

## 公司研究

## 收入增长靓丽，立足透明质酸原料龙头优势、多品类持续扩张

——华熙生物（688363.SH）2020年业绩快报点评

## 要点

**事件：**公司发布业绩快报，2020年实现营业收入26.32亿元、同比增长39.61%；营业利润7.65亿元、同比增长9.33%；归母净利润6.47亿元、同比增长10.50%，EPS1.35元；扣非净利润5.70亿元、同比增长0.47%。收入超预期、归母净利润略低于预期认为与四季度电商旺季加大费用等投入、促进功能性护肤品业务销售有关，单四季度收入同比增73%、归母净利润增24%、营业利润率为23.69%（同比下降10.13PCT）。

分业务来看，公司三大块业务原料、医疗终端、功能性护肤品业务2019年收入占比分别为40%、26%、34%，2020年原料业务同比略有下降、主要为全球疫情影响，医疗终端业务实现小幅增长，功能性护肤品业务表现靓丽、同比实现大幅增长（其中2020年前三季度收入同比增速超过100%）。根据第三方抓取的天猫、淘宝公开数据，公司主品牌润百颜天猫旗舰店2020年成交额超过5亿、同比增190%，肌活、米蓓尔、夸迪天猫旗舰店成交额上亿元、均处于翻倍式快速增长中。

2020年公司营业利润增速低于收入增速，其差异主要系公司定位功能性护肤品业务处于战略机遇期、积极扩张和投入，在品牌建设、渠道构建、关键人才引进等战略性投入较大，同时公司持续加大中后台支持能力建设、供应链体系投入等。

**点评：**1) 20年疫情影响下公司业绩保持持续较好增长。从经营策略方面，看好公司立足于全球透明质酸原料商龙头优势、围绕透明质酸积极拓展相关业务和品类、做大做强自有品牌。功能性化妆品系化妆品中近年来发展较好的细分领域、公司正在积极扩张，另外公司2021年1月推出国内首个透明质酸食品品牌“黑零”，推出透明质酸咀嚼片、软糖、西洋参饮、水光饮、燕窝饮6款产品，布局目前市场仍存空白的透明质酸食品领域、切入口服美容行业，有利于打开业务新空间、占据蓝海行业先机。2) 2021年1月公司实施四年限制性股票激励计划、时间较长、同时覆盖董事长等多位高管和核心业务骨干，有利于绑定核心员工利益，彰显未来长期增长信心。

**盈利预测、估值与评级：**未来我们继续看好公司功能性护肤品业务的高歌猛进、医疗终端和原料业务期待21年需求修复、增速回升，多品类发展扩大业务空间。考虑到短期功能性护肤品等品类的拓展力度较大，结合公司限制性股票激励计划草案中的解锁目标和相应产生的股份支付费用，我们略下调21~22年EPS为1.79、2.42元，21年PE92倍，维持‘买入’评级。

**风险提示：**国内外疫情影响超预期；护肤品营销投入效果不及预期、或者流量成本上升，影响公司盈利能力；医美行业竞争加剧；食品新品类拓展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,263	1,886	2,632	3,461	4,524
营业收入增长率	54.41%	49.28%	39.61%	31.46%	30.73%
净利润（百万元）	424	586	647	860	1,162
净利润增长率	90.70%	38.16%	10.50%	32.93%	35.06%
EPS（元）	0.98	1.22	1.35	1.79	2.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.68%	12.87%	12.89%	15.13%	17.63%
P/E	167	135	122	92	68
P/B	41.3	17.4	15.8	13.9	12.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-25

## 买入（维持）

当前价：164.84元

## 作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.80
总市值(亿元):	791.23
一年最低/最高(元):	75.14/230.04
近3月换手率:	39.49%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.64	-1.12	61.77
绝对	-14.42	10.26	94.40

资料来源：Wind

## 相关研报

发布限制性股票激励计划草案，彰显长期增长信心——华熙生物（688363.SH）限制性股票激励计划草案点评（2021-01-19）

疫情影响逐步修复，护肤品业务增加投入促进逆势大放异彩——华熙生物（688363.SH）2020年三季报点评（2020-10-30）

向下游拓展提升抗风险能力，加大投入促护肤品业务快速增长——华熙生物（688363.SH）2020年中报点评（2020-09-03）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,263	1,886	2,632	3,461	4,524
营业成本	254	384	577	750	982
折旧和摊销	47	60	63	88	116
税金及附加	27	26	39	52	68
销售费用	284	521	948	1,204	1,561
管理费用	170	182	218	277	362
研发费用	53	94	132	208	226
财务费用	-23	-12	-32	-37	-37
投资收益	10	0	1	1	1
营业利润	524	700	766	1,034	1,399
利润总额	515	701	781	1,035	1,400
所得税	91	116	134	175	238
净利润	424	585	647	860	1,162
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	424	586	647	860	1,162
EPS(按最新股本计)	0.98	1.22	1.35	1.79	2.42

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	442	365	529	701	955
净利润	424	586	647	860	1,162
折旧摊销	47	60	63	88	116
净营运资金增加	-241	1,323	549	620	815
其他	213	-1,604	-730	-868	-1,138
投资活动产生现金流	-35	-1,247	-709	-534	-409
净资本支出	-168	-450	-710	-510	-410
长期投资变化	15	15	0	0	0
其他资产变化	119	-812	1	-24	1
融资活动现金流	85	2,224	-146	-157	-169
股本变化	342	50	0	0	0
债务净变化	40	-40	0	0	52
无息负债变化	68	109	124	140	186
净现金流	509	1,348	-326	10	377

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	79.9%	79.7%	78.1%	78.3%	78.3%
EBITDA 率	42.7%	40.7%	30.9%	31.8%	33.1%
EBIT 率	38.9%	37.4%	28.6%	29.3%	30.6%
税前净利润率	40.8%	37.2%	29.7%	29.9%	30.9%
归母净利润率	33.6%	31.1%	24.6%	24.9%	25.7%
ROA	20.5%	11.8%	11.6%	13.5%	15.5%
ROE (摊薄)	24.7%	12.9%	12.9%	15.1%	17.6%
经营性 ROIC	26.6%	17.9%	14.0%	15.3%	17.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	17%	8%	10%	11%	12%
流动比率	4.45	10.31	7.60	6.48	5.68
速动比率	3.84	9.45	6.68	5.49	4.68
归母权益/有息债务	42.93	-	-	-	125.75
有形资产/有息债务	45.20	-	-	-	133.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,071	4,972	5,566	6,372	7,514
货币资金	854	2,201	1,875	1,885	2,262
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	202	372	490	635	824
应收票据	22	1	13	17	23
其他应收款 (合计)	12	7	18	24	32
存货	177	315	456	630	874
其他流动资产	30	874	895	912	935
流动资产合计	1,297	3,771	3,747	4,103	4,949
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	15	15	15	15	15
固定资产	376	460	658	864	1,054
在建工程	86	172	549	712	774
无形资产	163	385	388	390	392
商誉	73	73	73	73	73
其他非流动资产	62	97	137	216	258
非流动资产合计	774	1,201	1,818	2,269	2,565
总负债	354	422	547	687	925
短期借款	40	0	0	0	52
应付账款	61	95	144	188	245
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	12	20	29	38	50
其他流动负债	178	251	319	407	524
流动负债合计	291	366	493	633	871
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	56	54	54	54
非流动负债合计	62	56	54	54	54
股东权益	1,717	4,550	5,019	5,685	6,589
股本	430	480	480	480	480
公积金	953	3,542	3,607	3,692	3,692
未分配利润	333	529	934	1,516	2,419
归属母公司权益	1,717	4,550	5,020	5,686	6,590
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	22.46%	27.65%	36.00%	34.80%	34.50%
管理费用率	13.42%	9.66%	8.30%	8.00%	8.00%
财务费用率	-1.84%	-0.66%	-1.20%	-1.07%	-0.82%
研发费用率	4.19%	4.98%	5.00%	6.00%	5.00%
所得税率	18%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.37	0.40	0.54	0.73
每股经营现金流	1.03	0.76	1.10	1.46	1.99
每股净资产	3.99	9.48	10.46	11.85	13.73
每股销售收入	2.93	3.93	5.48	7.21	9.43

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	167	135	122	92	68
PB	41.3	17.4	15.8	13.9	12.0
EV/EBITDA	131.6	101.7	96.4	71.6	52.8
股息率	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------