

证券研究报告

医药行业



买入 (首次)

华熙生物科技 (963.HK)

目标价: 20.53 港元

现价: 17.56 港元

预期升幅: 17%

转型元年, 全面布局大医美生态链

市场数据

报告日期 2015-4-16

收盘价(港元)	17.56
总股本(百万股)	3.33
流通股本(百万股)	3.33
总市值(亿港元)	59
流通市值(亿港元)	59
净资产(亿元)	7.49
总资产(亿元)	9.65
每股净资产(元)	2.27

数据来源: 彭博资讯

相关报告

华熙生物科技 (0963.HK) 业绩点评报告 20150320-LJZ

兴证香港研究部
医药分析师: 李君周
(SFC: BFE782)

(0755) 23826016
(852) 3509 5999
lijz@xyzq.com.hk

主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(千元)	375,180	481,301	625,546	803,043
同比增长	36.4%	28.3%	30.0%	28.4%
净利润(千元)	94,397	162,066	211,883	277,766
同比增长	5.7%	71.7%	30.7%	31.1%
毛利率	79.9%	78.0%	78.4%	79.8%
净利润率	25.2%	33.7%	33.9%	34.6%
每股收益(元)	0.30	0.49	0.64	0.84
市盈率	46.8	29.0	22.2	16.9
市净率	7.8	6.3	4.9	4.9

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点

- **买入评级, 目标价 20.53 港元:** 公司全年营业额达 4.81 亿元人民币, 较 2013 年同期增长 28.29%, 归属母公司净利润达 1.62 亿元, 同比增长 71.68%, 扣除期权费用影响, 净利润同比增长 24.5%。预计公司 2015、2016 年净利润分别为 2.1 和 2.7 亿元人民币, 剔除期权费用的影响, 公司的核心净利润分别为 2.3 和 3 亿元人民币。公司目前股价对应公司核心利润的 2014、2015、2016 年市盈率分别为 28 倍、20 倍和 15 倍。我们给予公司 2015 年 24 倍市盈率, 对应目标价 20.53 元, 买入评级。
- **原料业务发展平稳, 新产能顺利投产:** 2014 年公司原料产品实现销售收入 3.2 亿元人民币, 同比增长 11.8%, 原料业务仍保持平稳增长。尤其是医药级、美容级 HA 竞争优势依然明显, 完成了 FDA 的 CGMP 检查, 医药级原料通过了加拿大 DMF 和日本 MF 的认证。同时新的生产基地顺利投产, 通过规模化生产实践, 进一步发挥产能规模效应, 提升公司的竞争力。我们认为国内食品级透明质酸竞争加剧对公司影响不大, 公司在医药级、化妆品级竞争优势依旧明显, 预计未来两到三年可以保持现有毛利率和增长水平。
- **终端产品竞争优势明显, 是公司重要增长动力:** 公司的透明质酸针剂产品“润百颜”在临床 3 年后, 2012 年 7 月, 获中国食品与药物监督管理局 CFDA 第三类医疗器械认证, 公司了解美容整形医院的需求同时为医生提供专业的培训, 在推广终端产品时有较强的竞争优势。公司拥有全产业链、销售网络以及极广的医院覆盖面(500 多家), 14 年实现收入 1.6 亿元, 同比增长 84%, 占总销售比重提升至 33%。终端针剂产品仍是公司近年来重要的增长动力, 我们预计未来能保持 45% 以上的增长速度。
- **全面推进业务进展, 布局大医美生态链:** 公司从 15 年开始进入战略转型元年, 形成中国首个“终端+应用+内容+平台”的医疗美容生态链, 打造出新的模式, 创造更高的用户价值并推动行业发展。公司通过自主研发生产及外延并购整合全球领先产品、设备, 逐步实现从单一注射产品向功能互补, 治疗手段多样化的多产品转化, 通过提供美容养护解决方案拓展渠道从整形外科领域向全皮肤美容领域延伸; 通过打造集消费者、医美机构及产品供应商有机联动的平台, 最终实现医疗美容机构的生态链目标。
- **催化剂:** 行业监管日趋规范、新产品不断推出。

目录

1、公司基本情况	- 3 -
1.1 公司简介	- 3 -
1.2 公司发展历程	- 3 -
1.3 集团架构	- 4 -
1.4 股权结构及管理层简介	- 4 -
1.5 公司销售结构与主要产品	- 6 -
2、行业竞争格局及公司核心产品	- 9 -
2.1 我国美容市场增长潜力巨大	- 9 -
2.2 非手术类市场增速更快	- 10 -
2.3 透明质酸是非手术领域的重要产品，在我国渗透率低	- 10 -
3、原料加终端优势明显，透明质酸龙头地位日益稳固	- 12 -
3.1 公司是全球最大的透明质酸原料生产商	- 12 -
3.2 终端产品竞争优势明显，市场占有率不断提高	- 13 -
3.3 布局大医美平台，系列产品不断推出	- 14 -
自主研发+外延并购进行快速布局	- 14 -
周边产品线不断丰富：	- 15 -
3.4 其他终端产品情况	- 17 -
3.6 强大的客户群体	- 19 -
3.7 产品质量优秀，资质齐全	- 19 -
4、公司未来发展目标	- 20 -
4.1 继续保持透明质酸的龙头地位	- 20 -
4.2 未来增长动力	- 20 -
5、财务分析	- 22 -
5.1 营业额稳步上升，毛利率维持较高水平	- 22 -
5.2 费用率保持稳定，市场推广步入平稳期	- 23 -
6、盈利预测与估值	- 24 -
6.1 原料部分保持稳定增长，终端制剂是重要增长动力	- 24 -
6.2 费用率有所下降，核心利润率保持稳定	- 24 -
附表	- 26 -

1、公司基本情况

1.1 公司简介

华熙生物科技有限公司（简称“华熙生物”）于2006年4月3日成立，2008年10月3日在香港联交所上市（股票代码：00963.HK），是一家致力于生物医药领域发展的国际集团公司。

公司旗下主要附属公司为中国透明质酸钠（又名透明质酸，玻尿酸，玻璃酸钠，简称“HA”）的制造商及销售商，主要从事开发、制造及销售各种HA原料及终端产品，业务涵盖医药、整形美容、化妆品、医疗器械和保健食品等领域。

作为目前全球最大透明质酸研发与生产企业，华熙生物是国家重点支持的研究开发中心，市场份额占据全球20%以上，国内更高达60%。产品远销美国、法国、日本、韩国等国家和地区，为全球知名制药、化妆品和保健食品企业持续提供安全、稳定、可靠的透明质酸原料。

1.2 公司发展历程

集团于2000年1月成立，2006年4月公司在开曼群岛成立，并于2008年10月在香港上市；公司致力于透明质酸（HA）技术商业化的研究工作，其HA产品先后在山东、全国获得各类奖项；公司终端制剂“润百颜”是第一个国产交联HA美容注射产品。

图 1、公司发展历程

2000年1月	集团成立，开始开展HA技术商业化的研究工作
2002年2月	福瑞达生物化工获得山东省药品监督管理局发出的药品生产许可证
2002年9月	发酵生产药用透明质酸获得山东科技进步二等奖。同年，福瑞达生物化工成功开发应用于特制滴眼液的滴眼液级HA
2003年9月	集团的HA产品获得济南高新技术产业开发区管理委员会颁发高新技术证书
2004年4月	福瑞达生物化工的HA产品作为药用辅料获得国家食品药品监督管理局颁发的药品注册批件
2005年1月	透明质酸及其药物制剂的研究开发获得国务院颁发二零零四年国家科技进步二等奖
2006年4月	公司于2006年4月3日在开曼群岛成立
2006年12月	集团的研究中心获得济南市经济委员会认可为济南市企业技

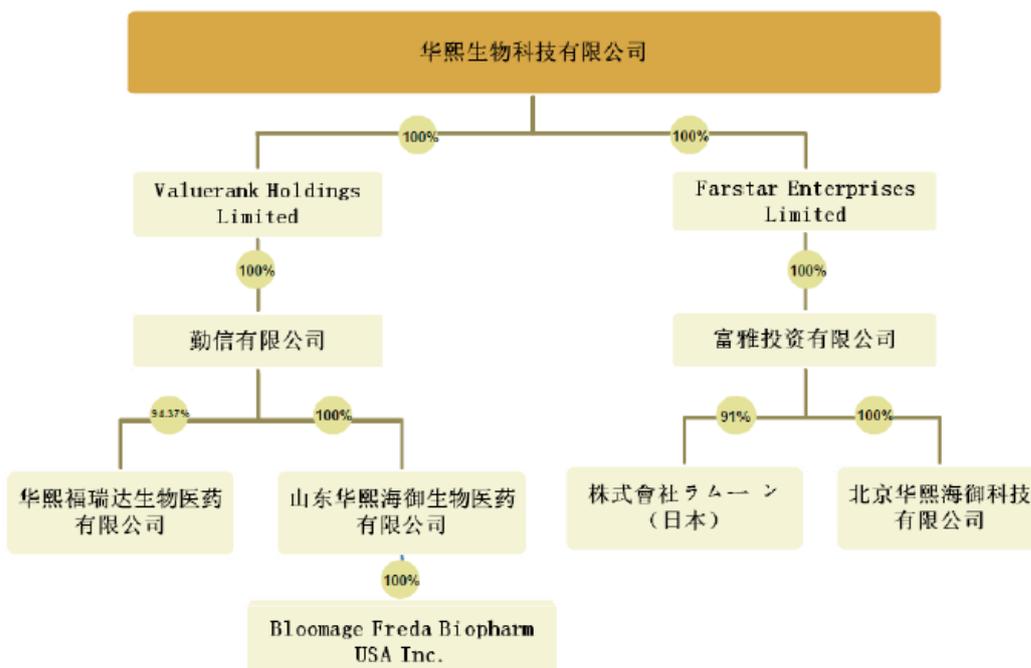
	术中心
2008 年 10 月	公司在香港上市
2012 年 7 月	公司终端制剂“润百颜”获批，成为第一个国产交联 HA 美容注射产品

数据来源：公司资料，兴证香港

1.3 集团架构

公司持有两家于英属维尔京群岛设立的公司——Valuerank Holdings Limited 和 Farstar Enterprises Limited 100% 的股权。另外还有华熙福瑞达生物医药有限公司和山东华熙海御生物医药有限公司等数家子公司。集团架构如下图所示。

图 2、集团架构

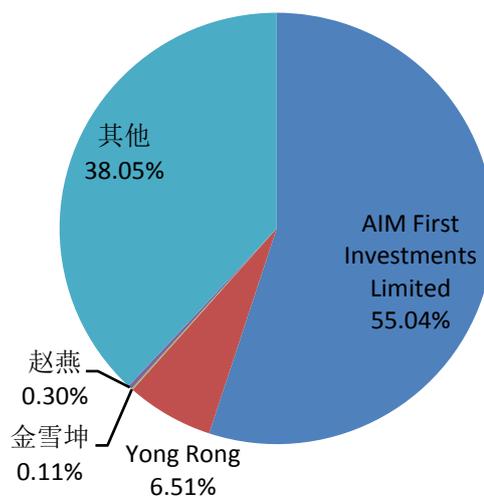


数据来源：公司资料，兴证香港

1.4 股权结构及管理层简介

目前，AIM First Investments Limited 持有 182,520,000 股，占已发行的普通股比例的 55%，另外 Yong Rong Global Excellence Fund 占已发行的普通股比例的 6.51% 公司股权结构如下。

图 3、股权结构



数据来源：公司资料，兴证香港

管理层简介：

赵燕女士，为主席兼执行董事。赵女士自二零零三年起任华熙生物医药董事，为除 BloomageFreda USA 外，公司所有附属公司的董事。赵女士于一九八六年在华东师范大学毕业，主修生物专业，获得理学学士学位，并于二零零零年至二零零二年在北京大学中国经济研究中心的北大国际 MBA 项目学习，于二零零二年获得美国福坦莫大学颁发的工商管理硕士学位证书。于二零零零年至二零零二年，曾任华熙昕宇投资有限公司的总经理，该公司从事提供创业资金、投资管理及咨询服务以及业务管理咨询服务。目前，赵女士也是华熙国际投资集团有限公司（原名华熙中环投资有限公司）（「华熙国际」）的董事长，该公司为投资控股公司，其附属公司主要在中国从物业发展及投资以及中国运动场及商业项目的营运及管理。赵女士主要负责集团的企业政策制定、业务策划及业务发展。赵女士也为 AIM First Investments Limited 的唯一董事及股东。

金雪坤先生，为执行董事兼首席执行官。二零零二年毕业于美国福坦莫大学，获工商管理硕士学位。金先生在医疗器械产品的销售及市场推广方面拥有逾 20 年经验，且金先生有能力为其曾工作的公司在其任职期间的表现及业绩带来显著增长。于一九八七年至一九九三年在中国康复研究中心从事影像医学工作。于一九九四年至二零零一年于日株式会社三广医疗（北京）事务所任职，负责中国区市场。于二零零一年至二零零六年任职美中互利（北京）国际贸易有限公司副总裁，负责中国区医疗影像设备的市场运营。于该期间，金先生采纳直销分销混合营销模式，并为公司的策略制定、品牌及团队文化建设以及营销策略方面注入创新动力。自二零零六年起，金先生任职百胜（深圳）医疗设备有限公司总经理，负责在中

国区包括设备生产、研发及销售的整体运营。于百胜（深圳）医疗设备有限公司担任总经理期间，金先生着重公司组织战略管理、商业模式创新及企业文化建设，在结构效率、流程优化、资源整合及激励机制方面推行优化改进。金先生自二零一二年六月十八日起至二零一三年十月二十九日为公司独立非执行董事。

刘爱华女士，于二零一二年六月十八日获委任为执行董事。华熙生物医药及山东华熙海御总经理。刘女士于一九八三年在沈阳药学院药学系毕业，获理学学士学位。于一九八三年八月至一九九八年七月期间，刘女士曾任职于济南永宁制药有限公司，负责研究及技术管理。在加盟公司前，刘女士于一九九八年八月至二零零一年十二月期间为山东省生物药物研究院（「生物药物研究院」）的副主席。刘女士在药物研究及管理方面拥有逾 29 年经验。出任华熙生物医药、北京华熙海御和山东华熙海御董事。二零零二年一月加盟公司，并曾于二零一二年六月十八日至二零一三年十二月二十日任行政总裁。

1.5 公司销售结构与主要产品

公司为投资控股公司，其主要经营附属公司主要从事开发、制造及销售各种透明质酸原料及终端产品。

透明质酸是人体中固有的成分，它广泛存在于人体内，被生物学家及皮肤医生誉为“天然智能保湿因子”，在美容、食品及医学领域有着重要的应用。

透明质酸（HA）由于身具有的保水性、润滑性、假塑性、可降解性及生物相容性等诸多特性，在制药、美容以及保健产品中被广泛用于原料/辅料。

透明质酸钠原料按类别大致可分为注射液级、滴眼液级、美容级和食品级。一般来说，注射液级 HA 在四种级别中的素质要求最为严格。因此，从事生产注射液级的 HA 公司通常需要较大量的资投资以提升精炼能力。

图 4、透明质酸分类及用途

级别	主要用途
注射液级	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 在防皱抗衰老美容程序中作为美容填充物，直接注入皮肤褶皱及皱纹中 ◆ 粘弹剂补充疗法中供人类及动物用于治疗骨关节炎及其他关节痛楚 ◆ 预防手术后出线粘连 ◆ 在眼部手术中作为眼部粘弹剂
滴眼液级	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 延长药用效力及减轻药物刺激的药物载体
美容级	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 护肤产品中滋润及保湿因子
食品级	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 营养补充食品以减轻关节痛楚 ◆ 营养补充食品以滋润皮肤、抗皱纹及抗衰老 ◆ 亦可用作美容产品

数据来源：公司资料，兴证香港

1) 应用于医药用途:

FDA 于 2003 年批准了用于填充面部皱纹等软组织瑕疵的透明质酸注射液。FDA 批准使用以透明质酸为基础的可注射物，促进了可注射物及其他美容外科产品的需求。根据 ASAPS 的资料，在美国进行以 HA 为基础的非外科美容手术由 2003 年的 116,211 次增加到 2007 年的 1,448,716 次，幅度约为 11 倍。目前，透明质酸最主要的医药用途是作为人工关节滑液原料和眼科手术后的滴眼药等。数据显示，仅此两项用途的透明质酸制剂的全球总销售额高达 7-8 亿美元；

2) 应用于美容用途:

根据 GIA 的资料，护肤产品可能仍然是医疗美容的主导需求，且半数以上的护肤医疗产品包括抗衰老产品，其需求的增长速度为其他护肤医疗产品的两倍。在化妆品用途中，透明质酸作为皮肤填充剂（属于注射剂级透明质酸产品）用途的销售额，即已占其总销售额的 1/3。根据 F&S 报道，去年全球注射剂透明质酸总销售额已达 14 亿美元，远超药用透明质酸的销售额。这表明化妆品级透明质酸已成为国际市场上新崛起的原料产品。就注射级透明质酸市场规模而言，美国居世界第一，日、欧洲排第二、第三。

3) 应用于保健用途

尽管口服形式 HA 的历史相对较短，但其在保健行业具有广泛用途。口服 HA 健康食品可以用于增加皮肤的湿润度、改善关节的润滑作用及舒缓膝部骨关节炎的痛苦、延长其他器官因 HA 流失而引起的老化及衰退。近年来，HA 健康食品在美国等发达国家广泛流行。

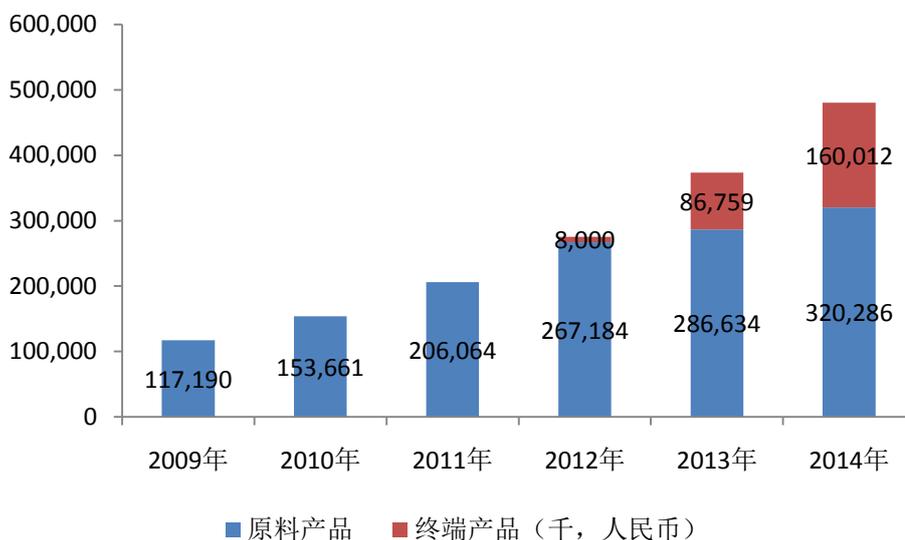
图 5、透明质酸的广泛应用



数据来源：公司资料，兴证香港

公司的 HA 原料产品一般分为：注射液级 HA、滴眼液级 HA、美容级 HA、食品级 HA 及寡聚 HA；美容级占比最大，约占 56%；另外公司已经成功开发并取得相关资质的终端产品包括：注射用修饰 HA 凝胶（润百颜）、医用 HA 凝胶（海视健）、骨关节腔注射针剂产品（海力达）等产品。

图 6、历年公司产品销售情况



数据来源：公司资料，兴证香港

“润百颜”自从上市以来，经过公司的大力推广，市场覆盖情况良好，公司充分利用自身优势，在 2014 年注射填充等产品市场中取得了优异的成绩，公司终端产品“润百颜”的占比已经提升至 33.7%。

图 7、公司终端产品增长迅猛，占比逐年提升



数据来源：公司资料，兴证香港

2、行业竞争格局及公司核心产品

2.1 我国美容市场增长潜力巨大

中国医疗美容服务行业，是全世界发展最快的医疗美容服务市场。中国医疗美容服务行业持续增长是由于受惠于有利的社会及经济因素，包括可支配收入不断增加，医疗美容术日益获社会接纳，人口快速老龄化及采用新医疗美容术及技术。过去四年，中国医疗美容术市场增长迅速。医疗美容术总收益由 2009 年的 28 亿美元增至 2013 年的 47 亿美元，复合年增长率为 14.2%。此外，未来四年市场有望维持 13.8% 的复合年增长率，并于 2018 年增长为 91 亿美元。下表所示为 2009 年至 2018 年中国医疗美容服务市场的过往及预测规模。

图 8、2009-2018 中国美容行业市场空间



数据来源：Frost & Sullivan、兴证香港

2.2 非手术类市场更容易被接受

医疗美容服务为针对身体正常部位实施的选择性治疗，旨在改善外形及/或消除岁月痕迹。医疗美容服务包括手术及非手术医疗美容术，通常由注册专业医师及医疗专家进行。实施手术医疗美容术旨在从根上改变/改善胸、鼻、眼、眼皮及其他面部部位等身体部位的外观。

非手术医疗美容术为注射及激光疗法等微整形术。肉毒杆菌、胶原蛋白、玻尿酸及自体脂肪等注射材料被用于重塑面容或身体或除皱的目的。激光疗法使用激光收紧深层皮肤，去除色素，或重塑肌肤表皮，去除毛发及治疗痤疮或减少痤疮疤痕。

非手术医疗美容术更容易被接受：

	手术	非手术
患者所面临风险	较高	较低
治疗工具	手术刀	填充材料、激光及筋膜等
次数	一次	多次
康复时间	以周数计，取决于手术难度	以小时计，取决于手术难度

由于医疗技术不断进步并开发出新的医疗美容术（尤其是非手术疗法），医疗美容服务市场于过去几十年快速扩大。

微整形美容服务为非手术医疗美容疗法，可以仅开微小切口甚至不开切口，为客户改善容颜。由于微整形医疗美容风险较低，且相较手术医疗美容疗法价格更便宜，故微整形医疗美容服务在全球及中国日益普及。微整形美容服务一般在一至两小时内完成，疼痛感轻，瘀伤或肿胀不明显，且美容效果立竿见影。恢复时间会因所达服务类型不同而有所不同，但一般的愈合期为一周至两周左右。

2.3 透明质酸是非手术领域的重要产品，在我国渗透率低

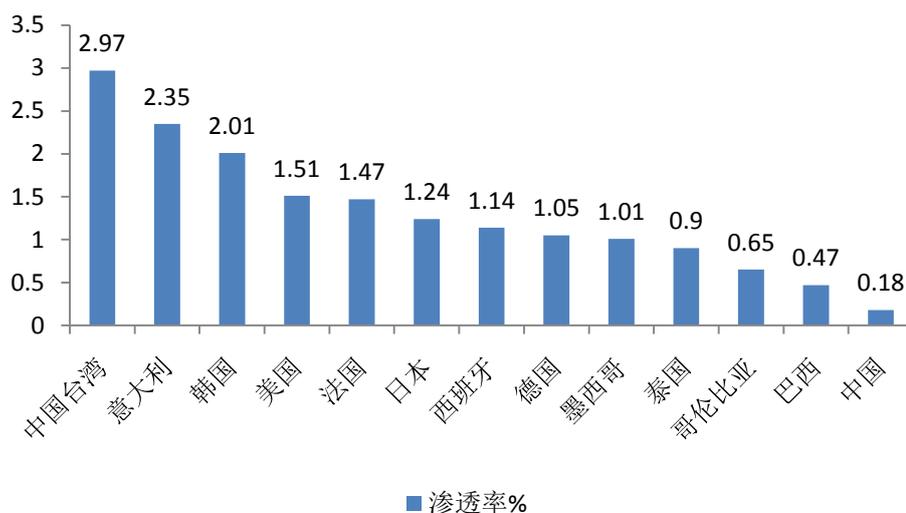
非手术美容服务主要包括涉及注射肉毒杆菌，玻尿酸及自体脂肪用作面雕、胸雕、体雕及除皱的疗程。该等注射疗法一般吸引希望改善容颜，胸部形状大小或身材的女性客户前来就诊。微整形美容服务的医生一般均受过专业训练及获许可使用该等注射物，并可建议客户使用何种注射物或注射物组合以期达到最佳效果。



透明质酸是皮下填充剂，在微整形领域应用十分广泛，由于它能够被人体自然吸收和分解，毒副作用小，为发达国家美容市场皮下填充领域的主导产品（已占据70%的市场份额）。我国从2008年才首次批准第一款注射用透明质酸，短短几年间透明质酸的用量呈现爆发式增长，另外国内注射玻尿酸的渗透率仍大幅低于其他国家，未来行业增速依然能够维持较高水平。

全球整形美容行业近年来始终保持强劲的增长势头，特别是注射美容占比不断提升。以美国为例，2010年美国整形美容行业治疗费用106.77亿美元，其中注射美容治疗费用达18.77亿美元，占比超过17%，2011年这一比例超过20%，2012-2014年仍稳步上升，其中HA占比68.9%；另外从2010年全球整形美容行业统计的数据来看，整形美容人数排名，中国排名在第三位；在非手术注射美容产品中透明质酸类皮肤填充剂使用排名第二。但按国家人口来计算：中国每万人中注射透明质酸皮肤填充剂人数中，则排在倒数第二位，这也显示了中国市场的增长潜力。

图 9、各国注射玻尿酸的渗透率



数据来源：公开数据，兴证香港整理

3、原料加终端优势明显，透明质酸龙头地位日益稳固

3.1 公司是全球最大的透明质酸原料生产商

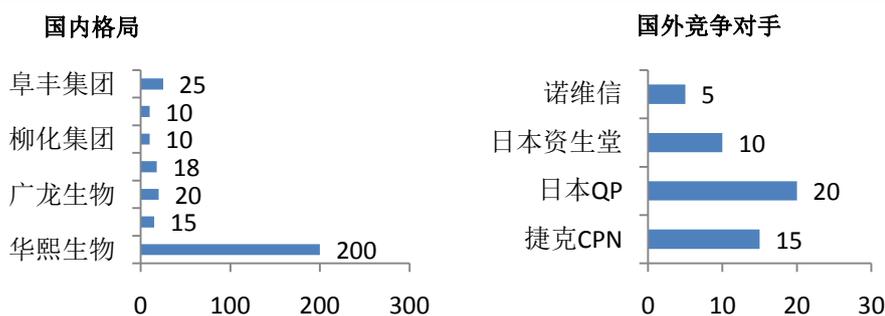
公司是最大的透明质酸原料生产商，占国内约 60% 的份额，属于市场龙头企业，并且出口美国、欧洲等海外国家。公司医疗级原料生产方面已经拿到国内独家原料药批文。

在原料方面公司生产技术领先。多年来公司一直在研发透明质酸相关产品，技术国际领先。就提取方面而言，公司的得率能达到每升能提取 10g 的标准，而国际平均水平在 7g 左右。公司能生产全球最高级别的超纯透明质酸。同时，公司全球首创酶切法生产的小分子玻尿酸近年来应用也有较大增长，主要应用于化妆品中立体保湿。

产能方面，公司总产能超过两百吨（国内外其他生产厂家产能约 10 吨-20 吨，且以食品级为主。公司拥有国内独家原料药 GMP 批文(此项批文核准至少需要四到五年)时间。

医药级产品认证：国内唯一同时获得欧盟 CEP，美国 FDA 现场审核认证。

图 10、国内外主要竞争格局（吨）



数据来源: SFDA 南方所, 兴证香港

3.2 终端产品竞争优势明显, 市场占有率不断提高

公司近年来积极向透明质酸终端产品进行拓展。2012年7月, 公司的重要产品“润百颜”在国内上市。该产品是国内第一个获得中国食品药品监督管理局(SFDA)批准, 用于美容整形的国产纯透明质酸填充剂。由于推出时间最早, 在医院培育时间长, 公司的产品在国产品牌中占据领先地位。

图 11、国内已注册玻尿酸产品对比

	润百颜	瑞蓝 2 号	伊婉	逸美	舒颜	海薇
活性成分	交联透明质酸钠	交联透明质酸钠	交联透明质酸钠	HPMC 透明质酸钠	交联透明质酸钠	交联透明质酸钠
规范认证	CFDA 认证 CE	FDA、CE、 CFDA 认证	欧洲 CE 认 证 CFDA 认 证	CFDA 认 证	CFDA 认证	CFDA 认 证
生产企业	华熙生物	Q-Med AB	韩国 LG	北京爱美 客科技	北京蒙博润	其胜生物
获批时间	2012 年 7 月	2008 年 12 月	2013 年 7 月	2009 年 10 月	2014 年 2 月	2013 年 9 月

数据来源: 公开资料, CFDA, 兴证香港

润百颜 (美容用透明质酸注射填充剂)

润百颜是唯一获得中国食品药品监督管理局(SFDA) 批准, 用于美容整形的国产纯透明质酸填充剂。患者注射润百颜以改善其鼻唇沟皱纹。润百颜是由公司自主研发生产的产品。

特性:

面部注射透明质酸主要用于改善皮肤外观、延缓皮肤衰老、抚平皱纹、丰唇和修饰面部轮廓等目的。润·百颜，作为非动物来源修饰透明质酸填充剂，治疗过程简单安全。采用注射方式，达到美容整形的效果，避免手术风险。

优势：

- 1、全球唯一采用自产高纯度透明质酸原料生产透明质酸填充剂。
- 2、原料获得美国 DMF 登记号，2012 年 2 月顺利通过了美国 FDA 的现场检查。
- 3、润百颜的原料质量高于欧洲药典和日药典要求，核酸、蛋白质还是内毒素的含量都远远低于欧洲和日药典标准。
- 4、产品获得中国国家食品药品监督管理局(SFDA)医疗器械批准文号及欧盟 CE 证书。
- 5、产品采用发酵法生产的透明质酸作为生产原料，避免了传播动物源性疾病的风险。
- 6、使用润百颜用于鼻唇沟填充，半数以上使用者在注射后 12 个月时仍有明显改善。

3.3 布局大医美平台，系列产品不断推出

2015 年，公司将进入第二次转型，着力于打造中国首个医疗美容生态产业链，形成中国首个“终端+应用+内容+平台”的医疗美容新模式，创造更高的用户价值并推动行业发展。

图 12、公司生态链成长逻辑



数据来源：公司资料，兴证香港

● 自主研发+外延并购进行快速布局

公司将通过自主研发和外延并购的方式，快速布局大医美行业。例如公司的第二

代、第三代透明质酸美容针剂产品和肉毒素类美容针剂产品非常有希望在2015-2016年实现突破。

图 13、拓宽产品线布局计划

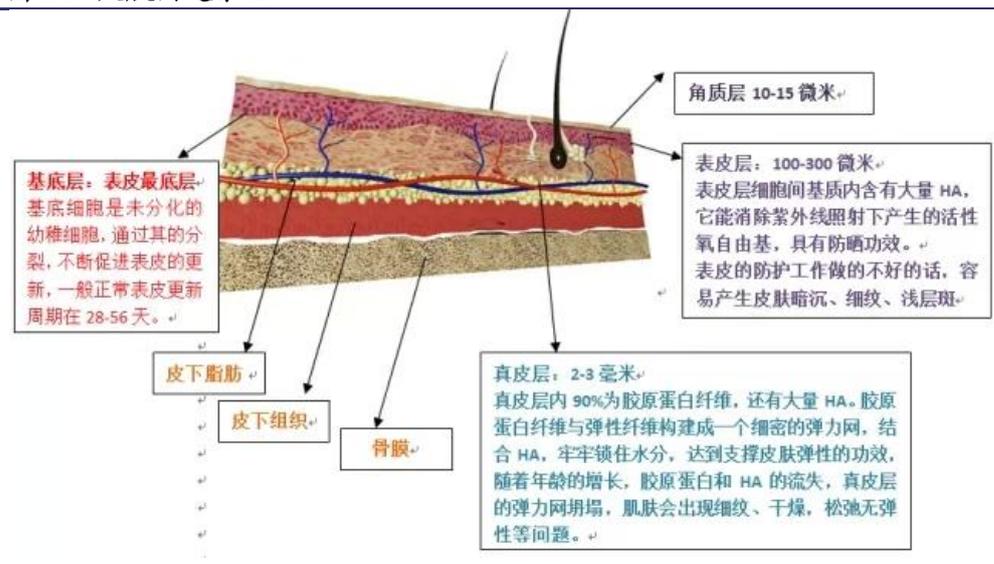


数据来源：公司资料，兴证香港

● 周边产品线不断丰富：

自2014年开始，公司在生活美容渠道不断进行渗透。公司采取独创的一站式专业皮肤联合治疗方案，为美容医院带来了一系列的解决方案以及仪器耗材。

图 14、皮肤问题原理



数据来源：公司资料，兴证香港

皮肤层次不同，所肩负的作用也不同，表皮层和真皮层所承担的作用最大，表皮

防护做不好，容易产生皮肤暗沉、干燥、浅层斑等问题；真皮层胶原与 HA 流失，肌肤将出现松弛无弹性等问题，针对这些问题，公司推出了一系列产品，这些产品有着良好的市场空间。

针对真皮浅层补水的方式，公司推出了一系列产品，通过创建微细通道的同时，将各种营养液导入真皮层。公司研制的以蜂巢玻尿酸为主要基质的三种不同营养液，均可达到不同的导入效果。而且不同深度的针头，可针对不同人群：

0.25MM: 更适合女性皮肤屏障脆弱 皮肤敏感度高 干性皮肤

0.5MM: 更适合男性皮肤屏障完整 皮肤敏感度低 油性皮肤

图 15、润颜水养针



数据来源：公司资料，兴证香港

VIVA 磁力脉冲+多级射频设备头主要通过射频+磁场的能量刺激，促进真皮层的胶原蛋白再生，达到明亮肤色，紧致肌肤的效果。

图 16、VIVA 磁力脉冲



数据来源：公司资料，兴证香港

图 17、水光注射仪机身+注射手柄+润百颜透明质酸皮肤保护膜



数据来源：公司资料，兴证香港

3.4 其他终端产品情况

公司的另一个终端制剂产品——眼科凝胶目前也已经获批。主要应用于人工晶状体植入、穿透性角膜移植手术及眼外科显微手术等。根据 SFDA 南方所的数据，目前国内市场约 10 亿人民币。预计 2019 年该市场将增长至 22.78 亿元，未来每年复合增长率为 16.2%。

医用 HA 凝胶（眼科用），（商品名：晶视）

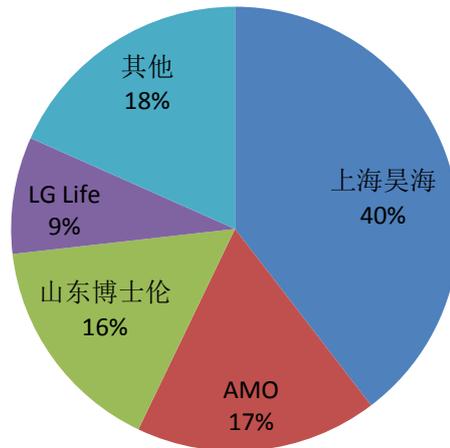
产品功能：用于人工晶状体植入、穿透性角膜移植手术及眼外科显微手术。

图 18、眼科凝胶市场规模预测（亿元人民币）



数据来源：SFDA 南方所，兴证香港

图 19、2013 年眼科用 HA 产品市场占比情况



数据来源：SFDA 南方所，兴证香港

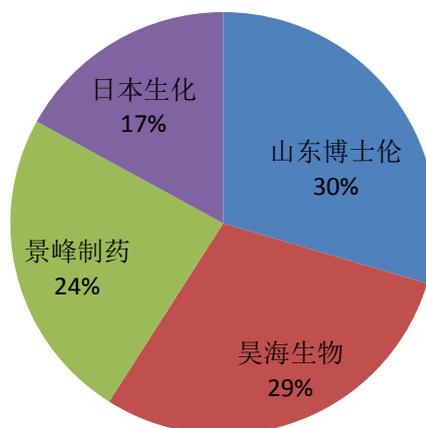
公司的骨科凝胶产品主要用于治疗骨关节炎。根据南方所的报告，我国 65 岁以上老年人中约有 68% 患骨关节炎。目前 2013 年的市场规模为 15 亿人民币，未来仍有庞大的市场渗透机会。

图 20、骨科凝胶注射液市场规模预测（亿元人民币）



数据来源：SFDA 南方所，兴证香港

图 21、2013 年骨科用 HA 产品市场占比



数据来源：SFDA 南方所，兴证香港

3.5 强大的客户群体

原料产品上，公司拥有强大的客户群，全球拥有超过 650 家客户，主要分布在美国、欧洲、日、中国等 40 多个国家和地区。与大客户长期稳定的合作一定程度上体现了公司的原料产品优良的质量水平。

图 22、强大的客户群体



数据来源：公司资料，兴证香港

3.6 产品质量优秀，资质齐全

产品质量上，公司高度重视产品品质，尽管部分级别未有强制规定，但公司仍主动按照 GMP 生产指引来生产 HA。公司的注射液级和滴眼液级 HA 产品按照欧洲药典质量标准进行生产。

2012 年，公司在资质认证方面取得了不错的进展。HA 原料取得了中国药品生产

质量管理规范（GMP）证书，并通过美国食品药品监督管理局（FDA）的现场检查。GMP证书的取得进一步提高了公司的HA原料在中国医药行业的领先地位。HA终端产品方面，新产品注射用修饰HA凝胶“润百颜”顺利完成注册，成为第一个过程交联HA美容注射产品。

图 23、公司产品资质

主要产品	已取得产品资质	正在注册的资质
医用HA原料	发酵法生产药用HA辅料及原料药通过GMP认证。获得欧盟CEP证书和DMF登记号，通过FDA现场审核。	中国药典2015版玻璃酸钠起草单位
美容级HA原料	国际ECOCERT有机认证 中国大陆化妆品HA原料起草单位	
食品级HA原料	中国注册新资源食品、Kosher犹太洁食认证	
注射用修饰透明质酸钠凝胶	欧盟CE认证、SFDA认证	香港注册受理
医用透明质酸钠凝胶	欧盟CE认证	SFDA注册受理
玻璃酸钠注射液		SFDA注册受理

数据来源：公司资料，兴证香港

4、公司未来发展目标

4.1 继续保持透明质酸的龙头地位

面对越来越激烈的市场竞争，公司将集中自身行业品牌与技术优势，利用HA新产品和其他具有竞争力的新原料不断拓宽销售渠道，加强与化妆品、药品和保健食品领域中药客户的战略合作，稳固规模并提升市场份额。终端产品方面，市场将维持多品牌竞争的态势，公司将继续稳固在注射针剂市场的有利地位，尝试针剂和其他产品的组合营销，不断扩展营销的渠道和模式，依托现有资源，发展更多业务形态，并将以品牌策略引导各种产品组成合力，利用润百颜现有的知名度带动整个公司品牌的整体提升。

4.2 未来增长动力

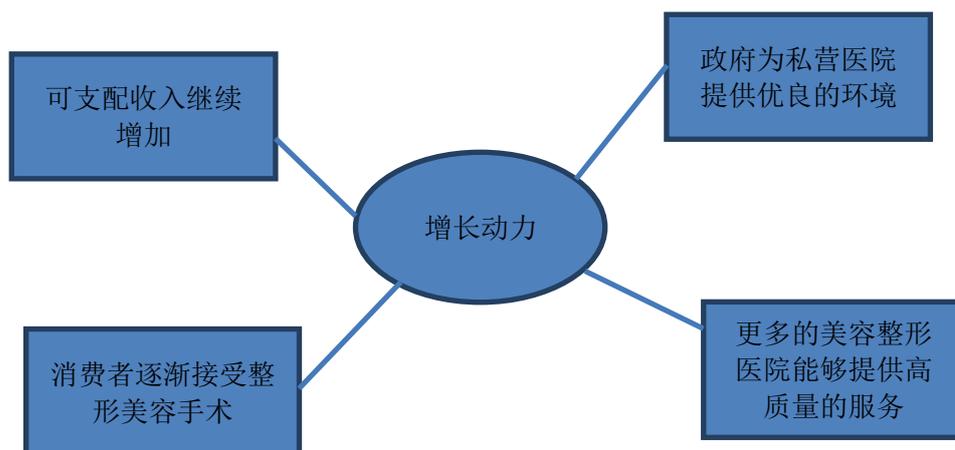
原料部分稳步增长，公司将继续增加对新生产技术研发及设备改造的投资，未来重点开发寡聚HA并拓展更多的客户，寻求新的增长点。

终端制剂将是未来增长的动力源泉，随着润百颜在国内取得了销售资质，公司将

加快销售及市场服务团队等建设，通过各种有效的行销手段，积极推进润百颜在国内的销售。同时，在功效美容注射液及其他产品方面加快进展，随着不断开发新的终端产品，公司的产品销售组合更多元化，有助于长期持续的增长。

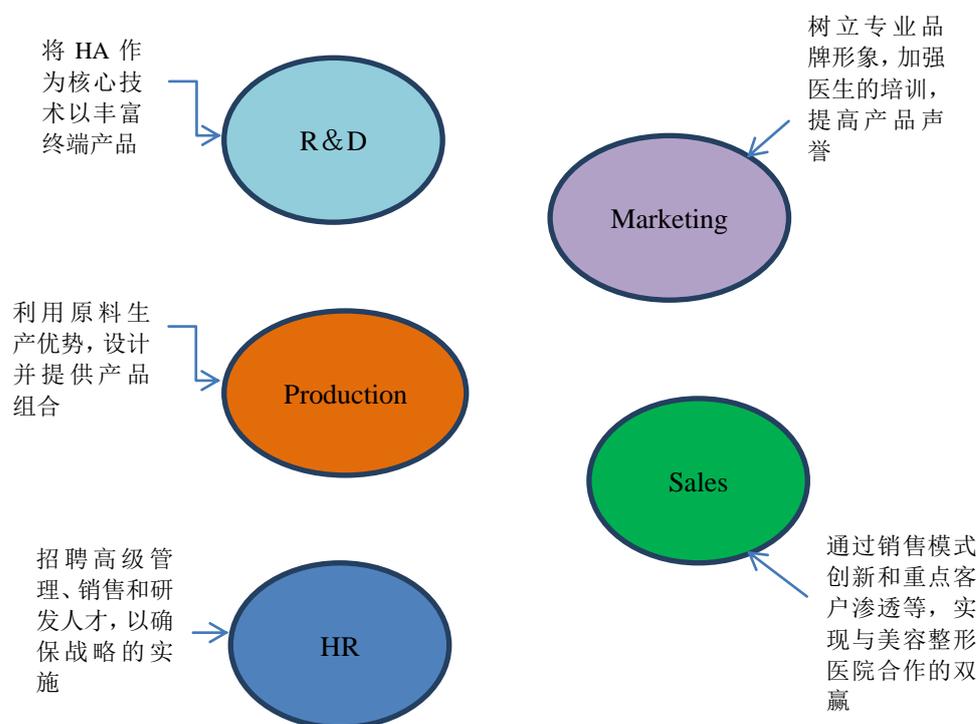
人力资源建设上，加强组织战略布局，提升团队执行力；继续扩充、整合、重组人力资源，引进包括集团首席财务官在内的多位高级管理人员，进一步扩充产品研发和营销团队，以支持长期公司战略的落实。

图 24、增长驱动力



数据来源：公司资料，兴证香港

图 25、公司未来策略



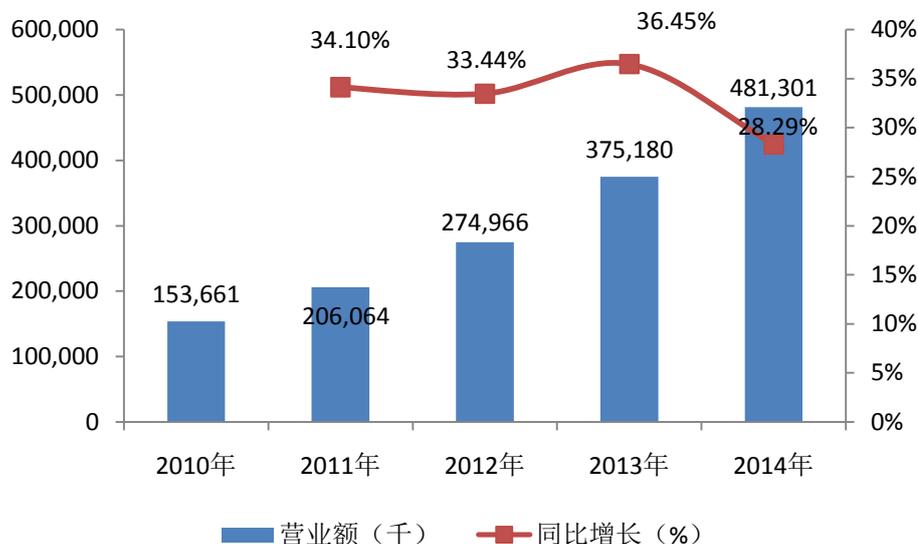
数据来源：公司资料，兴证香港

5、财务分析

5.1 营业额稳步上升，毛利率维持较高水平

2014年，公司业务继续维持增长态势；年度营业额约为4.81亿元人民币，较同期同比增长28%左右；公司致力于保持HA原料业务的市场份额，原料实现销售额3.2亿，总体保持11.8%的增长；同时，公司在润百颜注射针剂产品市场上继续深入渗透，终端产品收入增长达84%，实现1.6亿元销售额，成为收入增长的主要推动力。

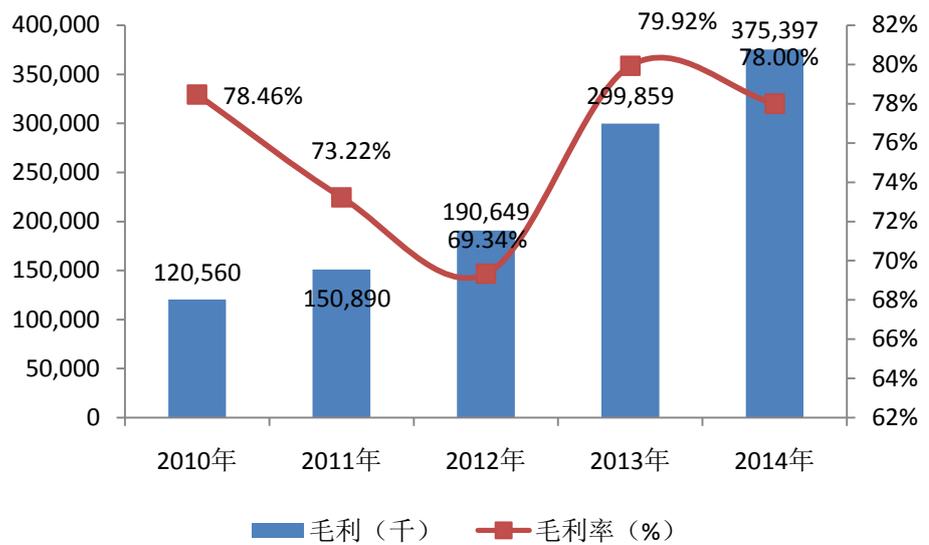
图 26、2010 年-2014 年公司营业额与同比增长情况（人民币千元）



数据来源：公司资料，兴证香港

2014年，公司毛利率仍然维持在78%的较高水平，随着新产能利用率的不断提升以及公司终端产品占比也逐步提升，我们预计公司毛利率水平会维持在高位。

图 27、2010 年-2014 年公司毛利（人民币千元）与毛利率（%）情况



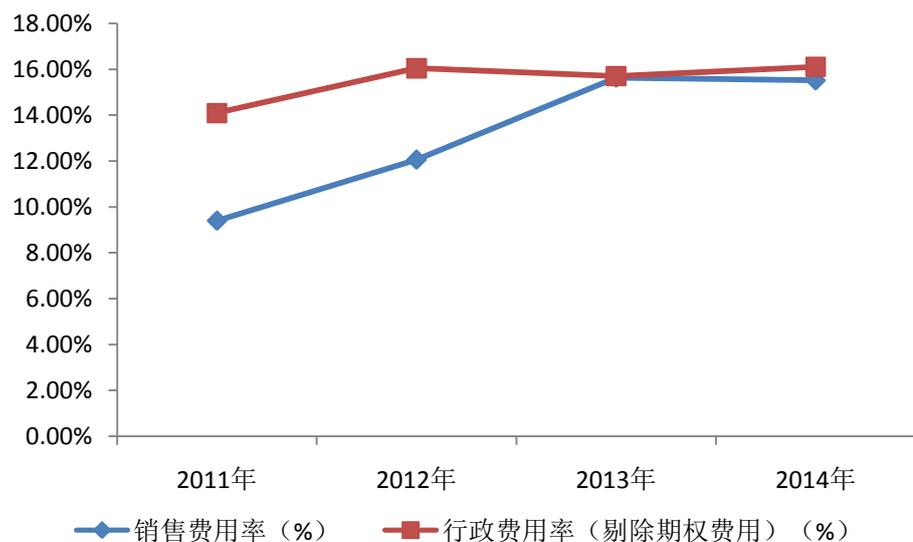
数据来源：公司资料，兴证香港

5.2 费用率保持稳定，市场推广步入平稳期

2013 年销售费用和行政费用同比增加的主要原因：2012 年 7 月份终端产品获得 CFDA 认证后才开始终端产品团队建设，渠道建设、市场推广等经营活动。

2014 年成本费用与 2013 年同比大幅下降 9.7% 个百分点（如不含期权费用产生的影响），标志着终端产品的团队建设、渠道建设、市场推广等运营活动已步入平稳阶段。

图 28、2010-2014 年公司费用率情况



数据来源：公司资料，兴证香港

6、盈利预测与估值

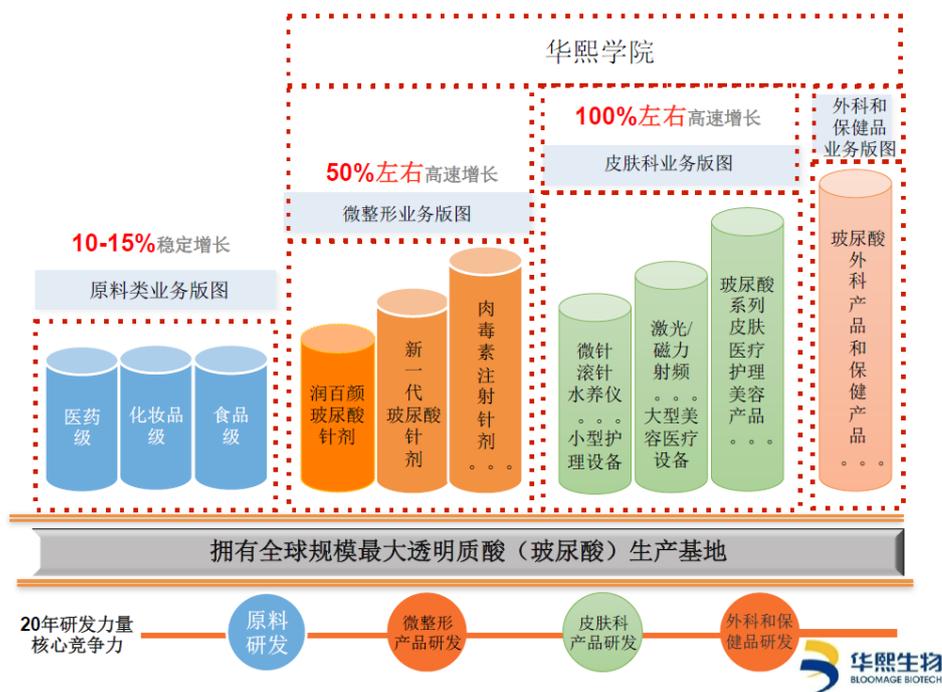
6.1 原料部分保持稳定增长，终端制剂是重要增长动力

分部来看，由于透明质酸行业需求的持续增长及公司在行业的龙头地位，我们认为公司的原料业务仍能保持稳健增长。

2015 年公司在彩妆、抗衰老等领域将会有新产品不断推出，同时可以在原有产品上根据客户需求做出各种修饰，使得产品对客户的黏性以及增值服务逐步提高。我们预计公司新产能将于 2015 年逐步投产，透明质酸龙头企业地位日益稳固。而终端产品方面，公司在经历了两年 80% 以上的高速增长后，2015 年 2016 年的增速将维持在 40%-50% 左右。

公司在微整形领域的产品群以及解决方案日益丰富，将进一步提升公司终端产品的占比，预计皮肤科业务板块保持爆发性增长的势头。

图 29、公司生态链产品增长模型



数据来源：公司资料，兴证香港

6.2 费用率有所下降，核心利润率保持稳定

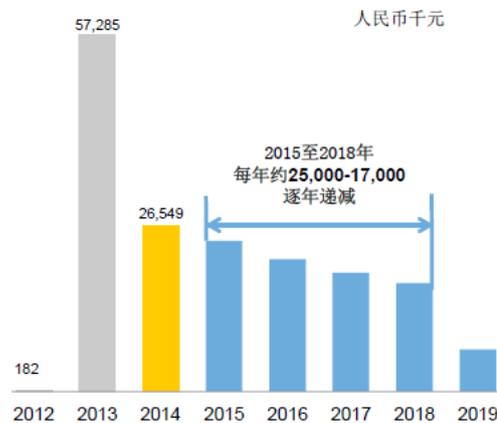
从近几年公司产品毛利率水平来看，原料部分呈逐年下降的趋势，2013 年由于终端产品的推出导致整体毛利率有所上升。随着新产能的投产及原料部分竞争略有加剧，我们认为公司毛利率相比往年会略有下降。

但随着公司终端产品销售体系的建立逐步完成，在费用率方面也会逐步下降，整

体来看公司的核心利润率仍能保持稳定。

同时，公司的期权费用也逐年减少，预计 2015 至 2018 年每年 2500 万-1700 万，呈逐年递减的趋势。

图 30、2012-2019 年公司期权费用情况



数据来源：公司资料，兴证香港

表 1、公司盈利预测假设

年份		2013	2014	2015E	2016E
原料业务	主营业务收入 (百万)	286	320	368	423
	同比增长率 %	25.0%	11.0%	15.0%	15.0%
	毛利率 %	75%	70%	68%	68%
终端产品	主营业务收入 (百万)	86	160	227	329
	同比增长率 %		83.0%	42.0%	45.0%
	毛利率 %	95%	95%	95%	95%
销售费用 / 主营业务收入 %		15.6%	15.5%	15.5%	16.0%
管理费用 / 主营业务收入 %		30.9%	21.6%	20.5%	21%
财务费用 / 主营业务收入 %		2.7%	2.1%	1.8%	1.5%
实际税率 %		24.9%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：公司资料，兴证香港

随着新产能的投产和终端产品的不断推出，我们认为公司未来三年能保持良好的增长。预计公司 2015、2016 年净利润分别为 2.1 和 2.7 亿元人民币，剔除期权费用的影响，公司的核心净利润分别为 2.3 和 3 亿元人民币。公司目前股价对应公司核心利润的 2014、2015、2016 年市盈率分别为 28 倍、20 倍和 15 倍。我们给予公司 2015 年 24 倍市盈率，对应目标价 20.56 元，买入评级。

表 2、同行业公司估值对比情况

名称	代码	最新价	市值	PE		
				2014年	2015年	2016年
同类型公司						
华东医药	000963.SZ	72.00	313.00	38.00	26.00	20.00
双鹭药业	002038.SZ	55.00	253.00	36.00	27.00	21.00
行业平均				37.00	26.50	20.50
华熙生物	963.HK	17.56	59.00	28.00	22.00	16.00

数据来源：公司资料，兴证香港

附表

损益表 (千元人民币)

截止至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E
销售收入	375,180	481,301	625,546	803,043
成本	(75,321)	(105,904)	(135,226)	(162,018)
毛利	299,859	375,397	490,320	641,025
经营费用	(58,618)	(74,646)	(96,960)	(128,487)
行政开支	(116,109)	(104,128)	(128,215)	(167,548)
其他收入净额	10,610	11,115	9,806	12,820
经营利润	135,742	207,738	274,952	357,811
财务成本	(9,983)	(9,617)	(10,098)	(10,603)
税前利润	125,759	198,121	264,854	347,208
所得税	(31,362)	(36,055)	(52,971)	(69,442)
期内全面收益	94,396	162,064	211,880	277,762
少数股东权益	1	2	3	4
净利润	94,397	162,066	211,883	277,766
每股收益(人民币)	0.30	0.49	0.64	0.84
收入增长(%)	36.4%	28.3%	30.0%	28.4%
净利润增长(%)	5.7%	71.7%	30.7%	31.1%
每股收益增长(%)	5.7%	61.3%	30.7%	31.1%

资产负债表 (千元人民币)

截止至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E
非流动资产	336,322	449,047	503,911	588,184
物业、厂房及设备	119,579	375,622	418,268	485,841
在建工程	146,197	412	5,164	4,131
无形资产	1,067	1,160	1,276	1,404
租赁预付款	61,779	60,470	65,686	71,424
流动资产	431,984	516,397	667,986	873,192
存货	42,518	55,082	60,590	66,649
应收账款及其他应	87,037	177,672	195,439	214,983
受限制现金	36,000	15,803	30,395	47,268
可供出售金融资产	97,000	80,000	50,255	50,255
现金及现金等价物	169,429	187,840	331,306	494,037
流动负债	122,644	160,654	163,837	180,618
应付贸易款及应	58,730	136,577	150,235	165,258
优先股的即期部分	9,892	10,683	11,217	11,778
应付所得税	18,022	13,394	2,385	3,582
流动资产净值	309,340	355,743	504,149	692,574
总资产减流动负债	645,662	804,790	1,008,060	1,280,757
股本及储备	564,286	752,456	959,423	1,232,069
股本	2,961	2,969	2,961	2,961
储备	561,325	749,487	956,462	1,229,108
公司拥有人应占	564,286	752,456	959,423	1,232,069
非控股权益	59	51	93	94
权益总额	564,345	752,507	959,516	1,232,163

资料来源: 公司资料

数据来源: 公司资料、兴证香港

现金流量表 (千元人民币)

截止至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E
除税前溢利	125,759	198,121	264,854	347,208
无形资产摊销	143	136	129	123
租赁预付款项摊销	1,309	270	278	286
经营活动所得现金净额	155,327	165,490	246,471	309,841
购买物业、厂房及设备	(114,127)	(71,422)	(76,427)	(99,355)
出售物业、厂房及设备	26	0	0	0
投资活动所用现金净额	(167,642)	(76,158)	(80,940)	(103,631)
已付优先股股息	(9,159)	(9,800)	(10,486)	(11,220)
已付公司权益股东股息	(5,043)	(5,295)	(5,560)	(5,838)
偿还应付股东款项	0	0	0	0
融资活动所得(所用)	62,812	(46,595)	(42,546)	(41,558)
现金及现金等价物增加	50,497	42,737	122,985	164,651
年/期初现金及现金等价	120,810	169,429	210,243	331,306
汇率变动影响	(1,878)	(1,923)	(1,922)	(1,921)
期末现金及现金等价物	169,429	210,243	331,306	494,037

主要比率

截止至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E
获利能力				
毛利率	79.9%	78.0%	78.4%	79.8%
净利润率	25.2%	33.7%	33.9%	34.6%
ROE	16.7%	21.5%	22.1%	28.9%
偿还能力				
资产负债率	26.5%	22.1%	18.1%	18.1%
净资产负债率	0.47	0.41	0.32	0.32
流动比率	3.52	3.21	4.08	4.08
速动比率	3.18	2.87	3.71	3.67
每股指标 (人民币)				
每股收益	0.30	0.49	0.64	0.84
每股净资产	1.81	2.27	2.89	2.89
估值比率				
P/E	46.81	29.03	22.20	16.94
P/B	7.83	6.25	4.90	4.90
股息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

资料来源: 公司资料

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的

评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于 15%

增持: 涨幅在 5% ~ 15% 之间

中性: 涨幅在 -5% ~ 5% 之间

减持: 涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为「主要美国机构投资者」除外）。

报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分报告的研究员除外），将可能不时于报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。