

## 医美生态链布局全面铺进中

华熙生物科技 (963.HK)  
评级: 增持  
目标价(港币): 14  
潜在上升空间: 16%  
首次覆盖时间: 2016年12月8日

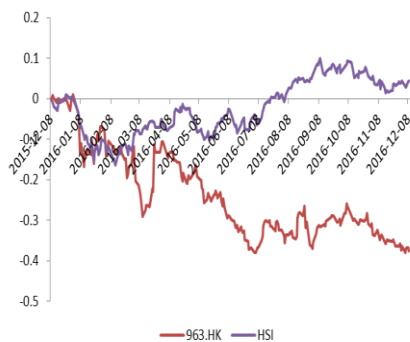
### 复星恒利证券研究部

Qiuru Wu  
(852) 2869 1318  
wu.qiuru@fosunhani.com

### 基础资料

股价(港元, 12月8日): 12.02  
股票类别: 医美  
已发行股份(亿股): 3.63  
总市值(亿港元): 43.62  
52周股价波幅(港元): 11.38-19.52  
主要股东: AFI (51.95%)

### 52周股价相对走势



数据来源: WIND

领先的医美解决方案提供商。2016年上半年, 公司收益4.18亿元人民币, 同比增长34.08%, 其中, 原料药同比增长11.32%至2.34亿元, HA终端产品同比增长32.8%至1.33亿元, 分别占总收入比重56%与32%。我们预计公司未来业务收入将保持强劲增长势头: (1) 公司为国内最大的玻尿酸原料的最大供应商, 凭借着玻尿酸原料的成本优势以及稳定的质量在全球市场中获得强劲的竞争力且支持公司本身的终端产品的发展, 预计未来3年将保持10%以上的增长。(2) 终端产品组合不断优化与升级, 预计未来两年将维持30%以上的增速。

**中国医美市场2019年预计达到8000亿的行业规模。**随着微整形市场的渗透率不断提高, 中国医美产业发展迅速, 预计2019年将达到8000亿的市场规模, 相当于2014年市场规模的两倍。当前国内医美市场目前规范化程度仍较低, 正规的玻尿酸制剂占市场份额不到五成, 随着消费升级、行业法规监管的加强, 行业的龙头将会受益于国内医美的合规化、健康化的发展。

**完整的终端产品布局成为公司持续增长的动力。**相关样本调查显示, 当前中小型的医美机构的主要收入来源于医美仪器收入(40%), 肉毒素(30%)和玻尿酸(20%)。面对玻尿酸行业的愈发激烈的竞争情况, 公司持续完善其产品线布局: (1) 公司在去年收购了法国Vivacy 33.8%的股权, 获得其在亚太地区产品的销售权。由于Vivacy的产品主要采取最先进的交联技术, 填补公司玻尿酸制剂在国内的高端市场。(2) 公司在今年推出了润百颜新一代产品-德曼, 此款产品增加了利多卡因等改良配方, 有助于减少注射时的疼痛, 提高消费者的接受程度。(3) 通过医疗美容仪器分销业务满足客户皮肤管理业务的需求, 与其余美容非手术细分领域产品形成互补。(4) 与Medytox建立战略合作, 在其第三代肉毒素获得CFDA批准后公司将享受其在中国的独家分销权。

经营预测与估值	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
主营收入 (百万人民币)	481	651	849	1,009	1,214
增长 (%)	NA	35.2%	30.4%	18.9%	20.4%
净利润 (百万人民币)	162	190	206	240	284
EPS	0.47	0.55	0.57	0.66	0.78
增长 (%)	NA	16.9%	2.7%	16.6%	18.0%
PE	22.6	19.3	18.8	16.1	13.7
BVPS	2.07	3.28	3.83	4.46	5.21
PB	5.2	3.3	2.8	2.4	2.0
DVPS	0.47	0.55	0.57	0.66	0.78

资料来源: 公司资料, 复星恒利预测

**业务结构变化导致总体毛利率下降。**今年上半年，公司贸易销售板块（产品和设备代理）的收入大幅增长，从去年同期的1.3百万人民币增至今年上半年5000万元，占总收入的12%。由于该板块的毛利率当前为21.85%，导致公司总毛利率从去年的73.15%降至今年六月底的67.49%。未来的新产品同样会降低总体毛利率水平，主要因为公司原有产品可享受原材料等的利润环节，毛利率达到90%以上，而新产品仅能获得分销商的毛利。

**医美生态链布局持续释放新增长极。**公司上半年实现收益4.18亿元人民币，同比增长34.08%，其中，原料药同比增长11.32%，HA终端产品同比增长32.8%。净利润1.08亿元，同比增长8.77%，主要受到今年VIVACY的无形资产摊销为10.9百万人民币影响（去年同期仅为0.084百万元）以及对GIC可转债的利息支付导致融资成本增加。根据我们的预测，公司2016-2018的每股盈利分别为0.57、0.66、0.78人民币元，当前股价对应2017年的估值为16倍的水平。我们认为公司医疗美容生态链的整体布局战略已初见成效，长期投资逻辑不变，行业日趋成熟化以及公司的终端产品布局将有利于其竞争优势逐步体现，因此，我们给予公司14块目标价，相当于17年18倍的估值，给予增持评级。

**风险提示：终端制剂的降价风险；新产品的销售低于预期；新产品注册风险**

**损益表**

(百万人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入	481	651	849	1,009	1,214
成本	-106	-164	-269	-323	-393
<b>毛利</b>	<b>375</b>	<b>487</b>	<b>580</b>	<b>686</b>	<b>821</b>
经营费用	-75	-107	-144	-171	-206
行政开支	-104	-142	-161	-192	-231
其他收入净额	11	16	10	11	14
<b>经营利润</b>	<b>208</b>	<b>255</b>	<b>284</b>	<b>334</b>	<b>398</b>
财务成本	-10	-17	-51	-61	-73
其他收入净额	208	255	310	363	429
<b>税前利润</b>	<b>198</b>	<b>238</b>	<b>259</b>	<b>302</b>	<b>356</b>
所得税	-36	-48	-53	-62	-73
<b>年内股东溢利</b>	<b>162</b>	<b>190</b>	<b>206</b>	<b>240</b>	<b>284</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
EBITDA	222	285	358	416	487
<b>净利润</b>	<b>162</b>	<b>190</b>	<b>206</b>	<b>240</b>	<b>284</b>
每股收益(人民币元, 基本)	0.49	0.57	0.57	0.66	0.78
每股收益(人民币元, 摊薄)	0.47	0.55	0.57	0.66	0.78
收入增长(%)	NA	35.2%	30.4%	18.9%	20.4%
毛利增长(%)	NA	29.8%	19.0%	18.3%	19.8%
经营利润增长(%)	NA	22.6%	11.5%	17.6%	19.1%
净利润增长(%)	NA	17.5%	8.2%	16.6%	18.0%
每股收益增长(%)	NA	16.9%	2.7%	16.6%	18.0%

**资产负债表**

(百万人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
固定资产	376	363	415	462	504
无形资产	1	208	208	208	208
其他非流动资产	72	353	389	342	299
<b>非流动资产总计</b>	<b>449</b>	<b>924</b>	<b>1,012</b>	<b>1,012</b>	<b>1,012</b>
存货	118	168	200	200	168
应收账款	178	252	331	341	469
现金及现金等价物	188	651	657	875	1,074
其他流动资产	33	205	228	260	292
<b>流动资产总计</b>	<b>516</b>	<b>1,276</b>	<b>1,417</b>	<b>1,676</b>	<b>2,003</b>
<b>总资产</b>	<b>965</b>	<b>2,199</b>	<b>2,428</b>	<b>2,688</b>	<b>3,015</b>
应付账款	137	118	110	159	156
短期债务	0	473	473	500	600
其他流动负债	24	33	33	33	33
<b>流动负债总计</b>	<b>161</b>	<b>624</b>	<b>617</b>	<b>692</b>	<b>789</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	213	1,007	1,031	1,107	1,204
<b>非流动负债总计</b>	<b>213</b>	<b>1,007</b>	<b>1,031</b>	<b>1,107</b>	<b>1,204</b>
股东权益	752	1,192	1,390	1,621	1,893
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>753</b>	<b>1,192</b>	<b>1,390</b>	<b>1,621</b>	<b>1,893</b>

**现金流量表**

(百万人民币)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	198	238	259	302	356
折旧与摊销	14	30	48	53	58
财务费用	10	17	51	61	73
运营资本变动	-63	-122	-130	7	-131
税金	-20	-25	-44	-39	-53
其他经营现金流	-1	21	-70	-93	-103
<b>经营活动所产生现金流</b>	<b>137</b>	<b>159</b>	<b>114</b>	<b>290</b>	<b>201</b>
购买固定资产净值	-118	-267	-100	-100	-100
投资减少/增加	17	-150	-36	0	0
其他投资现金流	30	-265	-5	0	0
<b>投资活动所产生现金流</b>	<b>-71</b>	<b>-682</b>	<b>-141</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
净增权益	4	543	31	0	0
净增债务	-36	454	0	27	100
支付股息	-15	-17	-8	-10	-11
其他融资现金流	-1	-5	0	0	0
<b>融资活动所产生现金流</b>	<b>-48</b>	<b>975</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>89</b>
现金变动	18	453	-4	207	189
年初现金	169	188	651	657	875
汇兑变动影响	0	11	10	10	10
<b>期末现金</b>	<b>188</b>	<b>651</b>	<b>657</b>	<b>875</b>	<b>1,074</b>

截止至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>获利能力</b>					
毛利率	78%	75%	68%	68%	68%
经营利润率	43%	39%	33%	33%	33%
净利润率	34%	29%	24%	24%	23%
ROE	22%	16%	15%	15%	15%
ROA	17%	9%	8%	9%	9%
<b>偿还能力</b>					
资产负债率	39%	74%	68%	67%	66%
净资产负债率	50%	137%	119%	111%	105%
流动比率	3.21	2.04	2.30	2.42	2.54
速动比率	2.48	1.77	1.97	2.13	2.33
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	NA	0.41	0.37	0.39	0.43
应收账款周转率	NA	3.03	2.91	3.00	3.00
应付账款周转率	NA	1.29	2.36	2.40	2.50
存货周转率	NA	1.15	1.46	1.62	2.14
<b>每股指标(人民币元)</b>					
每股收益	0.47	0.55	0.57	0.66	0.78
每股净资产	2.07	3.28	3.83	4.46	5.21
<b>估值比率(倍)</b>					
P/E	22.6	19.3	18.8	16.1	13.7
P/B	5.2	3.3	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	18.3	17.0	13.6	11.6	9.8
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司资料, 复星恒利预测

## 复星恒利投资评级标准

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 恒生指数 (以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准 20% 以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10% 之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20% 以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

## 免责声明

本报告乃由复星恒利證券有限公司 (以下簡稱“复星恒利證券”) 【具有香港證監會頒發的第1號 (證券交易) 及第4號 (就證券提供意見)】發佈。

本报告仅提供予接收人, 其所載的信息、材料或分析工具仅提供予接收人資訊並做作参考之用, 不存有招攬或邀約購買或出售證券的意圖。

未经复星恒利證券事先书面许可, 接收人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

复星恒利證券相信本报告所載资料及观点的出处均屬可靠, 复星恒利證券不會就本研究報告的真實、準確及完整性作出任何保證。

接收人在作出投资决定前, 应自行分析或咨询专业顾问的意见。除非法律法规有明确规定, 复星恒利證券或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所載内容而導致的任何直接的、间接的的损失承担任何责任。

复星恒利證券及其成員企業及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。

本報告所載的資料及观点如有任何更改, 复星恒利證券並不會另行通知。

## 香港

香港中环花园道3号花旗银行大厦2101-2105室

电话: (852) 2869 1318

传真: (852) 2868 0699

电子邮件: info@fosunhani.com

http://www.fosunhani.com