

华熙生物 (688363.SH)

新股分析

全球玻尿酸销量第一，技术优势夯实龙头地位

投资要点

- ◆ **华熙生物——全球玻尿酸龙头公司：**华熙生物是透明质酸（玻尿酸）龙头公司。凭借发酵、交联两大科技平台，华熙生物实现了四大技术突破，已申请专利109项，获得多项国家级、省部级奖项，并逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至各类生物活性物质、生物医用材料和功能性护肤品，覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。以销量计，2018年华熙生物占全球玻尿酸市场约36%的份额，是全球玻尿酸龙头公司。
- ◆ **化妆品类推动营收快速增长：**2016年至2018年，公司营业收入年复合增速约31%。归母净利润年复合增速约25%。2019年上半年，公司实现营收增长44%，归母净利润增长40%，公司预计前三季度营收净利增长30%至40%。分业务看，2018年原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品营收占比分别约52%、25%、23%。其中原料产品主要为玻尿酸，分为医用级、化妆品级及食品级。按照下游使用行业拆分来看，公司2018年医疗品类、化妆品类营收占比分别约43%、51%，年复合增速分别约20%、43%。
- ◆ **行业层面：玻尿酸需求持续较快扩张：**近年来透明质酸原料销量保持快速增长。据Frost & Sullivan，2018年医药级、化妆品级、食品级透明质酸原料销量分别约20吨、250吨、230吨。2014年至2018年的透明质酸原料销量年复合增速约22.8%。透明质酸原料市场规模有望持续快速扩张。预计2018至2023年，全球透明质酸原料销量有望保持18.1%的高复合增速。其中医药级、化妆品级、食品级透明质酸原料销量的年复合增速分别约16%、13%、23%。
- ◆ **技术层面：研发奠定玻尿酸龙头地位：**截止2019年Q1，华熙生物研发人员达208人，占公司总人数比例约为15%。2018年公司研发支出约为1.04亿元，约占营业收入的8.3%。对比可比公司，华熙生物研发支出占营业收入比例位于可比公司中高水平。研发投入公司持续的研发投入，使2011年、2012年公司技术水平得到突破，最终透明质酸发酵产率达 $10\sim 13\text{g/L}$ ，高于文献中行业水平的 $6\sim 7\text{g/L}$ 。凭借高于行业水平的产率，公司构筑玻尿酸产品性价比优势。2018年度，华熙生物透明质酸原料均价位于国内企业出口价格区间中下段，低于海外企业。基于技术优势的性价比优势，推动公司占据全球约36%的玻尿酸销量份额，位居全球首位。
- ◆ **渠道层面：龙头及长期合作建立优势：**华熙生物全球布局，销售渠道具有优势。公司在全球主要地区取得医药级透明质酸注册资质，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。长期稳定经营维系客户关系。华熙生物全球客户超过1,000多家，某些国家和地区与客户合作已超过15年，关系稳固，客户粘性高。龙头优势及长期合作取得较低费用率。原料产品销售费用率持续低于10%。各业务销售费用率基本低于可比公司。
- ◆ **产能层面：募投项目填补产能缺口：**随着公司业务规模快速扩张，公司产能接近瓶颈。2018年公司透明质酸原料、医疗针剂产品、护肤品产能分别约200吨，400万支，4000万支。该年度公司透明质酸原料、医疗针剂产品、功能性护肤品产能分别约88%、95%、80%。公司此次募投项目投向研发中心升级改造、天津透明质酸钠项

III
 询价区间：38.5 - 48.8 元
 定价区间：- 元

发行数据

总股本(万股)	43,044
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	华泰联合证券有限责任公司
发行日期	2019/10/24
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

股东信息

华熙昕宇投资有限公司	65.86%
国寿成达(上海)健康产业股权投资中心(有限合伙)	8.00%
宁夏赢瑞物源股权投资合伙企业(有限合伙)	7.69%
Fortune Ace Investment Limit	1.80%
中金佳泰贰期(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1.67%
天津华杰海河医疗投资合伙企业(有限合伙)	1.53%
艾睿思(天津)医疗投资合伙企业(有限合伙)	1.47%
中国民生信托有限公司	1.35%
WEST SUPREME LIMITE	1.34%
Luminescence (Hong Kong) Co., Limit	1.16%

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

目、生命健康产业园项目，共投入约 31.54 亿元。研发中心升级改造主要为对公司研发体系的全面升级，有利于增强技术研发优势。天津透明质酸钠项目扩大原料及护肤品产能，1 年建设期，3 年投产期。生命健康产业园项目扩大医疗产品、护肤品产能，2 年建设期，2 年投产期。

◆ **投资建议：**华熙生物是全球玻尿酸龙头，技术优势奠定公司性价比，夯实公司市场龙头地位。透明质酸及其下游市场较快增长，公司逐步由原料生产延伸至下游开拓。根据公司按照业务分类的营业收入、公司的运营情况，我们预计 2019 年至 2021 年华熙生物的营业收入分别为 16.83 亿元、20.82 亿元与 25.07 亿元，增速分别约 33%、24%、20%，净利润分别为 5.78 亿元、7.29 亿元、8.84 亿元，增速分别约 36%、26%、21%。按照 PE 估值，公司市值约为 216 亿元至 234 亿元，按照 PS 估值，公司市值约为 154 亿元。最终我们预计公司合理市值约为 185 至 234 亿元。按照未考虑超额配售的发行后的 4.8 亿股，公司合理股价约为 38.5 元/股至 48.8 元/股，对应 2018 年静态市盈率约为 44 倍至 55 倍。

◆ **风险提示：**1. 核心技术人员的流失风险；2. 技术更新换代对公司研发能力存在挑战；3. 部分产品产能接近瓶颈；4. 产能扩张后的消化或不及预期；5. 化妆品或受经济增速放缓影响。

财务数据与估值

摘要(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	818.0	1,263.1	1,683.0	2,082.3	2,507.4
净利润	222.3	423.9	578.0	729.4	884.0
每股收益(元)	0.52	0.98	1.20	1.52	1.84
每股净资产(元)	3.80	3.99	4.64	5.86	7.33

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	75.5%	79.9%	79.7%	79.1%	78.6%
净利润率	27.2%	33.6%	34.3%	35.0%	35.3%
净资产收益率	13.6%	24.7%	25.9%	25.9%	25.1%
ROIC	7.9	8.3	16.6	5.5	5.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、公司简介：全球玻尿酸龙头公司	5
(一) 华熙生物——全球玻尿酸龙头公司	5
(二) 技术专家构筑技术优势	5
(三) 化妆品类推动营收快速增长	6
二、业务分拆：化妆品类推动增速提升	7
(一) 原料产品：化妆品级推动原料稳健增长	7
(二) 医疗产品：医疗终端产品营收持续增长	8
(三) 护肤品：线上渠道推动护肤品快速增长	8
(四) 按下游分：化妆品类毛利占比过半	9
三、公司看点	10
(一) 行业层面：玻尿酸需求持续较快扩张	10
1. 透明质酸原料市场持续扩张	10
2. 医药级透明质酸市场稳健增长	10
3. 中高端化妆品市场快速增长	11
(二) 技术层面：研发奠定玻尿酸龙头地位	12
1. 研发投入位于可比公司中高水平	12
2. 研发投入带动技术突破	13
3. 技术优势奠定玻尿酸龙头地位	13
4. 技术合作应对未来竞争	14
(三) 渠道层面：龙头及长期合作建立优势	15
1. 华熙生物销售渠道具有优势	15
2. 各销售渠道保持高毛利率	16
(四) 产能层面：募投项目填补产能缺口	16
1. 华熙生物产能接近瓶颈	17
2. 募投项目扩大公司产能	17
四、财务分析	18
(一) 营收净利：规模较小，盈利能力位居前列	18
(二) 存货周转略低于行业水平	19
五、盈利预测及投资建议	20
六、风险提示	22

图表目录

图 1：华熙生物产品示意图	5
图 2：华熙生物股权结构图	6
图 3：华熙生物营业收入增长	6
图 4：华熙生物归母净利润及其增长	6
图 5：华熙生物分业务收入拆分	7
图 6：华熙生物分下游收入拆分	7
图 7：华熙生物原料产品细分类别营收（百万元）	8
图 8：华熙生物原料产品细分类别毛利率	8
图 9：华熙生物医疗终端产品细分类别营收（百万元）	8
图 10：华熙生物医疗终端产品细分类别毛利率	8

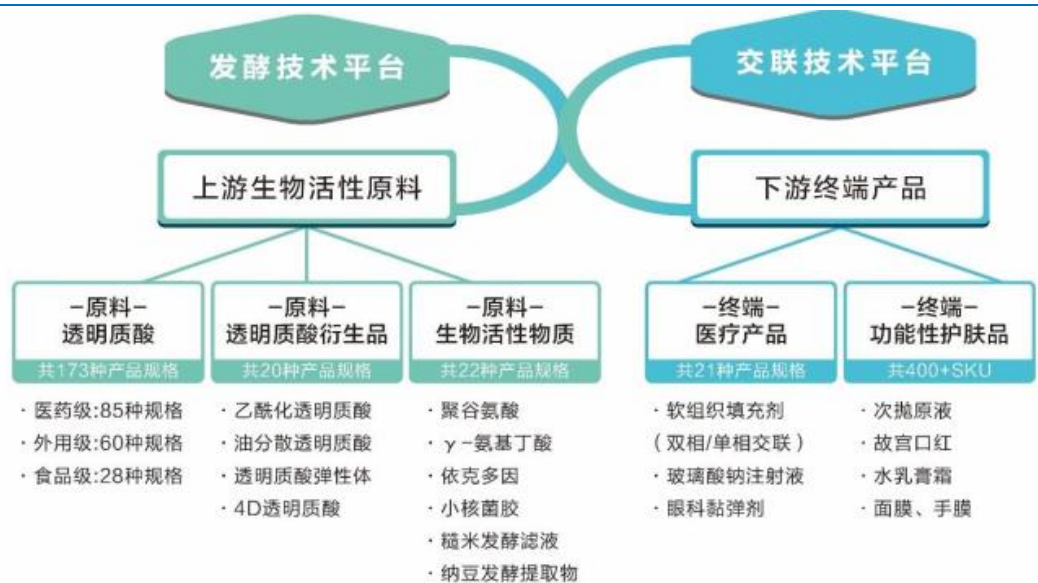
图 11: 华熙生物功能性护肤品细分类别营收 (百万元)	9
图 12: 华熙生物功能性护肤品毛利率	9
图 13: 华熙生物按业务分毛利润	9
图 14: 华熙生物按下游行业分毛利润	9
图 15: 全球透明质酸原料销量规模持续较快增长示意图	10
图 16: 分产品级别的透明质酸原料销量市占率	10
图 17: 我国透明质酸眼科治疗类市场规模示意图	11
图 18: 我国透明质酸骨科治疗类市场规模示意图	11
图 19: 全球透明质酸注射市场示意图	11
图 20: 国内限额以上化妆品零售市场及其增速	12
图 21: 国内大众及中高端化妆品市场增速示意图	12
图 22: 华熙生物研发投入及其增长	12
图 23: 华熙生物研发人员数量及其增长	12
图 24: 近年来可比公司研发投入情况 (百万元)	13
图 25: 近年来可比公司研发投入占营收比例	13
图 26: 全球玻尿酸市场销量占比	14
图 27: 华熙生物透明质酸原料分级别市占率	14
图 28: 华熙生物境内外营收情况 (百万元)	16
图 29: 华熙生物分业务销售费用率情况	16
图 30: 2018 年华熙生物各产品经销、直销份额 (百万元)	16
图 31: 华熙生物各渠道毛利率	16
图 32: 华熙生物分业务产能利用率	17
图 33: 华熙生物护肤品次抛原液产量	17
图 34: 可比公司营业收入情况 (百万元)	19
图 35: 可比公司归母净利情况 (百万元)	19
图 36: 可比公司毛利率情况	19
图 37: 可比公司净利率情况	19
图 38: 华熙生物存货及占营收比例	20
图 39: 华熙生物 2018 年末存货结构	20
图 40: 可比公司存货周转率	20
图 41: 可比公司应收账款周转率	20
表 1: 华熙生物产品纯度与化学法对比	13
表 2: 华熙生物透明质酸发酵产率与行业对比	13
表 3: 华熙生物透明质酸可比价格	14
表 4: 华熙生物典型产品与可比产品的价格对比	14
表 5: 华熙生物被授权使用专利情况	15
表 6: 典型国家中医药级透明质酸资质情况	15
表 7: 华熙生物分业务产能	17
表 8: 华熙生物募投项目	17
表 9: 天津透明质酸钠相关项目设计年产能情况	18
表 10: 生命健康产业园项目设计年产能	18
表 11: 华熙生物营业收入构成预测	21
表 12: 华熙生物盈利预测表	22
表 13: 可比公司估值对比	22

一、公司简介：全球玻尿酸龙头公司

（一）华熙生物——全球玻尿酸龙头公司

华熙生物是透明质酸（玻尿酸）龙头公司。凭借发酵、交联两大科技平台，华熙生物实现了四大技术突破，已申请专利 109 项，获得多项国家级、省部级奖项，并逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至各类生物活性物质、生物医用材料和功能性护肤品，覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。以销量计，2018 年华熙生物占全球玻尿酸市场约 36% 的份额，是全球玻尿酸龙头公司。

图 1：华熙生物产品示意图

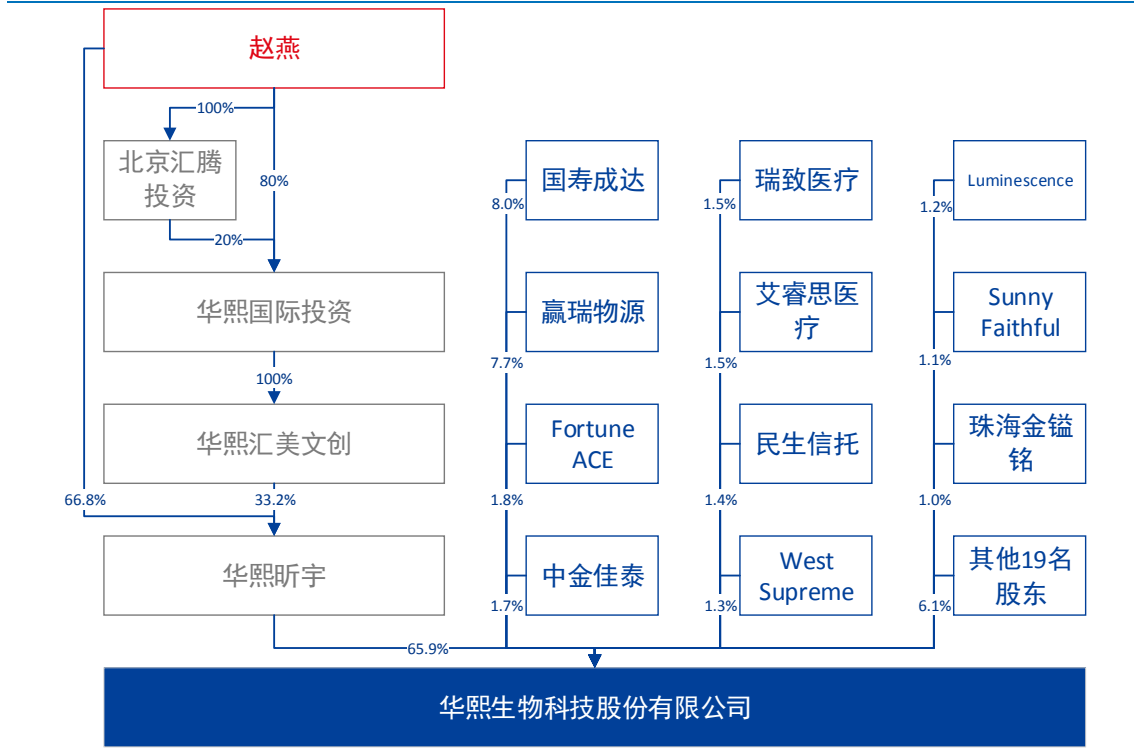


资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

（二）技术专家构筑技术优势

实控人为赵燕，间接持有公司近 65.9% 股权。本科生物专业，美国福坦莫工商管理硕士。核心技术专家为郭学平、刘爱华、栾贻宏、李慧良、石艳丽、刘建建和黄思玲。郭学平获得国务院特殊贡献专家，00 年起任华熙生物首席科学家，主导 12 年透明质酸酶等规模化生产方法。李慧良 88 年至 14 年任上海家化技术总监，主创六神及佰草集，18 年末任华熙生物首席技术官。

图 2：华熙生物股权结构图



资料来源：招股说明书申报稿，华金证券研究所

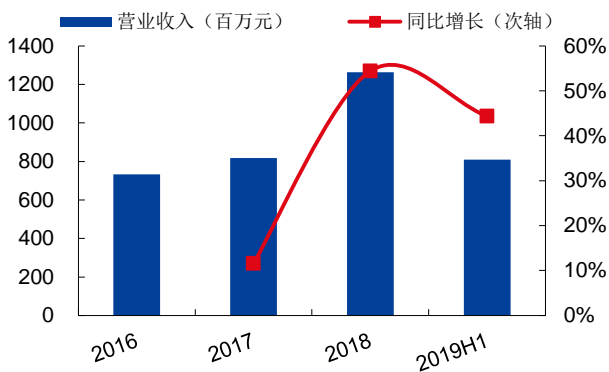
（三）化妆品类推动营收快速增长

2016年至2018年，公司营业收入年复合增速约31%。归母净利润年复合增速约25%。2019年上半年，公司实现营收增长44%，归母净利润增长40%，公司预计前三季度营收净利增长30%至40%。

分业务看，2018年原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品营收占比分别约52%、25%、23%。其中原料产品主要为玻尿酸，分为医用品级、化妆品级及食品级。

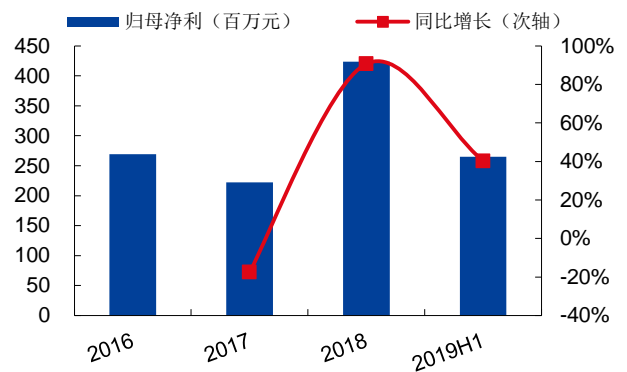
按照下游使用行业拆分来看，公司2018年医疗品类、化妆品类营收占比分别约43%、51%，年复合增速分别约20%、43%。

图 3：华熙生物营业收入增长



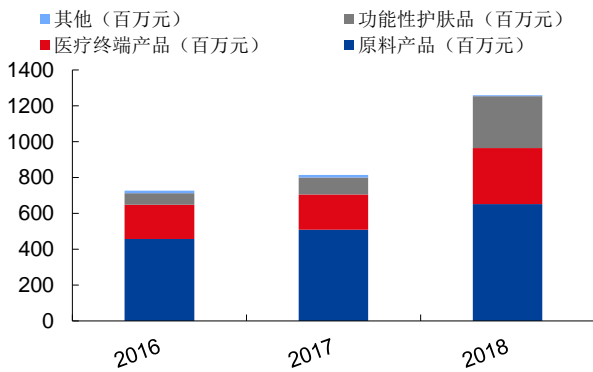
资料来源：Wind，招股说明书注册稿，华金证券研究所

图 4：华熙生物归母净利润及其增长



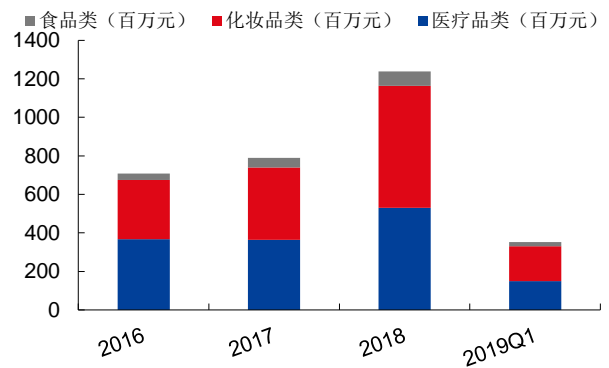
资料来源：Wind，招股说明书注册稿，华金证券研究所

图 5：华熙生物分业务收入拆分



资料来源：Wind，招股说明书注册稿，华金证券研究所

图 6：华熙生物分下游收入拆分



资料来源：Wind，招股说明书注册稿，华金证券研究所

二、业务分拆：化妆品类推动增速提升

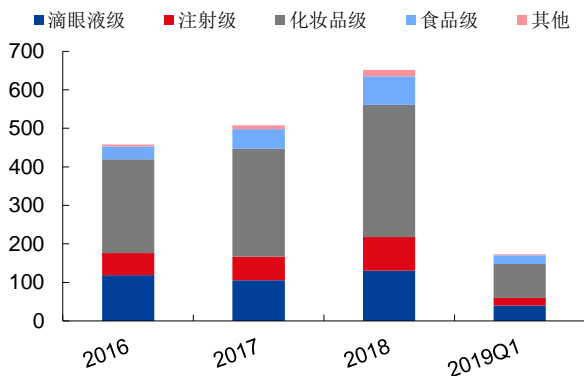
(一) 原料产品：化妆品级推动原料稳健增长

原料产品业务占主营收入的比例达 52%，是华熙生物核心之一。华熙生物拥有全球知名的透明质酸研发、生产基地，多年来凭借在酸原料领域的技术优势和品质，已与众多国内外知名牌建立了战略合作关系，2016-2018 年原料业务年复合增长率为 19.3%，各原料产品收入持续稳健增长。2018 年滴眼液级、注射级、化妆品级、食品级原料营收占比为 20.1%、13.4%、52.6%、11.3%。16 年至 18 年上述营收年复合增速分别约 5%、23%、19%、49%，占比过半的化妆品级推动原料业务稳健增长。

食品级以外的滴眼液级、注射级及化妆品级原料毛利率略有下降，主要由于（1）产品细分种类增加，部分新增规格产品的价格和毛利率相对较低；（2）人工成本上升、公司在安全及质量控制方面的投入加大，使单位有所提高。2018 年滴眼液级、注射级及化妆品级毛利率分别为 87.3%、91.0%、74.6%。

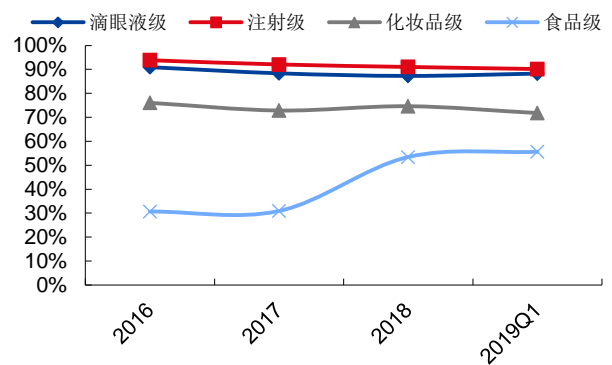
食品级原料产毛利率相对较低，但报告期内处于上升趋势，主要为 2018 年公司产能相对紧张，主动调整客户结构，优先保证核心客户的供货，向该类客户供应的食品级原料细分别及单价较高，食品类毛利率由 2017 年的 30.9% 提升至 2018 年的 53.4%。

图 7：华熙生物原料产品细分类别营收（百万元）



资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

图 8：华熙生物原料产品细分类别毛利率



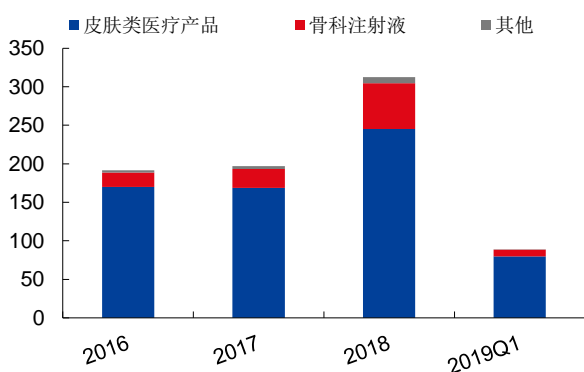
资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

（二）医疗产品：医疗终端产品营收持续增长

医疗终端产品主要包括骨科关节腔注射剂、皮肤类医疗产品等，受益于透明质酸在医疗领域愈加广泛的应用，公司注射修饰透明钠凝胶产品及骨科产品市场反响良好，2016 至 2018 年医疗终端产品销售收入持续增长，复合率为 27.79%。皮肤类医疗产品 2018 年占医疗终端产品营收 78.5%，主要为注射用玻尿酸凝胶。

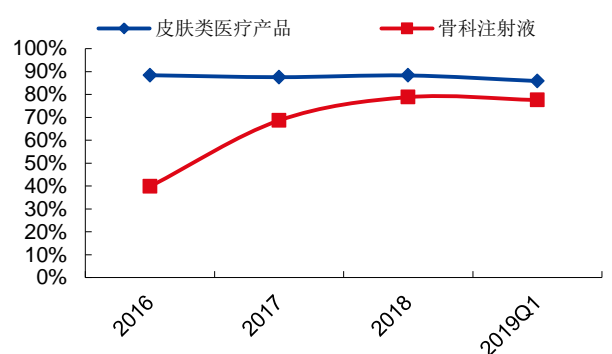
医疗终端产品毛利率总体呈稳定上升趋势，皮肤类医疗终端产品毛利率在 2018 年有所提高，主要是本新推出的含利多卡因的“润致”系列凝胶产品价格和毛利率相对较高，推升毛利率。骨科注射液毛利率逐年上升，由 2016 年 39.8% 上涨至 2018 年 78.8%，一是骨科业务逐步调整渠道转型，配送直销型模式收入占比提升，二是随着出货量的逐步增长及产能释放，生产成本分摊降低。

图 9：华熙生物医疗终端产品细分类别营收（百万元）



资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

图 10：华熙生物医疗终端产品细分类别毛利率



资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

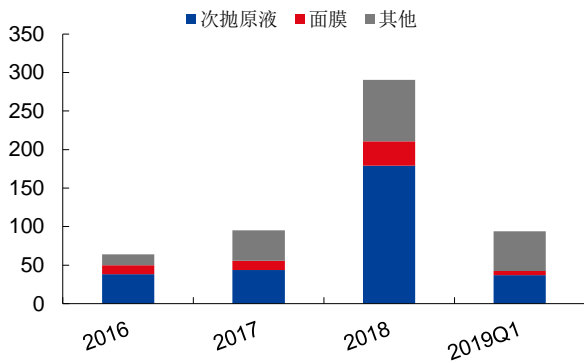
（三）护肤品：线上渠道推动护肤品快速增长

线上渠道推动护肤品快速增长，2016 年至 2018 年复合增速约 113%。2018 年次抛原液在护肤品中占比 61.7%，16 至 18 年年复合增速约 117%。公司凭借玻尿酸原料供应优势，线上推广功

能性护肤品产品，并于故宫合作打造爆款，取得较好效果。护肤品线上收入占比由 17 年的 39% 提升至 18 年的 60%，推动 18 年护肤品销售额大幅提升。

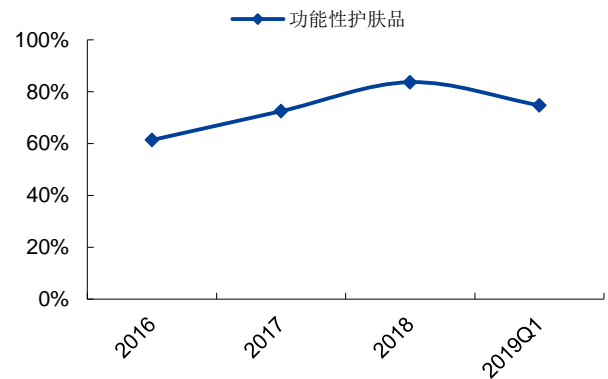
功能性护肤品业务毛利率稳定上升，由 2016 年的 61.37% 逐步提升至 2018 年的 83.68%。一是次抛液系列护肤品受到市场认可，规模效应带来单位成本降低；二是线上销售占比提升带动平均销售价格有所提高。

图 11：华熙生物功能性护肤品细分类别营收（百万元）



资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

图 12：华熙生物功能性护肤品毛利率



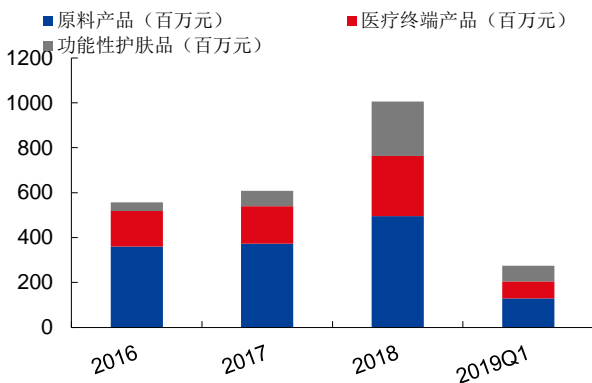
资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

（四）按下游分：化妆品类毛利润占比过半

由于各品类毛利率有较大差异，特别是按照下游区分后的毛利润有较大差异，我们将公司毛利润进行拆分。华熙生物毛利润稳定增长。2018 年原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品毛利润占比分别约 49%、27%、24%。上述产品 2016 至 2018 年毛利润年复合增速分别约 17%、30%、149%。

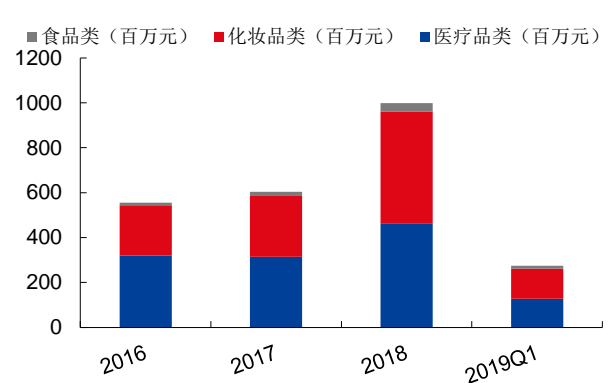
按下游行业分类，化妆品类毛利润快速增长，目前占比过半。2018 年医疗品类、化妆品类、食品类毛利润占比分别约 46%、50%、4%。按下游品类分的毛利润年复合增速分别约 20%、49%、96%。医疗品类稳健增长，食品、化妆品高速增长，目前化妆品类占比已过半。

图 13：华熙生物按业务分毛利润



资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

图 14：华熙生物按下游行业分毛利润



资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

三、公司看点

(一) 行业层面：玻尿酸需求持续较快扩张

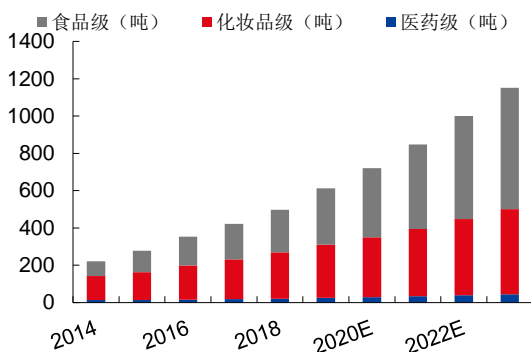
1. 透明质酸原料市场持续扩张

近年来透明质酸原料销量保持快速增长。据 Frost & Sullivan, 2018 年医药级、化妆品级、食品级透明质酸原料销量分别约 20 吨、250 吨、230 吨。2014 年至 2018 年的透明质酸原料销量年复合增速约 22.8%。

透明质酸原料市场规模有望持续快速扩张。预计 2018 至 2023 年, 全球透明质酸原料销量有望保持 18.1% 的高复合增速。其中医药级、化妆品级、食品级透明质酸原料销量的年复合增速分别约 16%、13%、23%。

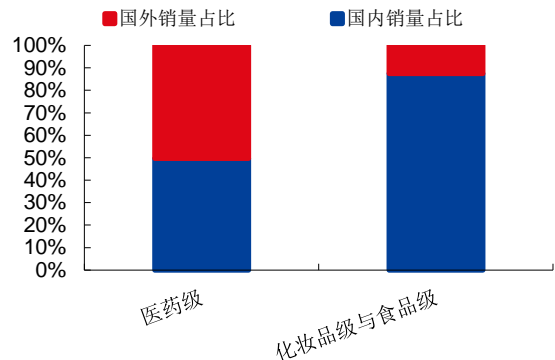
我国占据透明质酸原料市场大部分份额。据前瞻研究院, Frost & Sullivan 数据显示, 2018 年, 我国占据全球透明质酸原料市场约 86% 的销量。其中我国在医药级、化妆品级与食品级透明质酸原料市场中的销量占比约为 50%、88%。

图 15: 全球透明质酸原料销量规模持续较快增长示意图



资料来源: 招股说明书注册稿, Frost & Sullivan, 华金证券研究所

图 16: 分产品级别的透明质酸原料销量市占率



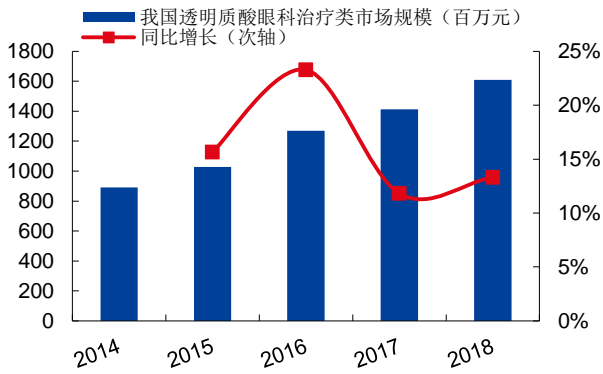
资料来源: 前瞻研究院, Frost&Sullivan, 华金证券研究所

2. 医药级透明质酸市场稳健增长

国内医药级透明质酸市场稳步扩张。据 Frost & Sullivan, 2018 年国内透明质酸骨科治疗类、眼科治疗类市场规模分别约 15.7 亿元, 16.1 亿元。2018 年骨科治疗类市场实现约 8% 的增长。近年来眼科治疗类市场保持 10% 以上增速。

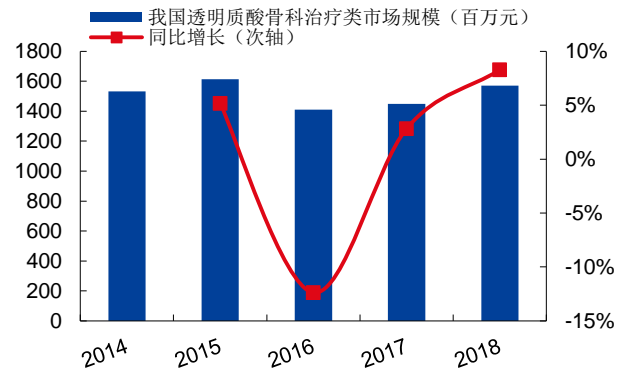
透明质酸为主流填充材料。以透明质酸为填充剂材料的注射类项目受到市场认可, 透明质酸成为当前主流填充材料。据 ISAPS, 2017 年透明质酸注射项目达 329.8 万次, 占整体注射类项目的比例约 38%。

图 17：我国透明质酸眼科治疗类市场规模示意图



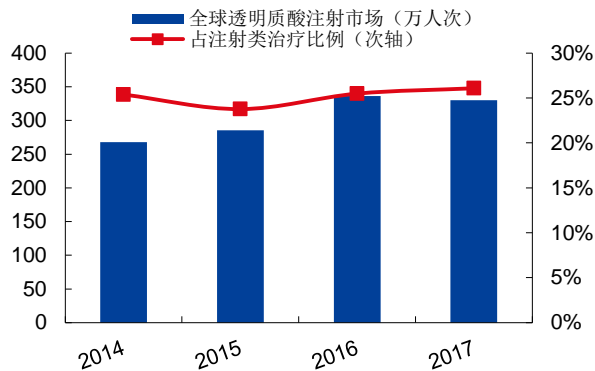
资料来源：招股说明书注册稿，Frost & Sullivan，华金证券研究所

图 18：我国透明质酸骨科治疗类市场规模示意图



资料来源：招股说明书注册稿，Frost & Sullivan，华金证券研究所

图 19：全球透明质酸注射市场示意图



资料来源：招股说明书注册稿，Frost & Sullivan，华金证券研究所

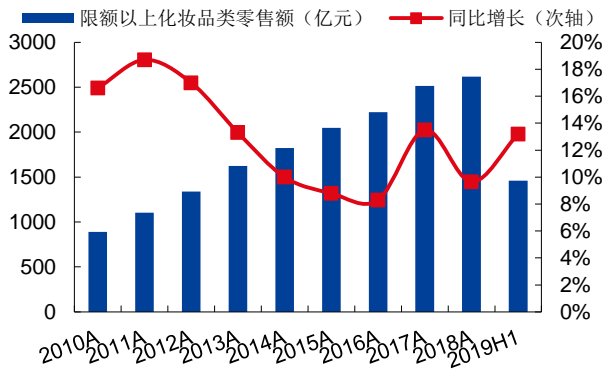
3. 中高端化妆品市场快速增长

护肤品是我国化妆品市场第一大品类。据 Euromonitor，2017 年我国护肤品市场容量为 1867 亿元，占化妆品整体市场约 50.1%。

化妆品高端化趋势延续。2011 年以来，中高端化妆品市场增速持续快速大众化妆品市场，化妆品持续高端化。2017 年、2018 年，国际高端品牌通过线上渠道快速渗透国内市场，中高端化妆品市场取得超 25% 增速。

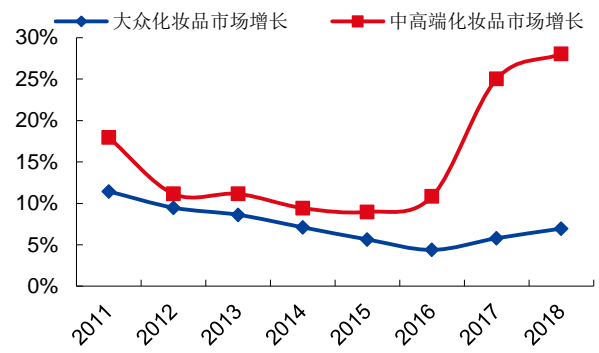
化妆品逐步注重成分，利好玻尿酸相关产品。近年来消费者越来越重视产品效果，追求通过特定成分针对性解决肌肤问题。玻尿酸是人体内不可缺少的天然物质，含量随年龄增长而减少，并与皮肤老化、关节退化等直接相关。化妆品高端化并注重成分，利好玻尿酸相关产品，助力华熙生物等玻尿酸生产企业较快发展。

图 20：国内限额以上化妆品零售市场及其增速



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 21：国内大众及中高端化妆品市场增速示意图



资料来源：EMIS，Euromonitor，华金证券研究所

（二）技术层面：研发奠定玻尿酸龙头地位

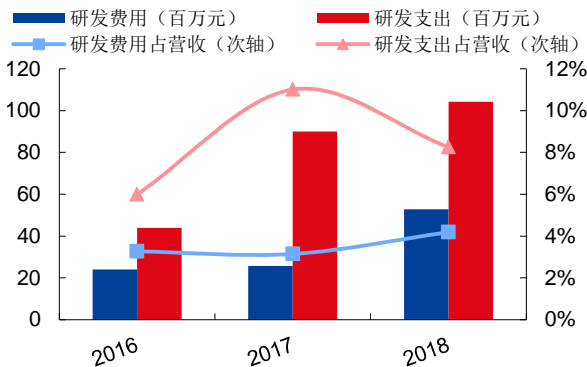
1. 研发投入位于可比公司中高水平

截止 2019 年 Q1，华熙生物研发人员达 208 人，占公司总人数比例约为 15%。2018 年公司研发支出约为 1.04 亿元，约占营业收入的 8.3%。

可比公司方面，我们选择公司招股意向书中的通化东宝、未名医药、安科生物、翰宇药业、昊海生科、景峰药业、欧舒丹（L'OCCITANE）。其中通化东宝、未名医药、安科生物、翰宇药业为从事生物药业务的公司，为公司原料产品同类公司，行业地位与华熙生物类似。昊海生科与景峰药业是公司医疗终端产品的同行业公司，昊海生科主要产品包括眼科、整形与创面护理，景峰医药主营产品为骨科外科用及眼科用的玻璃酸钠注射液，与公司产品具有一定相似性。化妆品业务中公司聚焦“原液”类高端产品，选择经营规模较大，具有特色定位的欧舒丹作为可比公司。

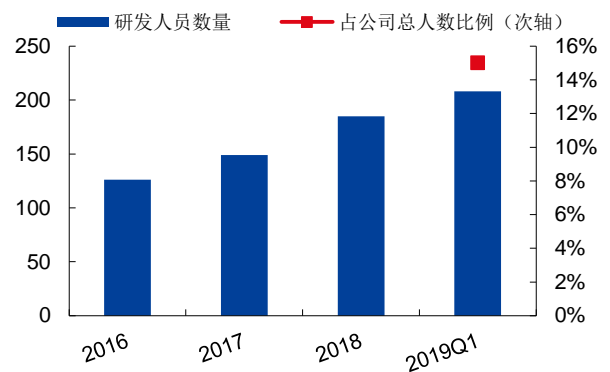
对比可比公司通化东宝、未名医药、安科生物、翰宇药业、昊海生科、景峰药业，华熙生物研发支出占营业收入比例位于可比公司中高水平。同时由于公司向化妆品发展，化妆品销售费用高而研发投入少，华熙生物研发投入占营收或有低估。

图 22：华熙生物研发投入及其增长



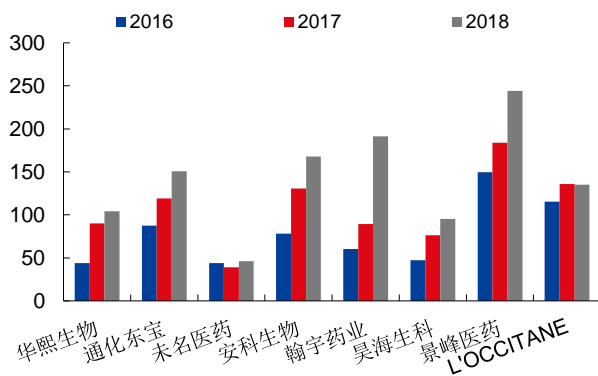
资料来源：Wind，招股说明书注册稿，华金证券研究所

图 23：华熙生物研发人员数量及其增长



资料来源：Wind，招股说明书注册稿，华金证券研究所

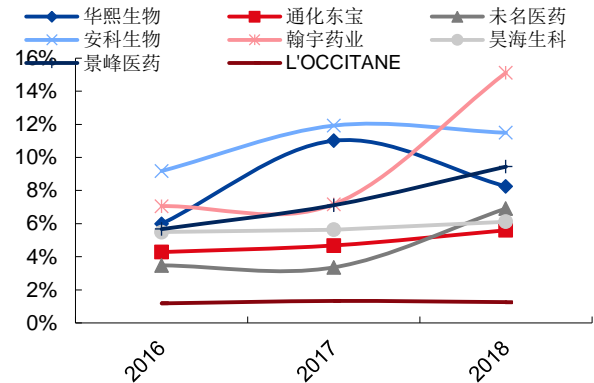
图 24：近年来可比公司研发投入情况（百万元）



资料来源：Wind，招股说明书注册稿，华金证券研究所

注：L'OCCITANE 数据为 2017 至 2019 财年。

图 25：近年来可比公司研发投入占营收比例



资料来源：Wind，招股说明书注册稿，欧舒丹公司公告，华金证券研究所

注：L'OCCITANE 数据为 2017 至 2019 财年。

2. 研发投入带动技术突破

研发投入带动技术突破。公司 2001 年向山东省生物药物研究院购买了微生物发酵法生产透明质酸的初始技术。研发投入公司持续的研发投入，使 2011 年、2012 年公司技术水平得到突破。自主研发的微生物发酵生产透明质酸及用该酶规模化生产低分子量寡聚透明质酸技术获美欧日韩 4 项专利及 2 项国内专利。

技术优势提高公司生产力。华熙生物纯化优化后的透明质酸酶比活达 1.5×10^7 IU/mg，据山东省科学院 3 月出具的《科学查新报告》，暂未发现高于此活性的微生物来源的透明质酸酶的报道。公司酶具有较高活性，酶切法产品纯度较高，最终透明质酸发酵产率达 $10 \sim 13$ g/L，高于文献中行业水平的 $6 \sim 7$ g/L。

表 1：华熙生物产品纯度与化学法对比

样品	降解方法	纯度 (HPLC 法)	
华熙生物	纳诺 HA-1	酶切法	97.66%
	纳诺 HA-2	酶切法	98.02%
	纳诺 HA-3	酶切法	98.52%
	纳诺 HA-4	酶切法	97.79%
化学降解法样品-1	化学法	62.35%	
化学降解法样品-2	化学法	67.65%	
化学降解法样品-3	化学法	63.23%	

资料来源：审核问询函回复，华金证券研究所

表 2：华熙生物透明质酸发酵产率与行业对比

透明质酸发酵产率	
华熙生物	$10 \sim 13$ g/L
文献中的行业水平	$6 \sim 7$ g/L

资料来源：招股说明书申报稿，华金证券研究所

3. 技术优势奠定玻尿酸龙头地位

技术优势构筑产品性价比优势。凭借高于行业水平的产率,公司构筑玻尿酸产品性价比优势。2018 年度,华熙生物透明质酸原料均价位于国内企业出口价格区间中下段,低于海外企业。具体而言,以 2018 年平均汇率计,华熙生物医药级原料产品均价约 1.9~11.4 万元/千克,国内企业出口均价约 1.8~16.5 万元/千克,海外企业均价约 4.6~33.1 万元/千克;其他级产品中,华熙生物均价约 1200~2400 元/千克,国内企业出口均价约 1000~3300 元/千克,海外企业约 2600~8000 元/千克。另外鼻唇修复用皮下注射玻尿酸产品中,华熙生物平均价格低于可比公司昊海生科及爱美客。

奠定公司玻尿酸龙头地位。基于技术优势的性价比优势,推动公司占据全球约 36%的玻尿酸销量份额,位居全球首位。

表 3: 华熙生物透明质酸可比价格

(元/千克)	华熙生物	国内企业出口	海外企业
医药级均价下端	18799	17867	46322
医药级均价上端	113831	165436	330871
其他级均价下端	1258	993	2647
其他级均价上端	2441	3309	7941

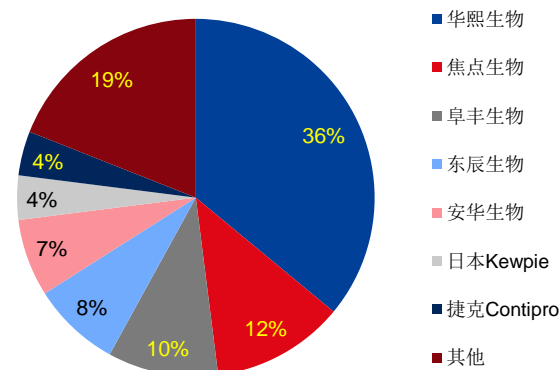
资料来源:招股说明书上会稿,中国人民银行,华金证券研究所

表 4: 华熙生物典型产品与可比产品的价格对比

公司	产品线布局	产品特性	平均售价 (2018 年)
华熙生物	注射用透明质酸钠凝胶(以销量最大的“润百颜”、“润致”境内产品对比)	III 类医疗器械,适用于面部真皮组织中层及深层注射以纠正重度鼻唇部皱纹	266.95 元/支
昊海生科	整形美容与创面护理产品(玻尿酸)	III 类医疗器械,适用于面部真皮组织下中层至深层注射以纠正重度鼻唇沟及鼻唇沟皱纹	285.35 元/支
爱美客	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	III 类医疗器械,注射层次为皮肤真皮中层至深层,适用范围为鼻唇沟	315.63 元/支

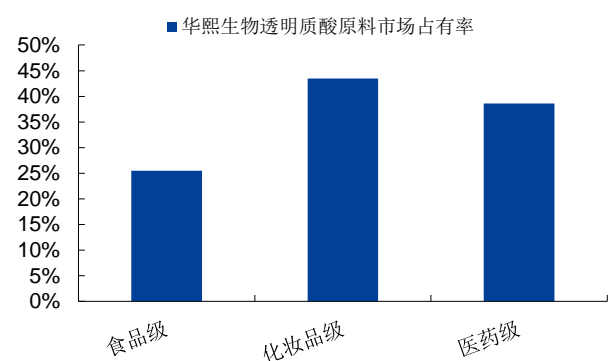
资料来源:审核问询函回复,华金证券研究所

图 26: 全球玻尿酸市场销量占比



资料来源:招股说明书注册稿,华金证券研究所

图 27: 华熙生物透明质酸原料分级别市占率



资料来源:招股说明书注册稿,华金证券研究所

4. 技术合作应对未来竞争

目前技术优势夯实公司玻尿酸龙头地位。

应对未来行业竞争，公司已取得多个排他性授权专利。与江南大学、清华大学合作，公司已取得多个排他性授权专利，主要为利用工程菌种生产透明质酸等产品，专利有效期至 2034 年。

未来，公司将基于基因工程平台优化生物工程菌，利用酶合成法制造多种小分子活性物质，并与哈佛大学、清华大学、江南大学等国内外高校及科研机构合作，对玻尿酸等生物活性物质进行功效机制的研究。

表 5: 华熙生物被授权使用专利情况

授权方	授权专利	技术水平
江南大学	Method of constructing a recombinant Bacillus subtilis that can produce specificmolecular-weight hyaluronic acids (US9771607B2)	利用分子生物学技术构建工程菌株，宿主为枯草芽孢杆菌，直接发酵制备分子量 50kDa 以下的低分子量透明质酸
江南大学	一种产小分子透明质酸的重组毕赤酵母及其构建方法 (ZL 201410467076.5)	利用分子生物学技术构建工程菌株，宿主为毕赤酵母，直接发酵制备分子量 50kDa 以下的低分子量透明质酸
江南大学	一种产软骨素的重组枯草芽孢杆菌及其应用 (ZL 201410734915.5)	利用分子生物学技术构建工程菌株，发酵生产硫酸软骨素
清华大学	一种生产透明质酸的基因工程菌及其应用 (ZL201410166015.5)	利用分子生物学技术构建工程菌株，发酵制备分子量 200kDa 以上的透明质酸

资料来源: 招股说明书注册稿, 华金证券研究所

(三) 渠道层面: 龙头及长期合作建立优势

1. 华熙生物销售渠道具有优势

华熙生物全球布局, 销售渠道具有优势。公司在全球主要地区取得医药级透明质酸注册资质, 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。2018 年华熙生物以国内为主要销售区域, 国内销售占比约 75%。

长期稳定经营维系客户关系。华熙生物全球客户超过 1,000 多家, 某些国家和地区与客户合作已超过 15 年, 关系稳固, 客户粘性高。

龙头优势及长期合作取得较低费用率。原料产品销售费用率持续低于 10%。各业务销售费用率基本低于可比公司。

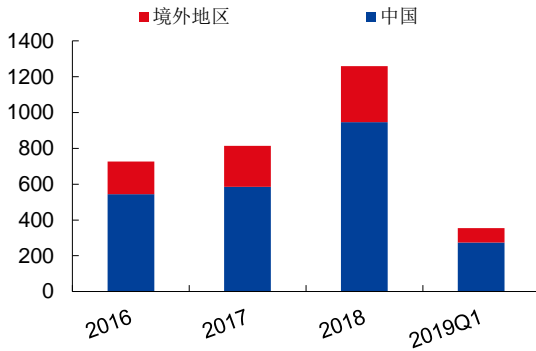
表 6: 典型国家中医药级透明质酸资质情况

地区及公司	中国		美国 DMF	欧盟 CEP	日本 MF	韩国 DMF	俄罗斯注册证
	批准文号	CDE 登记号					
华熙生物	3	4	5	7	2	4	1
Kewpie (日本)	1	2	3	-	5	3	-
资生堂 (日本)	-	-	1	1	1	1	-
Kikkoman Biochemifa (日本)	-	-	2	1	2	1	-
Seikagaku (日本)	-	-	-	-	1	-	-

Maruha (日本)	-	-	1	1	1	2	-
Contipro (捷克)	-	-	2	2	-	1	-
Fidia Farmaceutici (意大利)	-	-	1	5	-	1	-
HTL (法国)	-	-	-	4	2	3	1
LG life (韩国)	-	-	-	1	-	2	-
Genzyme (美国)	-	-	-	-	3	1	-
Lifecore (美国)	-	-	1	1	1	1	-

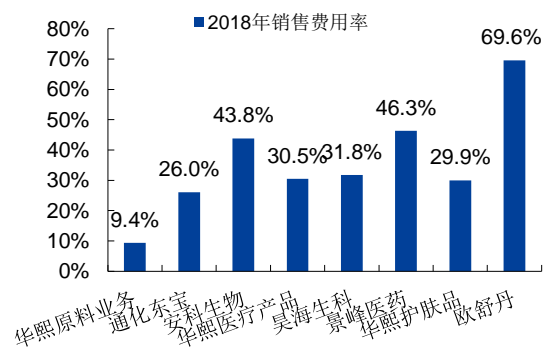
资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

图 28：华熙生物境内外营收情况（百万元）



资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

图 29：华熙生物分业务销售费用率情况



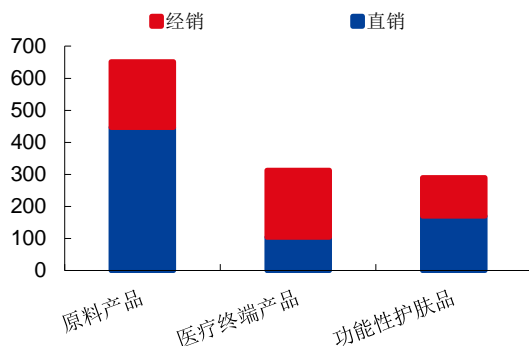
资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

2. 各销售渠道保持高毛利率

华熙生物通过直销及经销进行销售，2018 年直销比例约 58%。其中原料产品及功能性护肤品直销比例较高，直销比例分别约 69%与 59%。医疗终端产品更多通过经销渠道销售，直销比例约为 33%。

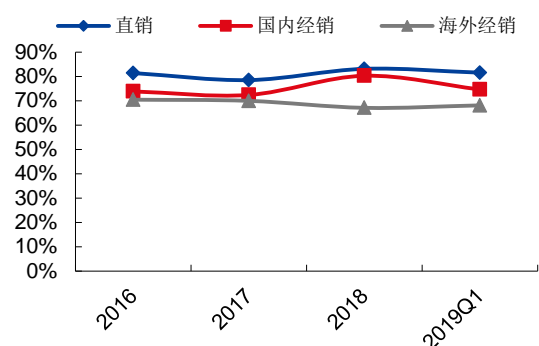
各渠道看保持较高毛利率水平。华熙生物直销渠道毛利率保持在 81%左右，国内经销毛利率保持在 75%~80%，海外经销毛利率约为 69%。

图 30：2018 年华熙生物各产品经销、直销份额（百万元）



资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

图 31：华熙生物各渠道毛利率



资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

（四）产能层面：募投项目填补产能缺口

1. 华熙生物产能接近瓶颈

随着公司业务规模快速扩张，公司产能接近瓶颈。2018 年公司透明质酸原料、医疗针剂产品、护肤品产能分别约 200 吨，400 万支，4000 万支。该年度公司透明质酸原料、医疗针剂产品、功能性护肤品产能分别约 88%、95%、80%，已接近瓶颈。2019 年 Q1 公司医疗产品、护肤品产能利用率略有下降，主要是春节放假等因素影响。

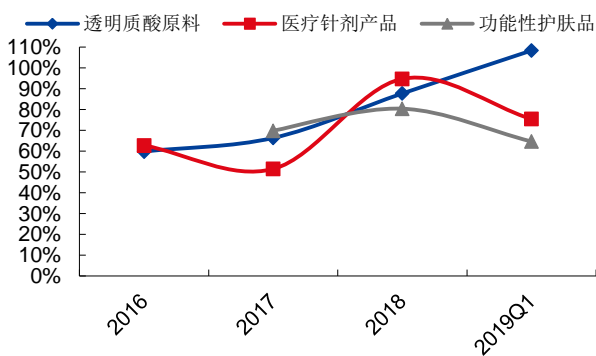
产能存在缺口，部分护肤品次抛原液外协加工。电商销售存在明显的季节性，双十一、双十二等活动使四季度存在销售高峰。2018 年公司护肤品产能存在缺口，总共 3837 万支的产量中，约 16% 为外协加工产量。

表 7：华熙生物分业务产能

	2016	2017	2018
透明质酸原料（吨）	200	200	200
医疗针剂产品（万支）	300	300	400
护肤品（万支）	/	1900	4000

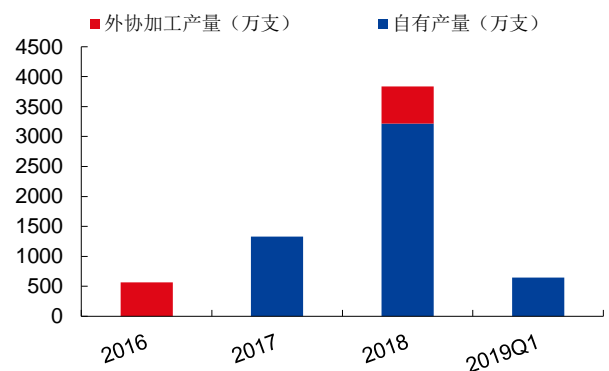
资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

图 32：华熙生物分业务产能利用率



资料来源：招股说明书上会稿，华金证券研究所

图 33：华熙生物护肤品次抛原液产量



资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

2. 募投项目扩大公司产能

公司此次募投项目投向研发中心升级改造、天津透明质酸钠项目、生命健康产业园项目，共投入约 31.54 亿元。

研发中心升级改造主要为对公司研发体系的全面升级，有利于增强技术研发优势。

天津透明质酸钠项目扩大原料及护肤品产能，1 年建设期，3 年投产期，投产前四年达产率分别约 30%、50%、70%、100%。

生命健康产业园项目扩大医疗产品、护肤品产能，2 年建设期，2 年投产期，投产前三年达产率分别约 40%、70%、100%。

表 8：华熙生物募投项目

序号	项目名称	投资总额（亿元）
1	华熙生物研发中心提升改造项目	4.01

2	华熙天津透明质酸钠及相关项目	11.07
3	华熙生物生命健康产业园项目	16.47
	合计	31.54

资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

表 9：天津透明质酸钠相关项目设计年产能情况

产品规格	产品名称	设计年产能
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
功能性护肤品	透明质酸溶液类	500 吨
	透明质酸次抛原液	2 亿支
	透明质酸洗眼液	1000 万支

资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

表 10：生命健康产业园项目设计年产能

产品规格	产品名称	设计年产能
医疗终端产品	医疗针剂产品	1 亿支
	医用次抛原液	6000 万支
	玻璃酸钠滴眼液	5000 万支
	医用敷料	2700 万件
	医用透明质酸润滑剂	2000 万支
	玻璃酸钠原液	1000 万瓶
护肤品	透明质酸次抛类产品（原液、膏霜、乳液等）	5 亿支
	飞机瓶（原液、膏霜、乳液等）	1 亿支
	面膜	1 亿片
	水乳膏霜	5000 万支
	洗眼液	500 万支
	喷雾	2000 万瓶
	彩妆粉单元	2000 万瓶
	口红	2000 万支

资料来源：招股说明书注册稿，华金证券研究所

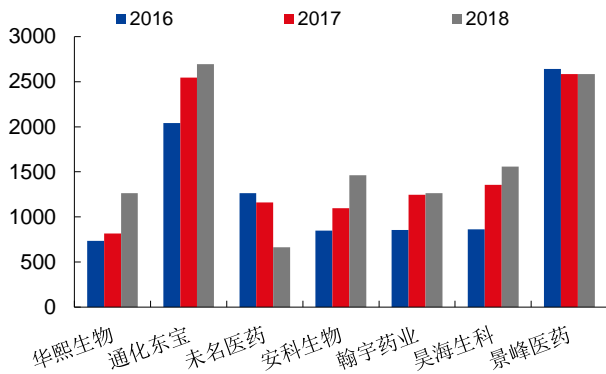
四、财务分析

（一）营收净利：规模较小，盈利能力位居前列

华熙生物近年来规模快速提升，2018 年实现营收 12.63 亿元，实现归母净利 4.24 亿元，规模类似于可比公司安科生物、翰宇药业以及昊海生科，低于通化东宝以及欧舒丹。

公司盈利能力居于可比公司前列。华熙生物毛利率保持在 80% 左右，居于可比公司中游。净利率方面，2018 年华熙生物实现净利率约 33.56%，位居可比公司前列。

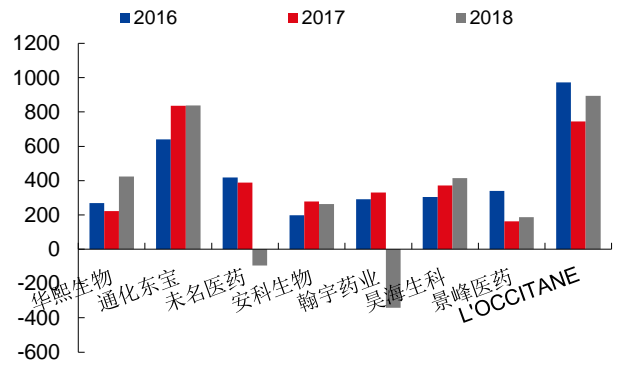
图 34：可比公司营业收入情况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：L'OCCITANE 数据为 2017 至 2019 财年，规模过大未在图中列出。

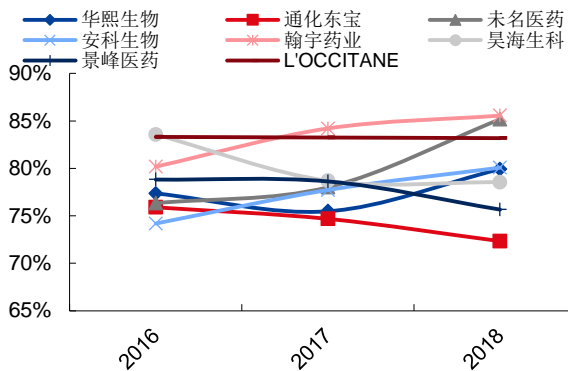
图 35：可比公司归母净利情况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：L'OCCITANE 数据为 2017 至 2019 财年。

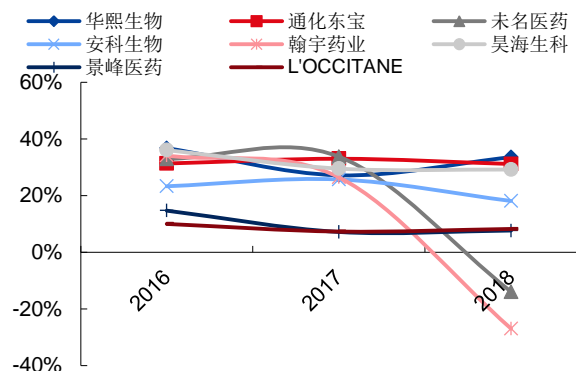
图 36：可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：L'OCCITANE 数据为 2017 至 2019 财年。

图 37：可比公司净利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

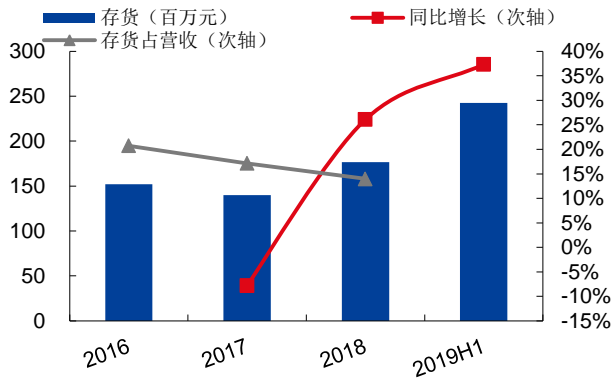
注：L'OCCITANE 数据为 2017 至 2019 财年。

（二）存货周转略低于行业水平

2018 年存货占营收比例约为 14%。存货主要为库存商品。原材料占存货 22%，库存商品占存货近 73%。

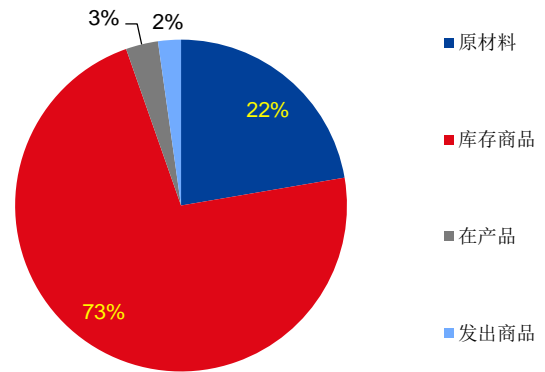
存货占营收比例逐步降低。近年来公司销售规模快速增长，公司存货占营收比例逐年降低，已由 2016 年末的 21% 降至 2018 年的 14%。

图 38：华熙生物存货及占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 39：华熙生物 2018 年末存货结构

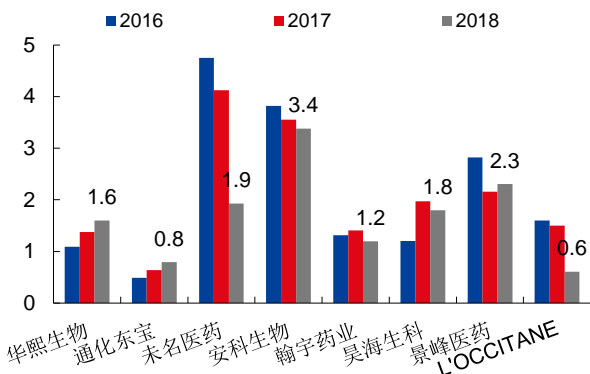


资料来源：招股说明书申报稿，华金证券研究所

近年来随着规模扩张，存货周转率逐步提升。目前存货周转率略低于行业水平，主要源于原料业务细分规格达 200 种以上，定制化生产特征明显。2018 年华熙生物的存货周转率约为 1.6 次，与翰宇药业、昊海生科、未名医药类似，低于安科生物和景峰医药。

公司应收账款周转良好，明显高于可比公司。2018 年华熙生物应收账款周转率达 7.1 次，明显高于可比公司的 1~5.5 次。应收账款周转良好，主要源于公司除了对部分规模较大、合作期长的客户给予一定信用期，其他客户基本采用现付现结或者是先款后货模式。

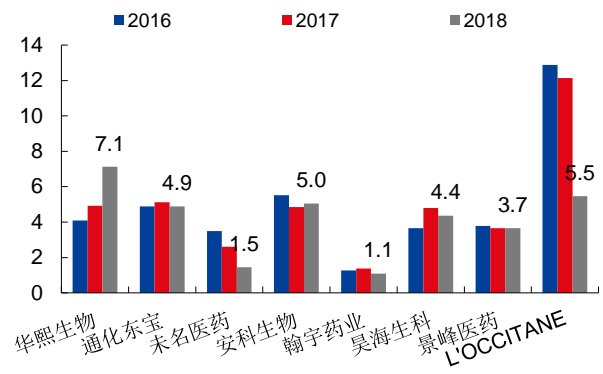
图 40：可比公司存货周转率



资料来源：Wind，招股说明书上会稿，华金证券研究所

注：L'OCCITANE 数据为 2017 至 2019 财年。

图 41：可比公司应收账款周转率



资料来源：Wind，招股说明书上会稿，华金证券研究所

注：L'OCCITANE 数据为 2017 至 2019 财年。

五、盈利预测及投资建议

华熙生物主要业务分类为原料产品、医疗终端产品以及功能性护肤品。

其中原料产品中可分为滴眼液、注射液、化妆品级、食品级以及其他。公司 2018 年滴眼液产品营收增速约 23.5%，Frost & Sullivan 数据显示近年来玻尿酸眼科用途的行业增速约 10%~15%，我们预计公司未来三年的滴眼液原料产品营收增速分别约 20%/16%/14%，毛利率在市场竞争推动下持续微降，分别约 87%/86.5%/86%。公司 2018 年注射液产品营收增速约 43%，Frost & Sullivan 预计 2019 至 2023 年医药级玻尿酸原料销量增速在 16%左右，我们预计公司未来三年注射液原料

产品营收增速分别约 23%/20%/18%，毛利率分别约 90.5%/90%/90%。2018 年公司化妆品级原料产品营收增长 22%，2017、2018 年国内中高端化妆品保持超 25% 增速，消费者存在侧重成分的趋势，我们预计未来三年公司化妆品级原料增速分别约 25%/22%/20%，毛利率维持在 75% 左右。华熙生物 2018 年食品级原料产品营收增速约 44%，Frost & Sullivan 预计 2019 至 2023 年食品级玻尿酸原料销量增速在 23% 左右，我们预计未来三年公司该产品营收增速约 25%/23%/20%，毛利率分别约 45%/43%/40%。另外其他原料产品占比较小，预计营收增速分别约 40%/30%/20%，毛利率保持在 43% 左右。最终我们预计公司原料产品未来三年营收增速分别约 24%/21%/19%，毛利率分别约 75%/74%/74%。

医疗终端产品可分为皮肤医疗产品、骨科医疗产品以及其他产品。2018 年公司皮肤医疗产品增速约 45%，ISAPS 数据显示 2014 年至 2017 年全球透明质酸注射市场增速较慢，复合增速约 7.1%，我们预计在马太效应推动下，未来三年公司皮肤医疗产品增速可维持约 25%/20%/18%。公司 2018 年骨科医疗产品营收增长 144%，近年来玻尿酸骨科医疗市场增速较低，2018 年约 8%，我们预计未来三年公司骨科医疗产品增速分别约 50%/30%/20%，毛利率维持在 80% 左右。其他医疗终端产品占比较小，我们预计增速在 40%/25%/20%，毛利率分别约 50%/53%/56%。最终我们预计公司医疗终端产品未来三年营收增速分别约 30%/22%/19%，毛利率保持在 85% 左右。

华熙生物逐步切入功能性护肤品市场，推出自有护肤品牌销售良好，2018 年功能性护肤品增速达 205%。较快的增速主要受益于近两年中高端化妆品市场增速超 25%，且消费者开始侧重成分。我们预计未来三年公司功能性护肤品营收增速有望达 60%/30%/25%，毛利率分别约 83%/82%/81%。

华熙生物是全球玻尿酸龙头，技术优势奠定公司性价比，夯实公司市场龙头地位。透明质酸及其下游市场较快增长，公司逐步由原料生产延伸至下游开拓。根据公司按照业务分类的营业收入、公司的运营情况，我们预计 2019 年至 2021 年华熙生物的营业收入分别为 16.83 亿元、20.82 亿元与 25.07 亿元，增速分别约 33%、24%、20%，净利润分别为 5.78 亿元、7.29 亿元、8.84 亿元，增速分别约 36%、26%、21%。

表 11：华熙生物营业收入构成预测

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
原料产品	营业收入	457.51	507.91	651.38	808.44	977.53	1159.54
	增长率		11.02%	28.25%	24.11%	20.92%	18.62%
	毛利率	78.68%	73.56%	76.16%	75.04%	74.35%	73.82%
医疗终端产品	营业收入	191.47	196.84	312.70	406.92	497.77	589.96
	增长率		2.80%	58.86%	30.13%	22.33%	18.52%
	毛利率	82.78%	84.12%	85.49%	85.19%	85.15%	85.20%
功能性护肤品	营业收入	63.86	95.16	290.29	464.47	603.81	754.76
	增长率		49.03%	205.04%	60.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	61.37%	72.50%	83.68%	83.00%	82.00%	81.00%
其他主营业务	营业收入	13.35	13.51	5.60	5.60	5.60	5.60
	增长率		1.21%	-58.59%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	23.26%	37.96%	15.78%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	营业收入	6.93	4.62	3.18	3.18	3.18	3.18
	增长率		-33.29%	-31.29%	0.00%	0.00%	0.00%

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	92.13%	89.42%	73.81%	68.00%	63.00%	58.00%
营业收入	733.12	818.05	1263.15	1683.01	2082.29	2507.45
合计 增长率		11.58%	54.41%	33.24%	23.72%	20.42%
毛利率	77.36%	75.48%	79.92%	79.68%	79.13%	78.64%

资料来源：招股说明书注册稿，Wind，华金证券研究所

表 12：华熙生物盈利预测表

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	818.0	1263.1	1683.0	2082.3	2507.4
同比增长(%)	11.6%	54.4%	33.2%	23.7%	20.4%
营业利润(百万元)	284.3	524.4	720.8	914.0	1095.2
同比增长(%)	-11.3%	84.5%	37.4%	26.8%	19.8%
净利润(百万元)	222.3	423.9	578.0	729.4	884.0
同比增长(%)	-17.5%	90.7%	36.4%	26.2%	21.2%
每股收益(元)	0.52	0.98	1.20	1.52	1.84

资料来源：招股说明书注册稿，Wind，华金证券研究所

华熙生物可比公司估值情况如下表所示，其中剔除了没有一致预期的未名医药、2018 年业绩下滑的翰宇药业以及 2019 年上半年营收净利下滑的景峰医药。另外由于公司开始向下游化妆品延伸，加入 A 股化妆品公司珀莱雅、丸美股份，以及既生产化妆品原料，又销售化妆品的资生堂。可比公司中，欧舒丹、资生堂净利率明显较低，在计算平均 PS (2018A) 时予以剔除。最终可比公司 PE (2018A) 约为 51.0 倍，PE (2019E) 约为 40.5 倍，PS (2018A) 约为 12.2 倍。

按照 PE 估值，公司市值约为 216 亿元至 234 亿元，按照 PS 估值，公司市值约为 154 亿元。最终我们预计公司合理市值约为 185 至 234 亿元。按照未考虑超额配售的发行后的 4.8 亿股，公司合理股价约为 38.5 元/股至 48.8 元/股，对应 2018 年静态市盈率约为 44 倍至 55 倍。

表 13：可比公司估值对比

	通化东宝	安科生物	昊海生科 (发行)	L' OCCITANE	珀莱雅	丸美股份	资生堂	可比公司平均
PE (2018A)	42.08	68.05	42.20	22.34	59.56	64.65	57.76	50.95
PE (2019E)	36.01	49.40	38.16	20.47	44.45	54.79	/	40.55
PE (2020E)	29.67	36.72	32.69	17.83	33.80	46.37	/	32.85
PB (LF)	7.28	6.96	/	2.59	9.54	11.09	7.89	7.56
PS (2018A)	13.10	12.25	11.22	/	7.24	17.04	/	12.17

资料来源：Wind 及一致预期，2019/10/18，华金证券研究所

六、风险提示

1. 核心技术人员的流失风险；
2. 技术更新换代对公司研发能力存在挑战；
3. 部分产品产能接近瓶颈；

4. 产能扩张后的消化或不及预期；
5. 化妆品或受经济增速放缓影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	818.0	1,263.1	1,683.0	2,082.3	2,507.4	年增长率					
减:营业成本	200.6	253.6	342.0	434.5	535.6	营业收入增长率	11.6%	54.4%	33.2%	23.7%	20.4%
营业税费	18.6	27.3	36.4	45.1	54.3	营业利润增长率	-11.3%	84.5%	37.4%	26.8%	19.8%
销售费用	125.5	283.7	336.6	395.6	451.3	净利润增长率	-17.5%	90.7%	36.4%	26.2%	21.2%
管理费用	175.0	169.5	218.8	260.3	300.9	EBITDA 增长率	-4.0%	64.0%	66.4%	37.1%	19.7%
财务费用	15.6	-23.2	39.9	44.7	81.1	EBIT 增长率	-6.8%	71.5%	41.2%	26.0%	22.7%
资产减值损失	-0.1	0.7	0.3	0.5	0.4	NOPLAT 增长率	-8.2%	75.8%	48.9%	25.6%	23.8%
加:公允价值变动收益	0.4	-	0.1	0.0	-0.1	投资资本增长率	67.8%	-25.7%	279.8%	24.1%	-3.4%
投资和汇兑收益	15.2	10.4	11.7	12.4	11.5	净资产增长率	29.9%	4.9%	29.8%	26.2%	25.1%
营业利润	284.3	524.4	720.8	914.0	1,095.2	盈利能力					
加:营业外净收支	-0.2	-9.5	-4.9	-7.2	-6.0	毛利率	75.5%	79.9%	79.7%	79.1%	78.6%
利润总额	284.1	515.0	715.9	906.9	1,089.2	营业利润率	34.8%	41.5%	42.8%	43.9%	43.7%
减:所得税	61.8	91.1	137.9	177.5	205.2	净利润率	27.2%	33.6%	34.3%	35.0%	35.3%
净利润	222.3	423.9	578.0	729.4	884.0	EBITDA/营业收入	43.6%	46.4%	57.9%	64.1%	63.7%
						EBIT/营业收入	38.4%	42.6%	45.2%	46.0%	46.9%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	13.0%	17.1%	48.9%	45.9%	34.3%
货币资金	331.9	853.9	673.2	832.9	1,003.0	负债权益比	15.0%	20.6%	95.7%	84.9%	52.3%
交易性金融资产	0.4	-	0.1	0.2	0.1	流动比率	6.43	4.45	1.10	1.19	1.28
应收帐款	192.6	211.9	302.4	391.7	513.7	速动比率	5.66	3.84	0.90	0.96	1.02
应收票据	68.6	21.6	149.1	128.5	233.7	利息保障倍数	20.16	-23.18	19.05	21.44	14.50
预付帐款	7.3	16.5	14.0	34.3	40.1	营运能力					
存货	140.1	176.7	260.3	343.2	460.3	固定资产周转天数	164	107	218	382	396
其他流动资产	428.9	16.4	16.9	17.4	17.9	流动营业资本周转天数	202	121	61	89	110
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	473	352	290	274	288
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	89	58	55	60	65
长期股权投资	-	14.5	14.5	14.5	14.5	存货周转天数	64	45	47	52	58
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	785	563	688	827	758
固定资产	374.0	376.2	1,658.8	2,764.5	2,753.3	投资资本周转天数	398	281	432	619	560
在建工程	4.3	85.7	964.3	357.9	-	费用率					
无形资产	90.3	162.9	169.3	175.6	181.7	销售费用率	15.3%	22.5%	20.0%	19.0%	18.0%
其他非流动资产	244.7	134.7	138.3	140.8	141.9	管理费用率	21.4%	13.4%	13.0%	12.5%	12.0%
资产总额	1,883.0	2,071.0	4,361.2	5,201.4	5,360.2	财务费用率	1.9%	-1.8%	2.4%	2.1%	3.2%
短期债务	-	40.0	926.5	1,196.3	1,385.1	三费/营业收入	38.6%	34.0%	35.4%	33.6%	33.2%
应付帐款	63.7	61.4	137.2	68.0	155.2	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	13.6%	24.7%	25.9%	25.9%	25.1%
其他流动负债	118.1	190.0	224.4	199.3	232.2	ROA	11.8%	20.5%	13.3%	14.0%	16.5%
长期借款	-	-	780.1	859.3	-	ROIC	34.8%	36.4%	73.0%	24.1%	24.1%
其他非流动负债	63.5	62.2	64.1	66.0	68.0	分红指标					
负债总额	245.4	353.6	2,132.2	2,388.9	1,840.5	DPS(元)	-	-	0.24	0.30	0.37
少数股东权益	-	0.2	0.2	0.2	0.2	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	88.8	430.4	480.0	480.0	480.0	股息收益率					
留存收益	1,550.6	1,286.4	1,748.8	2,332.3	3,039.5						
股东权益	1,637.7	1,717.4	2,229.0	2,812.5	3,519.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	222.3	423.9	578.0	729.4	884.0	EPS(元)	0.52	0.98	1.20	1.52	1.84
加:折旧和摊销	43.6	48.1	213.4	376.9	422.0	BVPS(元)	3.80	3.99	4.64	5.86	7.33
资产减值准备	-0.1	0.7	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-0.4	-	0.1	0.0	-0.1	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	12.9	-15.9	39.9	44.7	81.1	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-15.2	-10.4	-11.7	-12.4	-11.5	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-274.4	585.1	-191.1	-267.3	-229.6	CAGR(%)	48.6%	27.8%	29.0%	48.6%	27.8%
经营活动产生现金流量	343.4	442.3	628.6	871.4	1,145.8	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-328.5	-34.5	-2,369.5	-870.1	-47.3	ROIC/WACC	7.9	8.3	16.6	5.5	5.5
融资活动产生现金流量	-230.8	85.2	1,560.2	158.5	-928.4						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn