

华熙生物 (688363)

生物科技/零售

发布时间: 2020-07-01

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

好风凭借力, 打开透明质酸下游广阔空间

报告摘要:

公司概况: 深耕透明质酸领域二十余载, 奠定全产业链领导地位。公司凭借领先于市场的透明质酸制备技术, 建立从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系。2016-2019 年公司营收/净利润 CAGR 分别为 37%/29%, 业绩保持快速增长。

业务分析: 拓展终端市场潜力巨大。原料业务: 全球透明质酸原料市场保持高双位数增长, 预计 2018-2023 年销量 CAGR 达 18%。公司凭借多年积累的技术优势, 以 36% 的市场份额占据龙头地位。医疗终端: 我国医美渗透率仅 2.0%, 相较其他国家 (美国 12.6%/巴西 11.6%/韩国 8.9%) 仍有较大提升空间, 而透明质酸填充契合医美主力消费人群需求, 未来发展空间巨大; 人口老龄化趋势下, 透明质酸骨科&眼科应用需求增长明确, 公司有望通过产品线扩充不断抢占市场份额。功能性护肤: 公司依托技术优势, 孵化多品牌进驻功能性护肤领域, 通过精准营销&发力线上, 打造爆款与市场形成差异化竞争, 未来护肤品业务将成为公司业绩增长重要驱动力。

竞争优势: 多维优势构筑核心壁垒。产能: 募投项目保证产能持续扩张, 规模优势强化。渠道: 原料业务渠道粘性强, 功能性护肤品重点布局线上, 营销推广销量高。技术: 公司依托微生物发酵和交联两大科技平台, 实现四大技术突破, 打造产品生产效率/成本/品质壁垒。核心团队: 专业且资深的管理团队具极强执行力, 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研发经验。

投资建议: 预计公司 2020-2022 年营收分别为 24.51 亿/33.37 亿/44.23 亿, 归母净利润分别为 7.55 亿/10.13 亿/13.02 亿, 对应 PE 分别为 92 倍/69 倍/53 倍。给予“买入”评级。

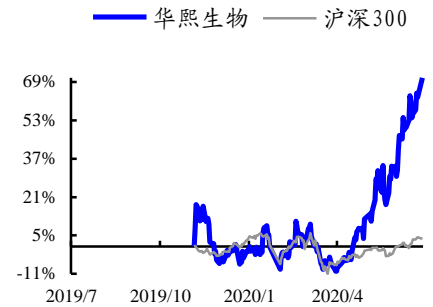
风险提示: 市场竞争加剧; 新品研发不及预期; 医药政策负面影响

股票数据

2020/6/29

6 个月目标价 (元)	167.00
收盘价 (元)	145.00
12 个月股价区间 (元)	72.00 ~ 146.25
总市值 (百万元)	69,600
总股本 (百万股)	480
A 股 (百万股)	480
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	29%	84%	0%
相对收益	22%	73%	-7%

相关报告

《华熙生物 (688363): 卡位功能性护肤&医美双风口, 疫后高成长可期》

2020-04-30

《化妆品行业深度: 高景气赛道, 静待国货化妆品破茧而出》

2020-01-03

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,263	1,886	2,451	3,337	4,423
(+/-)%	54.41%	49.28%	29.98%	36.16%	32.54%
归属母公司净利润	424	586	755	1,013	1,302
(+/-)%	90.70%	38.16%	28.95%	34.11%	28.60%
每股收益 (元)	0.88	1.22	1.57	2.11	2.71
市盈率	0.00	68.36	92.17	68.73	53.44
市净率	0.00	8.80	13.12	11.02	9.13
净资产收益率 (%)	24.68%	12.87%	14.23%	16.03%	17.09%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	430	480	480	480	480

证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

证券分析师: 李森董

执业证书编号: S0550520030003
18521943685 lism@nesc.cn

目录

1. 公司概况：深耕透明质酸领域二十余载，奠定全产业链领导地位	5
1.1. 发展历史：从透明质酸原料端向全产业链迈进.....	5
1.2. 业绩概览：营收利润高速增长，盈利能力强劲.....	7
1.3. 募投项目：研发升级&产能扩张突破增长瓶颈.....	9
2. 业务分析：由原料业务起家，向医美&美妆终端拓展	10
2.1. 原料产品业务：成本/品质优势显著，原料市场独占鳌头.....	10
2.2. 医疗终端业务：应用场景多元，市场潜力有待释放.....	15
2.3. 功能护肤业务：打造差异化&高性价比产品路线，品牌力有望强化.....	20
3. 竞争优势：多维优势构筑核心壁垒	23
3.1. 产能优势：产能持续扩张，规模优势强化.....	23
3.2. 渠道优势：原料业务渠道粘性强，功能性护肤品重点布局线上.....	25
3.3. 技术优势：两大核心技术平台打造成本&品质壁垒.....	25
3.4. 核心团队：内外兼修，专业的人做专业的事.....	27
4. 财务分析：高毛利&高净利，周转水平优于同行	28
5. 盈利预测与投资建议	31
5.1. 核心假设.....	31
5.2. 盈利预测及投资建议.....	32

图表目录

图 1：华熙生物历史沿革.....	5
图 2：华熙生物股权结构梳理.....	6
图 3：华熙生物商业模式.....	6
图 4：2016-2019 年公司营收规模及增速.....	7
图 5：2016-2019 年公司净利润及增速.....	7
图 6：公司各业务收入占比.....	7
图 7：医疗终端业务营收及增速.....	7
图 8：原料产品业务营收及增速.....	8
图 9：功能性护肤品业务营收及增速.....	8
图 10：公司营收按地域拆分.....	8
图 11：公司境内/境外收入增速.....	8

图 12: 2016-2019 年公司各品类毛利率	9
图 13: 透明质酸在人体中的分布	10
图 14: 透明质酸产业链	11
图 15: 透明质酸原料全球销量及预测(吨)	12
图 16: 透明质酸原料全球销量结构	12
图 17: 不同类型透明质酸原料产量占比	12
图 18: 不同级别透明质酸原料销量和销售额对比	12
图 19: 全球透明质酸行业竞争格局 (按销量)	13
图 20: 公司各类型原料销售价格	14
图 21: 公司各类型原料毛利率情况	14
图 22: 中国医药级透明质酸终端产品规模 (亿元)	15
图 23: 中国医药级透明质酸终端产品规模增速	15
图 24: 2012-2022 年中国医美行业市场规模	16
图 25: 不同国家医美行业渗透率对比	16
图 26: 2018 年中国不同年龄层级医美需求及年均消费	16
图 27: 2018 中国透明质酸填充企业销售额市占率	17
图 28: 2018 中国透明质酸填充企业销量市占率	17
图 29: 华熙生物皮肤类医疗终端产品销售收入 (万元)	17
图 30: Allergan 公司肉毒杆菌产品营收及增速 (万元)	18
图 31: 中国医药级透明质酸眼科终端规模及增速	18
图 32: 我国白内障手术数量 (万例)	18
图 33: 2018 年我国眼科粘弹剂竞争格局	19
图 34: 海力达骨科制剂营收及增速预测	19
图 35: 中国骨科类疾病患者年龄构成	19
图 36: 我国玻璃酸钠注射剂市场格局 (%)	20
图 37: 2012-2018 年中国化妆品行业市场规模	20
图 38: 我国和欧美功能性化妆品市占率	20
图 39: 我国功能性化妆品市场份额 (亿元)	21
图 40: 全年龄段、全功能品牌矩阵	21
图 41: 功能性护肤品线上渠道占比持续提升 (%)	25
图 42: 华熙生物和欧舒丹销售费用率差别较大	25
图 43: 微生物发酵技术	26
图 44: “梯度 3D 交联”技术	26
图 45: 2016-2019 年公司研发费用及增速	26
图 46: 2016-2016 年公司研发人员数量	26
图 47: 2016-2019 年可比公司综合毛利率情况	28
图 48: 2016-2019 年可比公司管理费用率对比	29
图 49: 2019 年人均创收&人均创利对比	29
图 50: 2016-2019 年可比公司销售费用率对比	29
图 51: 2016-2019 年可比公司广告宣传费用率	29
图 52: 2019 年可比公司销售人员对比 (人)	30
图 53: 2019 年可比公司销售人员人均薪酬对比	30
图 54: 2016 年-2019 年华熙生物销售费用及增速	30
图 55: 2016 年-2019 年华熙生物销售费用结构	30
图 56: 2016-2019 年可比公司研发费用率对比	30

图 57: 2019 年可比公司研发投入对比.....	30
图 58: 2016-2019 年存货周转天数.....	31
图 59: 2016-2019 年应收账款周转天数.....	31
图 60: 2016-2019 年可比公司净利率情况.....	31
图 61: 2016-2019 年可比公司 ROE (加权) 情况.....	31
表 1: 公司募投项目资金使用计划及每年新增产能计划.....	10
表 2: 透明质酸行业主要企业.....	13
表 3: 公司产品质量高于欧洲药典、日本药典及中国药品质量标准.....	14
表 4: 透明质酸原料产品价格概览.....	15
表 5: 公司功能性护肤品牌矩阵.....	22
表 6: 公司主要产品情况.....	23
表 7: 2016-2018 年公司各业务产能情况.....	24
表 8: 公司募投项目计划每年新增产能.....	24
表 9: 华熙生物最新研发成果简介.....	27
表 10: 公司核心管理团队介绍.....	28
表 11: 营收拆分及预测 (百万).....	32

1. 公司概况：深耕透明质酸领域二十余载，奠定全产业链领导地位

1.1. 发展历史：从透明质酸原料端向全产业链迈进

华熙生物科技股份有限公司（以下简称“华熙生物”）是一家以透明质酸微生物发酵生产技术为核心，集透明质酸相关产品研发、生产、销售于一体的高新技术企业。公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及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、食品制造企业、医疗机构及终端用户。1998年核心创始团队开始透明质酸产品的研发、生产和销售业务。2000年公司的前身山东福瑞达正式成立，并全国首发性实现以发酵法大规模生产透明质酸。2008年公司在香港联交所主板上市，2017年战略退出香港资本市场，2019年成功于上交所科创板上市，目前公司已经成长为透明质酸行业的全产业链龙头。

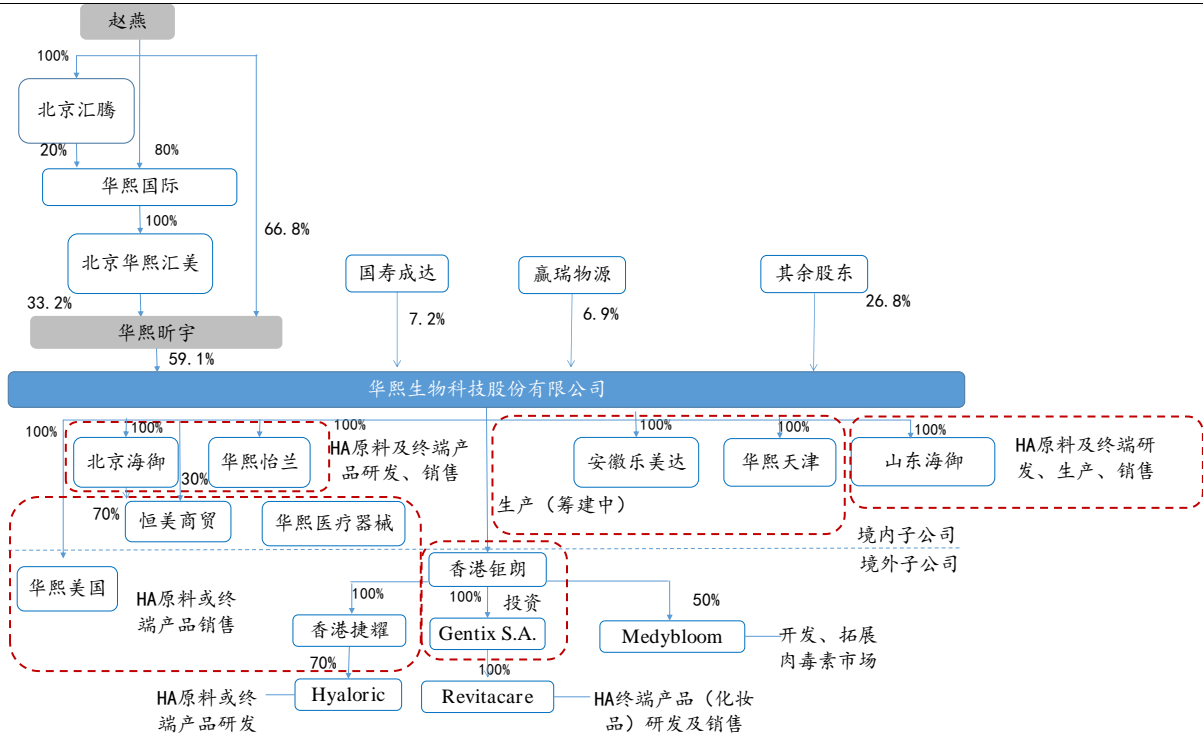
图 1：华熙生物历史沿革



数据来源：公司官网，东北证券

公司股权集中，实际控制人赵燕女士通过华熙昕宇持有公司 59.06% 的股份。其他持有公司 5% 以上股份的股东为国寿成达（持股 7.2%）和赢瑞物源（持股 6.9%）。公司拥有 7 家境内子公司、6 家境外控股子公司以及联营公司 Medybloom。Medybloom 和 Revitacare 是公司国际化的重要布局，Medybloom 为公司 2015 年与韩国公司 Medytox 成立的合资公司，主要目的为开发、拓展注射用肉毒素市场；子公司 Revitacare 为公司于 2017 年收购的法国高端皮肤管理公司，产品主要包括 Cytocare 透明质酸无源植入物、丝丽精华液系列功能性护肤品。

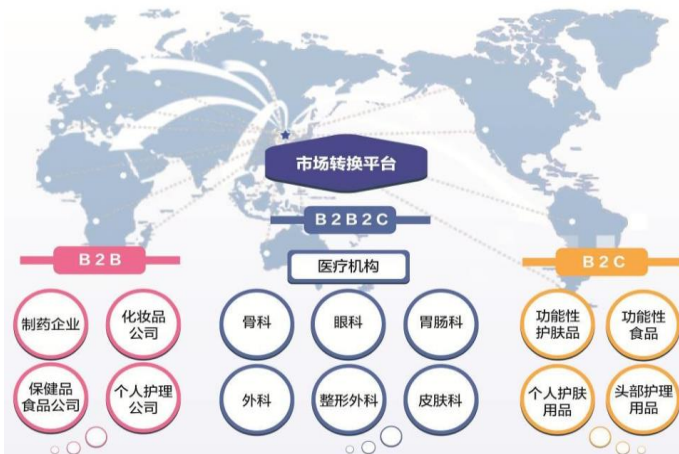
图 2: 华熙生物股权结构梳理



数据来源: 公司招股书, 东北证券

上下游全产业链平台已初具规模。公司由原料供应业务起家，目前已形成 B2B+B2B2C+B2C 三条业务线均衡发展的业务模式。**B2B 业务:** 通过传统的供应商渠道为制药企业、化妆品公司、保健品公司等企业提供透明质酸原料。**B2B2C 业务:** 自主研发生产透明质酸医疗终端产品，主要包括软组织填充剂、眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品。产品通过 B 端医疗机构最终到达 C 端消费者，该部分业务毛利率最高，增长空间也较大。**B2C 业务:** 向终端消费者销售功能性护肤品、功能性食品等产品。公司使用吹灌封一体化技术生产出无菌、无防腐剂的小包装“透明质酸次抛原液”系列产品（0.5-10ml/支）。目前公司已经开发出“润百颜（BIOHYALUX）”、“BIO-MESO”、“丝丽（CYTOCARE）”、“米蓓尔（MEDREPAIR）”、“润月雅（PLUMOON）”、“夸迪（QUADHA）”、“德玛润”等多个品牌系列。

图 3: 华熙生物商业模式

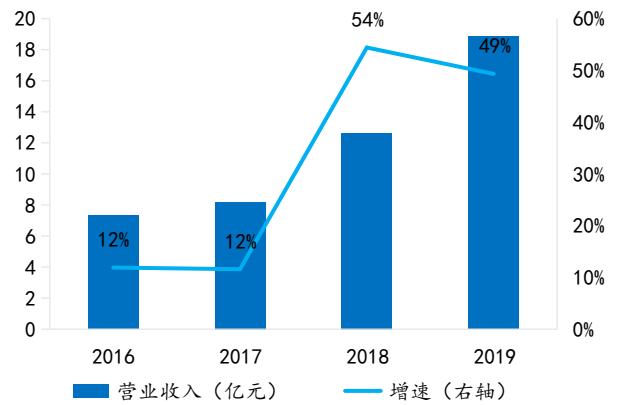


数据来源: 公司招股书, 东北证券

1.2. 业绩概览：营收利润高速增长，盈利能力强劲

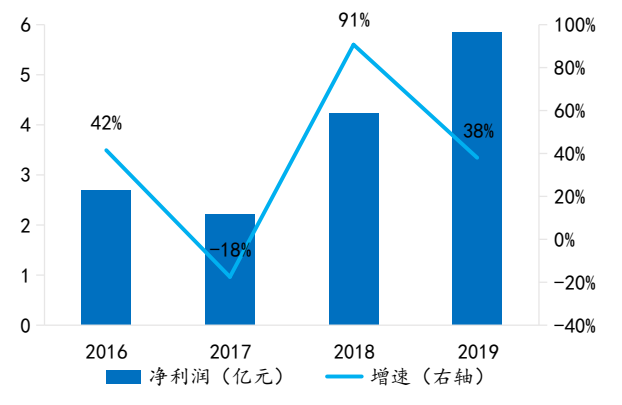
营收快速增长，盈利能力强劲。公司 2019 年营业收入达到 18.86 亿元/+49%，2016 年至 2019 年营业收入 CAGR 为 37%。公司 2019 年净利润达 5.85 亿元/+38%，2016 年至 2019 年净利润 CAGR 为 29%。公司营收和净利润高速增长，盈利能力强劲。

图 4：2016-2019 年公司营收规模及增速



数据来源：公司公告，东北证券

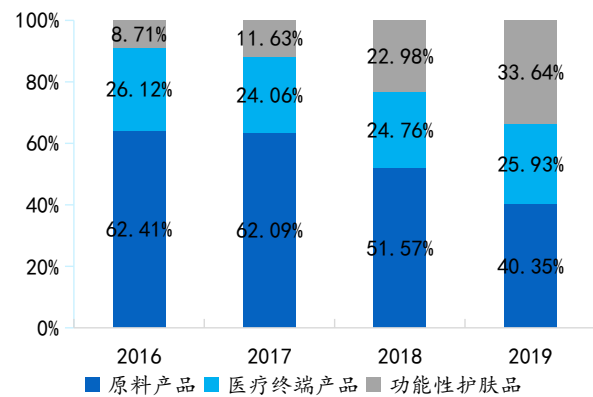
图 5：2016-2019 年公司净利润及增速



数据来源：公司公告，东北证券

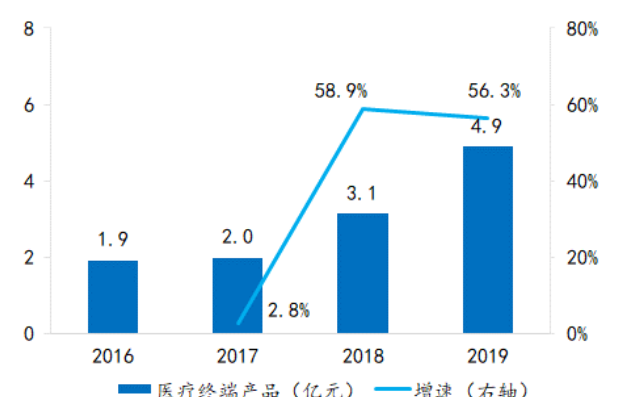
分业务来看，原料产品占主导地位，功能性护肤品占比快速提升。2019 年原料业务营收达 7.6 亿元/+16.8%/占比 40.4%，2016-2019 年营收 CAGR 为 18.5%。医疗终端业务和功能性护肤品业务高速增长，其中医疗终端业务 2019 年营收达 4.9 亿元/+56.3%/占比 25.9%，2016-2019 年收入 CAGR 为 36.7%；功能性护肤品业务营收达 6.3 亿元/+118.5%/占比 33.6%，2016-2019 年收入 CAGR 高达 115%。2020Q1 受新冠肺炎疫情影响，医疗终端业务受较大冲击，但功能性护肤品业务发力线上拉动整体营收逆势增长。

图 6：公司各业务收入占比



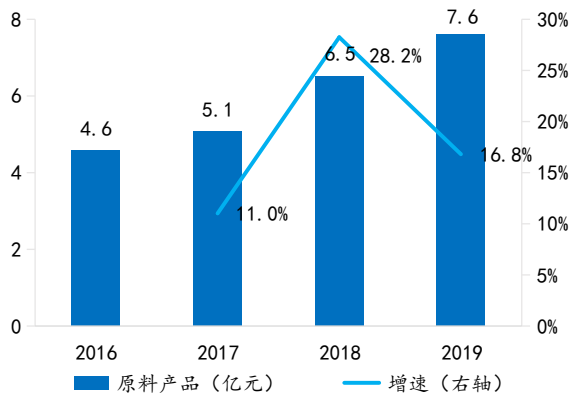
数据来源：Wind，东北证券

图 7：医疗终端业务营收及增速



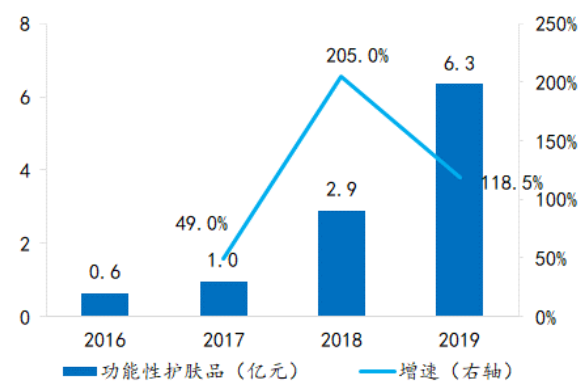
数据来源：Wind，东北证券

图 8: 原料产品业务营收及增速



数据来源: Wind, 东北证券

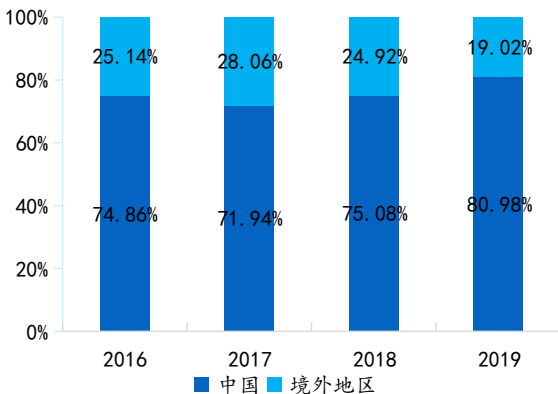
图 9: 功能性护肤品业务营收及增速



数据来源: Wind, 东北证券

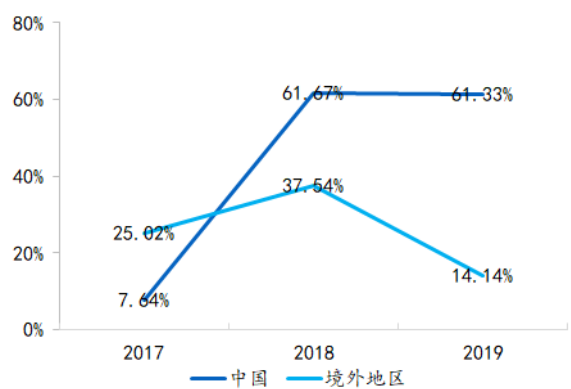
分地域看，国内业务增长迅速。2019 年公司国内业务实现营收 15.26 亿/+61.33%/占比 80.98%，境外业务实现营收 3.58 亿/+14.14%/占比 19.02%，主要系近年来国内化妆品业务持续高速增长，而国外以增长相对缓慢的原料业务为主。

图 10: 公司营收按地域拆分



数据来源: Wind, 东北证券

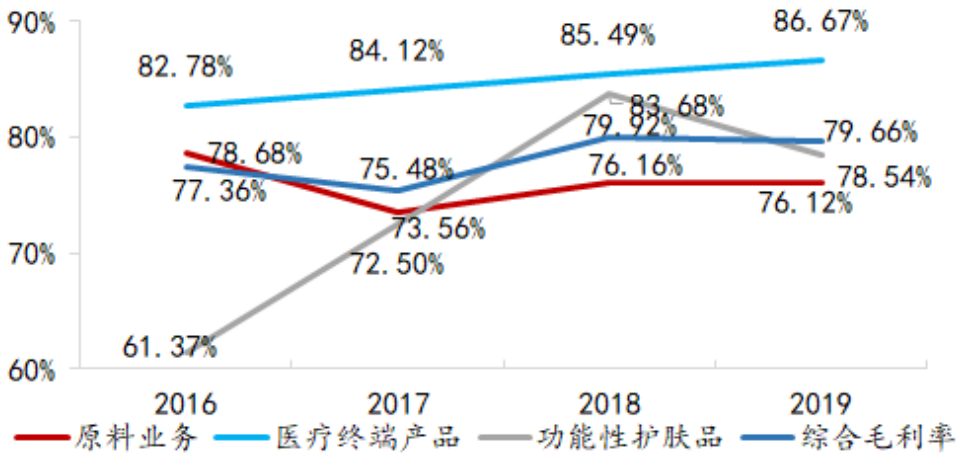
图 11: 公司境内/境外收入增速



数据来源: Wind, 东北证券

综合毛利率稳中有升，医疗终端产品毛利率持续提升。华熙生物近年来毛利率呈现上升趋势，主要系高毛利率的医疗终端产品及功能性护肤业务收入占比快速提升所致。医疗终端业务毛利率由2016年的82.78%提升至2019年医疗终端业务毛利率为86.67%，医疗终端业务占比提升保障综合毛利率维持高位。2019年功能性化妆品毛利率78.54%/-5.14pct，主要系毛利率略低于次抛类产品的面膜、面霜、乳液、精华水等品类的占比提升。原料业务毛利率稳中有升，2019Q1滴眼液级/注射级/化妆品级/食品级毛利率分别为88.25%/90.15%/71.78%/55.63%。

图 12: 2016-2019 年公司各品类毛利率



数据来源：公司公告，东北证券

1.3. 募投项目：研发升级&产能扩张突破增长瓶颈

华熙天津透明质酸钠项目：该项目拟于天津经济技术开发区中区建设办公楼、生产调度中心、发酵车间、纯化车间、精制车间、厂区管网等，扩大公司透明质酸原料和透明质酸终端产品的产能，满足不断增长的市场需求，提升公司的主营业务规模和综合竞争实力。

华熙生物生命健康产业园项目：该项目拟于济南市高新区新建药品及医疗器械产品车间、功能性护肤品车间、立体库、配套设施及辅助设施等，实现生产线专业化分工，扩大产能和提升生产效率，丰富公司的产品结构，增加新的盈利增长点。

华熙生物研发中心提升改造项目：对公司研发体系进行全面升级，不断进行产品生产线延伸和扩大，开发种类、规格多样性的透明质酸及其他生物活性物质原料产品，拓展下游透明质酸医疗终端产品及功能性护肤品市场。同时引进培养、引进优秀人才，打造优质的研发团队。

表 1: 公司募投项目资金使用计划及每年新增产能计划

募投项目	项目分类	产品名称	设计产能	投资总额		
华熙天津透明质酸钠及相关项目	透明质酸原料	透明质酸原料（食品级、外用级）	300吨	11.1亿元		
		透明质酸衍生物	152吨			
		透明质酸溶液类	500吨			
	功能性护肤品	透明质酸次抛原液	2亿支			
		透明质酸洗眼液	1000万支			
		医疗针剂产品	10000万支/年			
	华熙生物生命健康产业项目	医疗终端产品	医用次抛原液		6000万支/年	16.5亿元
			玻璃酸钠滴眼液		5000万支/年	
			医用敷料		2700万件/年	
			医用透明质酸润滑剂		2000万支/年	
玻璃酸钠原液			1000万瓶/年			
透明质酸次抛类产品（原液、膏霜、乳液等）			5亿支/年			
飞机瓶（原液、膏霜、乳液等）			1亿支/年			
华熙生物生命健康产业项目	护肤品	面膜	1亿片/年	16.5亿元		
		水乳膏霜	5000万支/年			
		洗眼液	500万支/年			
		喷雾	2000万瓶/年			
		彩妆粉单元	2000万瓶/年			
		口红	2000万支/年			
		华熙生物研发中心提升改造项目	研发体系全面升级，扩充产品品类；培养、引进优秀人才，打造优质研发团队			4.0亿元

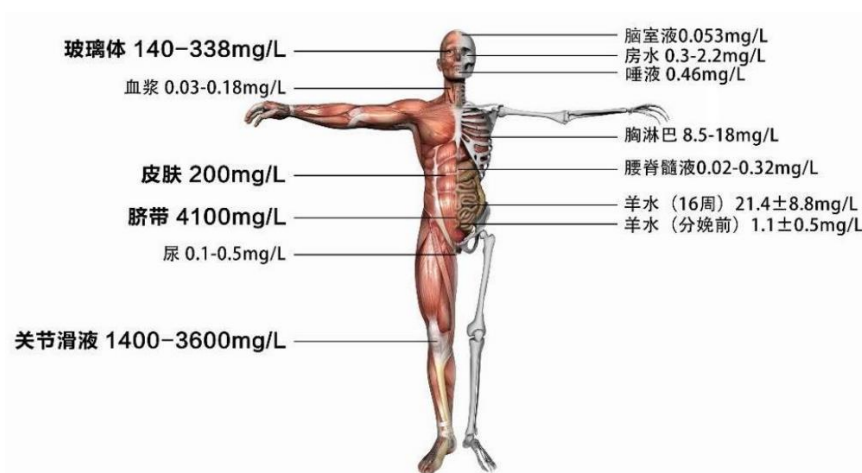
数据来源：公司官网，东北证券

2. 业务分析：由原料业务起家，向医美&美妆终端拓展

2.1. 原料产品业务：成本/品质优势显著，原料市场独占鳌头

透明质酸又称玻尿酸，是存在于人体和动物组织内的一种直链多糖，具有良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性等特质，在人体中主要分布于眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，在医药、化妆品及功能性食品中广泛应用。

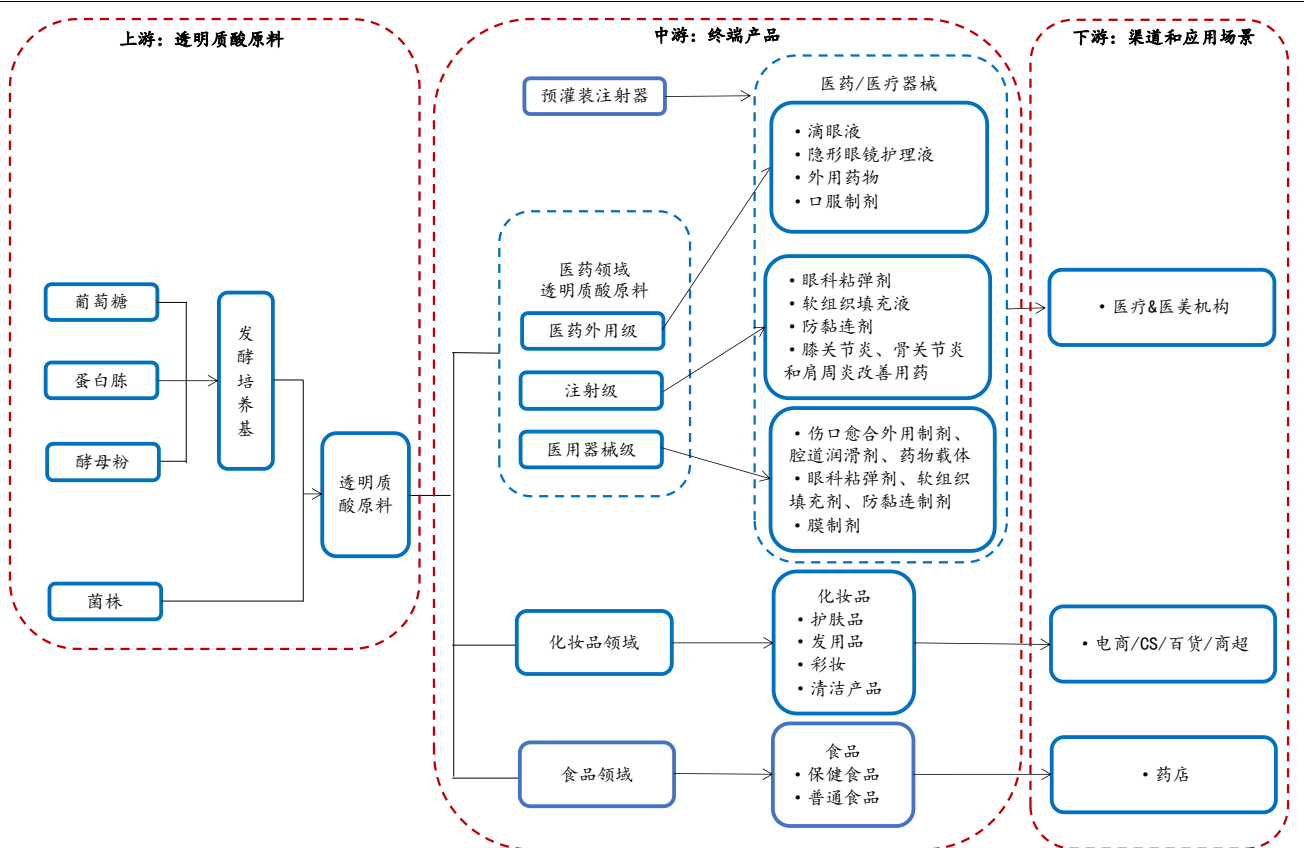
图 13: 透明质酸在人体中的分布



数据来源：公司招股书，东北证券

制造商具有技术和资质壁垒，在产业链中具有较强话语权。透明质酸产业链上游为原料制造商（主要分为医药级、化妆品级和食品级）、中游为终端产品制造商（主要为医药、医疗器械、医美产品、化妆品及食品等），下游应用于医院、医美机构、商超、电商、百货、药店等销售渠道。原料生产商和产品制造商技术、资质和资金壁垒高，规模效应明显，因此享有定价权和高毛利率。以透明质酸产业为主业的公司一般毛利率超过 70%，净利率超过 20%。华熙生物 2018 年毛利率高达 80%，净利率达 33.6%。下游美容机构及经销商进入壁垒低，人工、广宣、租金、人工等费用率较高，且竞争格局分散，议价能力和盈利能力较弱。

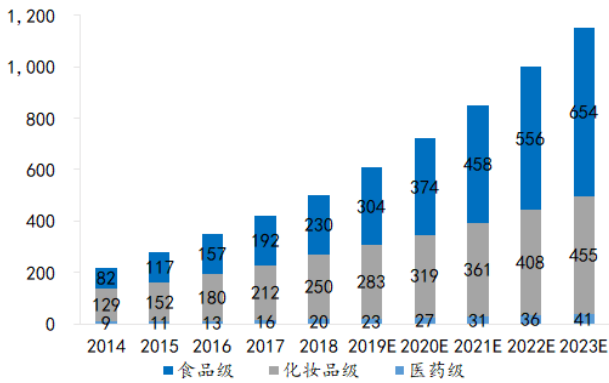
图 14: 透明质酸产业链



数据来源: 公司公告, 东北证券

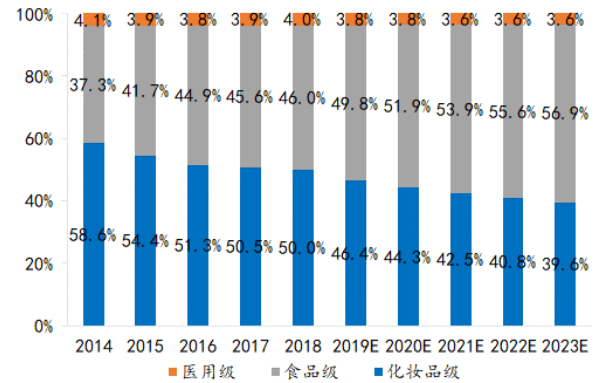
透明质酸行业保持双位数高增长。根据 Frost&Sullivan, 2014-2018 年, 全球透明质酸原料销量从 220 吨增长至 500 吨, CAGR 达 22.8%, 预计 2023 年销量达 1150 吨, 五年 CAGR 为 18.1%。按照功能和用途不同, 透明质酸原料可以分为三种类型, 医药级、化妆品级和食品级。医药级又可分为滴眼液级(外用)和注射剂, 对应的是医疗终端产品, 包括骨科注射液、滴眼液、眼科手术粘弹剂、注射美容填充产品、手术防粘连产品, 应用范围广且附加值较高。化妆品级对应的是功能性护肤品, 包括护肤品、护发和沐浴露、面膜类等。食品级对应的终端产品有食品和饮料的添加剂、保健食品等。2018 年全球食品级/化妆品级/医药级透明质酸原料销量分别为 230 吨/250 吨/20 吨, 2014-2018 CAGR 分别为 29.4%/18.0%/22.1%。

图 15: 透明质酸原料全球销量及预测(吨)



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

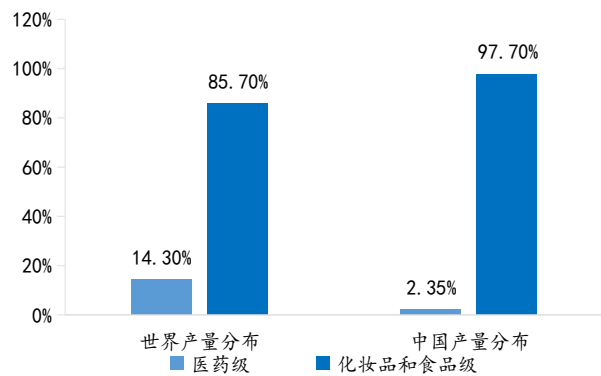
图 16: 透明质酸原料全球销量结构



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

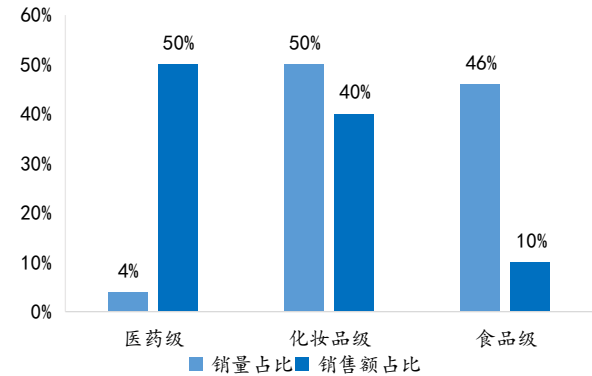
我国医药级透明质酸产量占比低, 销售额占比高。我国目前医药级透明质酸产量仅占总产量的 2.4%, 远低于全球 14.3% 的产量占比。从不同级别透明质酸的销量和销售额占比来看, 医药级透明质酸原料仅占 4%, 但销售额占比达 50%。当前我国透明质酸企业通过发力自主研发和拓展下游产品及品牌建设, 从低技术含量、低附加值的非医药级产品向高附加值、高技术含量的产品转移。

图 17: 不同类型透明质酸原料产量占比



数据来源: 中国产业信息网, IMF, 东北证券

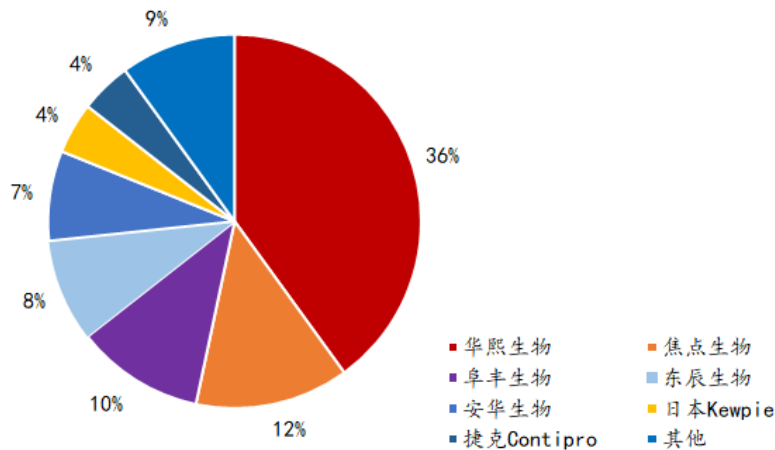
图 18: 不同级别透明质酸原料销量和销售额对比



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

透明质酸原料市场集中度较高, 公司市场份额独占鳌头。中国是全球最大的透明质酸原料生产销售国, 2018 年中国透明质酸原料的总销量占全球总销量的 86%。全球透明质酸原料市场销量前五均为中国企业, CR5 为 73%, 其中华熙生物以 36% 销量占比位居龙头。华熙生物是国内目前唯一的医药级透明质酸原料供应商, 医药级原料产品在国内取得了 7 项注册备案资质, 国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 21 项, 供应给全球数家知名制药企业。按照各级别原料销量口径计算, 2018 年全球食品级/化妆品级/医药级透明质酸原料的销量分别达到 230 吨/250 吨/20 吨, 其中华熙生物的食品级/化妆品级/医药级透明质酸原料的销量分别为 58.68 吨/108.72 吨/7.72 吨, 市占率分别为 25.5%/43.5%/38.6%。

图 19: 全球透明质酸行业竞争格局 (按销量)



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

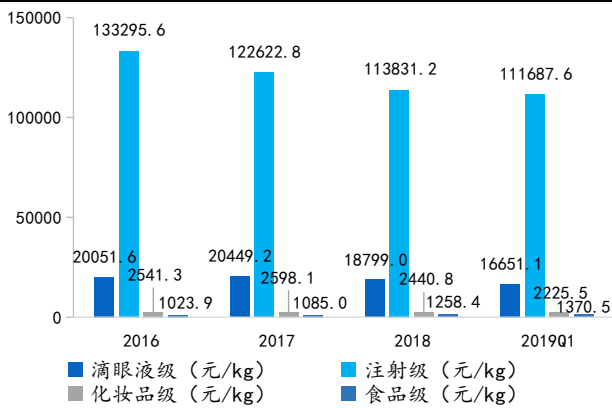
表 2: 透明质酸行业主要企业

公司名称	简要情况
Shiseido Company Limited (资生堂)	资生堂是成立于 1927 年的日本上市公司, 是最早开展发酵法生产透明质酸研究的公司之一, 也是最早实现透明质酸原料产业化生产的公司之一, 目前仍保持有一定产能的透明质酸原料生产业务。同时, 资生堂也是全球知名的高端化妆品企业, 其产品涵盖护肤系列、彩妆系列、男士系列、洗护系列等, 主要品牌包括“资生堂”“肌肤之钥”等
Contipro Inc.	Contipro 是一家成立于 1990 年的捷克公司, 目前是领先的制药和化妆品透明质酸产品生产厂商之一, 致力于透明质酸材料的研究和开发以及医疗保健应用。其主要产品包括透明质酸活性药物成分、抗衰老化妆品成分、伤口愈合产品和兽医产品等
Q-Med AB	瑞典 Q-Med 是一家生物技术医疗器械企业, 致力于研发、生产和销售用于软组织填充领域以及医疗领域的填充产品。其研制的专利 NASHA 粒子技术稳定性透明质酸自 1996 年首度推出市场, 其中美颜针 Restylane 是首个获 FDA 认可的透明质酸面部塑形产品。2008 年, Q-Med 生产的注射用修饰透明质酸钠凝胶产品“瑞兰 2 号”进入中国市场
LG Life Sciences, Ltd.	LG Life 是韩国 LG 集团的子公司, 自 1981 年起研究基因工程, 集中专注医药、兽药、精细化学品等三大行业。其注射用修饰透明质酸钠凝胶产品“YVOIRE 伊婉”于 2013 年获得国家食品药品监督管理局的正式许可
Allergan plc	Allergan plc 成立于 1950 年, 总部位于爱尔兰都柏林, 致力于开发、制造、销售和分销全球范围内的医学美容生物仿制药和非处方药。其推出的含利多卡因可注射透明质酸钠凝胶 Juvederm® XC 于 2008 年在欧洲成功上市, 并于 2015 年进入中国
Seikagaku Corporation (日本生化)	日本生化主要从事医药产品和啮齿动物细胞溶解产物的研究、开发、采购、生产和销售。该公司医药业务部门提供用于联合功能改善的基于透明质酸的药物, 用于内窥镜的眼科手术增强剂和粘膜下注射材料, 以及用于各种药物的药物物质。其骨科玻璃酸钠注射液品牌“阿尔治”已获得 CFDA 认证
欧舒丹	欧舒丹是一家以天然和有机成份生产化妆品及护理产品的全球性企业, 致力于利用来自普罗旺斯一带的天然有机成份, 设计、生产并营销种类繁多的化妆品及护理产品, 主要以 L'Occitane 品牌进行营销, 其产品包括身体护理、面部护理、香水、居室香氛等各个品种
昊海生物	昊海生物 (06826.HK) 成立于 2007 年, 专注于骨科、软组织填充与创面护理、眼科、防粘连及止血等治疗领域。主要产品包括骨科玻璃酸钠注射液、注射用交联透明质酸钠凝胶、医用透明质酸钠凝胶 (眼科)、医用几丁糖等。其软组织填充产品品牌包括“海薇”“娇兰”
爱美客	爱美客成立于 2004 年, 立足于生物医用材料的研发和转化, 致力于重组蛋白和多肽等生物医药的开发。产品临床应用涵盖医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等领域。其软组织填充产品品牌包括“逸美”“宝尼达”等

数据来源: 招股说明书, 东北证券

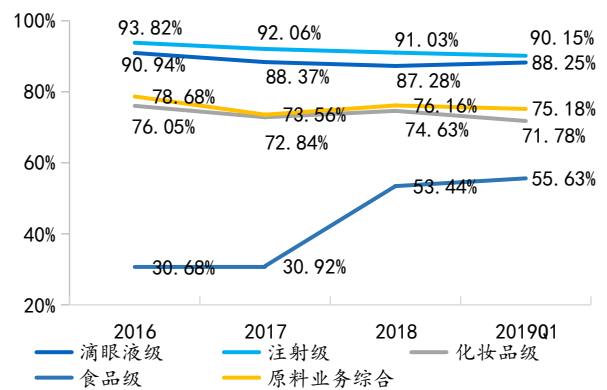
公司各级别的透明质酸原料价格、毛利率差别巨大。2019Q1 公司滴眼液级/注射级/化妆品级/食品级毛利率分别为 88.25%/90.15%/71.78%/55.63%，售价分别为 1.67 /11.17/0.22 /0.14 万元/kg。公司注射级产品 2011 年获得欧盟 CEP 证书，2012 年通过美国 FDA 现场审核，进入美国和欧盟等国家和地区；同时食品级产品通过工艺改进和规模扩大使平均成本下降，并成功切入境外知名食品级原料客户供应链，其销售价格较高，带动了食品级原料的平均销售价格上升。公司通过稳固化妆品原料和食品原料的先发优势，加强医药级原料产品布局，公司原料业务利润水平有望进一步提高。

图 20: 公司各类型原料销售价格



数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 21: 公司各类型原料毛利率情况



数据来源: 公司招股书, 东北证券

公司产品质量远超国际标准，且价格优势显著。公司注射级原料中核酸、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，且公司拥有符合美国 cGMP、中国 GMP、ICH Q7 要求的高标准生产线，通过美国 FDA、韩国 KFDA、中国 GMP 现场检查。中国企业产品售价低于境外公司同等产品。2018 年中国企业出口均价: 医药级原料为 2700-25000 美元/KG，低于海外企业 7000-50000 美元/KG；其他级别原料为 150-500 美元/KG，低于海外企业 400-1200 美元/KG。而公司作为全球最大的透明质酸生产商，较国内同行具有更强的规模效应和价格优势。

表 3: 公司产品质量高于欧洲药典、日本药典及中国药品质量标准

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

数据来源: 招股说明书, 东北证券

表 4: 透明质酸原料产品价格概览

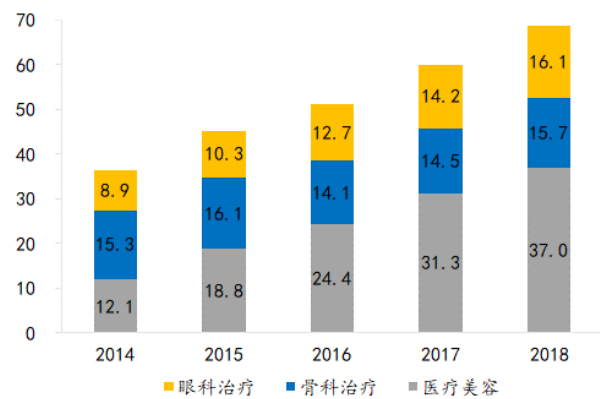
	产品	平均售价 (2018年度)
华熙生物	原料产品-注射级	113,831.19元/KG
	原料产品-滴眼液级	18,798.96元/KG
	原料产品-化妆品级	2,440.81元/KG
	原料产品-食品级	1,258.36元/KG
中国企业出口均价	医药级透明质酸原料	2,700-25,000美元/KG
	其它级别透明质酸原料	150-500美元/KG
海外企业	医药级透明质酸原料	7,000-50,000美元/KG
	其它级别透明质酸原料	400-1,200美元/KG

数据来源: 招股说明书, 东北证券

2.2. 医疗终端业务: 应用场景多元, 市场潜力有待释放

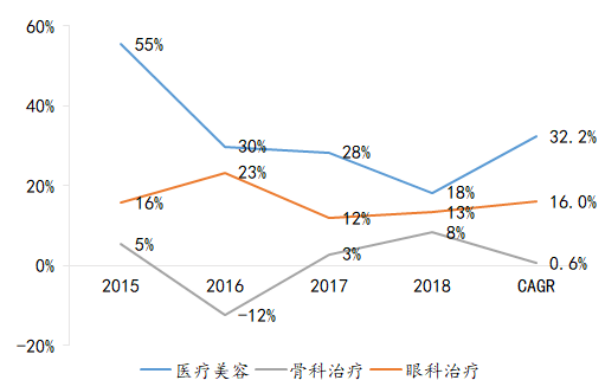
透明质酸在医疗终端主要应用于医美软组织填充(填充皱纹、修饰脸部)、眼科黏弹剂(用于白内障手术)和骨科关节腔注射液(用于治疗关节炎)等领域。根据 Frost & Sullivan, 2018 年中国医药级透明质酸医美终端市场规模为 37 亿元/+18%, 2014-2018 年 CAGR 为 32.2%; 骨科终端产品的市场规模约 15.7 亿元/+8%, 2014-2018 年 CAGR 为 0.6%; 眼科终端产品市场规模约 16.1 亿元/13%, 2014-2018 年 CAGR 为 16.0%。

图 22: 中国医药级透明质酸终端产品规模 (亿元)



数据来源: Frost & Sullivan, 东北证券

图 23: 中国医药级透明质酸终端产品规模增速

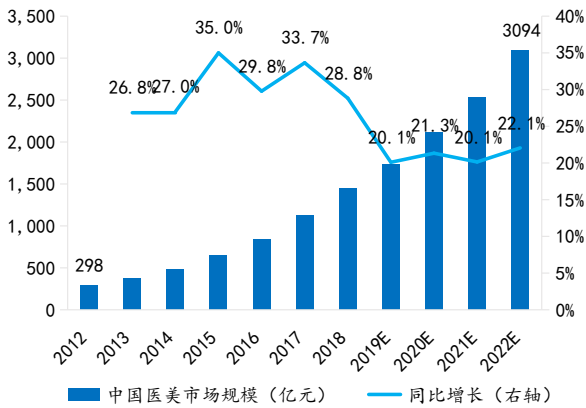


数据来源: Frost & Sullivan, 东北证券

2.2.1 医美受益于行业快速增长红利

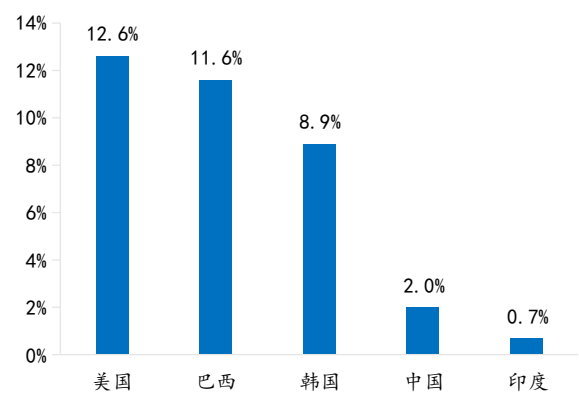
医美行业高速增长, 渗透率仍有较大提升空间。医美行业中常见手术类项目包括眼睑整形术、隆鼻、丰胸、面部重塑; 常见非手术类包括光疗、玻尿酸注射、冷冻等。根据艾瑞咨询, 2019 年医美市场规模将达到 1739 亿元, 至 2022 年预计规模将达 3094 亿元, 2019-2023 年预计复合增速为 21.2%。从渗透率来看, 我国医美渗透率仅 2.0%, 相较其他国家(美国 12.6%/巴西 11.6%/韩国 8.9%), 中国医美渗透率仍然有较大提升空间, 医疗美容行业未来前景广阔。

图 24: 2012-2022 年中国医美行业市场规模



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

图 25: 不同国家医美行业渗透率对比



数据来源: 智研咨询, 东北证券

透明质酸契合医美主力消费人群需求。与手术类整形相比,以注射类为代表的非手术类微创医美具有恢复快、价格及风险相对较低的优点,因此具有更高的复购率。而透明质酸由于具有良好的塑型效果和生物组织相容性等特性,成为目前主流的软组织注射填充材料之一。从不同年龄层级来看,目前医美需求主力消费人群(70后、80后)的首要需求为玻尿酸填充。根据国际美容外科医学会(ISAPS)统计的数据,2017年全球共进行2339万次医美项目,非手术类占53.97%,其中注射类占比约2/3,透明质酸材料占注射类超1/3。

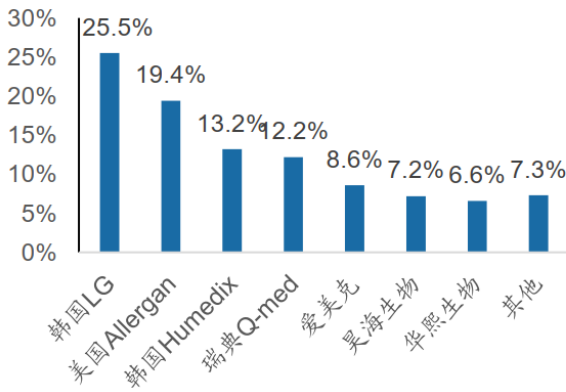
图 26: 2018 年中国不同年龄层级医美需求及年均消费



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

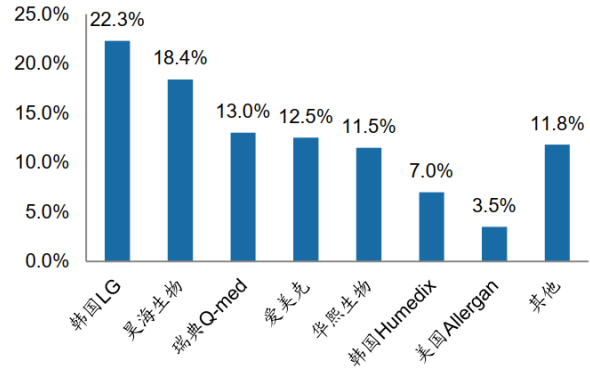
竞争格局: 海外品牌占主导地位, 国产品牌提升空间大。从销售额来看, CR4 达70%, TOP4 均为进口品牌; 华熙生物/昊海生物/爱美克销售额市占率分别为6.6%/7.2%/8.6%, 销量市占率分别为11.5%/18.4%/12.5%。

图 27: 2018 中国透明质酸填充企业销售额市占率



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

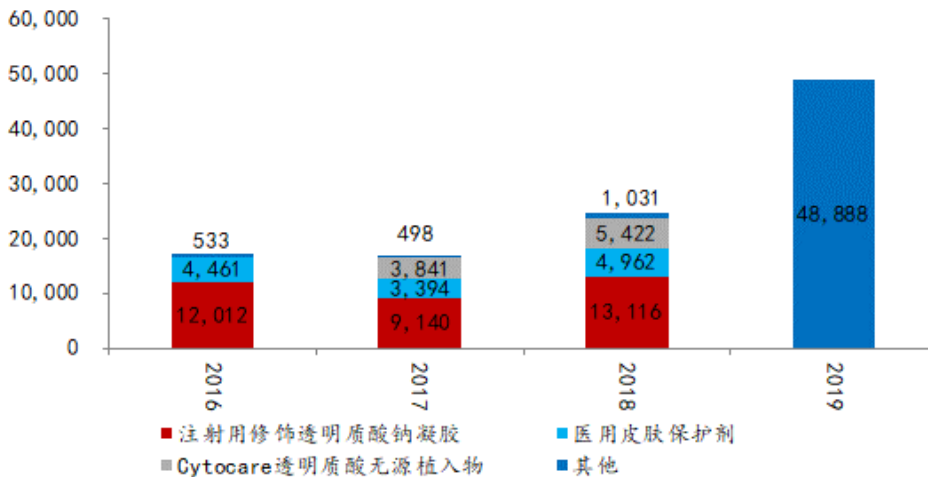
图 28: 2018 中国透明质酸填充企业销量市占率



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

公司不断丰富产品层次。公司持续产品创新，开发了不同层次和注射部位的透明质酸填充产品，全面覆盖高频（系列护肤品，1-2次/天）、中频（医用皮肤保护剂、皮肤修护贴，1-2个月/次）、低频（填充剂：6-12个月/次，肉毒：4-6个月/次）。2012年推出“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶，是国内首家获得CFDA批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂，打破了国外品牌对注射用透明质酸国内市场的垄断局面。随后推出“润致”（含利多卡因透明质酸填充剂）、皮肤保护剂等系列产品，通过海外收购获得高端无源植入物“Cytocare”（皮肤修复与塑形）。2019年公司推出国内首款自主研发的单相含麻透明质酸填充剂（用于深层皱纹及面部提升），进一步提高了公司在填充剂领域的市场地位。

图 29: 华熙生物皮肤类医疗终端产品销售收入（万元）

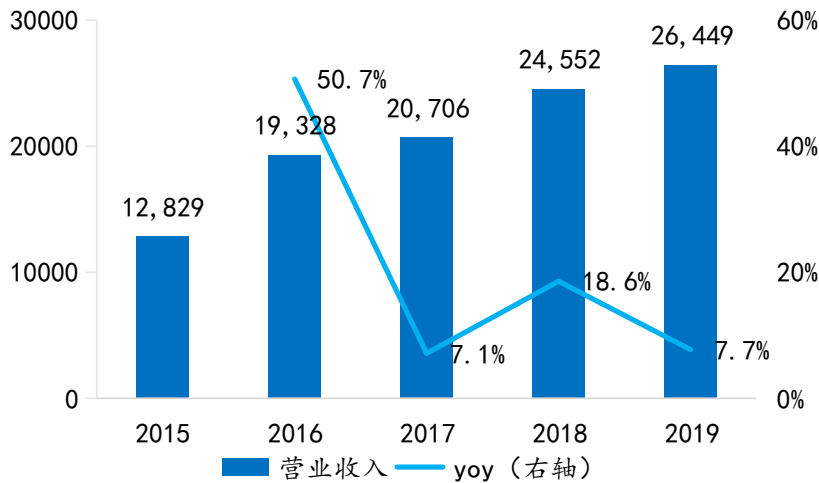


数据来源: 公司公告, 东北证券

携手韩国肉毒巨头。此外公司和韩国生物科技公司 Medytox Inc. 于香港成立的合资公司（各持股 50%），主要为了开发、拓展注射用肉毒素市场。肉毒素是一种“误打误撞”的药物，从最初治疗眼睑痉挛时发现除皱功效，到除皱时又发现治疗偏头痛具有良好功效，目前肉毒素在重度抑郁症和房颤治疗领域的应用潜力正在积极研究中。肉毒杆菌稳坐全球非手术类整形项目的第一把交椅，2018 年全球规模超 50 亿美元，《全球肉毒毒素市场发展趋势》数据显示，Allergan 占据全球近 70% 市场份额。目前国内肉毒素产品市场由兰州生物所的“衡力”与 Allergan 公司的“Botox”

占据，华熙生物涉足肉毒素产品有望成为公司医美领域新的增长点。

图 30: Allergan 公司肉毒杆菌产品营收及增速 (万元)



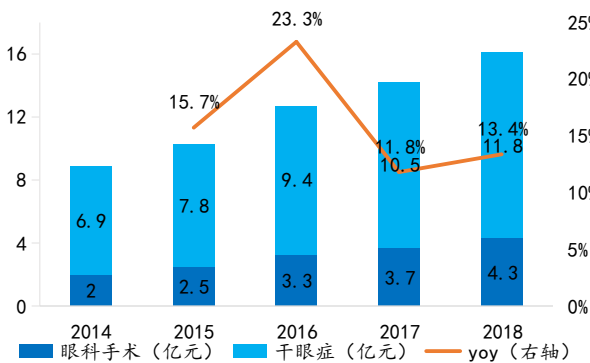
数据来源: 公司公告, 东北证券

2.2.2 眼科手术+骨科手术治疗方式迭代成为行业增长动力

持续扩大眼部应用场景。近年来，白内障、青光眼、干眼症等眼科疾病的患者人数快速增长，透明质酸产品在眼科领域白内障手术和干眼症方面的应用增长机会明确。公司不断拓展透明质酸在眼科领域的应用场景，例如在白内障手术中，利用高纯度透明质酸钠制作的黏弹剂临时支撑手术空间，避免眼组织受损；透明质酸在人工泪液中替代传统纤维醚类、聚乙烯类衍生物等成分，发挥更好的滋润眼部的作用，为干眼症治疗的一线用药。

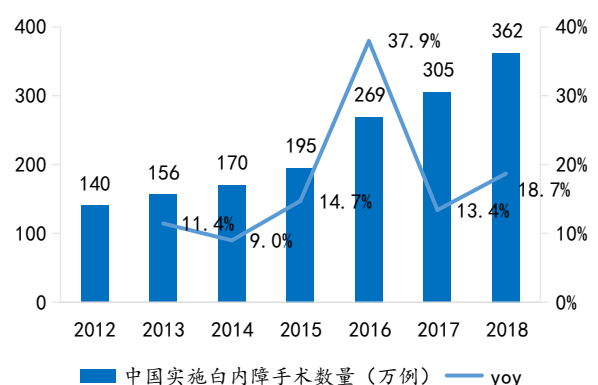
广阔的白内障手术市场。白内障是全球致盲性眼病之最（我国 60 岁以上老年人白内障发病率达 80% 以上），2018 年我国白内障手术量超过 360 万人次（2012-2018CAGR=17.16%），手术是唯一治疗方式，用于手术的眼科粘弹剂由高分子量透明质酸（大于 2000kDa）构成，研发难度大（商业化透明质酸原料分子量介于 500kDa-1500kDa）。华熙生物拥有全球领先的透明质酸发酵与纯化技术，于 2014 年成功上市眼科粘弹剂“海视健”（欧盟 CE 及中国 CFDA 双认证），2018 年公司在眼科粘弹剂市场的市场份额达 2%（2016 年 1.3%），未来有望进一步提升份额。

图 31: 中国医药级透明质酸眼科终端规模及增速



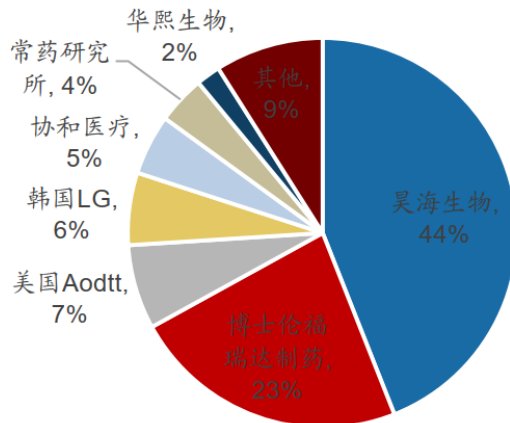
数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

图 32: 我国白内障手术数量 (万例)



数据来源: 中国防盲治盲网, 东北证券

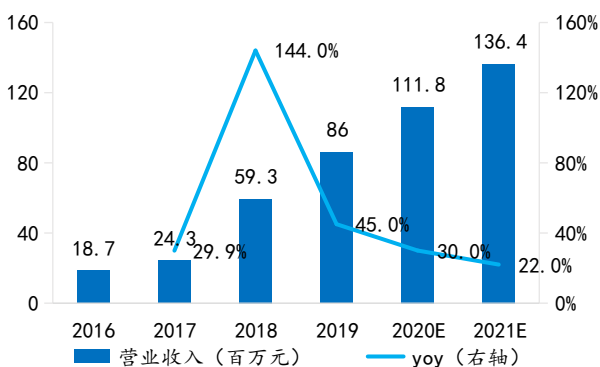
图 33: 2018 年我国眼科粘弹剂竞争格局



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

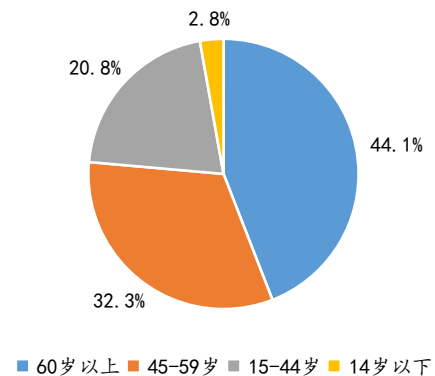
老龄化大势所趋，骨科应用需求增长明确，公司市场份额逐步提升。目前关节炎的治疗方法主要是更换关节或保守治疗，考虑到更换的关节有使用寿命限制，保守治疗为主要方法，而玻璃酸钠注射液作为关节补充滑液，可保护病损软骨，且具备良好的生物相容性，不良反应较少。公司骨科领域治疗骨关节炎的“海力达”玻璃酸钠注射液于 2013 年取得欧盟三类医疗器械 CE 认证，2014 年取得中国 CFDA 药品批文，成功进入国内外骨科市场，2016/2017/2018/2019 年末，公司陆续中标的省份累计达 8 个/16 个/20 个/23 个。公司产品在国内玻璃酸钠注射剂市场的份额已经从 2016 年的 0.6% 提升到 2018 年的 9.1%。

图 34: 海力达骨科制剂营收及增速预测



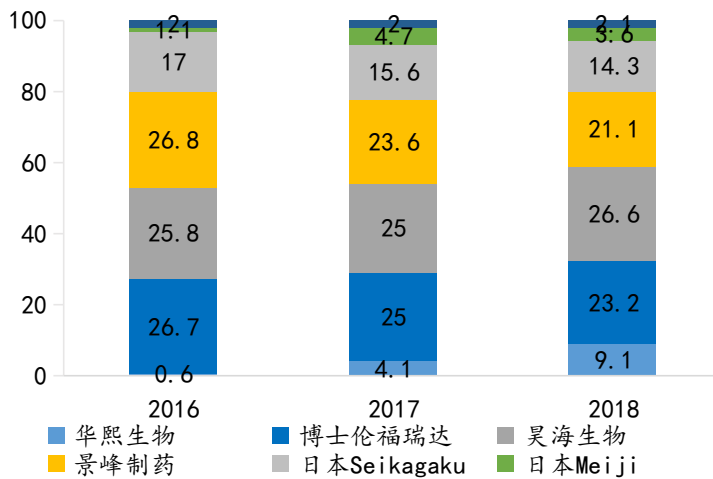
数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东北证券

图 35: 中国骨科类疾病患者年龄构成



数据来源: 中国卫生健康统计年鉴, 东北证券

图 36: 我国玻璃酸钠注射剂市场格局 (%)

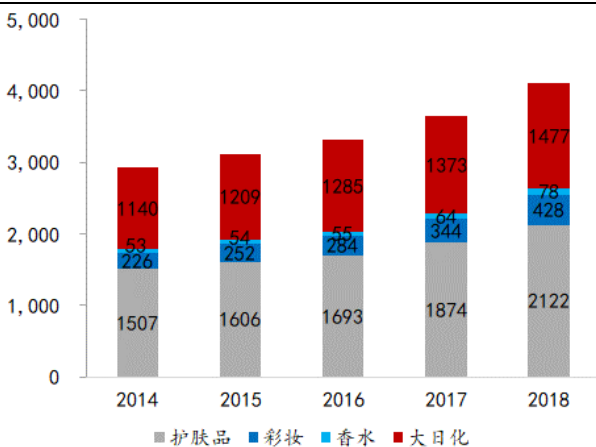


数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

2.3. 功能护肤业务: 打造差异化&高性价比产品路线, 品牌力有望强化

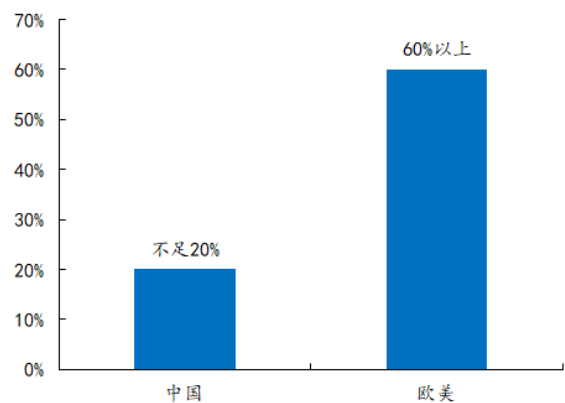
功能性护肤品市场空间广阔。2018 年我国化妆品市场规模达到 4015 亿元/+9.8%，过去十年复合增速全球第一，成长为仅次于美国的第二大化妆品消费国。其中护肤品市场规模达 2122 亿元/+13.2%/占比 52.9%。近年来，消费者偏好转向功能性产品，越发注重产品效果，对化妆品成分的认识不断加深，追求通过特定成分针对性地解决肌肤问题，看重产品有效成分而不是品牌，“成分党”兴起成为行业重要趋势之一。根据《中国报告大厅》化妆品行业的数据，中国功效护肤市场规模已经从 2010 年的 110 亿元增长至 2017 年的 625.43 亿元，年复合增长率高达 28.2%，预计 2023 年增长至 811 亿元。但我国功能护肤市场占整体化妆品市场不足 20%，相较欧美、日韩等 60% 以上的份额差距较大，未来市场成长空间广阔。

图 37: 2012-2018 年中国化妆品行业市场规模



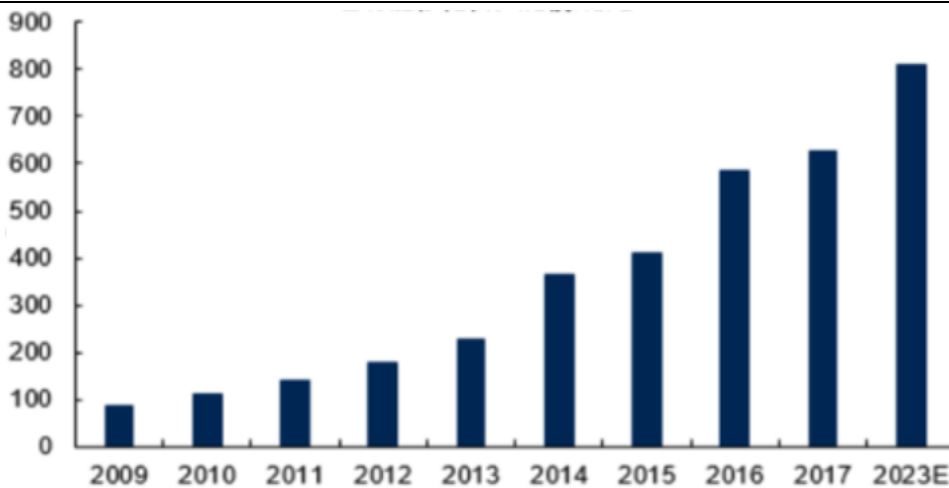
数据来源: Euromonitor, 中商产业研究院, 东北证券

图 38: 我国和欧美功能性化妆品市占率



数据来源: 智研咨询, 东北证券

图 39: 我国功能性化妆品市场份额 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 东北证券

公司依托技术优势, 打造多品牌进驻功能性护肤领域。2018 年公司调整组织架构, 建立多品牌多事业部协作机制, 推动多品牌战略, 打造全年龄段、全功能覆盖的功能性护肤品牌矩阵, 在原有“润百颜”品牌基础上, 陆续推出“BIO-MESO”、“米蓓尔”、“夸迪”、“德玛润”、“华熙颐宝”等多个新品牌。新品牌以透明质酸及其他生物活性物质为核心成分, 针对敏感皮肤、皮肤屏障受损等不同的皮肤问题定位精准人群。功能性护肤品将成为公司未来业绩增长的重要驱动力。

图 40: 全年龄段、全功能品牌矩阵








数据来源: 公司官网, 东北证券

乘功能性护肤兴起之风, 多品牌差异化定位。公司的功能性护肤品定位不同于传统的日化类化妆品, 更贴近“药妆”的概念, 突出成分和功能细分的差异化定位。各品牌均主打功效护肤, 但品牌定位有所差异。润百颜主打玻尿酸“补水”、“修复”,

采用核心成分 miniHA 及不同分子量配比技术，明星产品为水润次抛原液；米蓓尔主打敏肌修护，夸迪主打高端 5D 玻尿酸活导技术；德玛润与 BIO-MESO 的明星产品则分别为喷泉活水乳和虾青素肌底液。公司的营销方式为：首先在知名医院的皮肤科进行检验并获得临床报告证明产品功效是否能够满足特定人群的诉求；然后通过多种渠道找专业医生试用产品（但医生并不带货），找敏感肌和美妆博主及垂直类的媒体进行宣传，最后做好电商平台和其他“红人店”等分销渠道的宣传，并寻找具有影响力的 KOL 进行线上宣传。

表 5：公司功能性护肤品牌矩阵

品牌	定位	年龄定位	价格带（元）	主要产品	明星产品
BIOHYALUX® 润百颜® — 科技护肤品牌 —	科技护肤、 专注玻尿酸	23-45岁	60-600	次抛原液、喷雾、 面膜、口红	 水润次抛原液
MEDREPAIR 米蓓尔	专注敏肌修护	25-40岁	50-400	次抛原液、面膜、 乳霜	 敏肌补水修护入门套装
QUADHA® 夸迪	5D玻尿酸 导活科技	-	40-1000	次抛原液、面霜、 清洁、喷雾、精华 、护手霜	 5D玻尿酸次抛原液
DERMAECHO 德玛润	每日鲜活 写在脸上	12-18岁	100-220	水乳、精华、清洁 、面霜	 喷泉活水乳
Bio-MESO 肌活 DERMAL SCIENCE LABORATORY	功效护肤	18-29岁	100-300	肌底液、精华水、 精华、面膜、清洁	 虾青素肌底液

数据来源：公司官网，东北证券

产品研发优势突出，“故宫口红”印证优秀 SKU 创新能力。公司利用多年积累的技术优势，生产了一系列具有不同功效的无菌、无防腐剂小包装次抛原液产品，该系列产品辨识度高且竞品较少。此外，公司还先后开发出以添加透明质酸及衍生物为核心的面膜、喷雾、水乳膏霜等功能性护肤品。2018 年公司与故宫博物院合作推出“故宫口红”和“故宫美人面膜”，将技术优势与中国传统文化结合。技术方面，公司将水溶性透明质酸添加到口红膏体中，安全性高且可补水保湿、淡化唇纹。营销方面，通过文案和图片传达东方美学和文化底蕴，塑造国产功能性化妆品品牌形象，与市场同类产品进行差异竞争，获得消费者的高度认可。“故宫口红”推出当天微博话题引来 8000 万次围观、30 多万条讨论，首次发售即售出 8 万支，于 2019 年上半年成为爆款产品，期间累计创造营业收入 4056.2 万元，“故宫口红”的爆火证明公司具备优秀的 SKU 创新能力。

表 6: 公司主要产品情况

产品类别	产品名称	核心成分	功效/色号	价格	单价
	水润次抛原液 	透明质酸钠	肌底补水、润亮肌肤、细腻锁水	419元/30ml	14元/ml
	紧致次抛原液 	透明质酸钠、二裂酵母提取物、酵母提取物	强韧肌底、舒缓修护、对抗干纹、紧致提拉	489元/30ml	16元/ml
次抛原液	水光盈透次抛原液 	透明质酸钠、光甘草定、复活草提取物	焕彩匀亮、光滑细嫩	489元/30ml	16元/ml
	净透活肤次抛原液 	透明质酸钠、3D 水杨酸、烟酰胺、黄檗树皮提取物	清爽控油、净化痘痘	419元/30ml	14元/ml
	多元修护次抛原液 	透明质酸钠、神经酰胺、ECTOIN、洋甘菊提取物、	修护肌肤屏障、肌底修护	519元/30ml	17元/ml
面膜	水光亮润舒透面膜 	透明质酸钠、烟酰胺、金缕梅提取物、凝血酸等	深入补水、光感透亮、修护滋养	109元/5片	22元/片
	舒润水感保湿面膜 	透明质酸钠、烟酰胺、牡丹根提取物、扭刺仙人掌茎提取物、金钗石斛提取物	缓和黯沉、匀亮肤色、透亮肌肤	159元/7片	23元/ml
喷雾	舒润水感保湿喷雾 	透明质酸钠、黄瓜果提取物	补水定妆	119元/150ml	0.8元/ml
口红	故宫口红 	郎窑红、枫叶红、豆沙红、碧玺、玫紫、人鱼姬		199元/支	

数据来源: 公司官网, 东北证券

3. 竞争优势: 多维优势构筑核心壁垒

3.1. 产能优势: 产能持续扩张, 规模优势强化

业务快速扩张, 产能持续释放。随着公司透明质酸的应用场景快速拓展, 产能逼近饱和 (2018 年透明质酸原料、医疗终端、功能性护肤品的产能利用率分别达到 87.8%、94.8%和 80.4%), 新产能需求迫在眉睫。济南二期工程于 2019 年 6 月投产 (新增 150 吨食品级/化妆品级产能), 天津相关项目及生命健康园计划于 2020 年起逐步投产, 缓解公司产能瓶颈。

表 7: 2016-2018 年公司各业务产能情况

	2016	2017	2018
原料业务	119.74	132.78	175.5
产量(单位:吨)	119.74	132.78	175.5
产能(单位:吨)	200	200	200
产能利用率	59.87%	66.39%	87.75%
医疗终端产品			
产量(单位:万支)	300	300	400
产能(单位:万支)	188.28	154.45	379.13
产能利用率	62.76%	51.48%	94.78%
功能性护肤品			
产量(单位:万支)	564.4	1327.32	3837.23
自产	-	1327.32	3217.23
外协加工	564.4		620
产能(单位:万支)	-	1900	4000
产能利用率	-	69.86%	80.43%

数据来源: 招股说明书, 东北证券

公司新增产能充沛, 发力高附加值产品。天津项目新增产能主要覆盖原料产品和功能性护肤品, 包括透明质酸原料 300 吨/衍生物 152 吨/溶液类 500 吨/次抛原液 2 亿支及洗眼液 1000 万支。健康产业园新增产能主要覆盖医疗终端产品和护肤品, 包括医疗针剂产品 10000 万支/医用次抛原液 6000 万支/透明质酸次抛类产品 5000 万支/面膜 1 亿片/口红 2000 万支等。由于医用级透明质酸原料和医疗终端产品研制难度大, 技术含量高, 表现出高附加值。从募投项目来看, 公司在保证传统业务优势的前提下发力医用级终端产品, 掌握较大定价权, 在产能优势支持下竞争力进一步增强。

表 8: 公司募投项目计划每年新增产能

天津透明质酸钠及相关项目新增产能		
透明质酸原料	透明质酸原料(食品级、外用级)	300吨
	透明质酸衍生物	152吨
	透明质酸溶液类	500吨
功能性护肤品	透明质酸次抛原液	2亿支
	透明质酸洗眼液	1000万支
生物生命健康产业园项目新增产能		
医疗终端产品	医疗针剂产品	10,000 万支/年
	医用次抛原液	6,000 万支/年
	玻璃酸钠滴眼液	5,000 万支/年
	医用敷料	2,700 万件/年
	医用透明质酸润滑剂	2,000 万支/年
	玻璃酸钠原液	1,000 万瓶/年
	透明质酸次抛类产品(原液、膏霜、乳液等)	5 亿支/年
	飞机瓶(原液、膏霜、乳液等)	1亿支/年
	面膜	1亿片/年
	护肤品	水乳膏霜
	洗眼液	500 万支/年
	喷雾	2000 万瓶/年
	彩妆粉单元	2000 万瓶/年
	口红	2000 万支/年

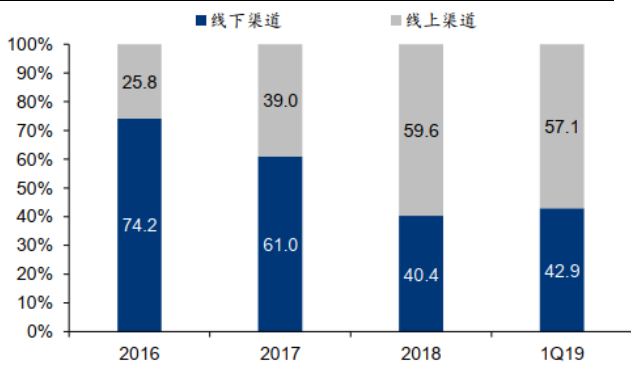
数据来源: 招股说明书, 东北证券

3.2. 渠道优势：原料业务渠道粘性强，功能性护肤品重点布局线上

原料业务客户具备较强粘性，公司占据大型客户渠道先发优势。公司在全球 40 多个国家和地区拥有医药、化妆品、食品等行业的经销渠道，且公司为大型知名厂商的原料供应商（例如乐敦、雅诗兰黛、资生堂等）。公司原料业务全球客户超过 1000 多家，部分客户合作已经超过 15 年。由于医药级和化妆品级原料对于产品质量稳定性和供应链管控的要求较高，转换成本高昂，下游公司一般不会轻易更换供应商，因此公司原料业务的渠道维护费用较低。

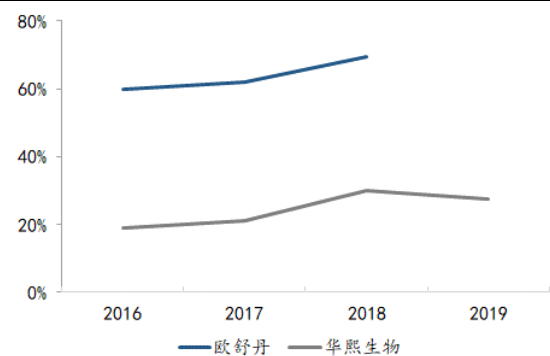
功能性护肤品重点布局线上渠道，提升推广效率。公司功能性护肤品采用线上、线下结合的销售模式，线下渠道以经销为主，线上渠道直营为主。不同于传统化妆品企业建立实体店，邀请明星代言的推广方式，华熙生物主要通过：1) 大力发展线上渠道，除在天猫、淘宝、有赞平台自营销外，还陆续与京东商城、小红书、辣妈学院等主要电商平台合作。2018 年公司线上收入占比提升至 60%。2) KOL&明星持续推荐，“口碑相传”提升推广效率。公司护肤品功能性和性价比优势充分迎合 KOL 择货标准，相比可比公司，华熙生物护肤品销售费用更低。

图 41: 功能性护肤品线上渠道占比持续提升 (%)



数据来源：公司招股书，东北证券

图 42: 华熙生物和欧舒丹销售费用率差别较大

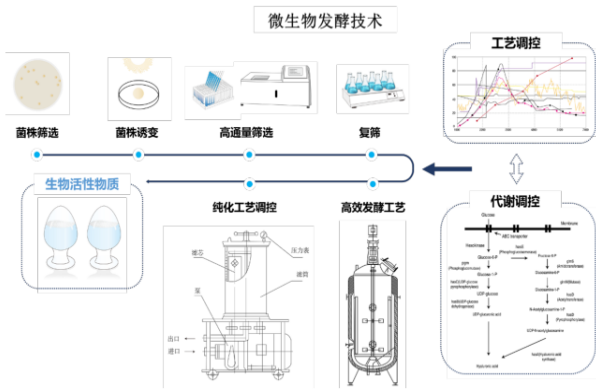


数据来源：公司招股书，东北证券

3.3. 技术优势：两大核心技术平台打造成本&品质壁垒

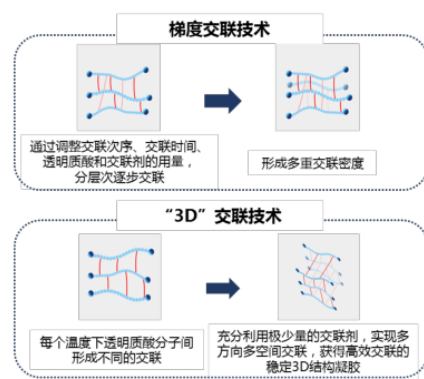
技术优势支持公司全产业链扩张。公司依托微生物发酵和交联两大科技平台，实现四大技术突破，通过全球领先的生物发酵技术解决生产效率问题，2019 年公司平均产率从 10~13g/L 提升到 12~14g/L，远远高于文献报道的行业最优水平 6-7g/L。通过酶切技术和分子量精准控制技术实现在保证纯度和结构完成的前提下，加工形成不同分子量段透明质酸，实现了 2kDa 到 4000 kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破。在低分子量段和高分子量段两个领域，华熙生物对手极少，竞争优势明显。此外，公司通过透明质酸梯度 3D 交联技术达到生物医药中对透明质酸体内维持时间、机械强度等方面的要求；通过国内率先采用的玻璃酸钠注射液终端湿热灭菌技术使产品的无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一，显著提高玻璃酸钠注射液产品安全性。

图 43: 微生物发酵技术



数据来源: 公司招股书, 东北证券

图 44: “梯度 3D 交联” 技术

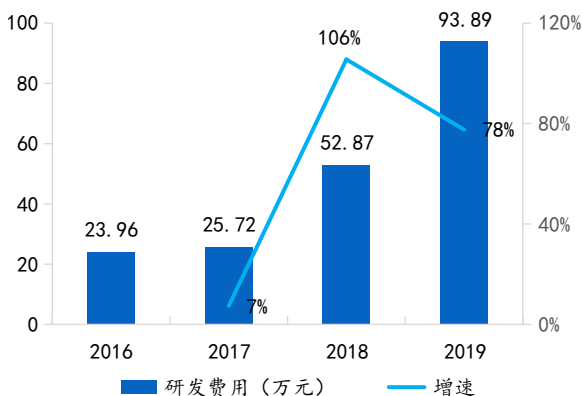


数据来源: 公司招股书, 东北证券

研发技术内生与外延并重，打造 HA 产业持续创新平台。内部激发现有研发人员的创新力和动力，公司现有研发人员可以以个人的名义来创建工作室，在取得产品应用成果后由公司进一步将产品进行产业化和商业化。目前公司分别创立了在美国、深圳、上海、北京和济南、法国多地联动研发模式，与哈佛大学、清华大学、山东大学、江南大学等国内外知名科研机构开展技术合作，布局新产品和技术的研发。肉毒素产品方面，公司 2015 年与韩国知名肉毒素生产企业 Medytox 成立合资公司，投入肉毒素的安全性及药效临床试验，个护方面 2017 年收购法国皮肤管理机构 Revitacare，将研究领域及产品布局拓展至专业护肤、护发领域。公司研发“既用外脑，又用内脑”，打造服务于公司全产业链扩张的创新力量。

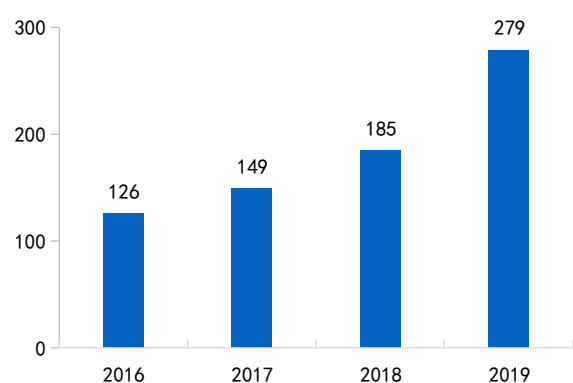
公司研发人员数量增长较快，研发费用率不断提升。2016-2019 年公司研发费用 CAGR 达到 58%，公司研发费用率由 2016 年的 3.27% 提升至 2019 年的 4.98%。相应的研发人员数量从 2016 年的 126 人增长至 2019 年的 279 人，增长较快。目前公司基于现有研发平台，提出研发工作室模式，全面激发研发人员的创造力，持续的研发投入有望不断助力公司的产品创新和迭代。

图 45: 2016-2019 年公司研发费用及增速



数据来源: Wind, 东北证券

图 46: 2016-2019 年公司研发人员数量



数据来源: Wind, 东北证券

表 9：华熙生物最新研发成果简介

华熙生物最新研发成果	
单相交联透明质酸软组织填充剂	2019年以前，国内透明质酸软组织填充剂主要以双相产品为主，仅有两款进口单相产品，公司开展单相交联技术研究，产品经过一系列生物相容性试验及临床试验，2019年公司单相交联透明质酸软组织填充剂取得三类医疗器械注册证（注册证编号：国械注准 20193130257），打破了国外单相产品的市场垄断。
医用透明质酸无菌海绵	该产品为一种海绵形式的新型可降解生物敷料，可用于浅表创面的止血、吸液、护创，生物相容性好，安全性高，具有较好的吸水性、柔韧性、黏附性及良好的止血护创效果。
透明质酸护创凝胶	通过高分子量透明质酸涂抹在皮肤创面后黏附于体表形成物理屏障，保护创面免受外界环境的不良因素刺激，维持创面湿性环境，减轻外部环境对创面和周围皮肤刺激，从而起到创面防护作用。
生物活性物麦角硫因	是一种天然稀有的含硫氨基酸，是人体中天然存在的细胞保护剂和抗氧化剂，能够保护细胞发动机-线粒体，防止 UV 辐射损伤。公司基于微生物发酵技术平台，成功研发出新产品——麦角硫因，具有清除自由基、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剂等多种功能，是一种高附加值的生物活性物产品。

数据来源：公司公告，东北证券

3.4. 核心团队：内外兼修，专业的人做专业的事

专业化且资深的管理团队具极强的执行力。赵燕女士自公司 2017 年完成从香港联交所主板私有化后，便亲自担任公司董事长、总经理，对公司产品开发策略、管理架构和团队考核机制逐一梳理，启动全面战略升级。林伶俐女士 2019 年开始担任公司首席战略官，林女士此前任职于国际医美巨头 Allergan（亚太区医美总监兼中国医美总经理），拥有丰富的实战经验及全球化视野；首席运营官郭珈均先生 2002 年加入华熙国际投资集团（16 年投资经验），对产品布局及市场运营拥有深刻洞见。在拥有丰富管理经验和卓越的国际化运营能力的管理层带领之下，公司已建立起从原料到医疗终端产品及功能性护肤品的全产业链业务体系，整体呈现快速发展态势。

研发团队资历深厚。公司核心团队建设坚持两条主线：（1）不遗余力地支持研发主线，目前公司研发团队共 279 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。首席科学家郭学平博士是国内透明质酸技术开发的奠基人，主导多项技术创新；刘爱华女士拥有 30 余年医药行业技术及管理经验，在产品研发生产、国际国内注册方面做出重大贡献；栾怡宏先生深耕生产工艺，解决多项技术难点，大幅提高透明质酸产率和质量。（2）坚持引进细分领域专业人才，2018 年公司邀请前上海家化技术总监李慧良先生加入公司，担任首席技术官。李慧良先生被称为“中国化妆品研发第一人”，成功开发“六神”、“佰草集”、“美加净”等国民品牌，产品开发及市场精准定位独具眼光。此外，德永达郎先生 2020 年受邀加入公司，负责 HA 医疗级原料和日本子公司。华熙生物通过合理的机制引入细分领域最专业的人士弥补弱势，强化核心团队，提升产品的核心竞争力。

表 10: 公司核心管理团队介绍

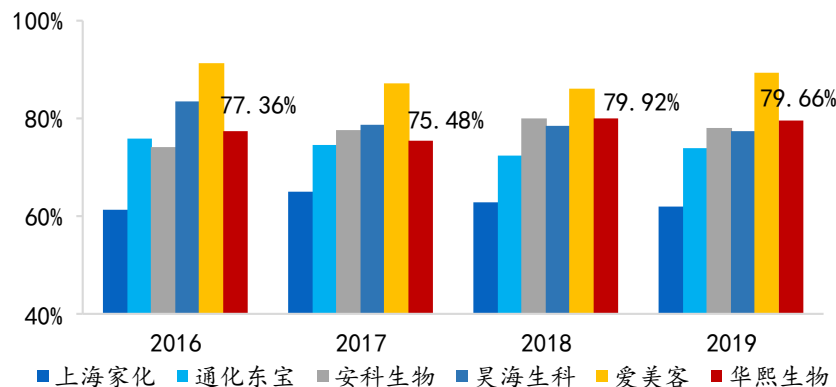
团队	人员	简介
管理团队	赵燕女士	生物专业本科毕业，理学学士，美国福坦莫大学工商管理硕士。2000年至2002年，任华熙昕宇投资有限公司的总经理；自2003年至2019年3月任华熙福瑞达董事。现任公司董事长兼总经理。
	刘爱华女士	副总经理，拥有30余年医药行业技术及管理经验；对研发创新机制建立，新领域拓展做出重要贡献；在透明质酸原料及终端产品的研发、生产、品质保障、市场营销等方面建树颇深，促进以透明质酸为核心的系列原料产品和终端产品的研发、国际国内注册及上市，主导并参与济南两个生产厂区的建设，提升产业化能力。
	林伶俐女士	首席战略官，曾就职于联合利华、英美烟草集团、美国通用汽车、卡夫食品国际公司、百事国际、诺基亚、艾尔建公司、K2W集团任首席执行官；2019年1月至2019年3月任华熙福瑞达首席战略官、副总裁。现任公司董事、副总经理、首席战略官。
研发团队	郭学平博士	公司首席科学家，国务院特殊贡献专家，山东省有突出贡献的中青年专家、山东省优秀青年知识分子等称号；曾获国家科技进步二等奖、国家科技进步三等奖。1990年首先在国内开始透明质酸的发酵生产技术研究，结束了我国只能使用鸡冠提取法生产透明质酸的落后局面；2012年主导研究实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化发酵法生产。
	栾贻宏先生	本科毕业于山东医科大学药理学专业，2008年12月获山东大学微生物与生化药学专业硕士学位。2004年9月至今，历任华熙生物科技股份有限公司研发部长、质量部长、生产部长、副总经理。
	李慧良先生	我国化妆品著名品牌六神、佰草集主创者。他研发的如六神花露水、佰草集和美加净等系列产品，曾多次获得国家、全国轻工系统和上海市政府的嘉奖。李慧良先生多年潜心于中国化妆品技术创新和研发理论与方法论等方面研究，形成了适合我国、独特而高效的产品研发理论体系与方法及流程，并率先创新性地系统应用中医药理论和技术于现代化妆品研发中，是中国化妆品研发领域中最有影响力的专家之一。
引进人才	蒋瑞先生	毕业于中国人民大学，研究生学历，经济学硕士、文学硕士，持上海证券交易所董事会秘书资格。历任宏源证券总经理办公室高级副经理、中信证券董事会办公室高级经理、苏宁金石基金运营总监、天风证券战略客户总部总经理；2019年1月至3月，任华熙福瑞达董事会秘书。现任公司董事、副总经理、董事会秘书。
	德永达郎先生	日本国籍，毕业于日本上智大学，研究生学历。自1993年4月起在株式会社资生堂任职，历任透明质酸制药部副主事、研发战略室主事、透明质酸事业部参事、透明质酸事业部门总负责人。目前担任公司副总经理及日本子公司负责人。

数据来源：招股说明书，东北证券

4. 财务分析：高毛利&高净利，周转水平优于同行

毛利率：公司毛利率呈增长态势，高于行业平均水平。相对于可比公司而言，华熙生物凭借原料生产优势，其毛利率水平高于同业平均水平。在护肤品业务上，华熙毛利率达 78.54%（2019 年），明显高于上海家化；在医疗终端业务上，华熙毛利率达 86.67%（2019 年），低于爱美容，高于昊海生科、安科生物、通化东宝。

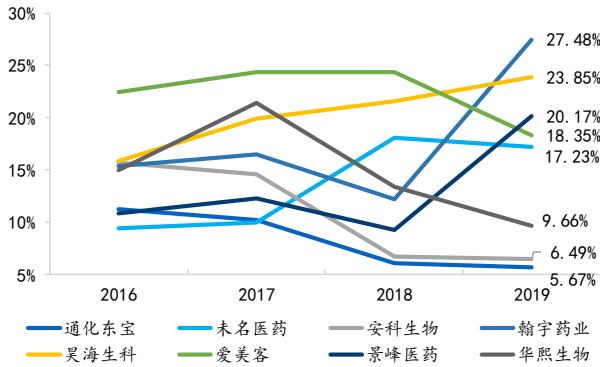
图 47: 2016-2019 年可比公司综合毛利率情况



数据来源：Wind，东北证券

管理费用率：逐步回归常态，人效领先同行。上市前夕，公司私有化和收购项目在短期对管理费用产生较大影响，例如 2017 年收购 Revitacre 后对其核心管理技术人员给予业绩奖励，导致职工薪酬增加 3363.88 万元；2017 年开曼华熙私有化时授予彼时高管的期权一次性加速行权，导致股份支付增加 2658.26 万元；2018 年员工持股平台天津文徽入股增加当期股份支付费用等。2019 年公司管理费用率回归至常态区间 9.66%，低于行业平均水平。从公司人均创收和人均创利来看，2019 年全体员工人均创收 161.9 万元，人均创利 31 万元，人效处于业内领先水平。

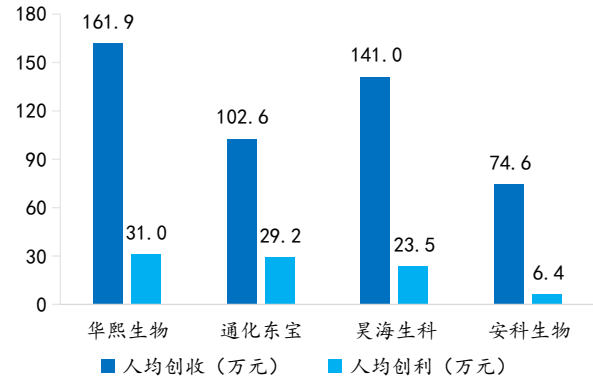
图 48：2016-2019 年可比公司管理费用率对比



数据来源：Wind，东北证券

注：（爱美客数据为 2019H1，下同）

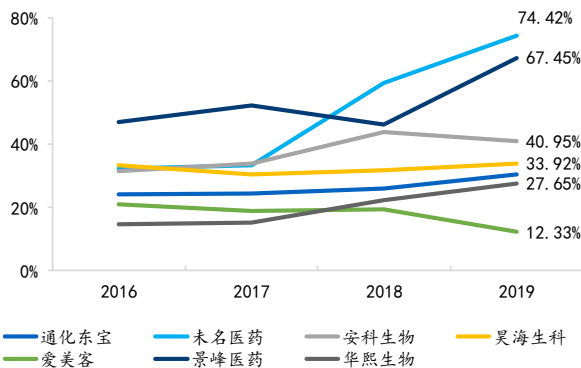
图 49：2019 年人均创收&人均创利对比



数据来源：Wind，东北证券

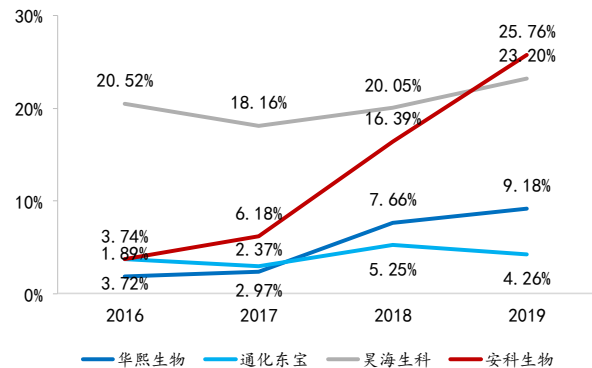
销售费率：公司销售费用率持续增长，2019 年销售费率达 27.65%。2016-2019 年公司销售费用 CAGR 为 65.3%，销售费用迅速增长主要系营销团队建设、央视广告投放、开拓终端产品市场和线上推广四个方面。化妆品行业需要高额的广告和营销投入来提升品牌知名度，华熙生物快速增长的销售费用预示产业链下游的终端产品市场份额有望进一步提升。同业对比看，公司销售费用率远低于同行平均水平，仅高于爱美客；广告营销费用率仅 9.18%，远低于同行。其次，公司销售人员数量较少，销售人员人均薪酬领先同行。

图 50：2016-2019 年可比公司销售费用率对比



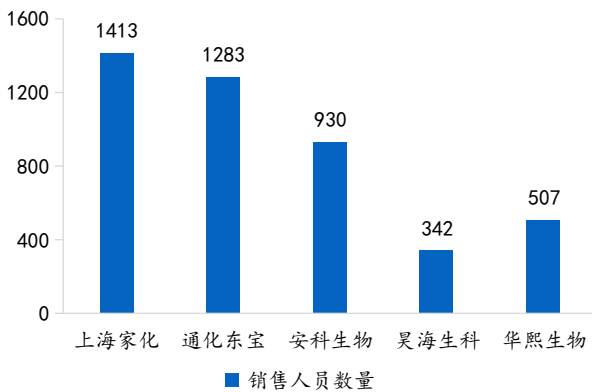
数据来源：Wind，东北证券

图 51：2016-2019 年可比公司广告宣传费用率



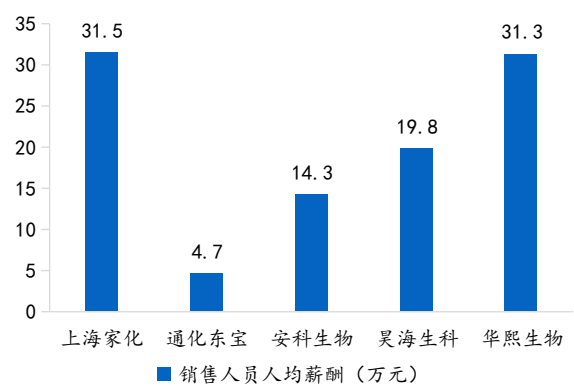
数据来源：Wind，东北证券

图 52: 2019 年可比公司销售人员对比 (人)



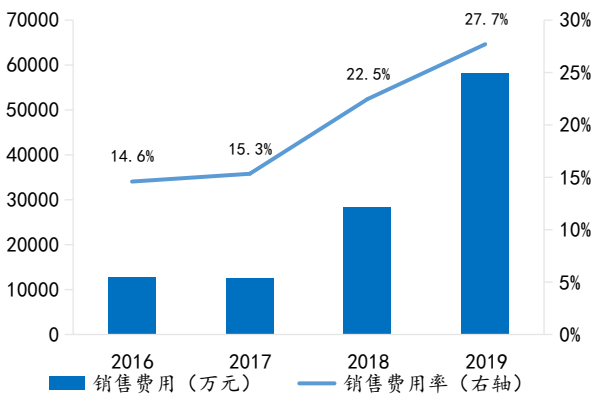
数据来源: Wind, 东北证券

图 53: 2019 年可比公司销售人员人均薪酬对比



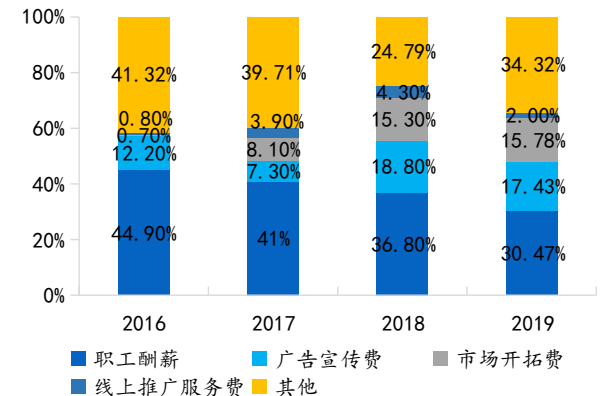
数据来源: Wind, 东北证券

图 54: 2016 年-2019 年华熙生物销售费用及增速



数据来源: Wind, 东北证券

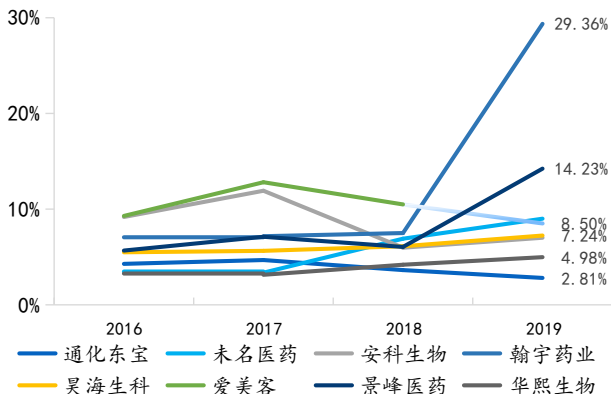
图 55: 2016 年-2019 年华熙生物销售费用结构



数据来源: Wind, 东北证券

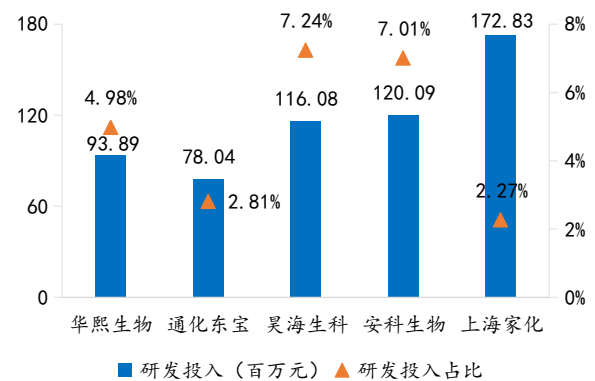
研发费率: 公司研发费用率高于日化公司, 低于生物医药公司。2016 年-2019 年公司研发费用 CAGR 达 58%, 2019 年研发费用率为 4.98%。国内化妆品公司研发费率在 2%-3.5% 之间, 公司研发费率高于国内化妆品公司, 但相比生物医药公司较低。目前公司基于现有研发平台, 提出研发工作室模式, 全面激发研发人员的创造力。

图 56: 2016-2019 年可比公司研发费用率对比



数据来源: Wind, 东北证券

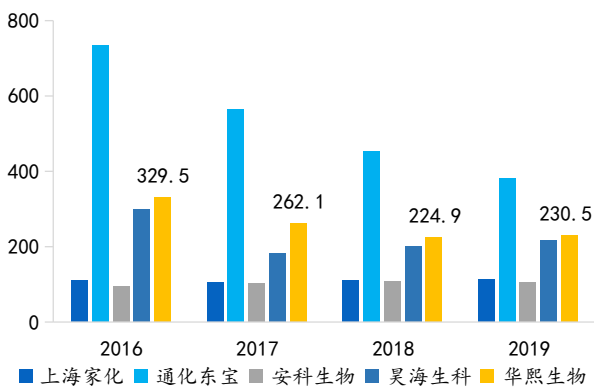
图 57: 2019 年可比公司研发投入对比



数据来源: Wind, 东北证券

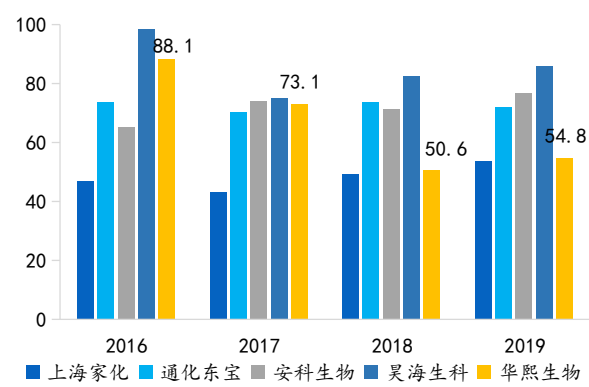
存货&应收: 周转能力提升, 整体由于同业。2016-2019 年公司存货周转天数由 329.5 天下降至 230.5 天, 营收周转天数由 88.1 天下降至 54.8 天, 运营能力不断提升。公司总体上采取“以销定产, 以产定购”的生产、销售、经营模式。在当前存在产能瓶颈情况下, 公司通过合理安排库存, 账款方面除对部分规模大、合作时间长、信用情况较好的优质客户给予一定的信用期外, 对大部分客户采用的是先款后货的方式, 因此公司存货及应收账款周转情况较好。

图 58: 2016-2019 年存货周转天数



数据来源: 公司公告, 东北证券

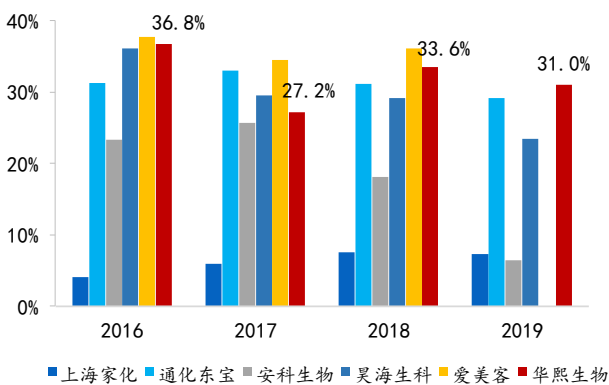
图 59: 2016-2019 年应收账款周转天数



数据来源: 公司公告, 东北证券

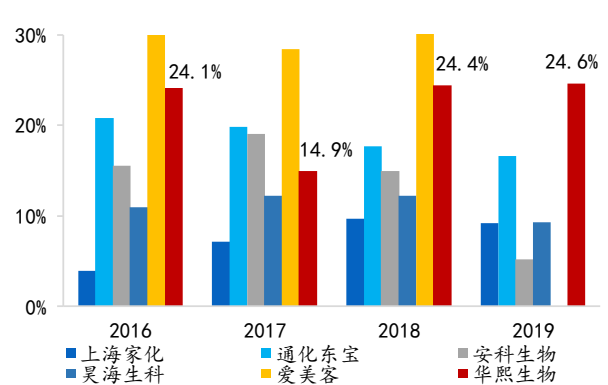
盈利能力: 公司 ROE 水平较高, 主要是得益于 30%+ 的高净利率。从可比公司 ROE 来看, 除 2017 年外, 近年来公司 ROE (加权) 维持 24%+ 的水平, 高于大多数同公司。公司 40%+ 的业务来自于原料生产, 且医疗终端产品和化妆品业务均以自产为主, 因此固定资产较重, 对比生产端业务相似的昊海生科和安科生物, 华熙生物资产运营能力较高。

图 60: 2016-2019 年可比公司净利率情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 61: 2016-2019 年可比公司 ROE (加权) 情况



数据来源: Wind, 东北证券

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

(1) 原料产品: 预测公司未来三年, 处于成熟阶段的原料业务增速在 15%-20% 左右, 受疫情影响, 2020 年原料业务增速将较低;

(2) 医疗终端产品：医疗终端产品业务线仍处在市场份额的扩张阶段，预期未来三年将保持与医美整体市场较同步的 35-40% 增速，2020 年受疫情影响增速预计低于 30%；

(3) 功能性护肤产品：护肤品业务线处于“功能性”护肤与电商主力渠道双风口，后续仍有来自新产品、新品牌、新渠道拓展的强大推动力，且目前基数较小，预期该业务在未来 3 年内将保持 50% 左右的高速增长；

(4) 公司各项费率保持稳定。

表 11：营收拆分及预测（百万）

营收拆分（百万）	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
原料业务	457.51	507.91	651.38	760.85	867.25	1,046.83	1,218.34
yoy		11%	28%	17%	14%	21%	16%
毛利率	79%	74%	76%	76%	76%	76%	76%
医疗终端产品	191.47	196.84	312.70	488.88	606.04	849.16	1,150.51
yoy		3%	59%	56%	24%	40%	35%
毛利率	83%	84%	85%	87%	86%	86%	86%
化妆品	63.86	95.16	290.29	634.39	975.00	1,438.04	2,050.89
yoy		49%	205%	119%	54%	47%	43%
毛利率	61%	73%	84%	79%	80%	80%	80%
营收合计	712.84	799.92	1,254.37	1,884.12	2,448.29	3,334.03	4,419.75
yoy		12%	57%	50%	30%	36%	33%
毛利率	77%	75%	80%	80%	80%	80%	80%

数据来源：公司公告，东北证券

5.2. 盈利预测及投资建议

公司作为透明质酸产业全球龙头，具有前瞻性布局、灵活转型的能力，深耕透明质酸原料产品线并及时由原料向医疗终端、功能性护肤延伸。公司凭借四大核心技术实现高产率、低成本、高品质的竞争壁垒，在产业链中的优势显著。此外，公司不断发力的医美产品和功能性护肤品领域将享受行业红利，持续高增长可期。预计公司 2020-2022 年营收分别为 24.51 亿/33.37 亿/44.23 亿，归母净利润分别为 7.55 亿/10.13 亿/13.02 亿，对应 PE 分别为 92 倍/69 倍/53 倍。给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；新品研发进度不及预期；品牌营销不及风险；医药政策负面影响

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,201	3,073	3,717	5,090	净利润	585	754	1,011	1,300
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	15	0	0	0
应收款项	373	460	643	841	折旧及摊销	63	45	40	43
存货	315	371	520	669	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	882	894	914	938	财务费用	-5	5	7	11
流动资产合计	3,771	4,797	5,794	7,538	投资损失	0	-5	-5	-5
可供出售金融资产					运营资本变动	-270	-44	-191	-165
长期投资净额	15	15	15	15	其他	-23	-5	-6	-8
固定资产	460	415	375	332	经营活动净现金流量	365	750	855	1,174
无形资产	385	385	385	385	投资活动净现金流量	-1,247	-74	-73	-71
商誉	73	73	73	73	融资活动净现金流量	2,224	195	-137	270
非流动资产合计	1,201	1,240	1,285	1,326	企业自由现金流	367	720	1,107	1,359
资产总计	4,972	6,037	7,079	8,864					
短期借款	0	200	70	350	财务与估值指标				
应付款项	95	120	162	212	每股指标				
预收款项	20	25	34	45	每股收益 (元)	1.22	1.57	2.11	2.71
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	9.48	11.05	13.16	15.88
流动负债合计	366	677	709	1,194	每股经营性现金流量 (元)	0.76	1.56	1.78	2.45
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	56	56	56	56	营业收入增长率	49.3%	30.0%	36.2%	32.5%
长期负债合计	56	56	56	56	净利润增长率	38.2%	28.9%	34.1%	28.6%
负债合计	422	733	765	1,251	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	4,550	5,305	6,318	7,620	毛利率	79.7%	80.0%	80.2%	80.4%
少数股东权益	-1	-2	-4	-7	净利率	31.1%	30.8%	30.3%	29.4%
负债和股东权益总计	4,972	6,037	7,079	8,864	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	71.94	65.19	68.57	66.88
					存货周转率 (次)	299.28	276.79	288.04	282.41
					偿债能力指标				
					资产负债率	8.5%	12.1%	10.8%	14.1%
					流动比率	10.31	7.09	8.18	6.31
					速动比率	9.35	6.48	7.36	5.69
					费用率指标				
					销售费用率	27.7%	28.0%	28.5%	29.5%
					管理费用率	9.7%	10.8%	10.9%	11.1%
					财务费用率	-0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	68.36	92.17	68.73	53.44
					P/B (倍)	8.80	13.12	11.02	9.13
					P/S (倍)	36.91	28.40	20.86	15.74
					净资产收益率	12.9%	14.2%	16.0%	17.1%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,886	2,451	3,337	4,423
营业成本	384	489	659	865
营业税金及附加	26	34	47	62
资产减值损失	-4	0	0	0
销售费用	521	685	949	1,302
管理费用	182	264	363	490
财务费用	-12	-6	-7	-8
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	5	5	5
营业利润	700	903	1,211	1,558
营业外收支净额	2	5	6	8
利润总额	701	908	1,218	1,566
所得税	116	154	207	266
净利润	585	754	1,011	1,300
归属于母公司净利润	586	755	1,013	1,302
少数股东损益	-1	-2	-2	-3

资料来源：东北证券

分析师简介:

李慧: CFA, 美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士, 厦门大学广告学/经济学双学士, 现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克罗斯投资管理公司量化分析师, 2015年加入东北证券, 深度覆盖社会服务行业, 2019年金牛奖研究团队第3名。

李森董: 香港大学硕士, 浙江大学本科, 现任东北证券社会服务组证券分析师。2018年以来具有2年证券研究从业经历, 2019年金牛奖研究团队第3名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn