

华熙生物(688363.SH)深度报告： 大单品放量、盈利优化，合成生物打开成长空间

评级：增持(维持)

芦冠宇(证券分析师)
S0350521110002
luy@ghzq.com.cn

李宇宸(联系人)
S0350121110026
liyc02@ghzq.com.cn

熊思雨(联系人)
S0350122070076
xionsy@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华熙生物	-14.1%	-24.1%	-29.1%
沪深300	-1.8%	-2.7%	0.3%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6359.19	8052.75	9829.18	11721.23
增长率(%)	28.53	26.63	22.06	19.25
归母净利润 (百万元)	970.92	1253.86	1568.20	1901.97
增长率(%)	24.11	29.14	25.07	21.28
摊薄每股收益 (元)	2.02	2.60	3.26	3.95
ROE(%)	14.64	16.51	17.85	18.59
P/E	66.97	36.75	29.38	24.23
P/B	9.81	6.07	5.24	4.50
P/S	10.23	5.72	4.69	3.93
EV/EBITDA	48.94	25.43	20.46	16.34

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——华熙生物 (688363) 中报点评: 营收保持强劲增长, 布局合成生物前景广阔 (增持)*化妆品*芦冠宇》——2022-08-30

《——华熙生物 (688363) 半年度业绩快报点评: Q2护肤品业务持续高增, 收入及业绩强劲增长 (增持)*医药生物*芦冠宇》——2022-07-21

《——华熙生物 (688363) 一季报点评: 护肤品业务驱动营收高增, 盈利能力已呈企稳回升 (增持)*医药生物*芦冠宇》——2022-04-26

- **护肤品：多品牌矩阵逐渐成型，强运营下费率优化、盈利改善。** 润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活四大品牌2019-2022年营收CAGR高达59%/178%/127%/93%。润百颜、夸迪两大主力品牌已步入大单品复购及其连带推新为主的势能向上阶段，大单品接力放量，主力品类精华向下连带拓展至更低价值品类（面霜、面膜）顺畅；肌活、米蓓尔两大潜力品牌大单品矩阵初具雏形，基础品类（水/面膜）心智渐强、高阶品类持续突破。**盈利优化：**护肤品超头投放日趋理性，销售费用率逐季改善趋势初现，2022Q3/Q4整体销售费用率同比降低0.1/3.7pct，预计单护肤品板块销售费用率优化更为显著；未来在持续精细化运营下，护肤品业务费率优化、盈利改善向好趋势或不变。
- **医疗终端：医美疫后望迎边际修复，差异化优势品类润致娃娃针具备增长潜力。** 公司将医美产品定位重梳理，利用成熟润百颜小颗粒产品引流+聚焦发力微交联润致娃娃针，水光针品项优异（入门级轻医美项目、复购率高），在水光针监管补位下，润致娃娃针作为少数获批为第三类医疗器械产品的水光针，差异化优势突出（定位长效水光），有望享受合规红利，对二类械/一类械/妆字号甚至无资质产品形成替代。
- **原料业务：稳健增长赋能下游，合成生物打开成长空间。** 2016-2022年原料业务营收CAGR达13.5%；按细分产品来看，医药级透明质酸相对高增（2016-2022年营收CAGR达34.3%）。此外，公司聚焦六大类物质（功能糖、氨基酸、蛋白质、多肽、核苷酸和天然活性化合物布局）合成生物新原料。 γ -氨基丁酸、依克多因、麦角硫因等多个活性物市场潜力可期，至今，公司高产麦角硫因已完成产品开发，5-ALA、唾液酸等成功实现放大生产，重组人源胶原蛋白完成中试生产，生物活性物平台型企业有望进一步形成，助力公司打开成长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到美妆大盘短期内或持续承压，略微下调此前盈利预测，我们预计公司2023-2025年实现营收80.53/98.29/117.21亿元，同比增长26.6%/22.1%/19.2%，实现归母净利润12.54/15.68/19.02亿元，同比增长29.1%/25.1%/21.3%，对应PE分别为37/29/24倍。短期公司护肤品业务有望延续高增，医疗终端、原料业务摆脱疫情影响迎来恢复性增长，长期看好其在持续发力大单品、精细化渠道运营下，费率优化、盈利改善趋势延续，利润增速有望快于收入增速，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业景气度下降风险；行业竞争加剧风险；新品推出不及预期风险；创新及营销不及预期风险；行业监管趋严风险。

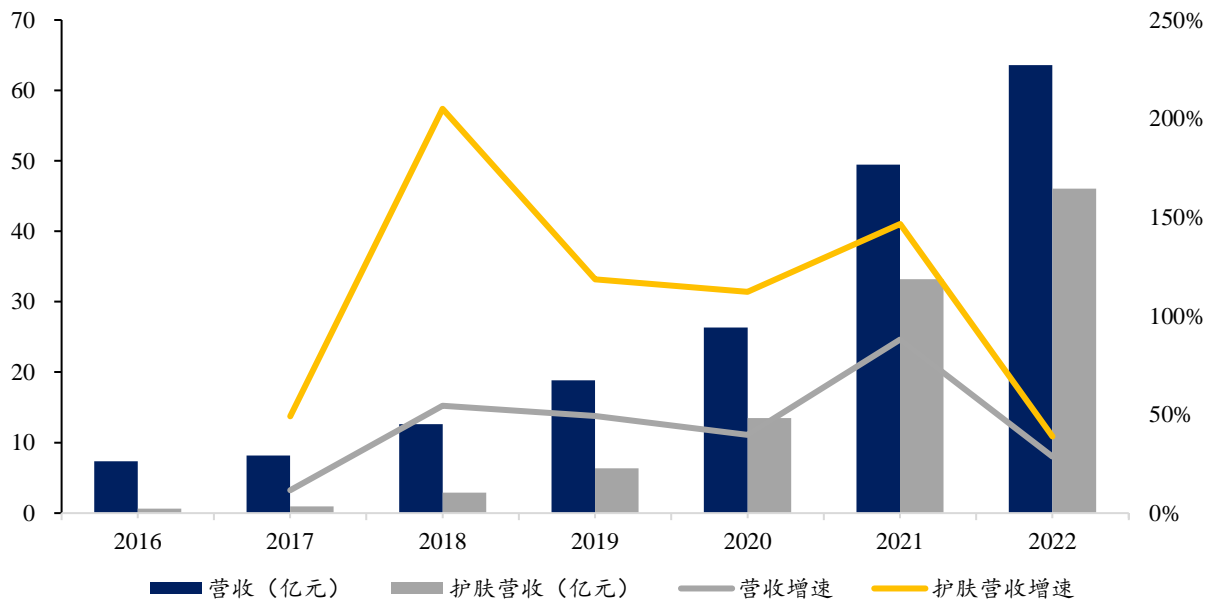
1. 护肤品：多品牌矩阵逐渐成型，大单品放量下迎来价值重估.....	5
1.1 护肤品成增长核心驱动，多品牌运营能力获验证	
1.2 定位：四大品牌差异化定位，打开护肤品业务成长天花板	
1.3 产品：主力品牌大单品接力放量，向下连带拓展低价值品类顺畅	
1.3 产品：潜力品牌大单品矩阵初具雏形，基础品类心智渐强、高阶品类突破可期	
1.4 渠道：四大品牌渠道错位布局，共享渠道高增红利	
1.5 精细化管理下费用投放逐渐优化，驱动盈利能力持续提升	
2. 医疗终端：产品管线储备丰富，医美疫后望迎边际修复.....	15
2.1 医美皮肤类产品短期增长承压，医药骨科类产品成长性更优	
2.2 医美：产品矩阵持续扩充，定位重梳理、思路更清晰	
2.2 医美：交联技术优势突出，差异化优势品类润致娃娃针具备增长潜力	
2.3 医药：产品管线众多，渠道拓展加速，市场份额持续提升	
3. 原料：稳健增长赋能下游，合成生物打开成长空间.....	20
3.1 透明质酸制造龙头地位稳固，原料业务持续稳健增长	
3.2 前沿布局合成生物，多种潜力活性物打开成长空间	
4. 盈利预测与投资建议.....	23
5. 风险提示.....	25

一、护肤品：多品牌矩阵逐渐成型，大单品放量下迎来价值重估

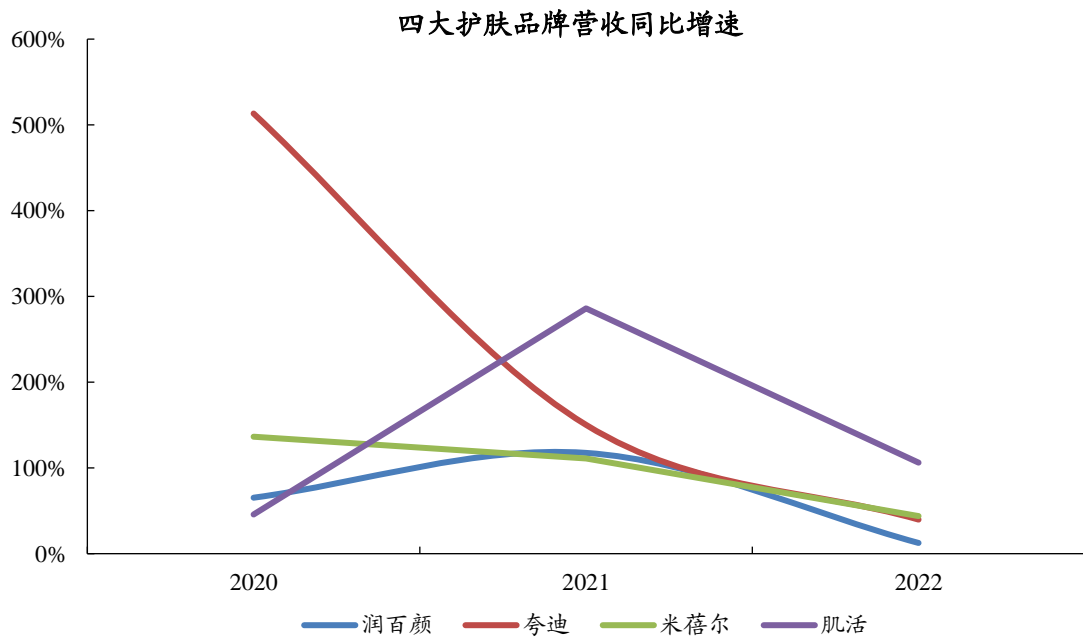
1.1 护肤品成增长核心驱动，多品牌运营能力获验证

- C端业务持续发力，护肤品业务已成业绩增长核心驱动。** 华熙生物依托技术研发优势，逐渐从透明质酸上游B端制造龙头，向下游延伸拓展至C端功能性护肤品业务，现已成长为生物科技全产业链平台型企业。期间公司业绩增长逻辑已然生变，2016-2022年公司营收CAGR达43%，其中，功能性护肤品业务营收CAGR高达104%，占比亦由8.7%迅速提升至72.4%，跃升为第一大主业，成为公司业绩增长的核心驱动。
- 四大护肤品牌表现优异，多品牌矩阵步入成熟阶段。** 公司先后于2012/2018年创立四大功能性护肤品牌：润百颜/夸迪+米蓓尔+肌活。2022年润百颜/夸迪/肌活/米蓓尔分别实现营收13.85/13.68/8.98/6.05亿元，四大品牌近年来齐高增，其对应的2019-2022年营收CAGR高达59%/178%/127%/93%。润百颜/夸迪分别历时9/4年跨越单品牌十亿元收入门槛，肌活有望以更快的速度接力成为第三大十亿级品牌；各品牌旗下均有多款大单品销售破亿元，充分验证了公司优秀的多品牌运营能力。

图表：护肤品业务成业绩增长核心驱动



图表：四大护肤品牌营收维持双位数高增



1.2 定位：四大品牌差异化定位，打开护肤品业务成长天花板

- 从定位上看，四大品牌差异化定位日渐清晰，满足多元细分需求，多品牌矩阵已具备较好区分度，有助于进一步打开公司护肤品业务天花板。
- 润百颜：定位玻尿酸第一品牌，主打“HA+X”+首创次抛品类，价格带位于150-500元。
- 夸迪：定位中高端市场，主打冻龄、抗初老，价格带位于250-850元。
- 肌活：定位油皮人群，主打活性物功效活肤，价格带位于100-200元。
- 米蓓尔：定位年轻一代，主打敏感肌修复，价格带位于100-400元。

图表：四大护肤品牌差异化定位，覆盖不同价格带

	品牌定位	核心成分	价格带 (单位: 元)	明星产品
	玻尿酸第一品牌	智慧玻尿酸	150-500	玻尿酸水润次抛精华、 玻尿酸屏障精华
	冻龄·抗初老高端品牌	5D玻尿酸+CT50	250-850	战痘次抛、焕颜次抛、悬油次抛、 动能支撑面霜
	活性物功效护肤	糙米发酵物质、其他活性原液	100-200	糙米水、小蓝棒
	专为敏感肌研制	依客多因、玻尿酸二裂酵母	100-400	蓝绷带面膜、乳液面膜、小粉水

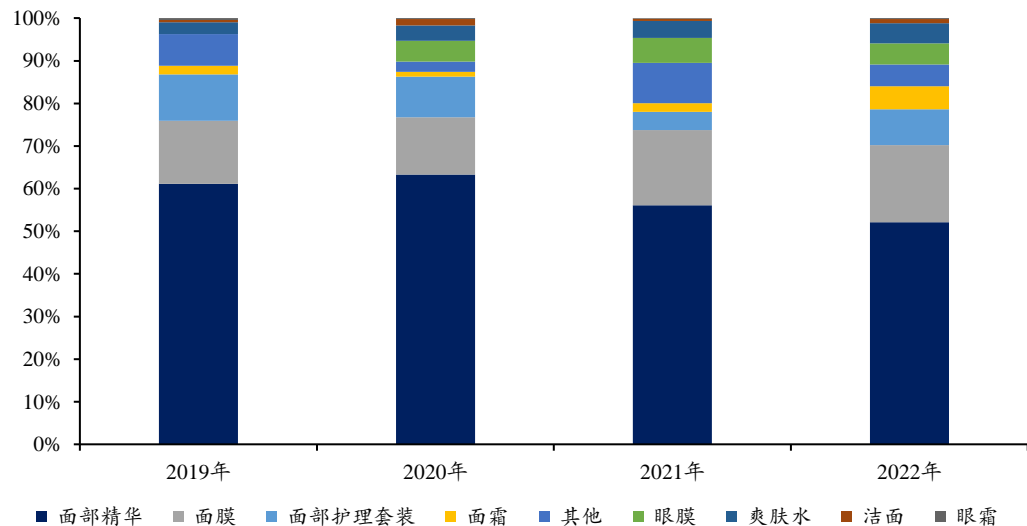
1.3 产品：主力品牌大单品接力放量，向下连带拓展低价值品类顺畅

- 从大单品上看，润百颜、夸迪两大主力品牌接连步入大单品复购及其连带推新为主的势能向上阶段，大单品梯队逐渐成型，且持续强势拓展、接力放量；从品类上看，两大品牌皆以次抛精华为核心，并由大单品精华向下连带拓展面霜、面膜等价值更低的品类较为顺畅。
- 润百颜：大单品以三大次抛为主，屏障系列多单品表现强势；品类以精华为主，面膜、面霜占比提升明显。
- ✓ 大单品：润百颜以水润/屏障/HACE次抛三大单品为基，据魔镜市场情报数据，2022年屏障/水润/HACE次抛天猫GMV占比达13.6%/12.3%/10.3%，屏障次抛持续发力，同系列其他品类亦表现强势，白纱布面膜/白纱布面霜GMV占比迅速提升至7.4%/3%，仅次于三大次抛；2022年3月上市的HACE次抛迅速放量，潜力可期。
- ✓ 品类：以次抛为核心的精华占据绝对主导（占比50%+），面膜、面霜迅速崛起，据魔镜市场情报数据，其2022年GMV占比为18.1%/5.4%，较2019年均提升3.4pct。
- ✓ 新品方向：未来围绕修护完善产品线布局，推出抗时光修护和光损伤修护系列。

图表：HACE次抛、屏障系列起量明显

2021年			2022年	
排名	天猫热销Top10单品	GMV占比	天猫热销Top10单品	GMV占比
1	玻尿酸水润次抛精华液	14.59%	玻尿酸屏障调理次抛精华液	13.63%
2	玻尿酸屏障调理次抛精华液	13.40%	玻尿酸水润次抛精华液	12.33%
3	玻尿酸菁透焕亮次抛精华液	12.33%	HACE次抛精华液	10.25%
4	玻尿酸润养奶皮面膜	4.05%	屏障调理白纱布面膜	7.37%
5	玻尿酸淡纹焕颜精华眼膜	3.23%	屏障调理白纱布面霜	3.02%
6	玻尿酸水光亮透肉肉面膜	2.95%	玻尿酸美白次抛精华液	2.99%
7	玻尿酸屏障调理白纱布面膜	2.65%	玻尿酸高保湿精华水	2.52%
8	玻尿酸紧致次抛精华液	2.53%	玻尿酸淡纹焕颜精华眼膜	2.48%
9	玻尿酸屏障调理面霜	2.07%	玻尿酸水光亮透肉肉面膜	2.45%
10	玻尿酸净肤次抛精华液	1.83%	玻尿酸紧致次抛精华液	1.69%

图表：精华为主，面膜、面霜占比提升明显



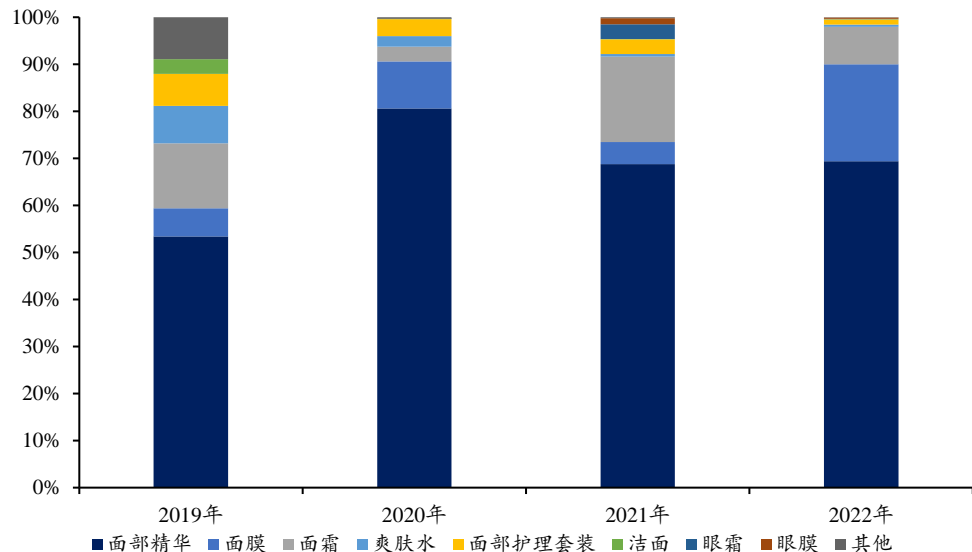
1.3 产品：主力品牌大单品接力放量，向下连带拓展低价值品类顺畅

- **夸迪：焕颜+战痘次抛两大单品为基石，熬夜面膜、悬油次抛起量明显；精华占比近70%，面膜增势强劲跃升为第二大品类。**
- ✓ **大单品：**焕颜、战痘次抛仍为品牌核心支柱，据魔镜市场情报数据，2022年天猫GMV合计占比达47%；2021年12月/2021年9月上市的熬夜面膜/悬油次抛逐渐起量，2022年天猫GMV占比迅速提升至16.4%/8.6%。
- ✓ **品类：**以次抛为核心的精华占据绝对主导（占比69.23%），面膜品类突起，据魔镜市场情报数据，2022年面膜产品GMV合计占比20.6%/同比大幅提升15.9pct，跃升为夸迪第二大品类。
- ✓ **新品方向：**重点发展眼霜作为核心新产品，强化抗老心智。

图表：熬夜面膜、悬油次抛起量明显

2021年			2022年		
排名	天猫热销Top10单品	GMV占比	天猫热销Top10单品	GMV占比	
1	5D玻尿酸焕颜精粹次抛精华液	36.39%	5D玻尿酸焕颜精粹次抛精华液	26.62%	
2	5D玻尿酸动能支撑轻龄霜	17.91%	5D玻尿酸战痘次抛精华液	20.47%	
3	5D玻尿酸战痘次抛精华液	17.03%	5D玻尿酸熬夜面膜涂抹面膜	16.44%	
4	5D玻尿酸极光匀净次抛精华液	7.78%	5D玻尿酸悬油次抛精华液	8.59%	
5	5D玻尿酸悬油次抛精华液	4.80%	动能支撑轻龄霜	7.72%	
6	5D玻尿酸蕴能紧致轻龄眼霜	3.05%	5D玻尿酸氨基丁酸多肽次抛精华液	4.89%	
7	5D玻尿酸战痘焕活次抛面膜	2.40%	5D玻尿酸清润次抛精华液	4.34%	
8	5D玻尿酸高光凝时平衡补水保湿面膜	1.99%	5D玻尿酸焕采菁萃鲜注面膜	1.43%	
9	5D玻尿酸清润次抛精华液	0.83%	5D玻尿酸山茶花双仓面膜	0.76%	
10	5D玻尿酸晶钻紧致焕亮眼膜	0.74%	5D玻尿酸轻龄莹采肽次抛精华	0.35%	

图表：精华为主，面膜势头强劲跃升为第二大品类



1.3 产品：潜力品牌大单品矩阵初具雏形，基础品类心智渐强、高阶品类突破可期

■ 2022年均均为肌活、米蓓尔品牌建设的第一年，从大单品上看，两大潜力品牌大单品初步培育完成并经市场检验，尚处红利期；从品类上看，肌活以基础品类爽肤水为核心，侧重拓展糙米系列，米蓓尔水→面膜品类升级成功，高阶精华品类突破可期。

➤ 肌活：超级大单品糙米水奠定基本盘；爽肤水占比强势提升，围绕糙米系列拓展品类。

✓ 大单品：糙米水为华熙生物第一个年收入（含税）过4亿元的超级大单品，据魔镜市场情报数据，2022年糙米水天猫GMV占比提升至36.9%，表现持续强势。

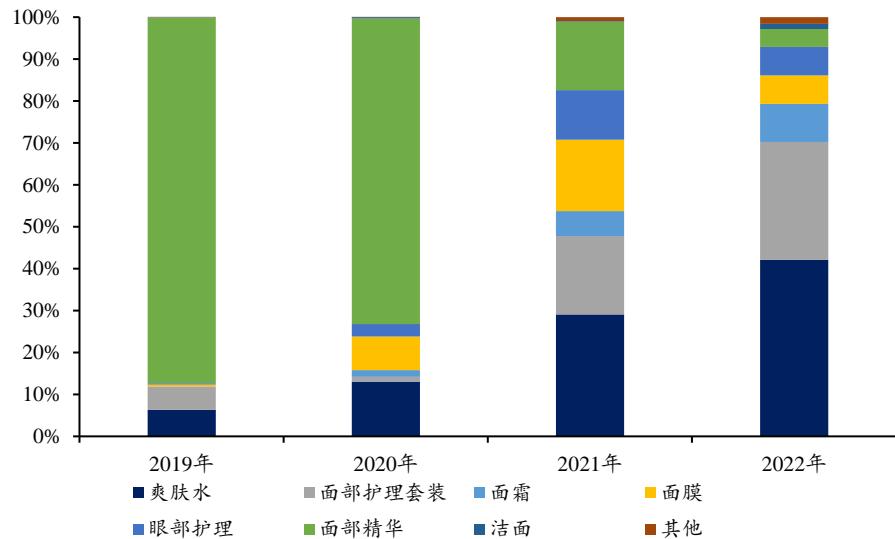
✓ 品类：据魔镜市场情报数据，大单品驱动下，肌活天猫爽肤水GMV占比由2019年的6.3%强势提升至2022年的42.1%，由大单品连带销售的糙米系列套装（面部护理）天猫占比亦有明显提升。

✓ 新品方向：紧紧把握糙米水红利，完善大单品糙米系列，糙米面霜有望接替放量。

图表：糙米水基本盘稳固，糙米系列拓展初见成效

2021年			2022年	
排名	天猫热销Top10单品	GMV占比	天猫热销Top10单品	GMV占比
1	糙米焕活精华水（糙米水）	26.82%	糙米焕活精华水（糙米水）	36.93%
2	虾青素抗氧亮肤面膜	13.66%	盈润亮肤保湿精华露（小蓝棒）	6.34%
3	微电流感眼霜	9.70%	微电流感眼霜	4.39%
4	平衡控油乳	4.07%	糙米肌底精华面膜（糙米面膜）	1.95%
5	盈弹水光动力肌底液	3.36%	糙米焕活柔肤霜（糙米面霜）	1.86%
6	盈润亮肤保湿精华露（小蓝棒）	3.34%	平衡控油乳	1.41%
7	虾青素还原修护动力肌底液	3.06%	糙米净彻洁面膏	1.13%
8	极光晶透动力肌底液	2.71%	盈润水调理面膜	1.08%
9	抗氧化亮肤面霜	1.31%	糙米平衡控油乳	1.07%
10	衡肤瓷感动力肌底液	1.14%	角质调理嫩肤乳	0.69%

图表：爽肤水占比强势提升至第一大品类



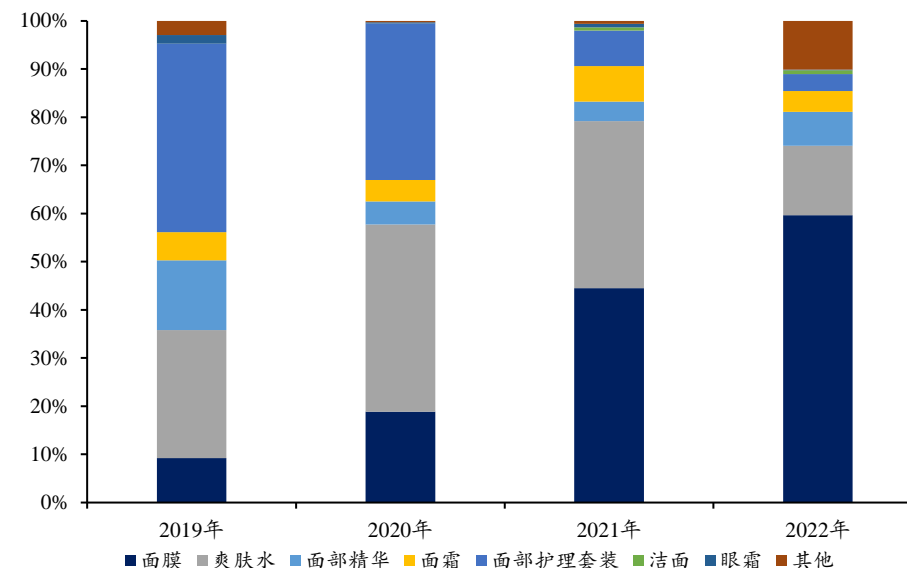
1.3 产品：潜力品牌大单品矩阵初具雏形，基础品类心智渐强、高阶品类突破可期

- **米蓓尔：大单品蓝绷带面膜稳定，乳液面膜接力放量；水→面膜品类升级成功，高阶精华品类增长势头较好。**
- ✓ **大单品：**2022年2月上市的乳液面膜强势突围，强化品牌面膜心智，据魔镜市场情报数据，2022年乳液面膜已跃升至天猫热销的第二大单品（占比22.3%），仅次于蓝绷带面膜；粉水销售占比大幅下降至8.35%，小蓝帽精华占比小幅提升。
- ✓ **品类：**品牌在面膜、爽肤水产品类优势显著，据米蓓尔2022年双11战报：蓝绷带面膜/粉水2.0分别获天猫涂抹面膜/爽肤水国货NO.1。据魔镜市场情报数据，面膜品类自2021年起超越爽肤水成为第一大品类，2022年天猫GMV占比近60%；精华品类持续突破，2022年天猫GMV占比7%/同比提升3pct；2023Q1推出重磅新品3A紫精华，未来需关注其在大促期间的销售表现。
- ✓ **新品方向：**未来重点提升精华类产品占比，发展高毛利单品，丰富产品线。

图表：蓝绷带占比稳定，乳液面膜接力放量

2021年			2022年		
排名	天猫热销Top10单品	GMV占比	天猫热销Top10单品	GMV占比	
1	轻龄紧致修护面膜（蓝绷带）	26.87%	轻龄紧致修护面膜（蓝绷带）	25.14%	
2	多元修护润养水（小粉水）	21.91%	玻尿酸高保湿乳液面膜（海茴香、白松露乳液面膜）	22.34%	
3	玻尿酸精华水（大白水）	3.42%	多元修护润养水（小粉水）	8.35%	
4	赋活修护固态闪释面膜（冻干面膜）	3.25%	舒缓安肤精华液（小蓝帽精华）	3.09%	
5	水润保湿次抛精华液	2.05%	玻尿酸精华水	2.27%	
6	舒缓修护霜	1.84%	屏障修护倍润乳霜	1.88%	
7	轻龄紧致焕亮丝绒霜	1.77%	舒缓保湿冻膜（小蓝帽冻膜）	1.59%	
8	屏障修护倍润乳霜	1.36%	轻龄紧致焕亮丝绒霜	0.60%	
9	紧致换肤精粹水	1.24%	赋活修护固态闪释面膜	0.54%	
10	4D玻尿酸保湿眼霜	0.51%	水润保湿次抛精华液	0.43%	

图表：面膜品类心智渐强，2022年精华品类提升明显



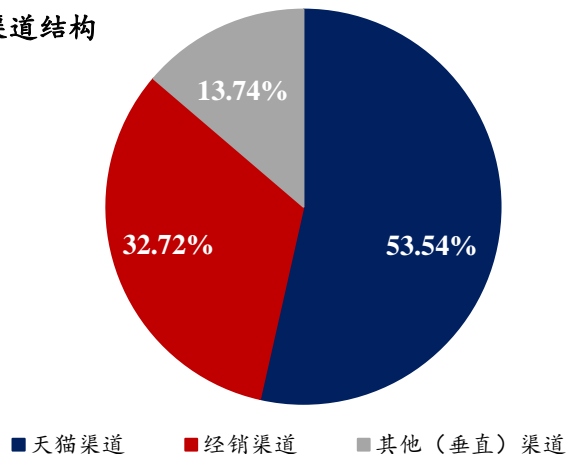
1.4 渠道：四大品牌渠道错位布局，共享渠道高增红利

■ 从渠道布局上看，四大品牌侧重发力渠道略有不同，错位竞争共享渠道高增红利。

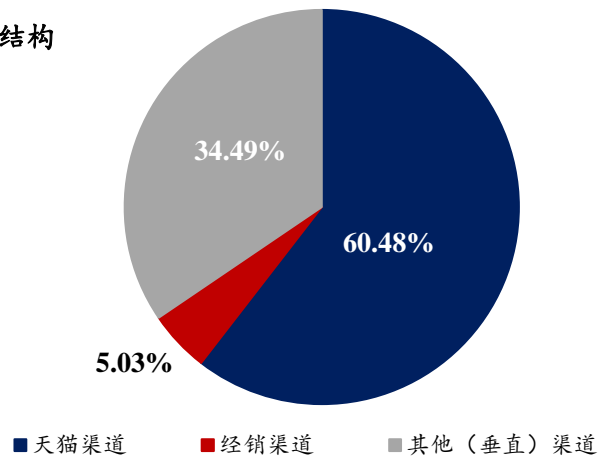
- **润百颜：线上天猫占据主导，抖音为未来重点发力渠道。** 1) **线上：**截至2021H1，天猫为第一大渠道（占比53.5%），2021年前润百颜与超头薇娅绑定较深，2021年双11与其停止合作后，逐渐降低对超头主播的依赖，2021全年润百颜天猫达播占比同比下降约8 pct至19%。此外，品牌积极把握抖、快新渠道红利，2022年“618”期间，润百颜在天猫/抖音/快手平台国货排名Top 8/2/2。2) **线下：**2021年，润百颜开设实体店3家。3) **未来规划：**品牌致力于将抖音打造成第二大规模渠道，仅次于天猫。
- **夸迪：线上天猫占据绝对主导，同步发力拓展线下加盟店。** 1) **线上：**夸迪线上超头占比较高，截至2021H1，夸迪天猫渠道占比提升至60.5%，经销渠道占比降至5%，其他渠道主要含抖音、私域。2) **线下：**2021年发展线下加盟店超200家。3) **未来规划：**天猫平台提升店铺日销及自播能力，降低对头部主播的销售依赖；加强线下及私域渠道建设，全面布局线下渠道；分销体系加强代理商管理，适度收紧招商政策，筛选优质代理商。

图表：截至2021H1，润百颜、夸迪品牌渠道结构

润百颜渠道结构



夸迪渠道结构

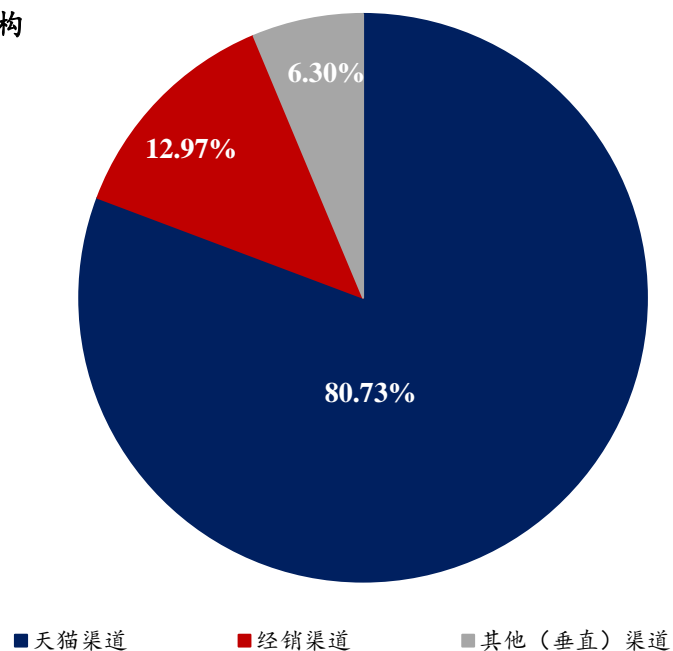


1.4 渠道：四大品牌渠道错位布局，共享渠道高增红利

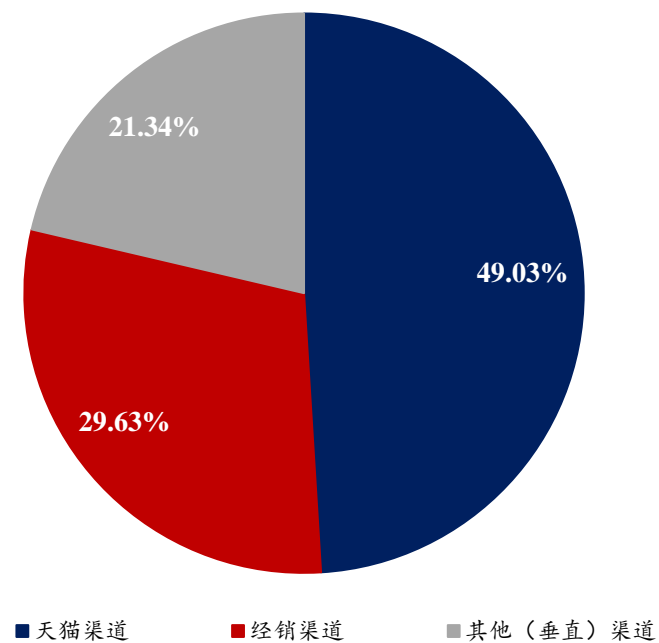
- **肌活：早期以天猫为主，后期抖音占比提升迅速。**肌活深度运营天猫、抖音、分销三个主要渠道，早期以天猫渠道为主，截至2021H1，天猫渠道占比高达81%，经销/其他渠道（抖音为主）分别占13%/6%。2021年公司进入抖音渠道并建立自播团队后，抖音渠道发展迅猛。
- **米蓓尔：线上天猫占据主导，借助淘系超头助力品牌出圈。**截至2021H1，米蓓尔天猫渠道占比达49%，经销渠道较2020年底的36%下降至30%，直营比例提升。米蓓尔与淘系超头李佳琦合作较多，大促期间借力超头强势出圈。

图表：截至2021H1，肌活、米蓓尔品牌渠道结构

肌活渠道结构



米蓓尔渠道结构



1.5 精细化管理下费用投放逐渐优化，驱动盈利能力持续提升

- **降低超头、达播占比，不断提升各平台ROI。** 1) **天猫：**润百颜、肌活2022年以来已无超头合作；夸迪品牌建设初期超头打造的品牌势能持续释放，2022H1超头占比下降，日销和自播运营颇有成效，整体销售费率同比下降，2022年双11超头合作力度同比基本持平；米蓓尔2022全年超头合作力度同比持平。2) **抖音：**根据飞瓜数据，以2023年3.15-4.13的30天为例，润百颜/夸迪/肌活/米蓓尔抖音自播占比分别为62.8%/34.3%/44.5%/71.6%，其中夸迪、肌活达播占比高，夸迪/肌活抖音分别较依赖自有IP枝繁繁/达人骆王宇，以2023年2.22-3.23的30天为例，其个人抖音GMV占比达46.7%/10%。未来伴随抖音运营效率提升，各品牌抖音费用投放将日趋理性。
- **销售费用率逐季改善，盈利能力步入上行通道：**2022Q3/Q4公司整体销售费用率同比降低0.1/3.7pct，且考虑到护肤品业务占比提升，预计核心护肤品板块销售费用率优化更为显著；未来伴随强化精细化管理，渠道投放效率提升，销售费用率有望稳步下降，驱动盈利能力步入上行通道。

图表：超头投放趋于理性

品牌名称	合作超头	产品名称	是否参与超头直播					
			2022年 11.11	2022年 6.18	2022年 3.8	2021年 11.11	2021年 6.18	2021年 3.8
润百颜	薇娅	屏障调理水 180ml					√	
		屏障调理次抛 1.5ml*30支				√	√	
		水润次抛 1.5ml*30支				√		
		菁透焕亮377次抛 1.5ml*30支					√	
		润养奶皮面膜						√
		肉肉面膜					√	
夸迪	李佳琦	战痘次抛 30ml/30ml*2	√	√	√	√		
		焕颜次抛 30ml/30ml*2	√	√	√	√		
		悬油次抛 30ml/30ml*2	√					
		清润次抛 20ml		√				
		极光次抛 1.5ml*30支				√		
		熬夜面膜 50g*2	√	√				
		焕彩鲜注面膜 4片/盒	√					
		高光面膜 5片/盒*2				√		
		战痘次抛面膜 5片/盒				√		√
		5D玻尿酸眼霜					√	√
动能支撑面霜50g	√	√	√	√	√	√		
		轻龄方程焕肤礼盒					√	
米蓓尔	李佳琦	乳液面膜[5片装]1盒/5盒/10盒/11盒	√	√				
		净透无瑕冻干粉膜[5片装]1盒/2片				√	√	
		多元修护润养水(粉水)100ml/100ml*2/2.0 300ml	√	√	√	√	√	√
		轻龄紧致修护涂抹面膜(蓝绷带)110g/110g*2	√	√	√	√		
BM肌活	薇娅	虾传面膜5盒					√	
		焕亮眼霜眼精华组合				√	√	√
		虾青素肌底液					√	
		传明酸肌底液					√	

图表：四大品牌抖音Top3达人合作梳理

品牌	主播	销售额 (万元)	销售额占比	粉丝数 (万人)	推广商品
润百颜	贾乃亮	250-500	10.0%	3113.7	屏障次抛、玻尿酸抚纹靓透次抛精华、屏障调理面膜 (白绷带)
	豆豆_Babe	100-250	4.7%	1360	屏障调理面膜 (白绷带)、淡纹焕颜精华面膜
	潘雨润PanYR	100-250	4.7%	723.5	屏障次抛、玻尿酸抚纹靓透次抛精华、屏障调理面膜 (白绷带)
夸迪	枝繁繁	1000-2500	46.7%	17.1	战痘次抛、悬油次抛、弹嫩盈透面膜
	呗呗兔	250-500	10.0%	942.7	悬油次抛、战痘次抛
	深夜徐老师	50-75	1.7%	922.9	悬油次抛、战痘次抛
肌活	骆王宇	250-500	10.0%	2025.5	糙米水、小蓝棒、糙米水乳套组
	豆豆_Babe	100-250	4.7%	1360	糙米卸妆膏、肌活尝鲜礼盒
	小雅风美	100-250	4.7%	50.6	紧致淡纹眼贴膜、水盈透润面膜、美白淡斑精华
米蓓尔	琦儿Leo	100-250	10.0%	457	蓝绷带、涂抹面部精华露
	搭搭	75-100	5.0%	998	蓝绷带
	贾乃亮	75-100	5.0%	3105.4	蓝绷带

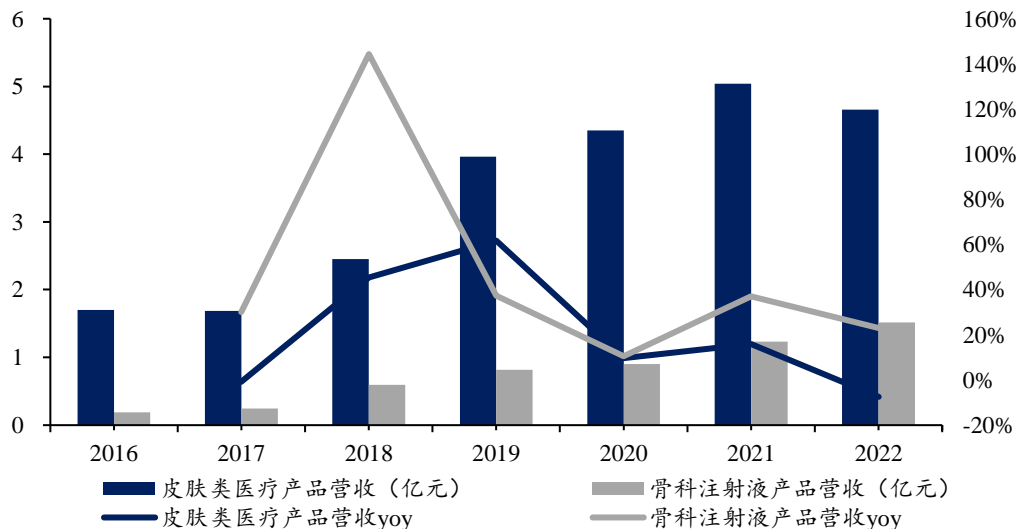
注：飞瓜数据统计区间为2023.2.22-2023.3.23。

二、医疗终端：产品管线储备丰富，医美疫后望迎边际修复

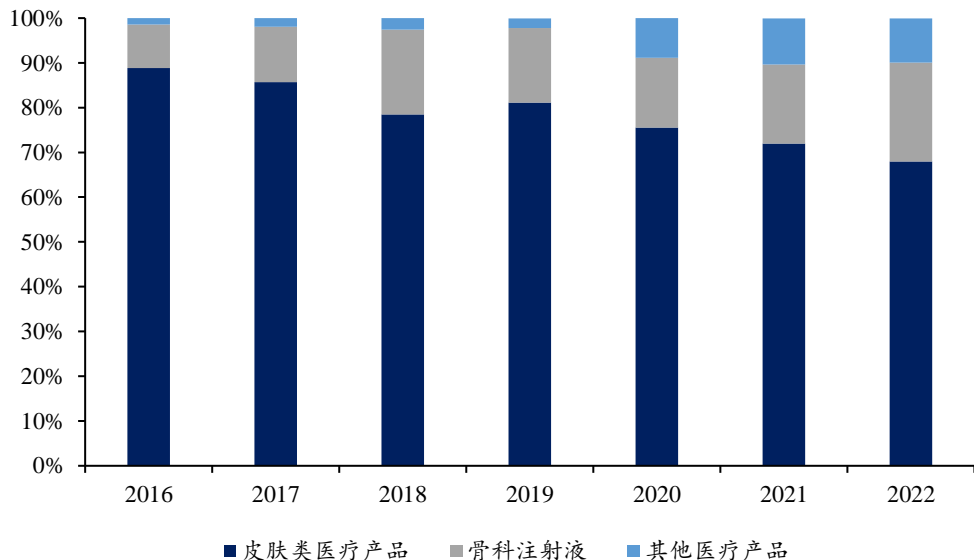
2.1 医美皮肤类产品短期增长承压，医药骨科类产品成长性更优

- 医美皮肤类产品奠定基本盘、短期增长承压，医药骨科类产品韧性与成长性兼具。**公司医疗终端业务产品线众多，主要可分为医美类（皮肤类产品为主）、医药类（骨科注射液为主）两类。2022年医疗终端业务实现营收6.86亿元，2016-2022年营收CAGR达23.7%。分结构来看，皮肤类产品已成增长主要驱动（占比68%），2022年实现营收4.66亿元/同比-7.6%，主要系疫情封控影响、主动调整产品策略并优化产品结构所致，短期增长承压、长期增长稳健，2016-2022年营收CAGR达18.3%；骨科类产品2022年营收占比提升至22%，疫情下韧性更优，体量尚小、仍处快速增长阶段，2016-2022年营收CAGR高达41.8%。

图表：皮肤类/骨科类产品2016-2022年营收CAGR分别为41.8%/18.3%



图表：皮肤类产品奠定医疗终端业务基本盘



2.2 医美：产品矩阵持续扩充，定位重梳理、思路更清晰

- **医美产品管线丰富，聚焦核心品牌润致。**公司医美产品线涵盖自有品牌润致、润百颜，及收购的法国品牌丝丽；目前已由高价值利润型微交联产品+中高价值利润型润致系列填充剂产品+流量型润百颜系列构建起了完整的针剂类产品矩阵。目前以核心品牌润致系列包括单相Natural，以及润致2、3和5号等双相产品，未来“润致”将依托公司玻尿酸原料和技术平台优势，完善单相、双相不同支撑性、粘弹性、内聚力，且不同适应症的全面部玻尿酸填充剂矩阵布局。
- **产品定位重梳理，润百颜引流+聚焦发力微交联润致娃娃针。**2022年公司将不同医美产品系列分别定位为成熟业务、增长业务和种子业务，充分利用成熟润百颜小颗粒产品的引流优势，实现机构的广泛覆盖、消费者的品牌认知渗透；聚焦发力差异化优势品类微交联润致娃娃针，以驱动皮肤类医疗产品增长；同时通过修护精华液、喷剂敷料、皮肤修护贴，修护乳等“润致臻活”医美术后修复产品，养护求美者术后肌肤。

图表：华熙生物医美类产品矩阵

品牌	产品	型号规格	核心成分	技术特点	产品功效
润百颜	白紫系列	0.75ml/1ml	交联小分子HA	双相玻尿酸	除皱
	黑金系列	1ml/1.5ml/2ml	交联大分子HA	双相玻尿酸	塑形
	星耀系列	1mlx1支/盒	交联中分子HA	双相颗粒型玻尿酸	除皱
	月盈系列	1mlx1支/盒	交联大分子HA	双相颗粒型玻尿酸	黑金升级款
润致	蓝色双相	0.5mlx1支/盒	双相交联大分子HA+利多卡因	利多卡因缓释技术+HEC微交联技术	“深层支撑”
	红色单相	1mlx1支/盒	单相交联HA+利多卡因	利多卡因缓释技术+HEC微交联技术	“中层扩容”
	娃娃针	2mlx1支/盒	双相交联小分子HA+利多卡因	利多卡因缓释技术+HEC微交联技术	“浅层平铺”
	双子针	熨纹针1.5ml; 元气针2.5ml	熨纹针：微交联HA+利多卡因; 元气针：大、中、小、MiniHA	利多卡因缓释技术+HEC微交联技术; 大小分子强效复合智慧玻尿酸PRO	熨纹针对静态纹; 元气针快速补水
丝丽	502	2mg	CT50玻尿酸	SRN网格缓释技术	补水保湿嫩肤，目标年龄层35岁以下
	516	16mg			全面改善各种原因引起的黑眼圈，眼袋，各种色斑，鱼尾纹，黑色素等衰老肌肤，目标年龄层35-45岁
	532	32mg			为干燥缺水及敏感肌肤提供绝佳的锁水滋养抗皱效果。 适合年龄层在45岁以上的女性。
	640	40mg			改善皮肤暗沉、泛黄、毛孔粗大、黑色素沉淀。 适用所有人群。
	715	75mg	CT50玻尿酸+肌肤		改善面部、紧致肌肤、细化纹理。 适合年龄层在45岁以上的女性。

2.2 医美：交联技术优势突出，差异化优势品类润致娃娃针具备增长潜力

- **透明质酸交联技术全面，且处国际先进水平。**公司自 2006 年开始梯度 3D 交联技术的研究，目前公司具备单相交联（时效长）、双相交联（时效中等）、微交联（时效短）透明质酸填充剂产品的开发能力。最早于2012年上市的“润百颜”注射用修饰透明质酸钠凝胶是国内首家获批的国产交联透明质酸软组织填充剂，打破了国外透明质酸填充剂对国内市场的垄断；2022年第二代微交联技术也已完成突破，产品正处临床试验阶段。
- **润致娃娃针具合规、差异化优势，具备增长潜力。**水光针品项优异，属于美塑疗法，因其操作简单、风险低、见效快，是入门级轻医美项目且享有较高复购率。伴随国家药品监督管理局对水光类产品分类界定逐步明确，用于注射至面部真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，需按照第三类医疗器械管理。润致娃娃针获批为第三类医疗器械产品，且定位长效水光（3-6个月），差异化优势突出，市场反馈佳，有望在监管补位下享受合规红利，对二类械/一类械/妆字号甚至无资质产品形成替代。

图表：水光针监管政策补位下，润致娃娃针有望享受合规红利

产品名	生产商	获批时间	注射层次	适应症	价格	作用周期
润致娃娃针	华熙生物	2020/3/20	真皮组织浅层到中层	额部皱纹	2000-3000	3-6月
瑞蓝唯琨	高德美	2020/12/2	真皮组织深层	用于真皮表浅层注射，刺激皮肤再生，也可用于丰唇	4000-7000	6-12月
嗨体去活	爱美客	2019/12/27	真皮组织中层至深层	中重度鼻唇沟	1000-2000	1个月

2.3 医药：产品管线众多，渠道拓展加速，市场份额持续提升

- **医药产品布局多领域，以骨科为主，眼科及其他领域为辅。**公司医药类产品聚焦骨科、眼科、医用润滑、外科等多领域，拥有多个品牌，核心品牌为海力达（骨科）、海视健（眼科）。公司通过自研+代理+收购多种方式，持续扩充医药产品矩阵。
- **加速拓展医院渠道，市场份额持续提升，医药类线下消费偏刚需，业务增长稳定性较强。**
 - **骨科：**海力达积极参与各省际联盟集中带量采购，截至2022年底，海力达在全国覆盖超 6,000 家医院，当年新增 1,000+家，市占率持续提升。
 - **眼科：**积极推进海视健在重点省份的挂网销售，市场份额有所提升。
 - **外科：**PRP产品积极在国内骨科、运动医学科、整形外科以及疼痛科等多科室的推广与销售，PRP升级产品“PRP+HA”目前已完成海南地区的“先行先试”注册工作；截至2022H1，PRP产品已覆盖全国300+家医院，2021年就新增近百家三级医院的入院销售。
 - **胶原蛋白医疗产品：**2022年4月，公司收购益而康51%股权，正式进军胶原蛋白产业，益而康主营的胶原蛋白海绵及人工骨等入院产品可进一步丰富公司现有医疗终端产品管线，同时结合PRP产品已有的国内300余家医院的销售渠道，与公司渠道实现协同效应。

图表：医药类产品布局多领域、管线众多

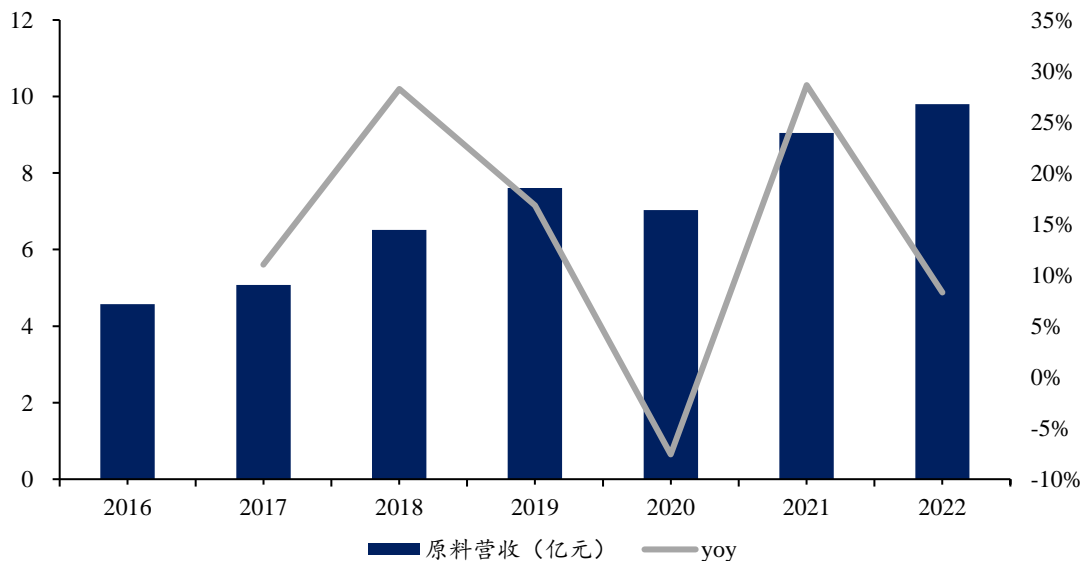
领域	产品名称	注册类别	主要品牌	主要用途
骨科	玻璃酸钠注射液	化学药品	海力达	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎
	人工骨	III类医疗器械	瑞福	诱导自体骨生长，促进骨愈合，实现真正骨再生，同时可自行降解，减轻患者痛苦，加快康复过程。
眼科	医用透明质酸钠凝胶	III类医疗器械	海视健	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术
医用润滑	医用透明质酸钠润滑剂	II类医疗器械	海润通	用于导管或内窥镜进入人体自然腔道时的导入润滑
	透明质酸钠润滑液	II类医疗器械	美御	适用于妇科检查时阴道扩张器的润滑
外科	富血小板血浆（PRP）制备用套装	III类医疗器械	瑞珍	适用于抽取患者自体血液制备富血小板血浆（PRP），PRP可应用于治疗慢性伤口
	胶原蛋白海绵	III类医疗器械	倍菱	兼有组织修复、残腔填充、止血、药物载体和防粘连的作用

三、原料：稳健增长赋能下游，合成生物打开成长空间

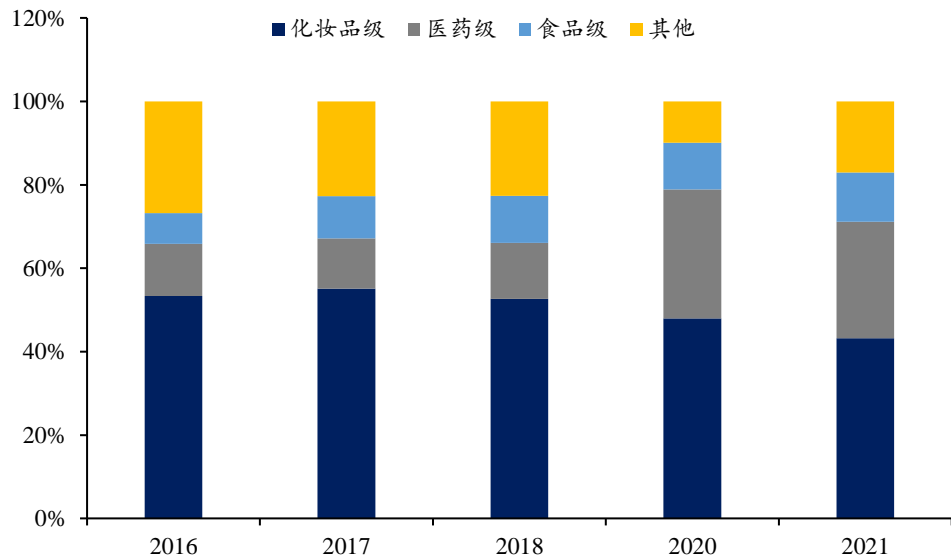
3.1 透明质酸制造龙头地位稳固，原料业务持续稳健增长

- 原料业务增长稳健，医药级原料、其他活性物相对高增。** 公司为世界最大的透明质酸生产及销售企业，原料产品涉及化妆品、医药、食品级透明质酸，及其他生物活性材料。原料业务增长稳健，2022 年原料业务实现营收 9.8 亿元，2016-2022 年 CAGR 达 13.5%。按细分产品来看，2022 年医药级透明质酸实现收入 3.37 亿元/同比+33.7%，占比持续提升，2016-2022 年 CAGR 达 34.3%；化妆品级原料体量最大、增长平稳（2016-2021 年营收 CAGR 9.9%），食品级原料体量小、增长较快（2016-2021 年营收 CAGR 26.4%）。此外，公司通过合成生物不断推出新的生物活性物产品，持续提升非透明质酸原料占比，2022 年依克多因营收实现翻倍增长，未来其他活性物有望为原料业务提供新增长动力。

图表：原料业务2016-2022年营收CAGR达13.54%



图表：医药级原料营收占比由2016年的12.6%提升至2021年的27.9%

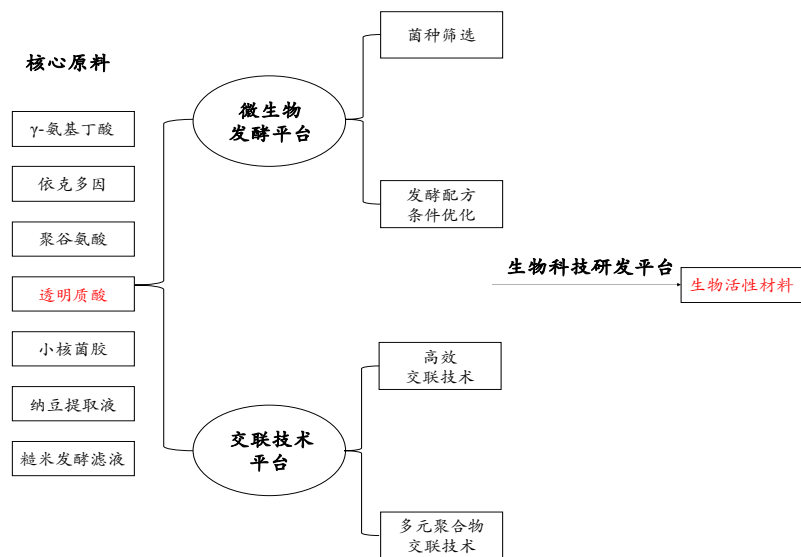


注：2019年公司未披露原料业务细分项营收。

3.2 前沿布局合成生物，多种潜力活性物打开成长空间

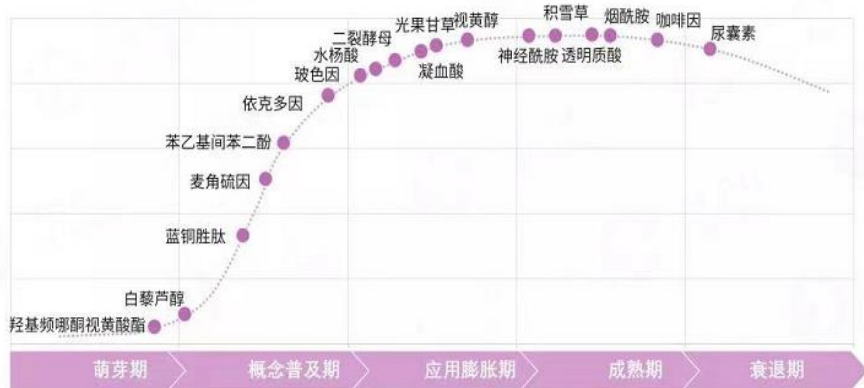
- **国内最早布局合成生物的公司之一，研发平台搭建、人才梯队引进基本到位。** 1) **平台**：公司“合成生物技术国际创新产业基地”已落户北京大兴并投入使用，且已成立了5个合成生物研发工作室、1个发酵优化平台、1个应用研发工作室及平台管理，并完成了世界首座合成生物科学馆的建设和落成。 2) **人才**：截至2022年底，研发团队共计引进科研人员超过50人。
- **六大类活性物1→N迭代升级，活性物平台型企业逐具规模。** 公司基于合成生物底层研发，聚焦六大类物质（功能糖、氨基酸、蛋白质、多肽、核苷酸和天然活性化合物）0-1的原始创新及1-N的迭代升级，重点布局γ-氨基丁酸、聚谷氨酸钠、依克多因、麦角硫因等生物活性物。根据美丽修行，2022年依克多因、麦角硫因在化妆品领域尚处概念普及期，依克多因在修复、抗衰类护肤领域应用效果良好，在医药领域的应用场景不断拓展；麦角硫因亦有望成为护肤领域的抗衰黑马；此外；γ-氨基丁酸已逐渐被食品行业认可，市场份额有望持续提升。该一系列新活性物成分市场潜力可期，将进一步打开公司成长空间。2022年，公司已在一些活性物上取得一定突破性进展，完成了3个化妆品新原料备案；高产麦角硫因已完成产品开发，5-ALA、唾液酸等成功实现放大生产，重组人源胶原蛋白完成中试生产，生物活性物平台型企业进一步形成。

图表：公司合成生物研发转化流程



图表：多数化妆品成分尚未发展至成熟期

2022成分生命周期曲线



图表：依克多因、麦角硫因尚处概念普及期

成分名称	生命周期
透明质酸	成熟期
γ-氨基丁酸	
熙安颜	
依克多因	概念普及期
Hyafactor®-PGA聚谷氨酸钠	
Hyafactor®-SG小核菌胶水凝胶	
纳豆提取液	
糙米发酵滤液	
麦角硫因	概念普及期
Biobloom™微美态 ME-1	
Biobloom™微美态 ME-2	

四、盈利预测与投资建议

4. 盈利预测与投资建议

图表：华熙生物营收预测

单位：亿元	2022	2023E	2024E	2025E
原料收入	9.80	11.51	13.19	14.86
YOY		17.5%	14.6%	12.6%
毛利率	71.5%	72.4%	72.4%	72.4%
医疗终端收入	6.86	8.53	10.16	11.75
YOY		24.3%	19.2%	15.7%
毛利率	80.9%	81.5%	81.8%	82.0%
功能性护肤品收入	46.07	58.99	72.84	87.45
YOY		28.0%	23.5%	20.1%
毛利率	78.4%	78.7%	78.7%	78.2%
润百颜	13.85	15.23	17.06	19.11
YOY		10.0%	12.0%	12.0%
夸迪	13.68	17.78	22.23	26.68
YOY		30.0%	25.0%	20.0%
肌活	8.98	13.47	17.51	21.88
YOY		50.0%	30.0%	25.0%
米蓓尔	6.05	8.17	10.63	13.28
YOY		35.0%	30.0%	25.0%
其他收入	0.86	1.50	2.10	3.15
YOY		75.1%	40.0%	50.0%
毛利率	34.0%	53.3%	52.3%	51.3%
总营收	63.59	80.53	98.29	117.21
YOY		26.6%	22.1%	19.2%
综合毛利率	77.0%	77.6%	77.5%	77.3%

盈利预测核心假设：

原料业务：

- 伴随疫情影响消除国内业务恢复+新原料逐渐放量，预计2023-2025年原料业务持续稳健增长，营收同比增长17.5%/14.6%/12.6%。
- 毛利率预计维持稳定。

医疗终端业务：

- 疫后线下复苏为医美业务提供增长弹性，差异化优势品类润致娃娃针放量可期；医药产品加速拓展线下渠道，市场份额有望持续提升，预计2023-2025年医疗终端业务营收同比增长24.3%/19.2%/15.7%。
- 产品定位重新梳理后，伴随高价值利润型的微交联产品占比提升，毛利率有望持续小幅提升。

功能性护肤品业务：

- 润百颜、夸迪品牌体量已较大，肌活、米蓓尔仍处于大单品放量并持续拓展的红利期，预计2023-2025年品牌营收增速肌活 > 米蓓尔 > 夸迪 > 润百颜；整体护肤品业务仍将维持快速增长，2023-2025年营收同比增长28%/23.5%/20.1%。
- 预计护肤品业务毛利率相对稳定，维持在78-79%区间。

- 考虑到美妆大盘短期内或持续承压，略微下调此前盈利预测，我们预计公司2023-2025年实现营收80.53/98.29/117.21亿元，同比增长26.6%/22.1%/19.2%，实现归母净利润12.54/15.68/19.02亿元，同比增长29.1%/25.1%/21.3%，对应PE分别为37/29/24倍。短期公司护肤品业务有望延续高增，医疗终端、原料业务摆脱疫情影响迎来恢复性增长，长期看好其在持续发力大单品、精细化渠道运营下，费率优化、盈利改善趋势延续，利润增速有望快于收入增速，维持“增持”评级。

五、风险提示

- **行业景气度下降风险：**若美妆行业景气度下降，美妆消费需求减少，或将冲击公司销售收入。
- **行业竞争加剧风险：**若新锐品牌崛起、海外大牌折扣力度加大，公司如未能有效应对或将丧失部分市场份额。
- **新品推出不及预期风险：**若新品推出速度慢于预期或影响公司护肤品业务收入增长。
- **创新及营销不及预期风险：**化妆品创新及营销对于获客至关重要，若不及预期，或将导致公司购买客户数减少。
- **行业监管趋严风险：**若行业监管持续趋严，或将导致公司研发转化、产品备案进度慢于预期，或影响公司收入增长。

华熙生物盈利预测表

证券代码： 688363

股价： 95.69

投资评级： 增持(维持)

日期： 20230504

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2136.85	3695.77	4704.62	6883.54	营业收入	6359.19	8052.75	9829.18	11721.23	每股指标				
应收款项	448.44	590.82	620.00	761.01	营业成本	1463.23	1803.47	2209.48	2665.76	EPS	2.02	2.60	3.26	3.95
存货净额	1161.54	835.31	1484.91	1171.85	营业税金及附加	77.20	93.91	114.63	136.69	BVPS	13.79	15.77	18.25	21.25
其他流动资产	276.27	288.99	343.05	369.21	销售费用	3049.37	3845.55	4611.00	5451.70	估值				
流动资产合计	4023.10	5410.89	7152.58	9185.61	管理费用	392.87	439.18	516.40	604.08	P/E	66.97	36.75	29.38	24.23
固定资产	1899.28	1999.49	2022.41	1973.64	财务费用	-48.66	-8.05	-4.39	1.00	P/B	9.81	6.07	5.24	4.50
在建工程	830.45	657.40	501.66	361.50	其他费用/ (-收入)	388.19	483.16	589.75	703.27	P/S	10.23	5.72	4.69	3.93
无形资产及其他	1860.70	1859.70	1858.70	1856.70	营业利润	1136.31	1475.74	1841.92	2230.73	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	68.23	70.23	71.23	72.23	营业外净收支	-0.20	-15.10	-15.10	-15.10	盈利能力				
资产总计	8681.75	9997.71	11606.58	13449.67	利润总额	1136.11	1460.64	1826.82	2215.63	ROE	14.64%	16.51%	17.85%	18.59%
短期借款	139.20	139.20	139.20	139.20	所得税费用	174.73	219.10	274.02	332.34	毛利率	76.99%	77.60%	77.52%	77.26%
应付款项	848.34	1048.59	1345.01	1621.39	净利润	961.38	1241.54	1552.80	1883.28	期间费率	53.36%	53.11%	52.12%	51.67%
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-9.54	-12.32	-15.41	-18.69	销售净利率	15.27%	15.57%	15.95%	16.23%
其他流动负债	656.50	825.24	958.35	1097.83	归属于母公司净利润	970.92	1253.86	1568.20	1901.97	成长能力				
流动负债合计	1644.04	2013.02	2442.56	2858.41	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	28.53%	26.63%	22.06%	19.25%
长期借款及应付债券	107.97	107.97	107.97	107.97	经营活动现金流	635.19	2019.74	1488.58	2681.82	利润增长率	24.11%	29.14%	25.07%	21.28%
其他长期负债	246.76	246.76	246.76	246.76	净利润	970.92	1253.86	1568.20	1901.97	营运能力				
长期负债合计	354.73	354.73	354.73	354.73	少数股东权益	-9.54	-12.32	-15.41	-18.69	总资产周转率	0.73	0.81	0.85	0.87
负债合计	1998.77	2367.75	2797.28	3213.14	折旧摊销	228.65	220.83	230.82	236.94	应收账款周转率	14.18	13.99	15.91	15.76
股本	481.09	481.52	481.52	481.52	公允价值变动	0.14	0.00	0.00	0.00	存货周转率	5.47	9.64	6.62	10.00
股东权益	6682.99	7629.97	8809.30	10236.53	营运资金变动	-505.24	526.10	-313.30	553.74	偿债能力				
负债和股东权益总计	8681.75	9997.71	11606.58	13449.67	投资活动现金流	-836.22	-143.50	-85.50	-27.50	资产负债率	23.02%	23.68%	24.10%	23.89%
					资本支出	-695.17	-162.10	-112.10	-61.10	流动比	2.45	2.69	2.93	3.21
					长期投资	-278.34	-2.00	-1.00	-1.00	速动比	1.61	2.16	2.21	2.70
					其他	137.29	20.60	27.60	34.60					
					筹资活动现金流	-170.16	-317.32	-394.22	-475.41					
					债务融资	101.11	0.00	0.00	0.00					
					权益融资	89.50	0.44	0.00	0.00					
					其它	-360.77	-317.76	-394.22	-475.41					
					现金净增加额	-341.63	1558.92	1008.86	2178.91					

商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 商社研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597