

华熙生物

688363

审慎增持 (维持)

透明质酸新食品原料获批，公司迎新增长点

2021年01月10日

相关报告

《从β和α解析化妆品供应链的确定性投资机遇》2020-12-31
《站稳原料&助力化妆品，三架马车共促未来健康发展》2020-10-30
《透明质酸行业报告-驶确定性优赛道，享稳定性高增速》2020-01-12

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

王越

wangyue94@xyzq.com.cn

S0190520080008

研究助理：

周子莘

zhouzixin@xyzq.com.cn

投资要点

- 事件：2021年1月7日，国家卫生健康委发布正式公告，批准由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料，适用范围为乳及乳制品，饮料类，酒类，可可制品、巧克力和巧克力制品（包含代可可脂巧克力及制品）以及糖果，冷冻食品。
- 多篇文献证明口服玻尿酸具备滋润皮肤、抑制皱纹功效。口服玻尿酸通过胃肠道吸收进入血液，再通过血液运输进入皮肤真皮层，促进人体皮肤中成纤维细胞产生玻尿酸，促使内源产生玻尿酸，起到补水、保湿和抑制皱纹的效果。日本丘比公司和日本东邦大学联合进行为期12周的双盲安慰剂对照实验，透明质酸组的全沟体积比、皱纹面积比和皱纹体积比均低于安慰剂组，证明食用玻尿酸的有效性。具体文献可参考附录。
- 未来我国玻尿酸食品/原料规模有望达464/4.6亿元。本文通过采用人均终端玻尿酸食品消费额、人均玻尿酸食品级原料克数两种方式测算终端食品规模及利润，并在第二种方法的基础上测算原料的市场规模及利润。两种测算下成熟期我国终端食品规模有望达300/464亿元，成熟期原料有望达4.6亿元。假定华熙生物在未来食品终端市场市占率可达10-30%，净利率水平14%（参考乳制品及保健食品给予10-20%的净利率水平），原料市占率为45.5%，净利率水平25%-30%，则食品原料&终端产品可为公司贡献32-141亿元收入，4.8-20.1亿元净利润，较公司2019年18.9/5.9亿元的营收和净利润有较大增量空间。
- 考虑到新原料刚过审，公司对新业务的指引尚不明确，因而模型的假设较多，测算过程较为复杂，且新业务的利润情况并没有加入我们对公司的盈利预测模型增量中，本次测算纯粹为提供给各位投资者做参考（具体测算关注内文）。
- 投资建议：公司以大规模低成本量产原料为优势，并围绕优势原料向下游布局。1) 食品原料获批为公司提供新增量，2) 化妆品行业的快速增长也为上游细分赛道的龙头原料供应商华熙生物提供确定性增长机会，再次重申华熙生物增长确定性（具体报告请关注《从β和α解析化妆品供应链的确定性投资机遇》）。微调公司20-22年EPS至1.31/1.75/2.39元，对应2021年1月8日收盘价的PE为105/79/58x。

风险提示：宏观因素带动消费情绪下降，食品级原料拓展不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

2021年1月7日，国家卫生健康委发布正式公告，批准由华熙生物申报的透明质酸钠为新食品原料，适用范围为乳及乳制品，饮料类，酒类，可可制品、巧克力和巧克力制品（包含代可可脂巧克力及制品）以及糖果，冷冻食品。

图 1、产品信息

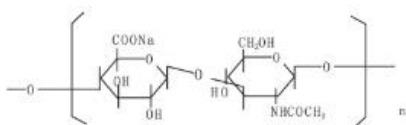
透明质酸钠
Sodium Hyaluronate
来源：马链球菌兽疫亚种（*Streptococcus equi* subsp. zooepidemicus）
结构式：

分子式：(C₁₄H₂₁NNaO₁₁)_n，n 为 200-10000
分子量：8.02×10⁴-4.01×10⁶

图 2、具体使用说明

- 1.使用范围和推荐最大使用量：乳及乳制品（0.2 g/kg），饮料类（液体饮料≤50 mL 包装 2.0 g/kg，51-500 mL 包装 0.20 g/kg，固体饮料按照冲调后液体体积折算），酒类（1.0 g/kg），可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果（3.0 g/kg），冷冻饮品（2.0 g/kg）。
- 2.婴幼儿、孕妇及哺乳期妇女不宜食用，标签及说明书应当标注不适宜人群，并标注推荐食用量≤200 毫克/天。
- 3.食品安全指标须符合以下规定：

铅 (Pb), mg/kg	≤0.5
砷 (As), mg/kg	≤0.3

资料来源：华熙生物官微，兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：华熙生物官微，兴业证券经济与金融研究院整理

点评

口服玻尿酸具备抑制皱纹效果。口服玻尿酸通过胃肠道吸收进入血液，再通过血液运输进入皮肤真皮层，促进人体皮肤中成纤维细胞产生玻尿酸，促使内源产生玻尿酸，起到补水、保湿和抑制皱纹的效果。

表 1、口服玻尿酸、外敷玻尿酸&美容填充玻尿酸原理、作用及特点梳理

应用	口服玻尿酸	外敷玻尿酸	美容填充玻尿酸
原理	口服玻尿酸，经胃肠道吸收进入血液中，送至皮肤真皮层，促进人体皮肤中成纤维细胞产生玻尿酸	玻尿酸通过外敷少量进入皮肤表皮层，很难进入真皮层，大多停留在皮肤表面	注射玻尿酸进入真皮层
作用	促使内源产生玻尿酸，补充人体中缺失的玻尿酸，实现由内而外的滋养	玻尿酸透皮吸收进入表皮，快速补水	玻尿酸直接进入皮肤真皮层发挥作用
特点	由内而外，温和补充，持久滋养	由外而内，即时补水	直达真皮层填充皮肤，快速有效，需多次注射

资料来源：华熙生物官微，兴业证券经济与金融研究院整理

日本丘比公司和日本东邦大学联合研究证明食用玻尿酸的有效性。Mariko Oe 等人（2017）进行为期 12 周的双盲安慰剂对照实验，选取 60 名年龄在 22-59 岁有

鱼尾皱纹的男性和女性随机服用①透明质酸 300k120mg/天、②透明质酸 2k120mg/天和安慰剂,结果显示在研究期间,透明质酸组的全沟体积比、皱纹面积比和皱纹体积比均低于安慰剂组,证明口服玻尿酸可缓解皱纹。多篇文献均证明食用级透明质酸可改善干燥肌肤,滋润皮肤,具体文献请参考后文附录。

图 3、玻尿酸食用后有效抑制皱纹生长

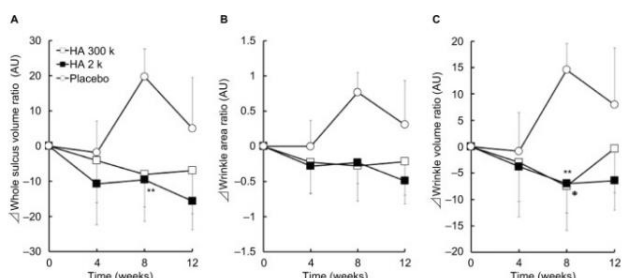


图 3

摄入HA或安慰剂后,皱纹复制品的分析结果从基线开始随时间变化。

注意:显示了相对于基线的(A)全沟体积比,(B)皱纹面积比和(C)皱纹体积比的结果。○表示安慰剂组;■表示HA 2k组;□表示HA 300k组。Tukey的测试用于比较三组。数据表示为平均值±SE。与安慰剂组相比,*p<0.05,**p<0.1。

缩写:HA,透明质酸;SE,标准误差;AU,任意单位。

图 4、照片显示食用玻尿酸表现好于食用安慰剂表现

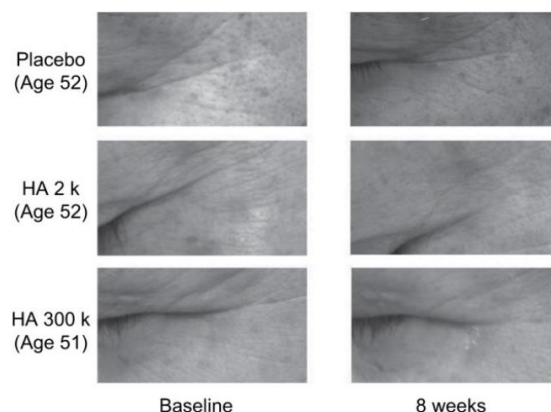


图 4

每组的典型显微镜图像。

注意:每组显示摄入前和摄入8周后眼睛外角的显微镜图像。

缩写:HA,透明质酸。

资料来源: Clin Cosmet Investig Dermatol, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 2k 和 300k 是分子量的差异

资料来源: Clin Cosmet Investig Dermatol, 兴业证券经济与金融研究院整理

日本是全球最大的口服美容市场之一。作为“外修内养”文化的发源地,日本较早进军口服美容市场, Fancl、DHC、资生堂和 Pola 等美妆品牌均布局营养健康消费领域产品线,推出口服美容产品,日本口服美容市场已经进入成熟期。据日本矢野经济研究所统计,2010年日本玻尿酸食品市场规模为259亿日元,占日本保健食品市场总规模6,959亿日元的3.72%;我们预计玻尿酸食品的增速略快于保健食品增速,因此假设2019年占比提升至5%,而2019年日本保健食品市场总规模提升至8,675亿日元,因此推算出当期玻尿酸食品规模增至434亿日元,约合27亿元人民币。从其功能性标示食品的首例产品中可以看出,玻尿酸成分排名第五,且添加玻尿酸和神经酰胺等保湿成分的产品占9成以上。

表 2、日本功能性标示食品中玻尿酸排名功能成分第五

排名	功能成分(截至2020年6月)
1	GABA (γ-氨基丁酸)
2	抗性糊精
3	DHA (二十二碳六烯酸)
4	L-茶氨酸
5	透明质酸钠
6	大豆异黄酮
7	醋酸
8	叶黄素
9	双歧杆菌
10	桑葚提取的花青素

资料来源: 华熙生物官微, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、Coca Cola 含玻尿酸的乌龙茶饮料

图 6、POLA INNER LIFTIA QQ 胶原蛋白饮



资料来源：フードウィークリー，兴业证券经济与金融研究 资料来源：POLA 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

◇ 我们将采用两种方式进行玻尿酸食品级终端市场规模测算：

● **方式一：采用人均终端玻尿酸食品消费额方式测算：**

- 1) **日本玻尿酸食品规模：**2019 年日本保健食品市场规模为 8675 亿日元，根据上文假设玻尿酸食品市场规模占比 5%，则玻尿酸食品市场规模为 434 亿日元；
- 2) **日本人数：**2019 年日本人数为 1.26 亿人
- 3) **日本人均玻尿酸食品消费额：**21.45 元
- 4) **全国终端功能性食品市场规模：**若假定我国人均玻尿酸食品消费额未来将达到日本水平，且当前为其 1/3¹，则我国食用级玻尿酸原料当前需求有望达 100.1 亿元，未来有望达 300.3 亿元。

表 3、食品级玻尿酸原料及终端市场规模测算方式一

	测算过程
日本 2019 年玻尿酸食品规模	8675*5%=434 亿日元
日本 2019 年人口	1.26 亿
日本人均玻尿酸食品规模	434/1.26/16.051=21.45 元
我国未来食品级玻尿酸食用规模	21.45*14.00=300.26 亿元
当前我国食品级玻尿酸食用规模有望达	300.26/3=100.09 亿元

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

¹ 我国人均化妆品消费是日本人均化妆品消费的 1/6，考虑到日本全年龄段都在使用化妆品，我国化妆品消费者当前集中于 18-64 岁，而玻尿酸食品在年龄上不存在差异，因此选取中间值假设当前日本人均玻尿酸食品消费额是我国的 3 倍

表 4、华熙生物功能性玻尿酸产品当前营收&利润敏感性分析(亿元)

		华熙生物下游功效食品市占率								
		2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
营收规模		2.00	5.00	10.01	20.02	30.03	40.03	50.04	60.05	70.06
净利率	10%	0.20	0.50	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.01	7.01
	12%	0.24	0.60	1.20	2.40	3.60	4.80	6.01	7.21	8.41
	14%	0.28	0.70	1.40	2.80	4.20	5.60	7.01	8.41	9.81
	16%	0.32	0.80	1.60	3.20	4.80	6.41	8.01	9.61	11.21
	20%	0.40	1.00	2.00	4.00	6.01	8.01	10.01	12.01	14.01

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：参考乳制品和保健食品给予 10-20%的净利率水平，下同

表 5、华熙生物功能性玻尿酸产品在成熟时期营收&利润敏感性分析(亿元)

		华熙生物下游功效食品市占率								
		2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
营收规模		6.01	15.01	30.03	60.05	90.08	120.10	150.13	180.15	210.18
净利率	10%	0.60	1.50	3.00	6.01	9.01	12.01	15.01	18.02	21.02
	12%	0.72	1.80	3.60	7.21	10.81	14.41	18.02	21.62	25.22
	14%	0.84	2.10	4.20	8.41	12.61	16.81	21.02	25.22	29.43
	16%	0.96	2.40	4.80	9.61	14.41	19.22	24.02	28.82	33.63
	20%	1.20	3.00	6.01	12.01	18.02	24.02	30.03	36.03	42.04

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

● 方式二：采用人均玻尿酸食品级原料克数方式进行测算：

- 1) **原料销量**：2018 年食用级玻尿酸销量为 230 吨，沙利文预测 2018 年-2022 年全球食品级原料销售复合增速为 23.3%，预计 2019 年销量为 284 吨；
- 2) **人口**：在日本率先推出口服玻尿酸美容保健食品并充分肯定其安全性后，美、英、加、捷克、巴西、韩国、中国台湾等地也相继推出透明质酸保健食品。2019 年以上地区人数为 8.56 亿人。
- 3) **美、英、加、捷克、巴西、韩国、中国台湾人均食用克数**：0.41g
- 4) **全国食用级玻尿酸原料规模测算**：若假定我国食品级原料销量未来将达到海外水平，且当前为其 1/3，则我国食用级玻尿酸原料当前需求有望达 154.6 吨，未来有望达 464 吨。
- 5) **全国终端食品市场规模**：华熙生物将进军下游功能性食品领域，目前已有储备美容类产品、胃粘膜保护类产品、骨关节润滑类产品、功能性饮料产品。目前仅考虑饮料类产品，根据国家卫生健康委关于原料的使用说明，预计每 kg 饮品中添加 0.2g 原料，则当前和未来有望产生 15.46/46.38 亿瓶 500ml 装饮料，参考 Coca Cola 含玻尿酸的乌龙茶饮料 10 元左右的定价，预计终端产品规模在当前和未来有望达 155/464 亿元。

表 6、食品级玻尿酸原料及终端市场规模测算方式二

	测算过程
2019 年食品级玻尿酸原料销量	230* (1+23.3%) =284 吨
美、英、加、捷克、巴西、韩国、中国台湾等地 2019 年人口	8.56 亿
人均食品级玻尿酸食用克数	284/8.56/100=0.41g
我国未来食品级玻尿酸食用规模	0.41*14.00*100=464 吨
当前我国食品级玻尿酸食用规模有望达	464/3=155 吨
我国未来终端功能性食品收入规模	464/0.2*2*10/100=464 亿元
当前我国终端功能性食品收入规模有望达	464/3=155 亿元

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、华熙生物功能性玻尿酸产品当前营收&利润敏感性分析(亿元)

	华熙生物下游功效食品市占率									
	2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	
营收规模	3.09	7.73	15.46	30.92	46.38	61.85	77.31	92.77	108.23	
净利率	10%	0.31	0.77	1.55	3.09	4.64	6.19	7.73	9.28	10.82
	12%	0.37	0.93	1.86	3.71	5.57	7.42	9.28	11.13	12.99
	14%	0.43	1.08	2.16	4.33	6.49	8.66	10.82	12.99	15.15
	16%	0.49	1.24	2.47	4.95	7.42	9.90	12.37	14.84	17.32
	20%	0.62	1.55	3.09	6.18	9.28	12.37	15.46	18.55	21.65

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、华熙生物功能性玻尿酸产品在成熟时期营收&利润敏感性分析(亿元)

	华熙生物下游功效食品市占率									
	2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	
营收规模	9.28	23.19	46.38	92.77	139.15	185.54	231.92	278.31	324.69	
净利率	10%	0.93	2.32	4.64	9.28	13.92	18.55	23.19	27.83	32.47
	12%	1.11	2.78	5.57	11.13	16.70	22.26	27.83	33.40	38.96
	14%	1.30	3.25	6.49	12.99	19.48	25.98	32.47	38.96	45.46
	16%	1.48	3.71	7.42	14.84	22.26	29.69	37.11	44.53	51.95
	20%	1.86	4.64	9.28	18.55	27.83	37.11	46.38	55.66	64.94

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

◇ 华熙生物原料测算：

华熙生物食品级玻尿酸原料营业收入测算：2018 年华熙生物在全球食用级玻尿酸市场的市占率 25.5%，2019 年公司收购了产能为 100 吨、以食品级原料为主的佛思特生物，假定佛思特 80% 为食品级原料，预计 2019 年华熙生物本部扩产能后食品级原料产能为 102 吨，搭配佛思特生物 80 吨产能，预计 2019 年华熙生物在全球食品级原料市场的市占率达 45.5%。谨慎假定中国市场开拓后华熙生物在中国食品级原料的市占率至少可达 45.5%，则当前其销量有望达 70 吨(464/3*45.5%)，未来有望达 211 吨，招股说明书中显示 2018 年玻尿酸食品级原料价格为 1258.36 元/KG，考虑到食品级原料价格呈下降趋势，我们按照 1000 元/KG 来计算，国内食用级玻尿酸原料放开将在当前和未来贡献 7035 万/21105 万/年的营业收入。若该原料净利率水平为 25-30%，则在当前和未来贡献 1759-2110 万元/5276-6331 万

元净利润。

表 9、华熙生物食品级玻尿酸原料市场规模测算

测算过程	
华熙生物未来食品级玻尿酸收入规模	464*45.5%*1000/10=21105 万元
当前华熙生物食品级玻尿酸收入规模有望达	21105/3=7035 万元
华熙生物未来食品级玻尿酸利润规模	21105*【25%-30%】=5276-6331 万元
当前华熙生物食品级玻尿酸利润规模有望达	7035*【25%-30%】=1759-2110 万元

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

◇ **华熙生物食品级原料&终端产品整体规模及利润测算：**

假定原料部分净利润取表 9 的中间值。

短中期：测算方式一：

表 10、测算一：华熙生物当前食品级原料&终端产品营收&利润敏感性分析（亿元）

		华熙生物下游功效食品市占率								
		2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
营收规模		2.71	5.71	10.71	20.72	30.73	40.74	50.75	60.76	70.76
下游功效食品净利率	10%	0.39	0.69	1.19	2.20	3.20	4.20	5.20	6.20	7.20
	12%	0.43	0.79	1.39	2.60	3.80	5.00	6.20	7.40	8.60
	14%	0.47	0.89	1.59	3.00	4.40	5.80	7.20	8.60	10.00
	16%	0.51	0.99	1.79	3.40	5.00	6.60	8.20	9.80	11.40
	20%	0.59	1.19	2.20	4.20	6.20	8.20	10.20	12.20	14.21

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

测算方式二：

表 11、测算二：华熙生物当前食品级原料&终端产品营收&利润敏感性分析（亿元）

		华熙生物下游功效食品市占率								
		2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
营收规模		3.80	8.43	16.16	31.63	47.09	62.55	78.01	93.47	108.93
下游功效食品净利率	10%	0.50	0.97	1.74	3.29	4.83	6.38	7.92	9.47	11.02
	12%	0.56	1.12	2.05	3.90	5.76	7.61	9.47	11.33	13.18
	14%	0.63	1.28	2.36	4.52	6.69	8.85	11.02	13.18	15.35
	16%	0.69	1.43	2.67	5.14	7.61	10.09	12.56	15.04	17.51
	20%	0.81	1.74	3.29	6.38	9.47	12.56	15.65	18.75	21.84

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

长期：测算方式一：

表 12、测算一：华熙生物成熟时期食品级原料&终端产品营收&利润敏感性分析(亿元)

		华熙生物下游功效食品市占率								
		2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
营收规模		8.12	17.12	32.14	62.16	92.19	122.21	152.24	182.27	212.29
下游功效食品净利率	10%	1.18	2.08	3.58	6.59	9.59	12.59	15.59	18.60	21.60
	12%	1.30	2.38	4.18	7.79	11.39	14.99	18.60	22.20	25.80
	14%	1.42	2.68	4.78	8.99	13.19	17.39	21.60	25.80	30.01
	16%	1.54	2.98	5.38	10.19	14.99	19.80	24.60	29.41	34.21
	20%	1.78	3.58	6.59	12.59	18.60	24.60	30.61	36.61	42.62

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

测算方式二：

表 13、测算二：华熙生物成熟时期食品级原料&终端产品营收&利润敏感性分析(亿元)

		华熙生物下游功效食品市占率								
		2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
营收规模		11.39	25.30	48.49	94.88	141.26	187.65	234.03	280.42	326.80
下游功效食品净利率	10%	1.51	2.90	5.22	9.86	14.50	19.13	23.77	28.41	33.05
	12%	1.69	3.36	6.15	11.71	17.28	22.84	28.41	33.98	39.54
	14%	1.88	3.83	7.07	13.57	20.06	26.56	33.05	39.54	46.04
	16%	2.06	4.29	8.00	15.42	22.84	30.27	37.69	45.11	52.53
	20%	2.44	5.22	9.86	19.13	28.41	37.69	46.96	56.24	65.52

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

本文仅提供食品级玻尿酸原料市场和终端市场的规模测算方式，具体公司营收及利润情况尚需考虑公司产品布局战略及我国市场环境。

投资建议：公司以大规模低成本量产原料为优势，并围绕优势原料向下游布局。1) 食品原料获批为公司提供新增量，2) 化妆品行业的快速增长也为上游细分赛道的龙头原料供应商华熙生物提供确定性增长机会，再次重中华熙生物增长确定性(具体报告请关注《从β和α解析化妆品供应链的确定性投资机遇》)。微调公司 20-22 年 EPS 至 1.31/1.75/2.39 元，对应 2021 年 1 月 8 日收盘价的 PE 为 105/79/58x。

风险提示：宏观因素带动消费情绪下降，食品级原料拓展不及预期。

附录:

Oe M, Sakai S, Yoshida H, et al. 口服透明质酸可缓解皱纹: 一项为期 12 周的双盲安慰剂对照临床研究. Clin Cosmet Investig Dermatol. 2017; 10: 267-273

Göllner I, Voss W, von Hehn U, Kammerer S. 摄入口服乙酰透明质酸溶液可改善皮肤水合, 减少皱纹, 弹性和皮肤粗糙度: 一项临床研究的结果. J Evid Based Complementary Altern Med. 2017 Oct; 22(4): 816-823

Kawada C, Yoshida T, Yoshida H, Sakamoto W, Odanaka W, Sato T, Yamasaki T, Kanemitsu T, Masuda Y, Urushibata O. 摄入透明质酸(分子量为 800 k 和 300 k)可改善皮肤干燥状况: 一项随机双盲对照研究. J Clin Biochem Nutr. 2015 Jan; 56(1): 66-73.

Kawada C, Yoshida T, Yoshida H, Matsuoka R, Sakamoto W, Odanaka W, Sato T, Yamasaki T, Kanemitsu T, Masuda Y, Urushibata O. 摄入透明质酸可滋润干燥的皮肤. Nutr J. 2014 Jul 11; 13: 70.

Kajimoto O, Odanaka W, Sakamoto W, Yoshida K, Takahashi T. 透明质酸饮食对干性皮肤的临床效果-使用显微镜皮肤表面分析仪进行客观评估. J New Rem & Clin. 2001; 50(5): 548 - 560

Sato T, Sakamoto W, Odanaka W, Yoshida K, Urushibata O. 透明质酸饮食对皮肤干燥和粗糙的临床效果. Aesthe Derma. 2002; 12: 109 - 120

Sato T, Sakamoto W, Odanaka W, Yoshida K, Urushibata O. 透明质酸饮食对皮肤干燥水分的临床作用. Aesthe Derma. 2007;17: 33 - 39

Yoshida T, Kanemitsu T, Narabe O, Tobita M. 通过含有源自微生物发酵的透明质酸的食物改善皮肤干燥. J New Rem & Clin. 2009; 58(8): 143-155

Terashita T, Shirasaka N, Kusuda M, Wakayama S. 分解来自(鸡肉)的低分子量透明质酸的化学组成, 并通过临床测试检验其皮肤保湿效果. Memoirs of the Faculty of Agri of Kinki University. 2011; 44: 1 - 8

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3771	4639	5211	6277	营业收入	1886	2446	3746	5470
现金	2201	1752	1902	2489	营业成本	384	503	755	1101
应收账款	372	454	710	1029	营业税金及附加	26	34	48	71
其他应收款	7	14	20	30	营业费用	521	964	1527	2264
预付账款	37	43	68	97	管理费用	182	146	314	502
存货	315	239	254	259	财务费用	-12	-24	-39	-46
其他流动资产	839	2136	2258	2371	资产减值损失	-4	-10	2	2
非流动资产	1201	1127	1070	1007	公允价值变动收益	0	3	4	5
长期投资	15	0	0	0	投资净收益	0	32	30	35
固定资产	460	493	477	436	营业利润	700	761	1012	1383
无形资产	385	385	385	385	营业外收入	6	2	3	3
其他非流动资产	341	248	207	185	营业外支出	5	5	5	4
资产总计	4972	5766	6281	7283	利润总额	701	758	1010	1382
流动负债	366	705	478	483	所得税	116	129	172	234
短期借款	0	411	92	0	净利润	585	629	838	1147
应付账款	95	124	186	271	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	271	170	200	212	归属母公司净利润	586	630	838	1148
非流动负债	56	60	59	59	EBITDA	750	789	1032	1399
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	1.22	1.31	1.75	2.39
其他非流动负债	56	60	59	59	主要财务比率				
负债合计	422	765	538	542	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	-1	-1	-2	-2	成长能力				
股本	480	480	480	480	营业收入	49.3%	29.7%	53.1%	46.0%
资本公积	3452	3452	3452	3452	营业利润	33.4%	8.8%	33.0%	36.6%
留存收益	620	1072	1815	2815	归属于母公司净利润	38.2%	7.6%	33.1%	36.9%
归属母公司股东权益	4550	5002	5745	6744	获利能力				
负债和股东权益	4972	5766	6281	7283	毛利率(%)	79.7%	79.4%	79.8%	79.9%
现金流量表					净利率(%)	54.8%	31.1%	25.8%	22.4%
					ROE(%)	12.9%	12.6%	14.6%	17.0%
					ROIC(%)	24.6%	39.0%	46.4%	56.7%
单位:百万元					偿债能力				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	8.5%	13.3%	8.6%	7.4%
经营活动现金流	365	1343	590	842	净负债比率(%)	0.00%	53.72%	17.20%	0.00%
净利润	585	629	838	1147	流动比率	10.31	6.58	10.90	13.00
折旧摊销	63	52	59	62	速动比率	9.44	6.24	10.36	12.46
财务费用	-12	-24	-39	-46	营运能力				
投资损失	-0	-32	-30	-35	总资产周转率	0.54	0.46	0.62	0.81
营运资金变动	-270	718	-248	-296	应收账款周转率	6	6	6	6
其他经营现金流	-0	0	11	10	应付账款周转率	4.91	4.60	4.87	4.82
投资活动现金流	-1247	-2050	-66	-60	每股指标(元)				
资本支出	450	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.31	1.75	2.39
长期投资	0	-15	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	2.80	1.23	1.75
其他投资现金流	-797	-2065	-66	-60	每股净资产(最新摊薄)	9.48	10.42	11.97	14.05
筹资活动现金流	2224	258	-374	-195	估值比率				
短期借款	-40	411	-318	-92	P/E	113.07	105.12	78.98	57.69
长期借款	0	0	0	0	P/B	14.55	13.24	11.53	9.82
普通股增加	50	0	0	0	EV/EBITDA	85	81	62	46
资本公积增加	2644	0	0	0					
其他筹资现金流	-430	-153	-56	-102					
现金净增加额	1348	-449	150	587					

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司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条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn