

证券研究报告—动态报告

商业贸易

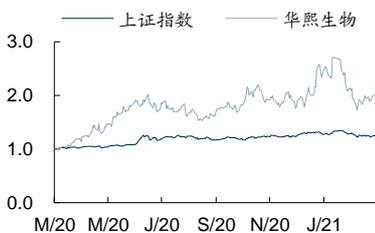
零售

华熙生物(688363)
增持

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	480/93
总市值/流通(百万元)	76,042/14,787
上证综指/深圳成指	3,457/13,888
12 个月最高/最低(元)	229.45/75.60

相关研究报告:

《华熙生物-688363-重大事件快评: 功能性食品业务扬帆启航, 持续拓展 HA 产业边界》——2021-01-26
 《华熙生物-688363-2020 年中报点评: 护肤品保持高速增长, 卡位优质赛道前景广阔》——2020-08-26
 《华熙生物-688363-2019 年年报暨 2020 年一季报点评: 护肤品保持高速增长, 卡位优质赛道前景广阔》——2020-04-30

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001
联系人: 柳旭
 电话: 13246725957
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩稳健增长, 拓宽 HA 产业边界树立竞争壁垒
● 收入稳健高增长, 费用投放影响利润增速

公司 20 年营收同比+39.63%至 26.33 亿元, 归母净利润同比+10.29%至 6.46 亿元, 整体表现稳健, 净利率水平预计受公司战略性加大线上推广费用投放影响。分季度看, 营收/利润增速均逐季积极向好, Q4 营收/归母净利润分别同比+73.4%/+23%, 增速环比分别+37.7pct/+10.2pct。公司拟每 10 股派发现金红利 4.1 元。

● 功能性护肤品实现高增长, 医疗终端业务展现经营韧性

分业务看, 功能性护肤品业务实现高增长, 营收同比+112%至 13.5 亿元, 收入占比达到 51.15%, 受益公司在 C 端护肤领域的持续发力和品牌影响力提升, 润百颜(+65.3%)、夸迪(+513%)等核心品牌均取得高速增长。原料业务收入受海外疫情影响同比-7.55%至 7.03 亿元, 预计未来食品级 HA 原料需求有望打开新的增长空间。医疗终端业务在疫情影响下取得同比+17.79%的增长, 展现较强的经营韧性, 其中皮肤类医疗产品收入同比+9.70%, 骨科注射液产品收入同比+10.44%。

● 毛利率水平稳步提升, 现金流状况积极向好

公司 20 年毛利率 81.41%, 同比+1.75pct, 受益于功能性护肤和医疗终端业务占比提升。销售费用率同比+14.1pct 至 41.75%, 系公司大力开拓终端产品线上销售渠道影响; 管理费用率同比-3.5pct 至 6.15%, 与疫情期间相关差旅费用减少及法国子公司业绩对赌协议完成有关。此外, 20 年公司存货周转天数同比+60.5 天, 系原材料及产品备货增加所致; 经营性现金流净额同比+93%至 7.05 亿元, 整体积极向好。

● 风险提示: 疫情发展不达预期, 护肤品销售不达预期
● 投资建议: HA 全产业链龙头, 全面拓展业务边际, 维持“增持”

公司作为玻尿酸全产业链龙头, 产业化规模居国际前列, 品牌效应明显: 1) 原料业务优势显著并有望进一步受益 HA 获批新食品原料打开需求空间; 2) 医疗终端产品完善品类布局, 润致“娃娃针”等新品有望逐步放量; 3) 功能性护肤领域声量逐步扩大, 积极开展新兴渠道及营销媒介的布局, 未来仍具较大成长空间; 4) 功能性食品业务处于发展初期, 但综合考虑消费习惯变迁和独家优势地位, 长期有望成为公司新增长点。综合来看, 我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.77/2.27/2.87 元/股, 对应 PE 分别 90/70/55 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,632.73	3,722.69	4,887.89	6,132.83
(+/-%)	39.63%	41.40%	31.30%	25.47%
净利润(百万元)	645.84	848.75	1,089.30	1,379.47
(+/-%)	10.29%	31.42%	28.34%	26.64%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.77	2.27	2.87
EBITMargin	32.21%	25.04%	25.28%	25.98%
净资产收益率(ROE)	12.87%	15.12%	17.08%	18.79%
市盈率(PE)	117.74	89.59	69.81	55.12
EV/EBITDA	83.59	72.84	54.48	42.33
市净率(PB)	15.15	13.55	11.93	10.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

收入稳健高增长，费用投放影响利润增速

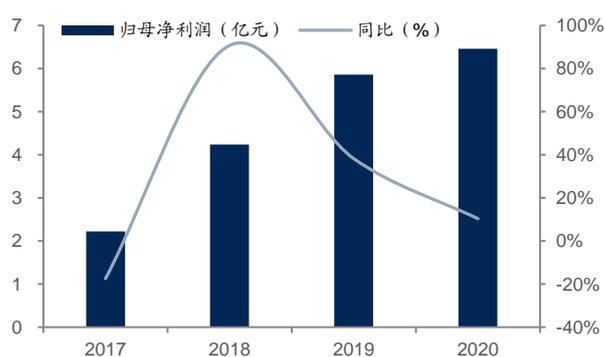
公司 20 年营收同比+39.63%至 26.33 亿元，归母净利润同比+10.29%至 6.46 亿元，归母净利率水平同比-6.5pct 至 24.53%，预计受公司战略性加大线上推广费用投放影响。分季度看，营收/利润增速均实现逐季向好，Q4 营收/归母净利润分别同比+73.4%/+23%，增速环比分别+37.7pct/ +10.2pct。同时，公司拟每 10 股派发现金红利 4.1 元。

图 1：华熙生物年度营收及增速情况（亿元、%）



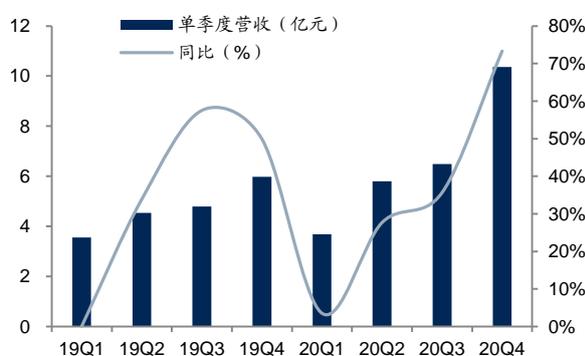
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：华熙生物年度归母净利润及增速情况（亿元、%）



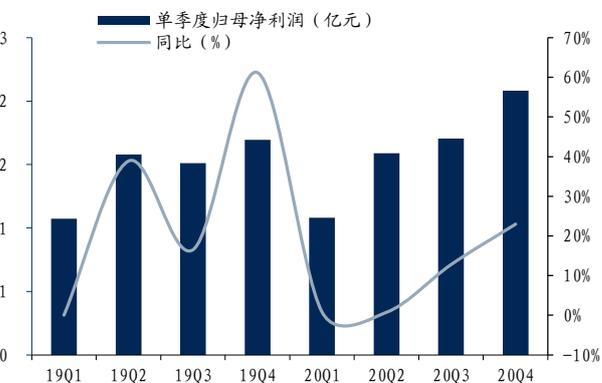
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：华熙生物单季度营收及增速情况（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：华熙生物单季度归母净利润及增速情况（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营收分拆：功能性护肤品实现高增长，医疗终端业务展现经营韧性

分业务看：1) 功能性护肤品业务收入同比+112%至 13.5 亿元，收入占比达到 51.15%，核心品牌均取得不同程度增长，其中“润百颜”收入同比+65.3%至 5.65 亿元，“夸迪”收入取得超 500%的增长达 3.91 亿元，“米蓓尔”收入同比+136%至 1.99 亿元，“BM 肌活”收入同比+46%至 1.13 亿元。

2) 原料业务收入同比-7.6%至 7.03 亿元，主要系疫情下，境外客户采购需求减少影响。21 年低基数有望逐步反弹，且随着公司开辟功能性食品业务，预计食品级 HA 原料需求有望打开增长空间。

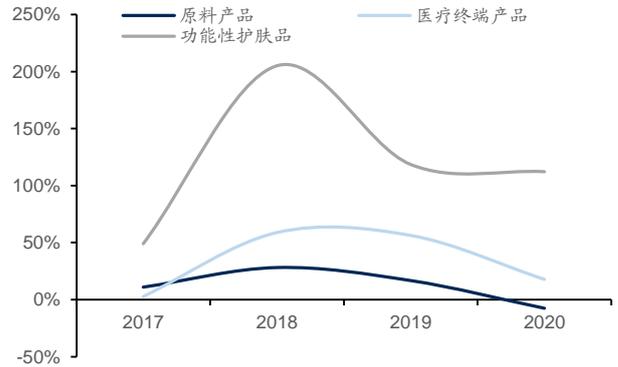
3) 医疗终端业务在疫情影响下仍取得同比+17.8%的增长，展现出较强的经营韧性，其中皮肤类医疗产品收入同比+9.7%至 4.35 亿元，骨科注射液产品收入同比+10.4%至 0.9 亿元。

图 5：华熙生物分业务营收占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：华熙生物分业务营收增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利及运营能力：毛利率水平稳步提升，现金流状况积极向好

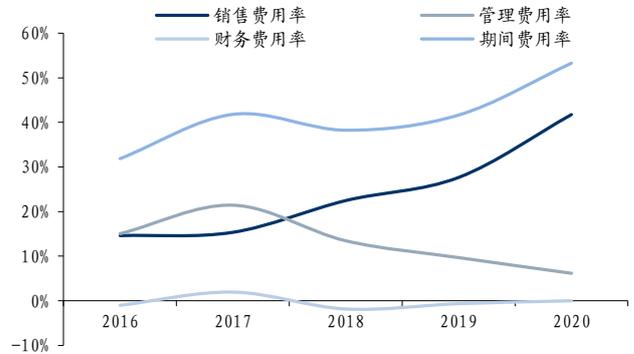
从盈利情况来看，公司 20 年毛利率 81.41%，同比+1.75pct，预计主要受益于相对高毛的功能性护肤和医疗终端业务占比提升等。费用率方面，销售费用率 41.75%，同比+14.1pct，主要系公司战略性大力开拓终端产品线上销售渠道影响；管理费用率同比-3.5pct 至 6.15%，整体管控良好。运营能力方面，20 年公司存货周转天数同比+60.5 天，系原材料及产品备货增加所致。经营性现金流净额同比+93.2%至 7.05 亿元，受益于公司销售增长的同时加强回款管理及政府补助同比有所增长。

图 7：华熙生物分毛利率及净利率情况（%）

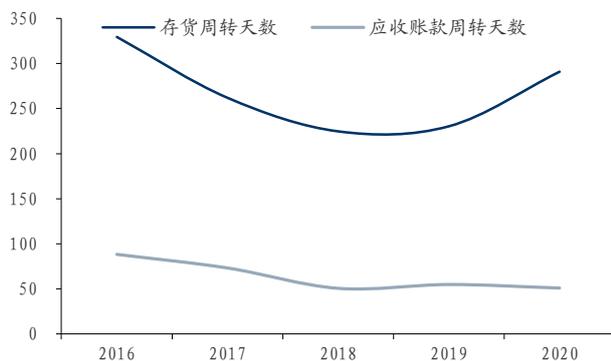


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：华熙生物期间费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：华熙生物存货及应收账款周转天数情况（天）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：华熙生物经营性现金流情况（亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：HA 全产业链龙头，全面拓展业务边际，维持“增持”

公司作为玻尿酸全产业链龙头，产业化规模居国际前列，品牌效应明显：1) 原料业务优势显著并有望进一步受益 HA 获批新食品原料需求空间打开；2) 医疗终端产品完善品类布局，润致“娃娃针”等新品有望逐步放量，享受医美行业增长红利；3) C 端护肤领域声量逐步扩大，积极开展新兴渠道及营销媒介的布局，仍具成长空间；4) 功能性食品业务处于发展初期，但综合考虑消费习惯变迁和公司独家优势地位，看好该业务中长期为公司打开新的业绩增长点。

考虑公司仍有可能加强功能性护肤业务发展和营销推广，并深入开拓食品、母婴、计生等其他个人消费品领域，短期内费用率水平有所承压。我们调低公司 21-22 年 EPS 至 1.77/2.27 元/股（前值为 2.01/2.75 元/股），并新增 23 年 EPS 预计为 2.87 元/股，对应 PE 分别 90/70/55 倍，维持“增持”评级。

附表：可比公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21/03/30	EPS			PE			总市值(亿元) 21/03/30
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300896	爱美客	买入	416.00	3.66	5.67	8.29	113.71	73.37	50.20	900.06
688363	华熙生物	增持	158.42	1.35	1.77	2.27	117.74	89.59	69.81	760.42
603605	珀莱雅	买入	160.73	2.42	3.27	4.11	66.42	49.15	39.11	323.26
600315	上海家化	买入	47.95	0.83	1.21	1.65	57.77	39.63	29.06	325.09
603983	丸美股份	增持	54.40	1.47	1.85	2.21	37.01	29.41	24.62	218.59
300740	御家汇	增持	23.35	0.34	0.53	0.87	68.68	44.06	26.84	95.98

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

注：珀莱雅、丸美股份、御家汇 2020 年为预测值

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1390	1294	1200	1200	营业收入	2633	3723	4888	6133
应收款项	412	674	879	1057	营业成本	489	683	892	1111
存货净额	477	570	752	943	营业税金及附加	34	74	98	123
其他流动资产	662	920	1568	1675	销售费用	1099	1480	1933	2403
流动资产合计	3664	3699	4639	5116	管理费用	162	553	730	902
固定资产	1245	1974	2649	3270	财务费用	(1)	(32)	(15)	(2)
无形资产及其他	427	411	395	379	投资收益	34	10	10	10
投资性房地产	364	364	364	364	资产减值及公允价值变动	20	5	5	5
长期股权投资	18	18	18	18	其他收入	(145)	0	0	0
资产总计	5717	6466	8065	9146	营业利润	757	979	1265	1610
短期借款及交易性金融负债	24	50	684	573	营业外净收支	2	30	30	30
应付款项	197	204	271	357	利润总额	759	1009	1295	1640
其他流动负债	332	453	588	730	所得税费用	114	161	207	262
流动负债合计	553	707	1544	1660	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	646	849	1089	1379
其他长期负债	146	147	148	149					
长期负债合计	146	147	148	149	现金流量表 (百万元)				
负债合计	699	854	1692	1809	净利润	646	849	1089	1379
少数股东权益	(2)	(2)	(3)	(5)	资产减值准备	2	29	15	16
股东权益	5020	5614	6376	7342	折旧摊销	70	123	191	246
负债和股东权益总计	5717	6466	8065	9146	公允价值变动损失	(20)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	(1)	(32)	(15)	(2)
关键财务与估值指标					营运资本变动	78	(454)	(816)	(233)
每股收益	1.35	1.77	2.27	2.87	其它	(2)	(30)	(16)	(17)
每股红利	0.37	0.53	0.68	0.86	经营活动现金流	774	512	459	1386
每股净资产	10.46	11.70	13.28	15.30	资本开支	(689)	(861)	(861)	(861)
ROIC	17%	17%	17%	19%	其它投资现金流	(723)	482	0	0
ROE	13%	15%	17%	19%	投资活动现金流	(1415)	(379)	(861)	(861)
毛利率	81%	82%	82%	82%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	25%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	28%	29%	30%	支付股利、利息	(178)	(255)	(327)	(414)
收入增长	40%	41%	31%	25%	其它融资现金流	185	26	634	(111)
净利润增长率	10%	31%	28%	27%	融资活动现金流	(170)	(229)	307	(525)
资产负债率	12%	13%	21%	20%	现金净变动	(811)	(96)	(94)	0
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	2201	1390	1294	1200
P/E	117.7	89.6	69.8	55.1	货币资金的期末余额	1390	1294	1200	1200
P/B	15.1	13.5	11.9	10.4	企业自由现金流	180	(409)	(447)	490
EV/EBITDA	83.6	72.8	54.5	42.3	权益自由现金流	365	(356)	199	381

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032