

华熙生物 (688363)

证券研究报告

2021年01月25日

股权激励落实核心人员利益，新高管上任值得期待

事件

本次激励计划拟授予 480 万股，占公司股本的 1%，首次授予 384 万股；激励对象共 206 人，包括董事、高级管理人员、核心技术人员及其他核心骨干，占员工总数的 9.6%；授予价格为 78 元/股；2021-25 年摊销激励费用各 1.53/0.86/0.38/0.16/0.01 亿元，共 2.94 亿元。

考核方式：2021-2024 四个会计年度每年考核一次，公司业绩考核以 2019 年为基数分别对营业收入和净利润进行考核，取二者中的更高完成度进行归属比例计算。具体计算方式为：每个会计年度对营业收入和净利润分别设置目标增长率和触发增长率，达到目标增长率即完成度为 1，未到达触发增长率即完成度为 0，介于两者之间即按比例计算完成度。

收入端，2021-2024 年营业收入的目标增长率和触发增长率分别为（基于 2019 年）60%/90%/120%/150%和 48%/72%/96%/120%；业绩端，2021-2024 年净利润的目标增长率和触发增长率分别为（基于 2019 年）20%/35%/50%/65%和 16%/28%/40%/52%；经计算，2021-2024 年目标净利润和触发净利润分别为 7.03/7.91/8.78/9.66 亿元和 6.79/7.5/8.2/8.9 亿元。

点评

我们强调，此次股权激励并非业绩指引，考虑的是真实落实。激励计划授予的激励对象包括公司公告本激励计划时在本公司任职的董事、高级管理人员、核心技术人员及其他核心骨干。其中，董事长赵燕总获授 38.64 万股，占限制性股票总数 8.05%，占公司股本 0.0805%；我们认为股权激励包含董事长意在传递董事长未来的精力重心仍在上市公司发展。其余激励对象除董监高外，主要为公司工作两年以上的中后台研发人员，彰显了公司对于内部核心人员的重视程度。

同时，公司审议通过了李亦争先生出任公司副总经理并代行董事会秘书职责。李亦争先生毕业于中央财经大学投资学专业，此前先后任职中信建投证券股份有限公司投资银行部高级副总裁，威创视讯科技股份有限公司战略投资部总经理兼董事会秘书。

投资建议

公司是全球透明质酸龙头，建立了从原料到功能性护肤品的全产业链业务体系。三大业务有稳定成长市占率第一的原料业务，有具有弹性增长医美和功能性护肤业务，食品级玻尿酸带来新增长广阔空间。考虑到根据淘宝网资料 2020 年夸迪和润百颜呈现翻倍增长，上调次抛原液销量增速预测，同时考虑股权激励费用摊销，将公司 2020/21 年盈利预测由 6.5/8.8 亿元调整至 6.6/8 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争激烈、疫情影响美容院开业、海外疫情影响原料业务

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,263.15	1,885.57	2,498.67	3,622.77	4,880.03
增长率(%)	54.41	49.28	32.52	44.99	34.70
EBITDA(百万元)	585.48	837.34	818.20	983.94	1,434.89
净利润(百万元)	423.86	585.61	662.04	802.57	1,178.29
增长率(%)	90.70	38.16	13.05	21.23	46.81
EPS(元/股)	0.88	1.22	1.38	1.67	2.45
市盈率(P/E)	217.43	157.37	139.21	114.83	78.21
市净率(P/B)	53.67	20.25	17.91	15.78	13.54
市销率(P/S)	72.96	48.88	36.88	25.44	18.89
EV/EBITDA	0.00	45.06	109.10	89.93	61.59

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	192 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	480.00
流通 A 股股本(百万股)	93.34
A 股总市值(百万元)	92,160.00
流通 A 股市值(百万元)	17,921.66
每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	9.28
一年内最高/最低(元)	192.41/72.00

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华熙生物-半年报点评:美妆高增驱动业绩增长，Q2 营收+28%yoy 环比改善》2020-09-04
- 《华熙生物-公司点评:拟收购佛思特提升原料市占率至 40%+，玻尿酸龙头地位巩固》2020-06-11
- 《华熙生物-年报点评报告:疫情影响短期承压，卡位功能性护肤赛道有望延续高增》2020-04-29

1. 事件

本次激励计划拟授予 480 万股，占公司股本的 1%，首次授予 384 万股；激励对象共 206 人，包括董事、高级管理人员、核心技术人员及其他核心骨干，占员工总数的 9.6%；授予价格为 78 元/股；2021-25 年摊销激励费用各 1.53/0.86/0.38/0.16/0.01 亿元，共 2.94 亿元。

考核方式：2021-2024 四个会计年度每年考核一次，公司业绩考核以 2019 年为基数分别对营业收入和净利润进行考核，取二者中的更高完成度进行归属比例计算。具体计算方式为：每个会计年度对营业收入和净利润分别设置目标增长率和触发增长率，达到目标增长率即完成度为 1，未到达触发增长率即完成度为 0，介于两者之间即按比例计算完成度。

表 1：公司业绩考核目标

年度营业收入增长率 (A, 相较于 2019 年)						
考核年度	目标营业收入增长率 (Am, 相较于 2019 年)	目标营业收入 (亿元)	目标营业收入同比增速	触发营业收入增长率 (An, 相较于 2019 年)	触发营业收入 (亿元)	触发营业收入同比增速
2021 年	60%	30.17		48%	27.91	
2022 年	90%	35.83	18.75%	72%	32.43	16.22%
2023 年	120%	41.48	15.79%	96%	36.96	13.95%
2024 年	150%	47.14	13.64%	120%	41.48	12.24%
年度净利润增长率 (B, 相较于 2019 年)						
考核年度	目标净利润增长率 (Am, 相较于 2019 年)	目标净利润 (亿元)	目标净利润同比增速	触发净利润增长率 (An, 相较于 2019 年)	触发净利润 (亿元)	触发净利润同比增速
2021 年	20%	7.03		16%	6.79	
2022 年	35%	7.91	12.50%	28%	7.50	10.34%
2023 年	50%	8.78	11.11%	40%	8.20	9.38%
2024 年	65%	9.66	10.00%	52%	8.90	8.57%
指标		完成度		指标对应系数		
X 或 Y 孰高		营业收入 (X)		$A \geq A_m$	X=1	
				$A_n \leq A < A_m$	X=A/A _m	
				$A < A_n$	X=0	
				$B \geq B_m$	Y=1	
净利润 (Y)				$B_n \leq B < B_m$	Y=B/B _m	
				$B < B_n$	Y=0	
公司层面归属比例				每批次计划归属比例*MAX{X,Y}		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入端，2021-2024 年营业收入的目标增长率和触发增长率分别为（基于 2019 年）60%/90%/120%/150%和 48%/72%/96%/120%；经计算，2021-2024 年目标营业收入和触发营业收入分别为 30.17/35.83/41.48/47.14 亿元和 27.91/32.43/36.96/41.48 亿元。

业绩端，2021-2024 年净利润的目标增长率和触发增长率分别为（基于 2019 年）

20%/35%/50%/65%和 16%/28%/40%/52%；经计算，2021-2024 年目标净利润和触发净利润分别为 7.03/7.91/8.78/9.66 亿元和 6.79/7.5/8.2/8.9 亿元。

2. 点评

我们强调，此次股权激励并非业绩指引，考虑的是真实落实。激励计划授予的激励对象包括公司公告本激励计划时在本公司任职的董事、高级管理人员、核心技术人员及其他核心骨干。其中，董事长赵燕总获授 38.64 万股，占限制性股票总数 8.05%，占公司股本 0.0805%；我们认为股权激励包含董事长意在传递董事长未来的精力重心仍在上市公司发展。其余激励对象除董监高外，主要为公司工作两年以上的中后台研发人员，彰显了公司对于内部核心人员的重视程度。

同时，公司审议通过了李亦争先生出任公司副总经理并代行董事会秘书职责。李亦争先生毕业于中央财经大学投资学专业，此前先后任职中信建投证券股份有限公司投资银行部高级副总裁，威创视讯科技股份有限公司战略投资部总经理兼董事会秘书。

卡位功能性护肤赛道，化妆品业务延续高增。公司集中优势将核心品牌润百颜打造全球透明质酸第一品牌，打透次抛精华赛道。积极拥抱新营销，通过直播带货、口碑种草等方式提高终端销售，销售费用率上升导致业绩短期增速放缓。公司旗下多个品牌在线上取得优异成绩，米蓓尔粉水累计销量突破 18 万瓶；夸迪双十一全平台销售额突破 1.6 亿元，同比增长 600%，11 月 1 日仅 30 分钟销售额突破 2019 年双 11 全天，11 月 8 日战痘次抛当天销售 148 多万支，荣登精华类目排行榜 top1；润百颜双十一当天仅 18 分钟累计销售破亿，次抛销售累计 1,250 万支，稳居天猫精华类目国货第一。

公司提出十年规划，研发方面聚焦核心技术、坚持研发创新，积极布局新技术、新产品、新领域，逐步形成了聚焦平台化、合作共赢、高效实用的差异化研发策略。渠道方面，B2B 要继续扩大应用领域，B2B2C 进一步深耕药械，完善医美产品线，B2C 聚焦于功能性护肤品&功能性食品两方面。

3. 投资建议

公司是全球透明质酸龙头，建立了从原料到功能性护肤品的全产业链业务体系。三大业务有稳定成长市占率第一的原料业务，有具有弹性增长医美和功能性护肤业务，食品级玻尿酸带来新增长广阔空间。考虑到根据淘宝网资料 2020 年夸迪和润百颜呈现翻倍增长，上调次抛原液销量增速预测，同时考虑股权激励费用摊销，将公司 2020/21 年盈利预测由 6.5/8.8 亿元调整至 6.6/8 亿元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	853.92	2,201.46	2,779.47	3,582.91	3,688.28
应收票据及应收账款	223.89	372.98	631.61	460.37	1,010.58
预付账款	16.51	37.10	16.09	67.23	53.95
存货	176.67	314.51	351.73	594.26	742.09
其他	25.99	844.64	575.76	429.28	750.57
流动资产合计	1,296.98	3,770.68	4,354.67	5,134.05	6,245.47
长期股权投资	14.52	14.61	14.61	14.61	14.61
固定资产	376.21	459.65	528.93	588.73	629.86
在建工程	85.67	171.80	139.08	131.45	108.87
无形资产	162.89	385.48	370.17	354.86	339.55
其他	134.73	169.43	188.79	162.11	165.82
非流动资产合计	774.02	1,200.98	1,241.58	1,251.76	1,258.70
资产总计	2,071.00	4,971.66	5,596.24	6,385.81	7,504.17
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	61.37	95.01	167.27	181.82	292.39
其他	190.01	270.69	222.78	304.95	348.20
流动负债合计	291.38	365.70	390.05	486.77	640.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.18	56.41	60.71	59.77	58.96
非流动负债合计	62.18	56.41	60.71	59.77	58.96
负债合计	353.56	422.11	450.76	546.54	699.55
少数股东权益	0.21	(0.79)	(1.16)	(1.77)	(2.95)
股本	430.44	480.00	480.00	480.00	480.00
资本公积	807.19	3,451.53	3,451.53	3,451.53	3,451.53
留存收益	1,286.39	4,071.53	4,666.64	5,361.04	6,327.57
其他	(806.78)	(3,452.72)	(3,451.53)	(3,451.53)	(3,451.53)
股东权益合计	1,717.44	4,549.55	5,145.48	5,839.27	6,804.61
负债和股东权益总计	2,071.00	4,971.66	5,596.24	6,385.81	7,504.17

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	423.86	584.61	662.04	802.57	1,178.29
折旧摊销	48.11	62.93	38.76	43.14	46.77
财务费用	(15.90)	(4.53)	(14.05)	(17.94)	(20.51)
投资损失	(10.37)	(0.45)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	559.77	(1,079.04)	3.45	146.43	(856.73)
其它	(563.17)	801.38	(0.25)	(0.69)	(1.17)
经营活动现金流	442.30	364.89	687.96	971.51	344.65
资本支出	219.39	458.13	55.70	80.94	50.81
长期投资	14.52	0.09	0.00	0.00	0.00
其他	(268.43)	(1,705.66)	(113.95)	(158.77)	(98.83)
投资活动现金流	(34.52)	(1,247.45)	(58.25)	(77.83)	(48.03)
债权融资	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	686.92	2,704.76	15.23	17.94	20.51
其他	(641.70)	(480.87)	(66.93)	(108.18)	(211.76)
筹资活动现金流	85.22	2,223.89	(51.69)	(90.23)	(191.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	493.00	1,341.33	578.01	803.44	105.37

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,263.15	1,885.57	2,498.67	3,622.77	4,880.03
营业成本	253.58	383.57	501.47	735.54	1,012.33
营业税金及附加	27.34	25.94	34.38	49.84	67.14
营业费用	283.75	521.37	894.52	1,286.08	1,708.01
管理费用	169.53	182.07	174.91	442.39	476.07
研发费用	52.87	93.89	119.94	173.89	234.24
财务费用	(23.24)	(12.45)	(14.05)	(17.94)	(20.51)
资产减值损失	0.71	(3.87)	(3.87)	(3.87)	(3.87)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.13	(0.08)	0.01
投资净收益	10.37	0.45	2.00	2.00	2.00
其他	(36.22)	(4.97)	(4.25)	(3.83)	(4.03)
营业利润	524.45	699.58	793.49	958.75	1,408.63
营业外收入	1.23	6.24	2.00	5.00	5.00
营业外支出	10.70	4.73	2.00	2.00	2.00
利润总额	514.98	701.09	793.49	961.75	1,411.63
所得税	91.12	116.48	131.83	159.78	234.52
净利润	423.86	584.61	661.67	801.97	1,177.11
少数股东损益	0.00	(0.99)	(0.37)	(0.61)	(1.19)
归属于母公司净利润	423.86	585.61	662.04	802.57	1,178.29
每股收益(元)	0.88	1.22	1.38	1.67	2.45

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	54.41%	49.28%	32.52%	44.99%	34.70%
营业利润	84.47%	33.39%	13.42%	20.83%	46.92%
归属于母公司净利润	90.70%	38.16%	13.05%	21.23%	46.81%
获利能力					
毛利率	79.92%	79.66%	79.93%	79.70%	79.26%
净利率	33.56%	31.06%	26.50%	22.15%	24.15%
ROE	24.68%	12.87%	12.86%	13.74%	17.31%
ROIC	36.40%	68.07%	28.87%	34.87%	53.42%
偿债能力					
资产负债率	17.07%	8.49%	8.05%	8.56%	9.32%
净负债率	-47.39%	-48.39%	-54.02%	-61.36%	-54.20%
流动比率	4.45	10.31	11.16	10.55	9.75
速动比率	3.84	9.45	10.26	9.33	8.59
营运能力					
应收账款周转率	5.68	6.32	4.97	6.64	6.64
存货周转率	7.97	7.68	7.50	7.66	7.30
总资产周转率	0.64	0.54	0.47	0.60	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.88	1.22	1.38	1.67	2.45
每股经营现金流	0.92	0.76	1.43	2.02	0.72
每股净资产	3.58	9.48	10.72	12.17	14.18
估值比率					
市盈率	217.43	157.37	139.21	114.83	78.21
市净率	53.67	20.25	17.91	15.78	13.54
EV/EBITDA	0.00	45.06	109.10	89.93	61.59
EV/EBIT	0.00	48.57	114.52	94.05	63.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com