

生物医药 III

华熙生物 (688363.SH)

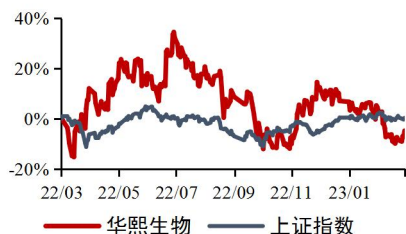
增持-B(维持)

年内营收净利双增 20%+, 大单品效应显著、在研项目丰富

2023 年 3 月 31 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2023 年 3 月 30 日

收盘价 (元):	114.69
年内最高/最低 (元):	164.66/101.59
流通 A 股/总股本(亿):	1.98/4.81
流通 A 股市值 (亿):	226.61
总市值 (亿):	551.76

基础数据: 2022 年 12 月 31 日

基本每股收益:	2.02
摊薄每股收益:	2.02
每股净资产(元):	13.89
净资产收益率:	14.39

资料来源: 最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码: S0760521010001

邮箱: zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2022 年财报, 期内实现营收 63.59 亿元 (+28.53%), 归母净利润 9.71 亿元 (+24.11%), 扣非归母净利润 8.52 亿元 (+28.46%), EPS2.02 元, 拟 10 派 6.1 元。其中 22Q4 实现营收 20.38 亿元 (+5.32%)、归母净利润 2.93 亿元 (+29.07%)、扣非归母净利润 2.51 亿元 (+15.67%)。公司收入规模持续增长、原料业务稳定增长、功能性护肤品业务高速放量、整体规模效应显现、盈利能力进一步提升。

事件点评

➢ **受供需关系影响, 原料收入增速相对放缓。**主要系上游供应端受暂时停工致产量有所收缩、下游需求端市场需求量有所下降。原料业务收入 9.8 亿元 (+8.31%), 收入占比 15.41%、毛利率 71.54%。收入结构方面, 毛利率较高的医药级透明质酸原料业务保持高增速, 实现收入 3.37 亿元 (+33.73%) 占比持续提升; 食品级透明质酸原料业务、其他生物活性物稳定增长。经营方面, 公司海外市场增长势头明显, 年内公司出口原料销售收入 4.26 亿元、收入占比 43.25%。产能方面, 天津工厂新增 300 吨透明质酸产能, 中试生产线以投入运营; 东营佛思特工厂无菌级 HA 生产线预计 23 年实现生产以占据最高端市场。产品布局方面, 年内公司完成 3 个化妆品新原料备案; 收购北京益尔康 51% 股权正式进军动物源胶原蛋白领域, 新增胶原蛋白海绵和人工骨两项产品管线; 未来将通过合成生物技术优化已有产品, 将产品触角延伸至其他生物活性物。

➢ **医疗终端产品结构调整致收入同比微降,** 营收 6.86 亿元 (-2%), 收入占比 10.79%、毛利率 80.86%。其中, 皮肤类产品收入 4.66 亿元 (-7.56%) 系公司主动调整产品结构; 骨科注射液产品收入 1.52 亿元 (+22.98%) 系“海力达”八省二区及安徽带量采购落地执行、覆盖国内超 6000 家亿元 (较上年增加 1000 多家)、市占率进一步提升; 其他产品收入 0.68 亿元 (-5.79%)。产品方面, 润百颜小颗粒产品线下机构及消费者渗透率持续提升; 具有差异化优势的微交联润致娃娃针销量增长约 38%。储备项目方面, 公司将持续推进产品在骨科、眼科等多部门、多地市场推进。

➢ **功能性护肤品业务持续增长,** 实现营收 46.07 亿元 (+38.8%)、收入占比超 72.45%、毛利率 78.37%。产品方面, 润百颜 / 夸迪 / 米蓓尔 / BM 肌活营收较上年同期分别增长 12.64% / 39.73% / 44.06% / 106.4%。润百颜、夸迪系列营收过十亿, BM 肌活放量显著有望成为下一个销量过十亿系列。渠道布局方面, 直营渠道份额持续提升, 品牌在官方旗舰店、品牌直播间、



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





私域流量和线下门店销量稳定，年内抖音渠道销量增长 31%、上升约 14pct。产品布局方面，top 10 产品销售收入增加、核心产品集中度提升，未来公司将稳固大单品基本盘以增强用户粘性、延伸产品功效强化用户心智、丰富品牌吸收新客。

- 功能性食品业务营收 0.75 亿元 (+358.19%)，公司在消费者教育初期推进产品布局，水肌泉、黑零等完善产品力、强化线上渠道内容输出。
- 期内毛利率 76.99% (-1.08pct)、净利率 15.12% (-0.56pct)。整体费用率 59.47% (-1.63pct)，其中销售费用 30.49 亿元 (+25.16%) 系公司销售渠道推广增加；管理费用率 6.18% (+0.05pct) 系增加中后台管理人员等职工薪酬所致、研发费用率 6.1% (+0.36pct) 系研发人员同比增加 256 人、研发人员薪酬较上年增长 26.36%、在研项目同比增长 98 项；财务费用率-0.77% (-0.76pct) 系利息收入同比增加及汇率变化产生汇兑收益。

投资建议

- 年内国内原料业务市场有序恢复、海外市场率先回暖；线下消费场景修复带动医疗终端产品销量增长；功能性护肤品继续稳扎稳打，润百颜系列渗透率持续提高、米蓓尔、BM 肌活继续差异化优势。年内看好公司原料、医疗终端业务低基数下修复势能，功能性护肤品进一步优化品牌赋能、提升渠道布局。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.64\3.36\4.32 元，对应公司 3 月 30 日收盘价 114.69 元，2023-2025 年 PE 分别为 43.5\34.1\26.5 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示

- 政策管控风险；行业竞争加剧风险；产品研发及注册不及预期风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,948	6,359	8,434	10,940	13,864
YoY(%)	87.9	28.5	32.6	29.7	26.7
净利润(百万元)	782	971	1,268	1,618	2,079
YoY(%)	21.1	24.1	30.6	27.6	28.5
毛利率(%)	78.1	77.0	76.8	77.3	77.6
EPS(摊薄/元)	1.63	2.02	2.64	3.36	4.32
ROE(%)	13.6	14.4	16.6	17.9	19.1
P/E(倍)	70.5	56.8	43.5	34.1	26.5
P/B(倍)	9.7	8.3	7.3	6.1	5.1
净利率(%)	15.8	15.3	15.0	14.8	15.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3984	4023	4416	5134	6474
现金	1807	1606	1586	1572	2301
应收票据及应收账款	401	448	678	783	1069
预付账款	88	172	173	274	293
存货	709	1162	1340	1838	2136
其他流动资产	979	635	639	667	676
非流动资产	3520	4659	5435	6338	7351
长期投资	19	68	115	162	209
固定资产	1609	1899	2527	3228	4024
无形资产	467	475	533	589	615
其他非流动资产	1424	2216	2260	2359	2503
资产总计	7504	8682	9851	11472	13825
流动负债	1401	1644	1975	2214	2738
短期借款	0	139	130	130	130
应付票据及应付账款	691	848	1210	1405	1865
其他流动负债	710	657	635	679	744
非流动负债	401	355	341	329	318
长期借款	144	108	94	82	71
其他非流动负债	257	247	247	247	247
负债合计	1801	1999	2316	2543	3056
少数股东权益	3	49	49	48	47
股本	480	481	481	481	481
资本公积	3569	3753	3753	3753	3753
留存收益	1674	2409	3293	4420	5871
归属母公司股东权益	5699	6634	7486	8881	10722
负债和股东权益	7504	8682	9851	11472	13825

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1276	635	1421	1349	2292
净利润	776	961	1267	1617	2078
折旧摊销	127	178	217	290	374
财务费用	-0	-49	-37	-38	-49
投资损失	-21	-12	-17	-21	-18
营运资金变动	359	-609	-6	-496	-91
其他经营现金流	36	166	-3	-3	-3
投资活动现金流	-990	-836	-974	-1169	-1366
筹资活动现金流	-71	-170	-467	-195	-196
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.63	2.02	2.64	3.36	4.32
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	1.32	2.95	2.80	4.76
每股净资产(最新摊薄)	11.85	13.79	15.82	18.71	22.53

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4948	6359	8434	10940	13864
营业成本	1085	1463	1957	2486	3108
营业税金及附加	58	77	107	135	169
营业费用	2436	3049	3930	5142	6516
管理费用	303	393	506	656	832
研发费用	284	388	464	635	804
财务费用	-0	-49	-37	-38	-49
资产减值损失	-37	-34	-8	-10	-12
公允价值变动收益	7	-0	3	3	3
投资净收益	21	12	17	21	18
营业利润	906	1136	1535	1958	2517
营业外收入	2	6	5	4	4
营业外支出	17	6	8	8	10
利润总额	890	1136	1532	1954	2511
所得税	115	175	264	337	433
税后利润	776	961	1267	1617	2078
少数股东损益	-7	-10	-1	-1	-1
归属母公司净利润	782	971	1268	1618	2079
EBITDA	973	1281	1712	2207	2838

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	87.9	28.5	32.6	29.7	26.7
营业利润(%)	19.6	25.5	35.1	27.6	28.5
归属于母公司净利润(%)	21.1	24.1	30.6	27.6	28.5
获利能力					
毛利率(%)	78.1	77.0	76.8	77.3	77.6
净利率(%)	15.8	15.3	15.0	14.8	15.0
ROE(%)	13.6	14.4	16.6	17.9	19.1
ROIC(%)	11.9	12.9	15.3	16.7	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	24.0	23.0	23.5	22.2	22.1
流动比率	2.8	2.4	2.2	2.3	2.4
速动比率	2.2	1.6	1.4	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	12.7	15.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转率	2.4	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	70.5	56.8	43.5	34.1	26.5
P/B	9.7	8.3	7.3	6.1	5.1
EV/EBITDA	54.5	41.9	31.3	24.3	18.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

