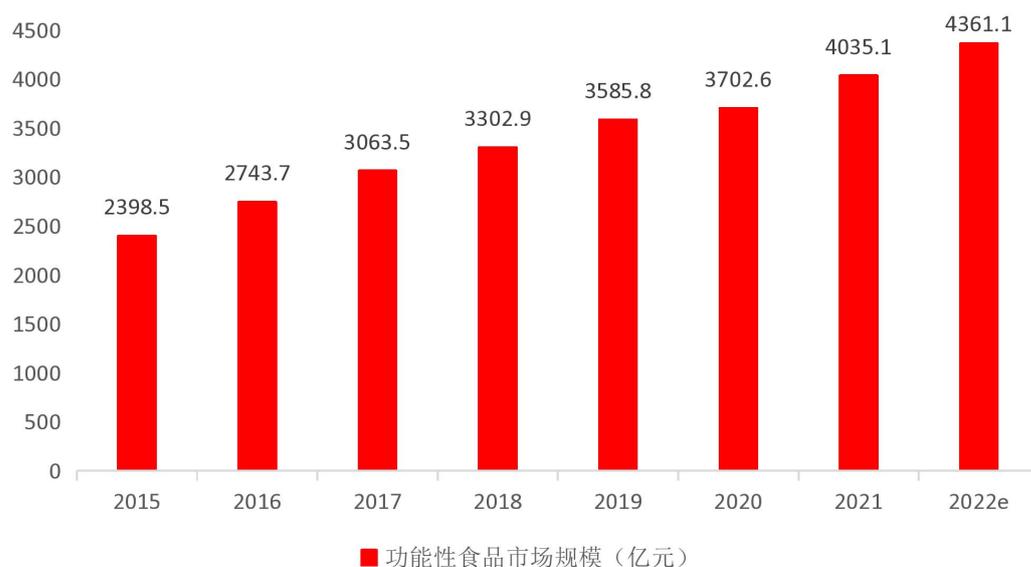
随着中国老龄化的不断加深和全球疫情的蔓延，人们对健康消费的意识愈加强烈，国内功能性食品，尤其是口服美容类产品，处于快速增长阶段，行业规模正在不断扩大。2015年至2021年我国功能性食品市场规模从2,398.5亿元增长至4,035.1亿元。随着我国居民对功能性食品饮料的认识逐步提升，我国功能性食品市场将持续增长，到2022年将达到4361.1亿元。

图 11：2011-2021 年中国 60 岁及以上人口数量



资料来源：艾瑞咨询，华通证券国际研究部

图 12：2015-2022 年中国功能性食品市场规模



资料来源：共研网，华通证券国际研究部

2. 公司主要经营情况分析

2.1. 公司主营业务及产品介绍

华熙生物（688363.SH）成立于2000年，是一家集研发、生产和销售于一体的生物科技公司 and 生物活性材料公司，其微生物发酵生产透明质酸技术处于全球领先水平。公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，以及中试转化平台、配方工艺研发平台、合成生物学研发平台、应用机理研发平台在内的六大研发平台，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。

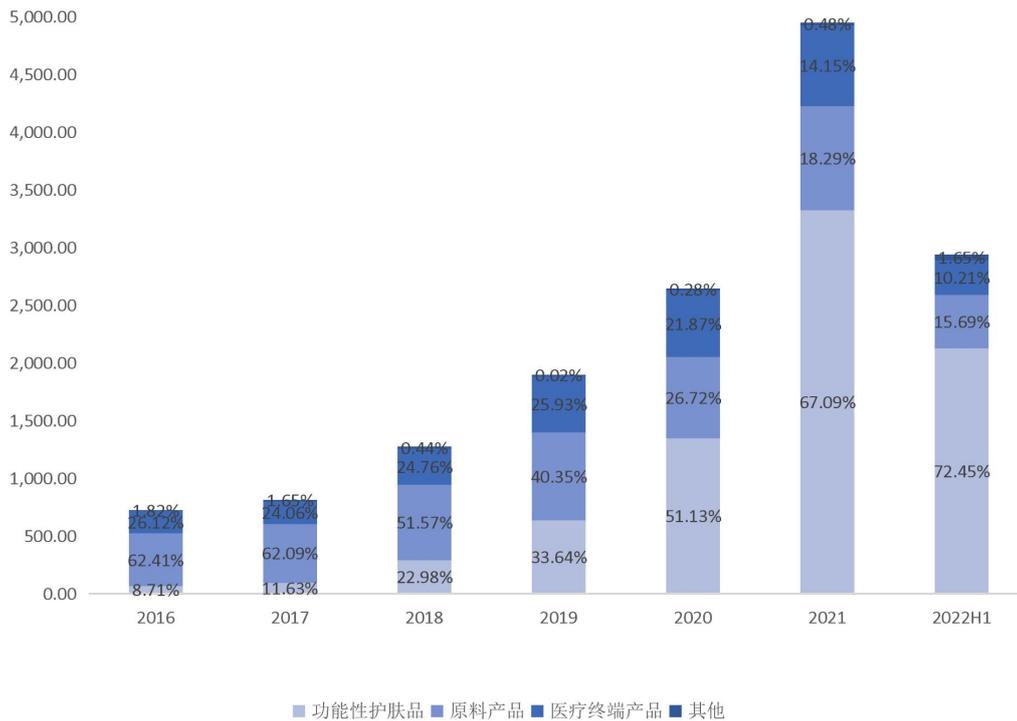
图 13：华熙生物公司



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

华熙生物前身为山东福瑞达生物化工有限公司，成立于山东济南。2000年，公司开始采用微生物发酵法量产透明质酸。2007年，华熙生物成为全球规模最大的透明质酸生产商。2008年，公司间接控股开曼华熙在香港联交所主板实现IPO上市。2017年，公司为实现战略经营策略的调整，开曼华熙于香港联交所退市。2019年，华熙生物实现股份制改革，并在科创板上市。公司在实际控制人赵燕女士的战略引领下，以“让每个生命都是鲜活的一用独有的生物科技，激发生命活力，改善生命质量”为企业使命，以研发和应用为核心，遵循“科学—技术—产品—品牌”的发展战略，逐步形成“原料+医药/医美+功能性护肤品+功能性食品饮料”的四大业务板块。公司在四轮驱动的业务模式下，实现营业收入高速增长，2016-2021年公司营业收入从12.6亿元增长到87.9亿元，5年CAGR达到47.4%。

图 14：2016-2022H1 各板块收入占比



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.1.1. 原料版块业务

公司依托生物发酵技术平台及产业化优势，开发出以透明质酸为核心的一系列生物活性物产品。其中透明质酸包括医药级、化妆品级和食品级一共 200 多个规格的产品，广泛应用于药品、医疗器械、化妆品、功能性食品及普通食品领域，并涉及宠物、生殖健康、口腔、织物、纸品等新领域。其他生物活性物产品包括 γ -氨基丁酸、聚谷氨酸钠、依克多因、麦角硫因、小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液、微美态系列产品等。目前，公司已开展 100 多种活性物质的开发，主要覆盖功能糖、蛋白质、多肽、氨基酸衍生物、核苷酸衍生物及天然活性物六大类。

公司医药级原料生产符合美国 cGMP、中国 GMP、ICHQ7 要求，通过美国 FDA、韩国 MFDS、中国 GMP 现场检查。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；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。

公司化妆品级原料生产拥有 ISO9001 和 EFfCI (欧盟化妆品原料规范) 认证, 产品拥 KOSHER, HALAL, ECOCERT, COSMOS, Vegan, NaTrue 等注册资质认证, 是全球知名化妆品企业的战略合作伙伴。2022 年 4 月, 公司成功获批行业首个“HA+锌”透明质酸类化妆品新原料 (水解透明质酸锌, 备案号: 国妆原备字 20220008), 其具有保湿和保护皮肤的功效, 可用于面膜、精华、膏霜、牙膏、漱口水、洗发水等个人护理品。2022 年 4 月, 公司 Bioyouth™-EGT Pro 超活麦角硫因荣获 2022PChI 芳典奖。

公司食品级原料生产拥有 ISO9001、HACCP、ISO22000 和 FSSC22000 食品安全体系认证, 产品拥有 KOSHER, HALAL 等注册资质认证, 公司食品级透明质酸钠和 γ -氨基丁酸在行业内享有较高的认可度和知名度。2021 年 1 月 7 日, 国家卫健委批准由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料, 开辟了透明质酸在普通食品领域应用的先河。

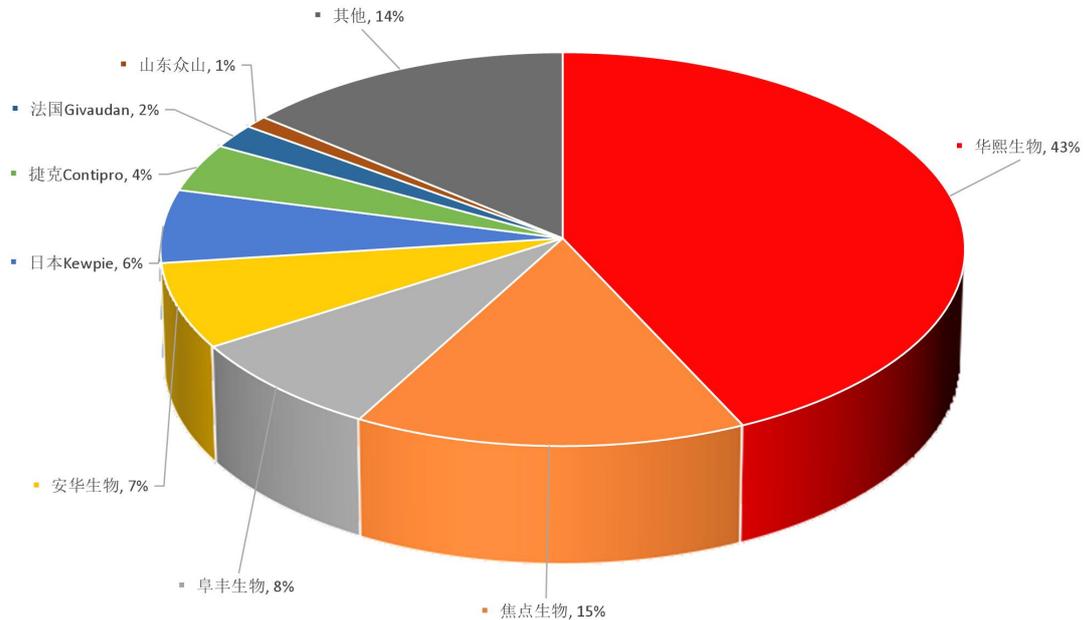
表 3: 原料版块业务概览

原 料	透明质酸(HA)	医药级	美国 cGMP、中国 GMP、ICHQ7 中国大陆: 7 项注册备案资质 中国台湾: 1 项 DMF 注册 国际: 注册备案资质 28 项
		化妆品级	ISO9001 和 EFfCI (欧盟化妆品原料规范) 认证
		食品级	ISO9001、HACCP、ISO22000 和 FSSC22000 食品安全体系认证
	其他生物活性物	100 多种	六大类: 功能糖、蛋白质、多肽、氨基酸衍生物、核苷酸衍生物及天然活性物

资料来源: 公司公告, 华通证券国际研究部

透明质酸, 世界看中国, 中国看华熙 我国是全球最大的透明质酸原料生产国和销售国。2020 年, 我国玻尿酸原料总销量占全球总销量的 81.6%, 位列全球销量第一。其中, 华熙生物是全球最大的玻尿酸生产销售企业, 2020 年全球销售额占比 43%。

图 15：图 2020 全球玻尿酸销量占比



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际研究部

打造继透明质酸之后的第二个战略性生物活性物 2022年4月，华熙生物收购益而康生物51%股权，正式进军胶原蛋白产业。益而康生物经过二十多年的发展，已实现了从研发、生产到销售的全链条布局，益而康生物主打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。胶原蛋白是人体含量最高的蛋白质，其在维持皮肤弹性、组织支撑、修复再生等方面功效强大，应用前景广阔。此次股权收购后，益而康生物将成为华熙生物的控股子公司，公司将与益而康生物积极进行业务整合、协同发展。胶原蛋白将成为华熙生物又一核心产品，丰富公司生物活性物产品管线，对公司未来业务的可持续性发展起到有力支撑。目前，华熙生物推出了动物源胶原蛋白、重组人源胶原蛋白、水解胶原蛋白（肽）等不同种类的胶原蛋白产品。

图 16：华熙生物胶原蛋白产品发布



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

合成生物科技时代，万物皆可合成 合成生物技术被称为“第三次生物技术革命”，“改变人类未来的关键技术之一”。它具有颠覆传统生产方式的“创造”属性。未来，预计 60% 的产品将由合成生物技术生产。目前，合成生物学已进入快速发展期，成为解决资源短缺、环境变化、生命健康、食品和能源安全等世界性问题的关键底层技术支撑。在中国，合成生物学不仅是推动中国生物经济发展的重要科技力量，也是实现“二氧化碳排放峰值”和“碳中和”战略目标的重要底层支撑。《生物经济发展“十四五”规划》中重点提及“合成生物学”，强调合成生物学作为前沿生物技术，要加快发展原创性、引领性技术创新，有序推进其在多个领域的应用。华熙生物是国内较早布局合成生物学的生物技术企业之一。目前，华熙生物已经搭建了合成生物学全产业链平台。

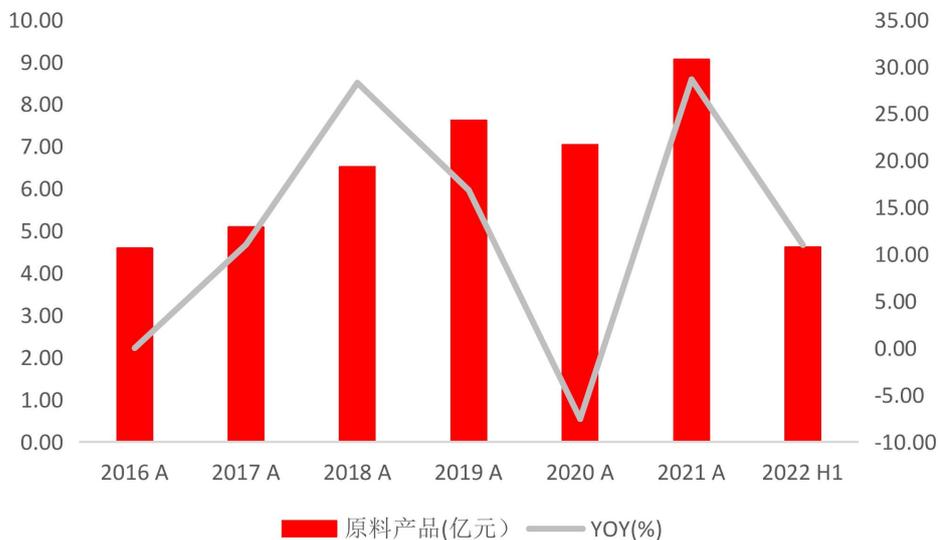
图 17: 合成生物科学馆



资料来源: 公司官网, 华通证券国际研究部

原料为基石, 营收稳增长 公司原料收入从 2016 年 4.58 亿元增长至 2021 年 9.05 亿元, 5 年 CAGR 为+14.59%。2021 年, 公司原料产品实现收入 9.05 亿元, 同比增长 28.62%, 占公司主营业务收入的 18.29%, 毛利率为 72.19%。2022H1, 公司原料业务实现收入 4.61 亿元, 同比增长 10.97%, 占公司主营业务收入的 15.69%。原料业务整体毛利率为 72.39%, 其中医药级透明质酸原料毛利率依旧保持在 87.06% 的较高水平。

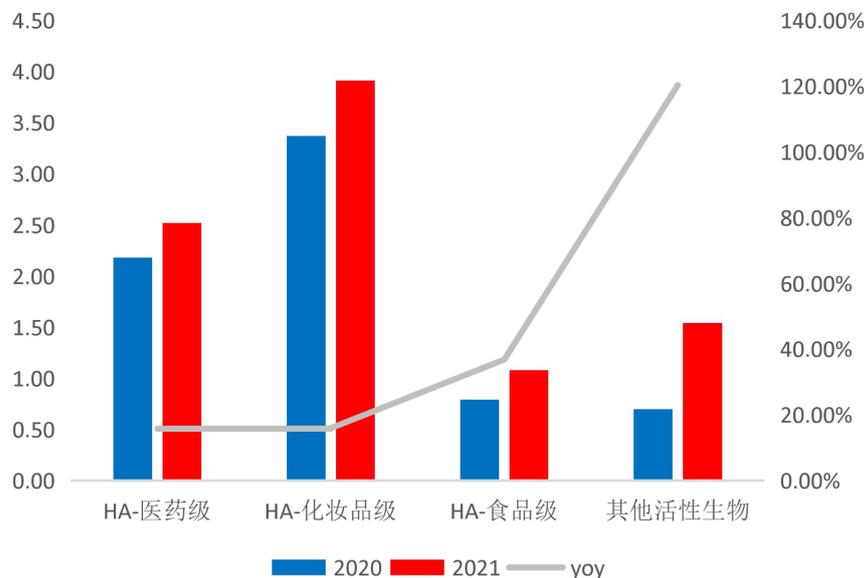
图 18: 2016-2022H1 原料收入



资料来源: 公司公告, 华通证券国际研究部

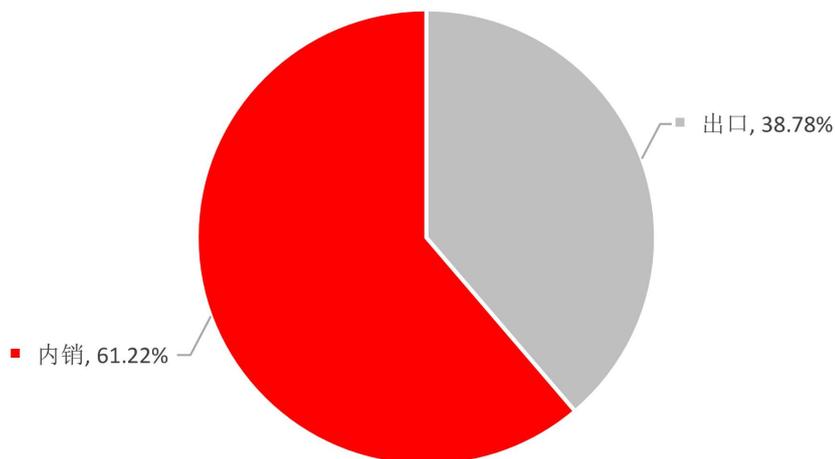
2021 年，公司原料业务医药级、化妆品级、食品级 HA 分别销售 2.52 亿、3.91 亿和 1.08 亿，同比增长 15.82%、15.98%和 36.85%，此外公司其他生物活性物收入 1.54 亿，同比增长 120.33%。国内外销售结构来看，公司出口原料销售收入 3.51 亿元，占比 38.78%。

图 19：2020-2021 年原料细分收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

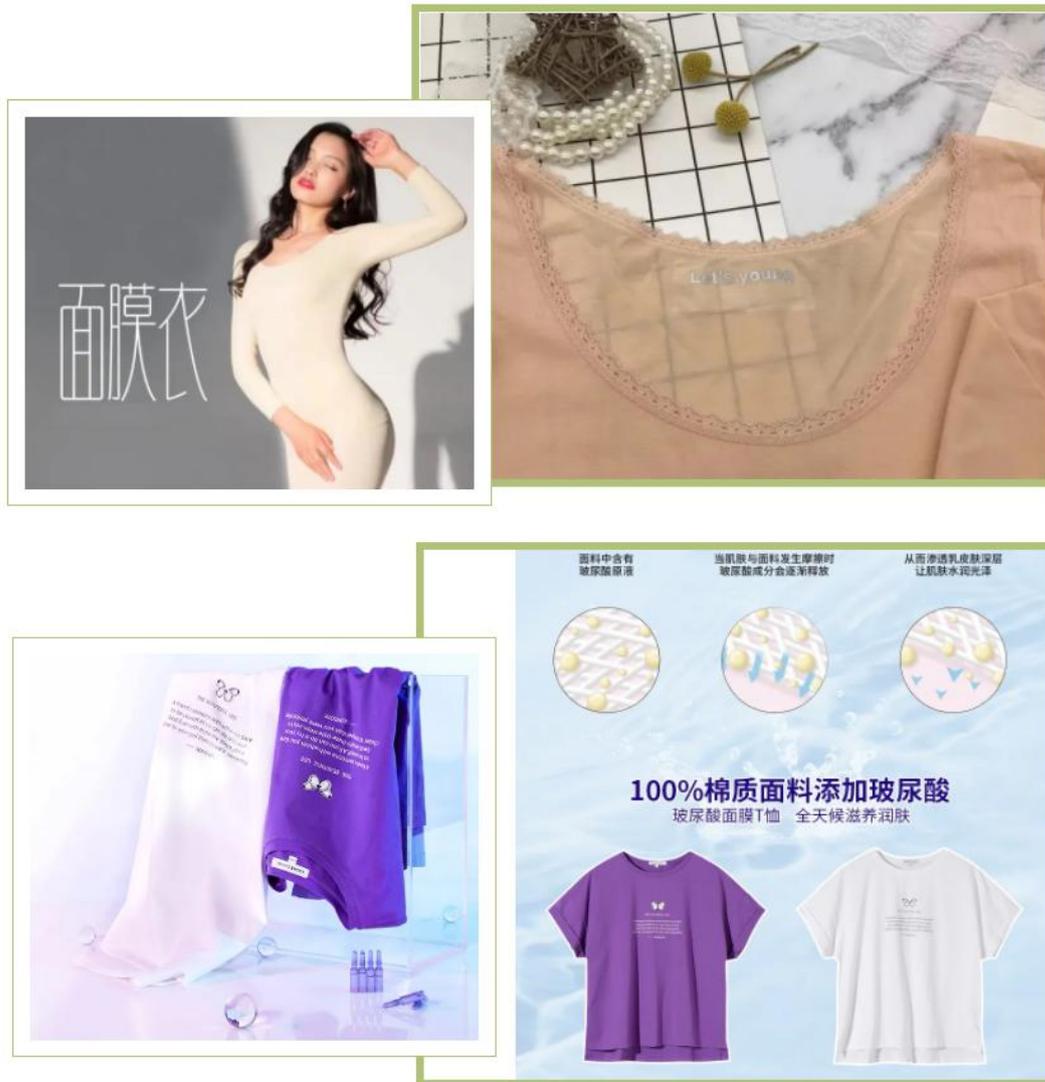
图 20：2021 年原料内销出口占比



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

深挖透明质酸应用领域，进一步提升市占率 公司积极拓展成熟产品的创新应用，将透明质酸应用于纺织领域开发的产品：Hyfeel®玻尿酸整理液 SC100—多重透明质酸复配的纺织专用玻尿酸具有纤维结合能力强、耐水洗次数多、改善织物的柔软度的优点，同时对皮肤具有保湿、修复等多种护肤功效，将透明质酸用于护肤纺织品成为功能性纺织品创新发展方向。

图 21：透明质酸用于纺织品



资料来源：纺织导报《玻尿酸在功能性纺织品中的应用》，华通证券国际研究部

2.1.2. 医疗终端产品

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，主要分成医药和医美两类。

医药类包括眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品。

表 4：医药产品介绍

医药		玻璃酸钠注射液	
		医用透明质酸钠凝胶	
		医用透明质酸钠润滑剂	
		透明质酸钠润滑液	
		富血小板血浆 (PRP) 制备用套装	

资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

医美类包括软组织填充剂、医用皮肤保护剂等。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；2016 年，公司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，公司推出国内首款自主研发的单相含麻透明质酸软组织填充剂；2020 年下半年公司推出润致“娃娃针”，含有利多卡因的微交联透明质酸产品，适用于面部真皮组织浅层到中层注射除皱；2021 年，公司升级微交联透明质酸真皮焕活产品“熨纹针”产品，适用于面部年轻化综合治疗和浅层细纹微填充注射的微交联透明质酸产品；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。公司根据市场不断变化的需求，重新梳理医美产品体系，将针剂产品矩阵按照不同功效、不同部位、不同颗粒度进行排布，全方位有针对性的布局面部年轻化解决方案，包括细纹抚平，凹陷填充，骨性塑形等。

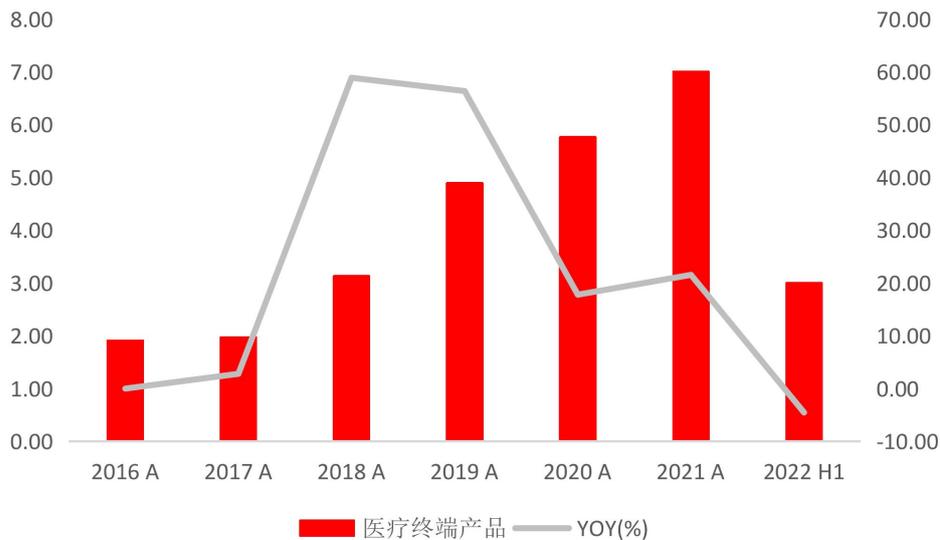
表 5: 医美产品介绍

医美		注射用修饰透明质酸钠凝胶 国械注准20203130295	
		注射用修饰透明质酸钠凝胶 国械注准20193130257	
		注射用修饰透明质酸钠凝胶	
		润致皮肤保护剂 (MF型)	
		润致皮肤保护剂 (MB型)	
		润致皮肤保护剂 (JF型)	
		玻尿酸系列	
		美塑系列	
		医美护肤产品	

资料来源: 公司官网, 华通证券国际研究部

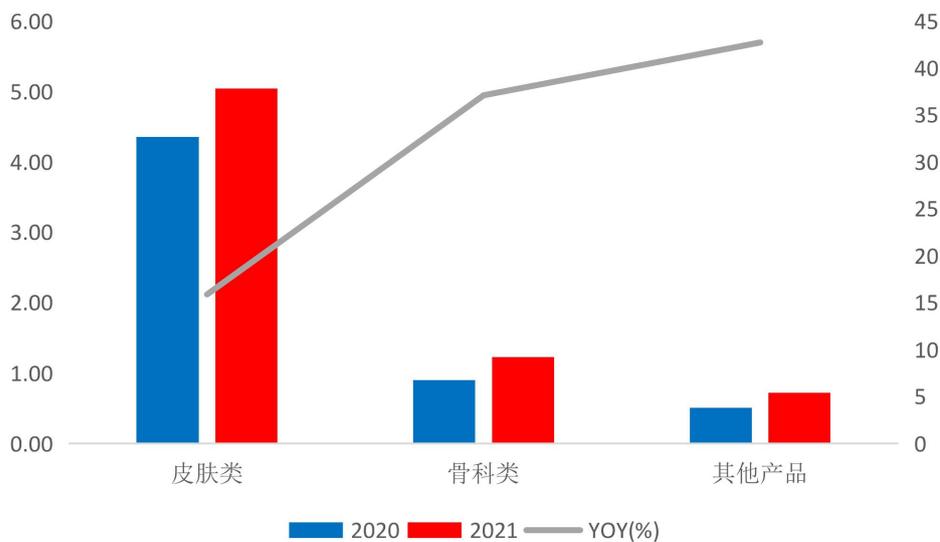
医疗终端板块营业收入从 2016 年 1.91 亿元增长至 2021 年 7.00 亿元, 5 年 CAGR 为+29.66%。2021 年, 公司医疗终端业务实现收入 7.00 亿元, 同比增长 21.54%, 占公司主营业务收入的 14.15%, 毛利率为 82.05%。其中, 皮肤类医疗产品实现收入 5.04 亿元, 同比增长 15.88%; 骨科注射液产品实现收入 1.23 亿元, 同比增长 37.08%; 其他产品共计实现收入 0.72 亿元, 同比增长 42.70%。

图 22：2016-2022H1 医疗终端产品收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

图 23：2020-2021 年医疗板块细分收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.1.3. 功能性护肤品

功能性护肤品和普通化妆品不同，这类产品对“安全”和“功效”有着极严苛的要求，科研与技术在这些品牌的核心竞争力中占据了重要部分。纵观近几年护肤品行业国货品牌崛起路径，功效护肤是本土品牌突破国外品牌包围的一大方向。公司依托合成生物学研发平台、微生物发酵平台、应用机理研发平台、中试转化平台、交联技术平台、配方工艺研发平台在内的六大研发平台，深入研究不同分子量透明质酸、GABA、依克多因等生物活性物质及其交联衍生物对人体皮肤的功效，并以此为核心成分，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、面部红血丝、痤疮等不同肌肤问题的功能性护肤品。公司利用在生物医药行业多年的技术和经验积累，使用吹灌封一体化技术生产出无化学防腐添加的小包装“透明质酸次抛原液”系列产品。

图 24：20 余年专研玻尿酸护肤



资料来源：润百颜京东旗舰店，华通证券国际研究部

品牌产品矩阵丰富，差异化布局市场 公司旗下拥有“润百颜（BIOHYALUX）”、“夸迪（QUADHA）”、“米蓓尔（MEDREPAIR）”、“BM 肌活”、“润熙禾（BLOOMCARE）”等多个品牌系列，产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、眼膜、喷雾、母婴个护、头皮护理及部分彩妆产品。

图 25：功能性护肤品品牌



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

润百颜 (BIOHYALUX)：作为玻尿酸科技护肤的引领者，除了深耕玻尿酸核心科技外，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。

图 26：润百颜产品介绍



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

夸迪 (QUADHA)：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①及核心技术 +CT50②进行高级复配。

表 6：夸迪产品介绍

QUADHA 夸迪	明星次抛精粹	 <p>夸迪5D玻尿酸清润次抛原液</p> <p>核心科技组分 5D 玻尿酸 复配多重保湿成分，深层补水 修护肌肤屏障，提升肌肤弹性</p>	 <p>夸迪氨基丁酸多肽玻尿酸紧致次抛原液</p> <p>核心科技组分 5D 玻尿酸 复配氨基丁酸、多肽等成分 紧致肌肤，提升肌肤弹性</p>
	动能奢护线	 <p>夸迪动能支撑轻研霜</p> <p>核心科技组分 5D 玻尿酸 复配动能支撑成分 提升肌肤弹性，紧致肌肤</p>	
	奢贵抗老线	 <p>夸迪熬夜维稳肌构复原霜</p> <p>核心科技组分 5D 玻尿酸 复配熬夜维稳成分 修护肌肤屏障，提升肌肤弹性</p>	 <p>夸迪蓝藻新肌奢贵精粹</p> <p>核心科技组分 5D 玻尿酸 复配蓝藻成分 修护肌肤屏障，提升肌肤弹性</p>
	焕亮修稳线	 <p>夸迪5D玻尿酸水活修护喷雾</p> <p>核心科技组分 5D 玻尿酸 复配水活修护成分 提升肌肤弹性，紧致肌肤</p>	 <p>夸迪5D玻尿酸全效保湿霜</p> <p>核心科技组分 5D 玻尿酸 复配全效保湿成分 提升肌肤弹性，紧致肌肤</p>
专业spa线	 <p>夸迪院线机构专业导入液系列</p> <p>核心科技组分 5D 玻尿酸 复配专业导入成分 提升肌肤弹性，紧致肌肤</p>		

资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

BM 肌活 (Bio-MESO)：以年轻人群为起点，专注于“量肤定制的活性成分”和“靶向传递的管控技术”二维研发路线，将自研新发酵成分微美态 ME-1，运用在明星升级品中。

图 27：BM 肌活产品介绍



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

米蓓尔 (MEDREPAIR)：针对敏感肌人群细分市场，通过“肌源安肤-熙蓓舒”技术、“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。

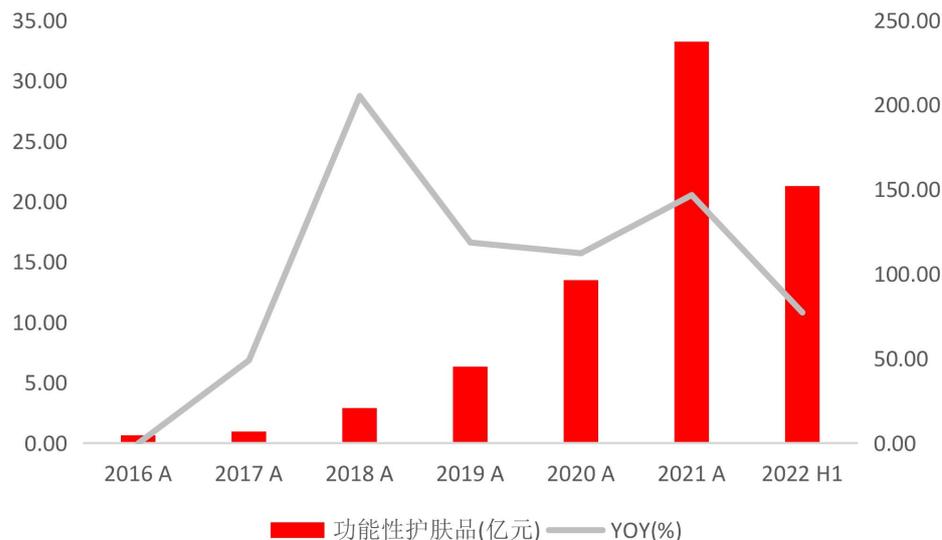
图 28：米蓓尔产品介绍



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

功能性护肤品板块收入高速增长 从2016年0.64亿元增长至2021年33.19亿元，5年CAGR为+120.28%，占公司营业收入比重由8.79%上升至67.09%。2021年，公司功能性护肤品实现收入33.20亿元，同比增长146.57%，占公司主营业务收入的67.09%，毛利率为78.98%。2022H1，功能性护肤品营业收入21.27亿元，占公司营业收入比重72.45%，同比增长77.17%。

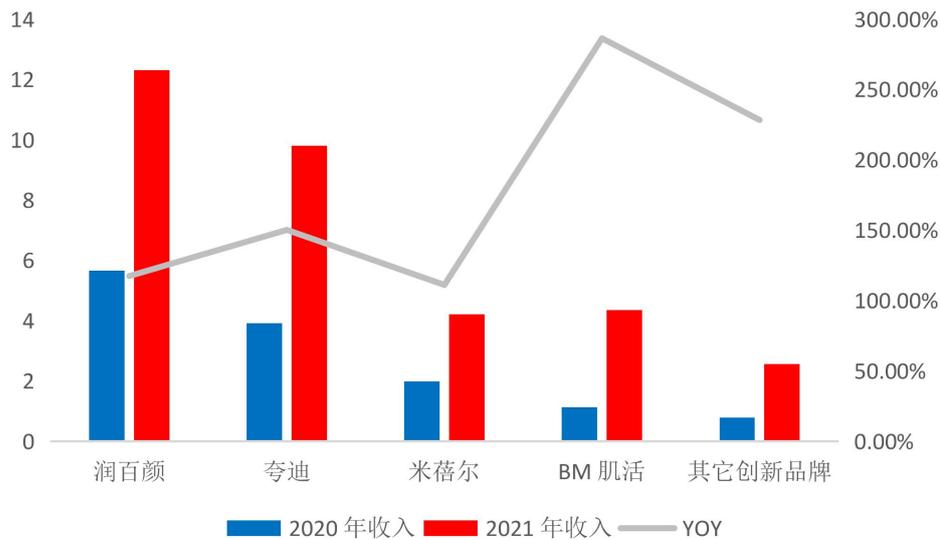
图 29：2016-2022H1 功能性护肤品收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2021年，“润百颜”品牌实现收入12.29亿元，同比增长117.42%；“夸迪”品牌实现收入9.79亿元，同比增长150.19%；“米蓓尔”品牌实现收入4.20亿元，同比增长111.12%；“BM肌活”品牌实现收入4.35亿元，同比增长286.21%；其他创新品牌合计实现收入2.56亿元，同比增长228.21%。

图 30：2020-2021 功能性护肤品牌收入



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.1.4. 功能性食品

抢先布局，占领先机 我国与其他国家相比，功能性食品饮料行业尚处在发展初期，公司凭借上游研发能力，在“基础研究和应用基础研究”平台赋能下，针对功能型饮品、膳食补充剂、乳制品等领域开发了不同类型的生物活性物原料。在国内食品市场健康化升级的趋势下，公司推出了玻尿酸水品牌“水肌泉”、透明质酸食品品牌“黑零”以及透明质酸果饮品牌“休想角落”。目前，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。

图 31：功能性食品品牌



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.2. 公司核心竞争力

技术优势

公司高度注重基础研究和应用基础研究，在原有的微生物发酵和交联两大核心技术平台上，公司又分别组建了应用机理研发平台、合成生物学研发平台、配方工艺研发平台、中试转化平台在内的四大自主研发平台。凭借六大研发平台，实现了多项技术突破，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。

目前，公司已申请专利 570 项（含发明专利 461 项），其中已获授权专利 226 项（含中国发明专利 126 项，国外发明专利 4 项）。公司持续打造以科技力、产品力、品牌力为核心的企业竞争力，利用核心生物技术，研制优质的生物活性物质原料及其相关终端产品。

图 32：公司研发平台

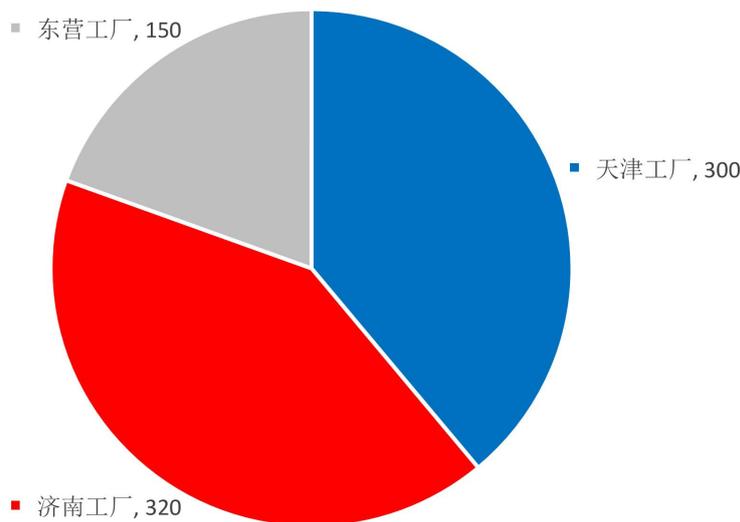


资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

产业化优势

公司通过持续的中试研究和生产工艺的技术革新，制定规模化生产的工艺条件，实现产能的不断放大。随着天津透明质酸钠生产线投产，公司透明质酸钠产能达到 770 吨，其中天津工厂产能 300 吨，济南工厂 320 吨、东营工厂 150 吨。产业化规模位居国际前列。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。经过持续的技术优化和改进，公司透明质酸发酵产率达到 12-14g/L，发酵产率显著提高，单位透明质酸的生产成本逐渐下降。发酵产品产率提高、终端产品所用主要原料自产、规模化生产技术突破、生产周期缩短提高生产效率、单耗降低是公司保持绝对的成本领先优势，建立成本壁垒的重要手段。同时，公司终端产品的生产效率也在不断提升，生产成本逐渐下降，规模化效益提高了公司生产竞争力。

图 33：各厂区产能（单位：吨）



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

全产业链优势

公司全面掌握透明质酸微生物发酵技术和交联技术，拥有医药、化妆品及食品三大应用领域的原料产品，及骨科、眼科、整形外科等多领域、多管线的医疗终端产品及功能性护肤品，打通了从上游原料产品到下游终端产品的全产业链。国家批准公司申报的透明质酸钠作为新食品原料，打开了食品级透明质酸原料在国内的巨大市场空间。公司积极开发更多功能和规格的透明质酸产品，与下游广泛的应用场景深度结合，不断拓展透明质酸产业链。公司设立功能性食品板块，将透明质酸在内的多种生物活性物更广泛地应用于食品、计生用品、母婴用品、日用消费品等领域。下游应用优势与上游原料优势结合在一起形成更加稳固的全产业链优势，不断强化华熙透明质酸的市场认知。

图 34：公司全产业链



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

销售渠道优势

原材料有两种销售模式：分销和直销。公司在全球 60 多个国家和地区拥有稳定的分销渠道和用户。是多家国际制药、化妆品和保健食品公司的战略合作伙伴，在全球拥有 2000 多家客户。与部分国家和地区的客户合作超过 20 年，关系稳定，客户黏性高。医疗终端产品采用分销和直销相结合的销售模式，覆盖全国目标市场和部分国际市场。功能性护肤品通过线上和线下渠道销售。目前销售渠道主要是天猫、JD.COM、Tik Tok、唯品会等线上平台。

国际化优势

公司医药级透明质酸钠产品在国际上获得欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度等 28 项注册资格，医疗终端产品在国际上获得 11 项医疗器械认证，打破了国际药品、医疗器械技术和法规的高壁垒，进入国际市场。目前，公司在美国、法国、日本、香港等地区和地区拥有多家子公司，提高了直销比例和利润率，同时提高了客户响应效率和市场洞察力，进一步提高了客户满意度和品牌粘性。2022 年上半年，公司原料、医疗终端产品和功能性护肤品销往海外 60 多个国家和地区。此外，凭借强大的技术储备和 R&D 能力，公司通过整合全产业链资源，以 CMO 和代工的方式，将海外业务从单纯销售原材料升级为提供技术和产品的综合解决方案，从而获得可持续的增长力。

图 35：部分国内外质量认证



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

团队优势

公司拥有科研实力深厚的研发团队和高效协作的产业化团队，具有不断向产业链下游延伸、不断向各应用领域拓展的成功经验，充分发挥全产业链业务优势。研发团队共 626 人，核心技术人员均拥有超过 20 年的透明质酸相关行业从业经历和丰富的研发经验。公司组建合成生物学研发工作室、上海食品研发中心及无锡研发中心，从企业及国内外高校引进高端人才。同时，公司还与清华大学、江南大学、山东大学、天津科技大学、齐鲁工业大学、中国药科大学、美国哈佛大学、加州理工大学等国内外高校和多家世界顶级的科研院所合作，借助各自优势，加快从研发到产业转化，再到市场转化的进程。

图 36：部分合作高校及科研院所

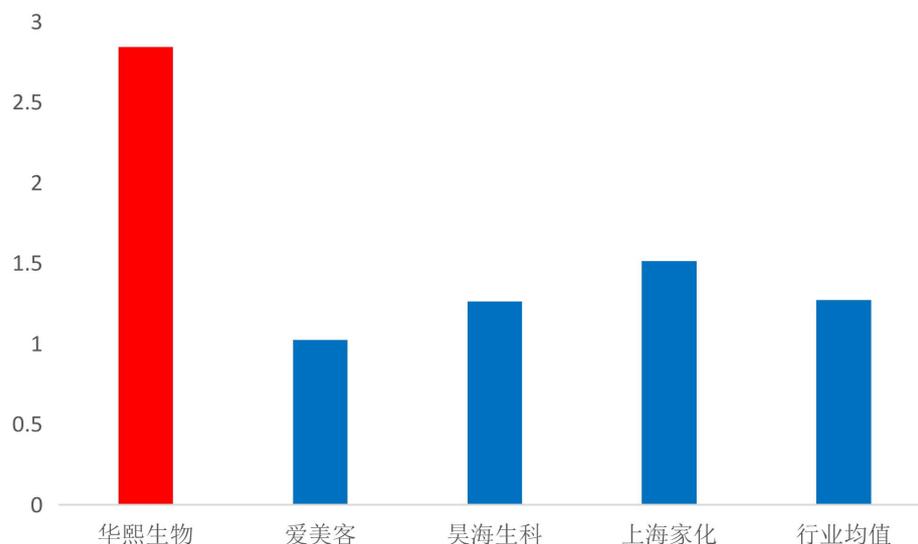


资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析

华熙生物注重研发，研发支出处于行业领先水平。自 2016 年-2021 年，公司研发费用支出持续增长，2021 年研发费用同比增长 101.4%至 2.84 亿元，研发人员同比增长 51.5%至 571 人。选取爱美客、昊海生科、上海家化作为可比公司，公司研发费用保持行业绝对领先地位，预计将继续保持逐年提升态势。

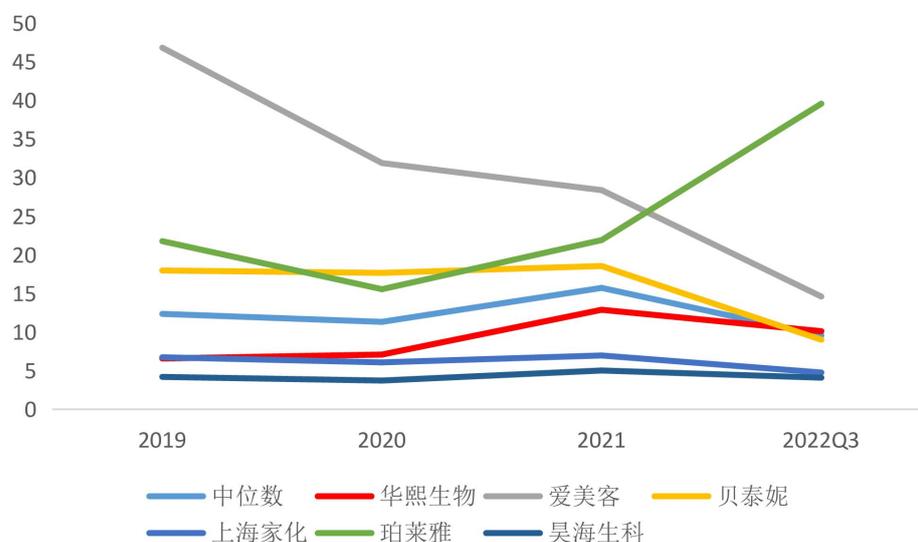
图 37：可比公司研发费用对比



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

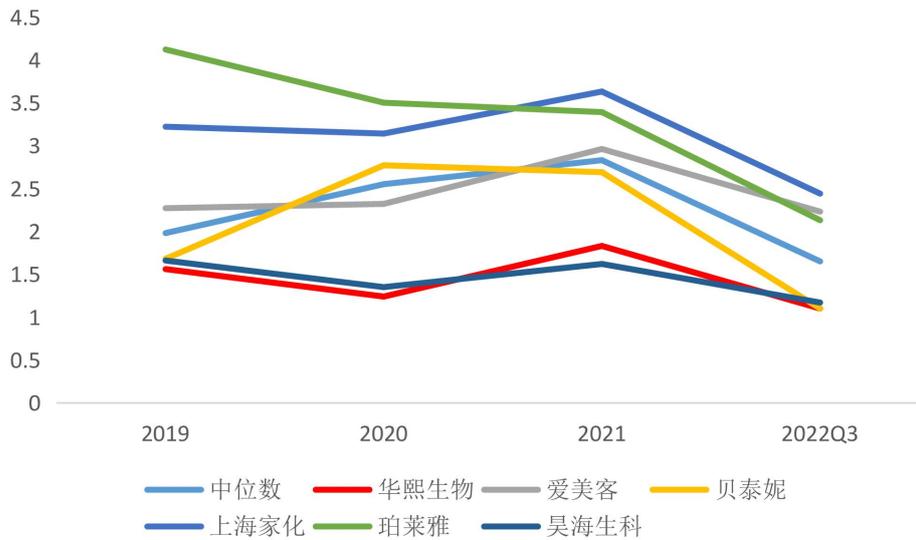
2022 年前三季度，公司应收账款周转率为 10.1，存货周转率为 1.1，而行业中值为 9.55 和 1.65。公司应收账款周转率虽高于行业中值，但低于珀莱雅 39.52 和爱美客 14.58，收账速度及存货资产变现能力还有一定的上升空间。

图 38：2019-2022Q3 应收账款周转率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

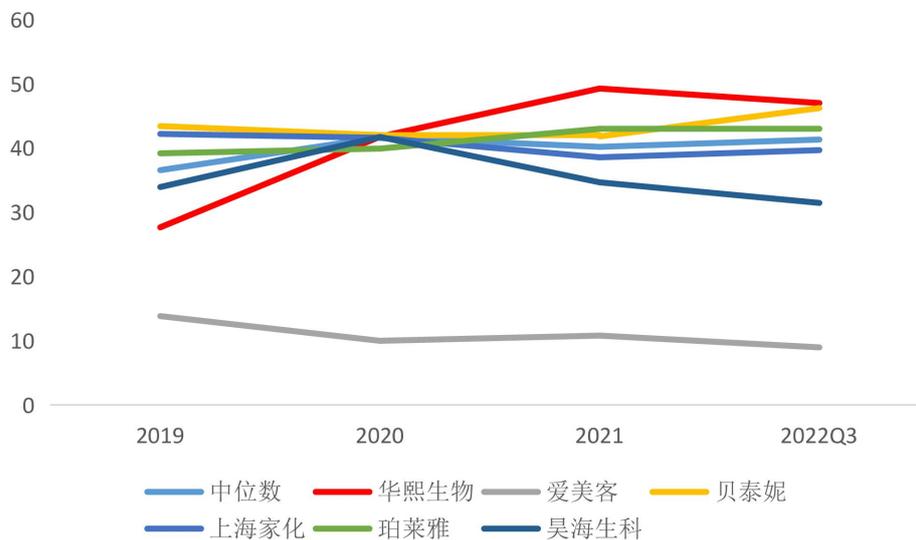
图 39：2019-2022Q3 存货周转率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

2022Q3，公司销售费用率为 46.89%，行业中值为 41.3%，公司目前处于品牌发展初期，布局东京、天猫、抖音、淘宝等线上销售渠道，实现功能性护肤品销售高速增长的同时，也产生了高额的销售费用。

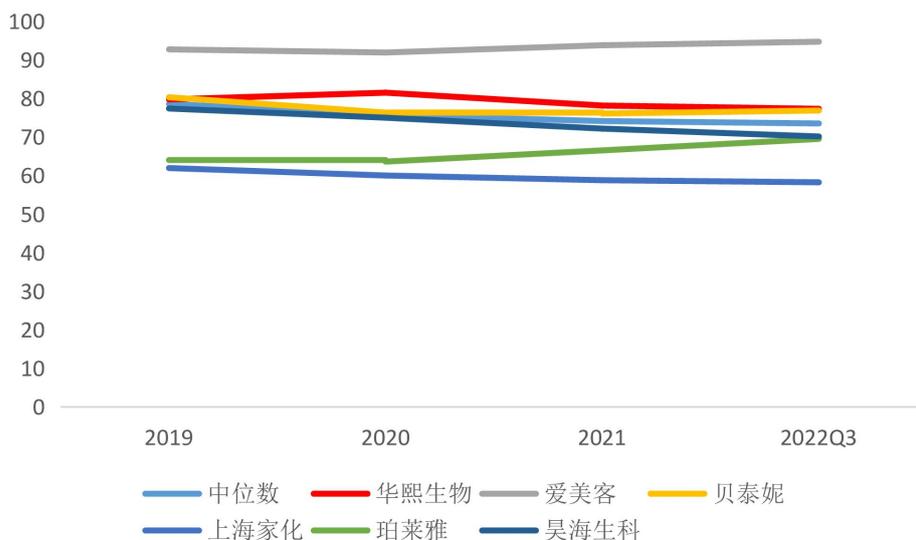
图 40：2019-2022Q3 销售费用率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

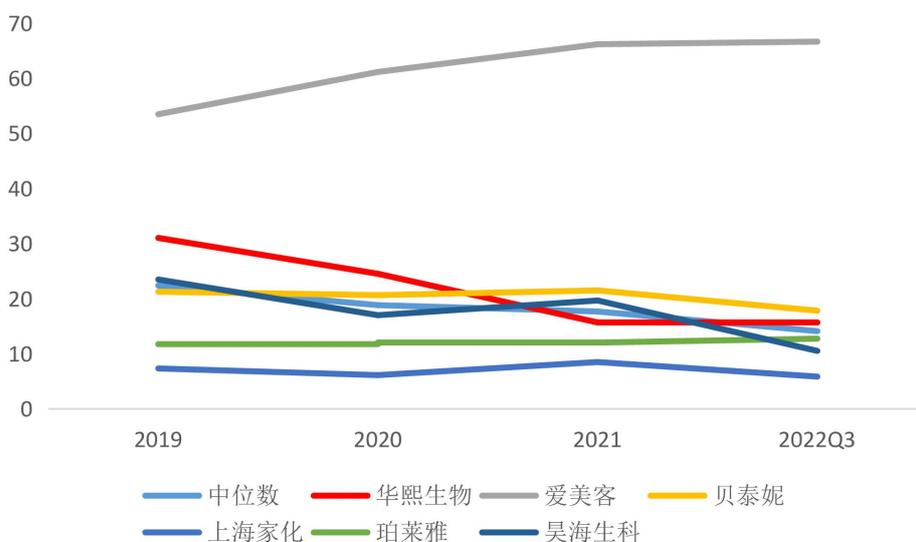
公司凭借其产业化生产，成本优势，其毛利率处于行业领先水平，但由于公司注重研发，加之新品牌正在推广期，其研发费用和销售费用占比较高，待品牌市场成熟，销售费用下降，盈利能力将显著改善。

图 41：2019-2022Q3 销售毛利率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

图 42：2019-2022Q3 销售净利率对比



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

2.4. 盈利预测

公司主要经营 4 大板块：原料板块、医疗终端板块、功能性护肤品板块、功能性食品及其他板块。2021 年公司实现收入 49.47 亿元，其中原料板块、医疗终端板块、功能性护肤品板块、功能性食品板块实现收入分别为 9.05 亿元/7.00 亿元/33.19 亿元/0.23 亿元，分别占公司整体收入的 18.29%/14.15%/67.09%/0.46%



1) 原料板块:

HA-医药级、HA-化妆品级、HA-食品级、原料业务-其他 2021 年销售分别为 2.52/3.91/1.08/1.54 亿元，较 2020 年增长分别为 15.82%/15.98%/36.85%/120.33%，HA-医药级预计 2022-2024 年增长分别为 13%/12%/11%。HA-化妆品级预计 2022-2024 年增长分别为 13%/12%/11%；HA-食品级预计 2022-2024 年增长分别为 35%/30%/25%；原料业务-其他预计 2022-2024 年增长分别为 70%/60%/50%。原料板块整体预计 2022-2024 年增长分别为 25.32%/25.39%/24.35%，收入预计 2022-2024 年分别为 11.34/14.22/17.69 亿元，预计 2022-2024 毛利率分别为 72.50%/73.00%/74.00%。

2) 医疗终端板块:

皮肤类医疗、骨科注射、其他 2021 年销售分别为 5.04/1.23/0.72 亿元，较 2020 年增长分别为 15.88%/37.08%/42.7%。皮肤类医疗预计 2022-2024 年增长分别为 15%/15%/14%；骨科注射预计 2022-2024 年增长分别为 35%/33%/30%；其他预计 2022-2024 年增长分别为 38%/35%/33%。医疗终端板块整体预计 2022-2024 年增长分别为 20.72%/20.89%/19.95%，收入预计 2022-2024 年分别为 8.45/10.22/12.25 亿元，预计 2022-2024 毛利率为 83%。

3) 功能性护肤品板块:

润百颜、夸迪、米蓓尔、BM 肌活、其他创新品牌 2021 年销售分别为 12.29/9.79/4.2/4.35/2.56 亿元，较 2020 年增长分别为 117.42%/150.19%/111.12%/286.21%/228.21%。润百颜预计 2022-2024 年增长分别为 32%/30%/28%；夸迪预计 2022-2024 年增长分别为 35%/30%/28%；米蓓尔预计 2022-2024 年增长分别为 35%/30%/28%；BM 肌活预计 2022-2024 年增长分别为 80%/50%/30%；其他创新品牌预计 2022-2024 年增长分别为 150%/100%/50%。板块整体预计 2022-2024 年增长分别为 48.66%/42.25%/32.35%；收入预计 2022-2024 年分别为 49.34/70.19/92.89 亿元，预计 2022-2024 毛利率为 79.5%。

4) 功能性食品及其他板块

功能性食品及其他板块 2021 年销售 0.23 亿元，较 2020 年增长 272.50%。预计 2022-2024 年增长分别为 100%/80%/60%，毛利率分别为 56%/56.5%/57%。

预计未来 2022-2024 年，公司整体增长分别为 40.67%/37.16%/30.07%，收入分别为 69.59/95.45/124.15 亿元，毛利率分别为 78.63%/78.71%/78.82%。



表 7：盈利预测

单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
原料总收入	9.05	11.34	14.22	17.69
YOY	28.62%	25.32%	25.39%	24.35%
总收入占比	18.29%	16.30%	14.90%	14.24%
毛利	72.19%	72.50%	73.00%	74.00%
HA-医药级	2.52	2.85	3.19	3.54
YOY	15.82%	13%	12%	11%
HA-化妆品级	3.91	4.42	4.95	5.49
YOY	15.98%	13%	12%	11%
HA-食品级	1.08	1.46	1.90	2.37
YOY	36.85%	35%	30%	25%
原料业务-其他	1.54	2.62	4.19	6.28
YOY	120.33%	70%	60%	50%
医疗终端收入	7.00	8.45	10.22	12.25
YOY	21.54%	20.72%	20.89%	19.95%
占比	14.15%	12.14%	10.70%	9.87%
毛利	82.05%	83%	83%	83%
皮肤类医疗	5.04	5.80	6.67	7.60
YOY	15.88%	15%	15%	14%
骨科注射	1.23	1.66	2.21	2.87
YOY	37.08%	35%	33%	30%
其他	0.72	0.99	1.34	1.78
YOY	42.70%	38%	35%	33%
功能性护肤品收入	33.19	49.34	70.19	92.89
YOY	146.57%	48.66%	42.25%	32.35%
占比	67.09%	70.90%	73.53%	74.82%
毛利	78.98%	79.5%	79.5%	79.5%
润百颜	12.29	16.22	21.09	26.99
YOY	117.42%	32%	30%	28%
夸迪	9.79	13.22	17.18	21.99
YOY	150.19%	35%	30%	28%
米蓓尔	4.2	5.67	7.37	9.43
YOY	111.12%	35%	30%	28%
BM 肌活	4.35	7.83	11.75	15.27
YOY	286.21%	80%	50%	30%
其他创新品牌	2.56	6.40	12.80	19.20
YOY	228.21%	150%	100%	50%
其它收入	0.23	0.46	0.83	1.32
YOY	272.50%	100%	80%	60%
占比	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
毛利	55.27%	56.00%	56.50%	57.00%
总营业收入	49.47	69.59	95.45	124.15
YOY	87.96%	40.67%	37.16%	30.07%
毛利率	78.07%	78.63%	78.71%	78.82%

资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

3. 2022-2024 年公司整体业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，我们预测 2022 年-2024 年公司销售费用率分别为 47.37%/47.83%/47.72%，研发费用率分别为 6.1%/6.2%/6.3%，管理费用率保持在 6.13%。

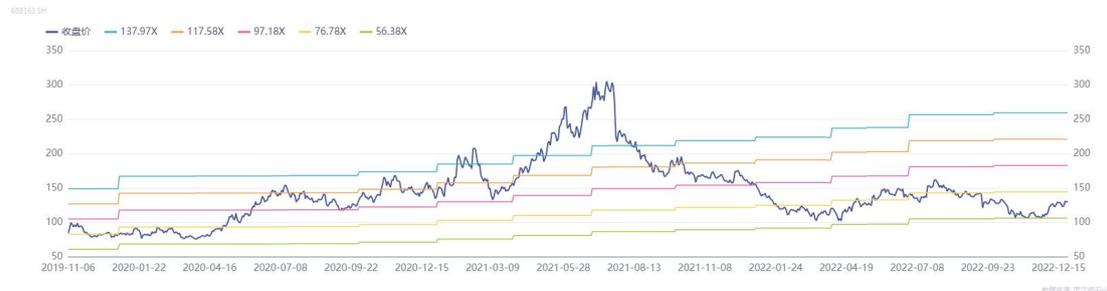
综上，预测 2022 年-2024 年公司归母净利润分别为 1102.78/1456.50/1866.98 百万元，同比增长为 40.96%/32.08%/28.18%；摊薄 EPS 分别为 2.31/3.01/3.88 元/股。（公司预测期间详细财务报表和主要指标资料请见报告正文未附表）。

4. 公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

2022 年 12 月 26 日公司 P/E (TTM) 为 69.11，距离近 36 个月以来的最高点 199.31，已经大幅回撤 65%。

图 43：华熙生物 PE(TTM)

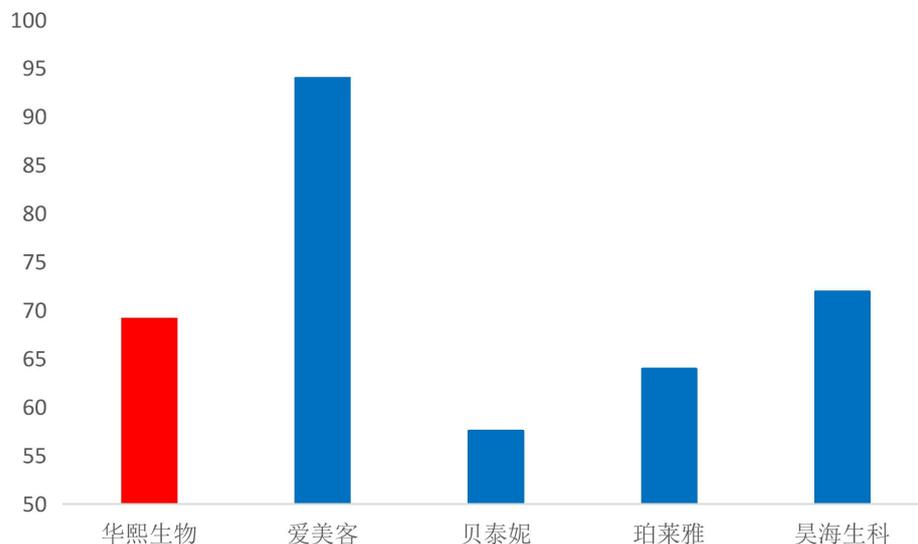


资料来源：同花顺 iFinD，华通证券国际研究部

华熙生物 P/E(TTM) 为 69.11，从同期可比公司 P/E(TTM) 上看，公司目前估值处于较低水平。

(注：相关指标计算以 2022 年 12 月 26 日公司 A 股收盘价为基准)

图 44：可比公司 P/E (TTM)



资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

我们预计公司 2022-2024 年对应的 EPS 分别为每股为 2.31/3.01/3.88 元，2022 年，行业 PE 中值为 60X，综合考虑公司业绩的成长性，我们给予公司 2022 年 PE 估值 60X-70X，对应每股合理估值区间在 137.40-160.3 元/股之间。



表 8: 可比公司 PE (倍) 估值表

代码	证券简称	最新收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300896	爱美客	539	4.43	6.5777	9.5678	13.3411	121.76	81.94	56.33	40.4
300957	贝泰妮	139.3	2.12	2.8096	3.7546	4.887	68.38	49.59	37.09	28.46
603605	珀莱雅	159.47	2.87	2.6581	3.3214	4.1484	78.48	59.99	48.01	38.44
688366	昊海生科	84.03	2	1.7435	2.3804	3.1784	41.54	48.21	35.31	26.42
行业均值							77.54	59.93	44.19	33.43

资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部

4.2. PEG 模型

根据 2022 年-2024 年业绩预测, 计算得到 2022 年 PEG 为 1.75, 爱美客和珀莱雅分别为 1.8 和 2.4。华熙生物 PEG 低于可比公司, 因此, 我们认为市场对公司技术研发创造力略有低估。

4.3. DCF 模型

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别为 2.31/3.01/3.88 为基础, 根据以下假设, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 144.89 元/股。

表 9: DCF 模型预测

关键性假设	数值
无风险利率Rf	2.61%
市场预期回报率Rm	8.34%
第二阶段年数 (年)	5
第二阶段增长率	15.00%
永续增长率	3.50%
税后债务资本成本Kd	4.95%
股权资本成本Ke	9.84%
WACC	7.91%
FCFF估值	现金流折现值
第一阶段	2,950.70
第二阶段	14,291.60
第三阶段 (终值)	51,833.79
企业价值AEV	69,076.10
加: 非核心资产	846.89
减: 带息债务(账面价值)	213.95
减: 少数股东权益	3.45
股权价值 (百万元)	69,705.60
总股本(股)	481,085,277.00
每股价值(元)	144.89

资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部

注: 无风险利率 Rf: 以五年期国债收益率为基准; 市场收益率为近 5 年沪深 300 指数几何平均数; Beta 通过近三年数据回归测算。

5. 公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

公司作为透明质酸行业龙头，2020年，公司在全球玻尿酸原料市场占据43%的市场份额，位列全球第一。根据弗若斯特沙利文预测，未来5年，全球玻尿酸原料市场将保持12.3%的复合增长率，2026年销量将达到1285.2吨。目前，公司拥有770吨透明质酸的生产能力，预计东营佛思特厂区无菌HA生产线建设完毕后，将进一步提升公司产品市场竞争力。

布局胶原蛋白产业，有望复制HA成功路径，为公司营收贡献新的增长点。目前，公司大力发展胶原蛋白产业，胶原蛋白是人体含量最高的蛋白质，其在维持皮肤弹性、组织支撑、修复再生等方面功效强大，具有广阔的应用前景。可进一步丰富公司现有产业板块，形成良好产品矩阵。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。

疫情催化扩大功能性护肤品市场 自疫情以来，戴口罩成为社会的日常行为，64%的人因戴口罩而出现过敏、发红等皮肤问题，由此产生的“口罩脸”日益引起社会关注。消费者对产品的成分和功效会更加了解和关注，这将有助于功能性护肤品获得更大的客户群。

合成生物技术被称为“第三次生物技术革命”，未来，预计60%的产品将由合成生物技术生产。在中国，合成生物学不仅是推动中国生物经济发展的重要科技力量，也是实现“二氧化碳排放峰值”和“碳中和”战略目标的重要底层支撑。《生物经济发展“十四五”规划》中重点提及“合成生物学”，强调合成生物学作为前沿生物技术，要加快发展原创性、引领性技术创新，有序推进其在多个领域的应用。华熙生物是国内较早布局合成生物学的生物技术企业之一。目前，华熙生物已经搭建了合成生物学全产业链平台。受政策和需求双方面驱动，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。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为142元/股，对应2022年P/E为62X。以2022年12月26日A股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有9%的上涨空间。



6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

附表：财务报表预测与主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,806.64	2,298.81	3,164.42	4,423.41
应收票据及账款	402.22	565.81	776.08	1,009.46
预付账款	88.18	124.05	170.15	221.32
其他应收款	28.90	40.66	55.77	72.54
存货	709.13	972.32	1,328.74	1,718.91
其他流动资产	949.08	990.65	1,044.07	1,103.37
流动资产总计	3,984.15	4,992.30	6,539.23	8,548.99
长期股权投资	19.00	18.66	18.31	17.97
固定资产	1,726.03	1,477.41	1,224.74	968.02
在建工程	516.72	490.89	465.05	439.22
无形资产	467.26	684.38	1,137.51	1,472.63
长期待摊费用	31.85	15.92	0.00	0.00
其他非流动资产	758.72	1,112.72	1,112.72	1,112.72
非流动资产合计	3,519.59	3,799.98	3,958.33	4,010.56
资产总计	7,503.74	8,792.28	10,497.56	12,559.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	690.72	947.07	1,294.23	1,674.27
其他流动负债	709.79	975.10	1,334.55	1,728.01
流动负债合计	1,400.51	1,922.17	2,628.78	3,402.28
长期借款	213.95	213.95	213.95	213.95
其他非流动负债	186.82	186.82	186.82	186.82
非流动负债合计	400.77	400.77	400.77	400.77
负债合计	1,801.28	2,322.94	3,029.56	3,803.05
股本	480.00	480.00	480.00	480.00
资本公积	3,569.15	3,569.15	3,569.15	3,569.15
留存收益	1,649.87	2,426.38	3,437.58	4,742.25
归属母公司权益	5,699.01	6,475.53	7,486.73	8,791.40
少数股东权益	3.45	-6.18	-18.72	-34.90
股东权益合计	5,702.46	6,469.34	7,468.01	8,756.50
负债和股东权益合计	7,503.74	8,792.28	10,497.56	12,559.55

现金流量表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	775.56	984.12	1,317.12	1,733.50
折旧与摊销	127.42	427.26	549.31	655.43
财务费用	-0.49	3.19	0.82	-2.90
投资损失	-20.65	-20.65	-20.65	-20.65
营运资金变动	358.58	5.69	25.30	22.72
其他经营现金流	1.77	138.36	138.36	138.36
经营性现金净流量	1,242.19	1,537.98	2,010.25	2,526.47
资本支出	743.27	708.00	708.00	708.00
长期投资	-140.05	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-106.55	0.27	0.27	0.27
投资性现金净流量	-989.86	-707.73	-707.73	-707.73
短期借款	-24.08	0.00	0.00	0.00
长期借款	213.95	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	117.62	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-378.85	-338.08	-436.91	-559.76
筹资性现金净流量	-71.36	-338.08	-436.91	-559.76
现金流量净额	161.12	492.17	865.61	1,258.99

利润表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,947.77	6,960.23	9,546.84	12,417.68
营业成本	1,085.25	1,488.03	2,033.49	2,630.60
税金及附加	57.68	87.00	119.34	155.22
销售费用	2,436.17	3,297.06	4,566.25	5,925.72
管理费用	302.99	426.97	585.13	761.42
研发费用	284.34	424.57	591.90	782.31
财务费用	-0.49	3.19	0.82	-2.90
资产减值损失	-29.83	-41.96	-57.55	-74.86
信用减值损失	-7.61	-33.65	-42.80	-51.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	20.65	20.65	20.65	20.65
公允价值变动损益	7.39	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.04	0.04	0.04	0.04
其他收益	133.07	133.07	133.07	133.07
营业利润	905.55	1,311.55	1,703.31	2,193.18
营业外收入	1.70	1.70	1.70	1.70
营业外支出	17.05	17.05	17.05	17.05
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	890.20	1,296.20	1,687.95	2,177.82
所得税	114.64	194.43	253.19	326.67
净利润	775.56	1,101.77	1,434.76	1,851.15
少数股东损益	-6.78	-9.63	-12.54	-16.18
归属母公司股东净利润	782.33	1,111.40	1,447.30	1,867.33
EBITDA	1,017.13	1,726.65	2,238.08	2,830.35
NOPLAT	783.04	1,119.79	1,450.77	1,863.99
EPS(元)	1.63	2.31	3.01	3.88

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营收增长率	87.93%	40.67%	37.16%	30.07%
营业利润增长率	19.62%	44.83%	29.87%	28.76%
EBIT增长率	17.32%	46.05%	29.97%	28.79%
EBITDA增长率	22.04%	69.76%	29.62%	26.46%
归母净利润增长率	21.13%	42.06%	30.22%	29.02%
经营现金流增长率	76.17%	23.81%	30.71%	25.68%
盈利能力				
毛利率	78.07%	78.62%	78.70%	78.82%
净利率	15.67%	15.83%	15.03%	14.91%
营业利润率	18.30%	18.84%	17.84%	17.66%
ROE	13.73%	17.16%	19.33%	21.24%
ROA	10.43%	12.64%	13.79%	14.87%
ROIC	24.53%	29.80%	34.27%	40.30%
估值倍数				
P/E	79.90	56.25	43.19	33.48
P/S	12.63	8.98	6.55	5.03
P/B	10.97	9.65	8.35	7.11
股息率	0.38%	0.54%	0.70%	0.90%
EV/EBIT	81.60	46.38	35.32	26.97
EV/EBITDA	71.38	34.91	26.65	20.73
EV/NOPLAT	92.72	53.82	41.12	31.47

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部



告

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。