

# 华熙生物 (688363.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 158.42 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.80
已上市流通 A 股(亿股)	0.93
总市值(亿元)	760.42
年内股价最高最低(元)	209.55/76.30
沪深 300 指数	5095
上证指数	3457

## 功能性护肤持续高增长，玻尿酸业务全面开花

### 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,886	2,633	3,288	4,297	5,001
营业收入增长率	49.28%	39.63%	24.89%	30.69%	16.39%
归母净利润(百万元)	586	646	751	908	1,003
归母净利润增长率	38.16%	10.29%	16.23%	21.01%	10.39%
摊薄每股收益(元)	1.220	1.345	1.564	1.892	2.089
每股经营性现金流净额	0.74	1.35	1.23	0.93	2.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.87%	12.87%	8.56%	9.75%	10.11%
P/E	68.36	108.83	101.30	83.72	75.84
P/B	8.80	14.00	8.67	8.16	7.67

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 3月30日公司发布业绩，2020年公司实现营业收入26.33亿元，同比增加40%；实现归母净利润6.46亿元，同比增加10%；实现扣非归母净利润5.7亿元，同比增加0.13%，业绩符合预期。
- Q4实现营收10.36亿元，同比增长73%，实现归母净利润2.08亿元，同比增加24%；实现扣非归母净利润1.94亿元，同比增加27%。

### 经营分析

- 功能性护肤品持续高增长，玻尿酸产业链全面开花。** 1) 功能性护肤品业务实现收入13.5亿元，同比增长112%，为公司贡献最大业绩增量。2) 医疗终端产品实现收入5.7亿元，同比增长18%。其中皮肤类医疗产品收入4.35亿元，同比增长10%；骨科注射液产品收入0.90亿元，同比增长11%；其他产品共计实现收入0.5亿元，同比增长378%。3) 原料端作为公司业务基石，预计由于新冠疫情，海外原料运送受影响，2020年收入同比略微下降8%，收入7亿元。未来随着疫情的缓解，原料业务有望恢复高增速。
- 费用率上升：市场推广力度加大，不断提升品牌认可度，塑造新国产护肤品牌，研发投入仍持续增长。** 1) 销售费用较2019年增长110%，预计由于功能性护肤品推广费用及广告费提升导致。随着推广投入的增大，公司品牌度进一步提升。2) 公司持续加大研发投入，研发费用较上年同期增长50%，研发力度的加大有望为公司提供新产品及全新业绩增量。
- 三辆马车升级成四轮驱动，建立玻尿酸全产终端帝国，进军食品保健品等行业。** 2021年1月，公司申报的透明质酸钠获批添加至普通食品，玻尿酸原料使用范围进一步扩大，食品级玻尿酸打开市场。公司将深入开拓食品、母婴、计生等其他个人消费品领域，着力构建个人消费品品类矩阵。
- 盈利调整与投资建议**
- 我们看好功能性护肤品增速持续和玻尿酸产业链长期发展空间，预计公司2021-2023EPS分别为1.56/1.89/2.01，对应PE分别为101, 83, 75倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 新产品研发风险；新产品注册风险；新技术替代风险；核心人员流失风险；净利率下降风险；行业竞争加剧风险；

### 相关报告

- 《护肤品持续高增长，食品级有望贡献新增量-华熙生物2020业绩...》，2021.2.26
- 《原料产能收购稳步推进，护肤品版块快速增长-华熙生物2020Q...》，2020.10.30
- 《公司收入增速符合预期，护肤品业务高速增长-华熙生物2020H...》，2020.8.26
- 《期待疫情后业绩恢复，功能性护肤品快速放量-华熙生物2019+...》，2020.4.29

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan\_wei@aiza.com.cn

- **功能性护肤品持续高增长，玻尿酸产业链全面开花。**1) 功能性护肤品业务实现收入 13.5 亿元，同比增长 112%，占公司主营收的 51%。公司在国内市场首先采用 B.F.S.吹灌封一体化技术开发生产了一系列具有不同功效的无菌、无化学防腐添加的小包装原液产品，实现“一次一抛”，提升产品使用安全度。此类产品特点鲜明，辨识度高且竞品较少，在次抛原液领域具有领先地位。公司大力布局线上销售平台，在疫情的影响之下，护肤品实现的稳定的高增速，随着品牌建设深入人心，消费者粘性提高，公司不断推出新品，有望在未来国产护肤拔得头筹。

图表 1：功能性护肤品同比增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2) 医疗端产品实现收入 5.7 亿元，同比增长 18%，占公司主营收的 22%，其中皮肤类医疗产品实现收入 4.35 亿元，同比增长 10%；骨科注射液产品实现收入 0.90 亿元，同比增长 11%；其他产品共计实现收入 0.5 亿元，同比增长 378%。2020 年下半年公司推出润致“娃娃针”，含有利多卡因的微交联透明质酸，适用于面部真皮组织浅层到中层注射除皱。在疫情打击下，美容院医疗端停业一段时间，导致医疗端产品增速放缓，随着疫情结束，有望恢复高增速。

图表 2：医疗产品同比增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

3) 原料端实现收入 7 亿元, 同比略微下降 8%, 占公司主营业务收入的 27%, 系疫情影响较大, 海外原料无法运送, 随着海外疫情好转, 业绩端即将恢复。

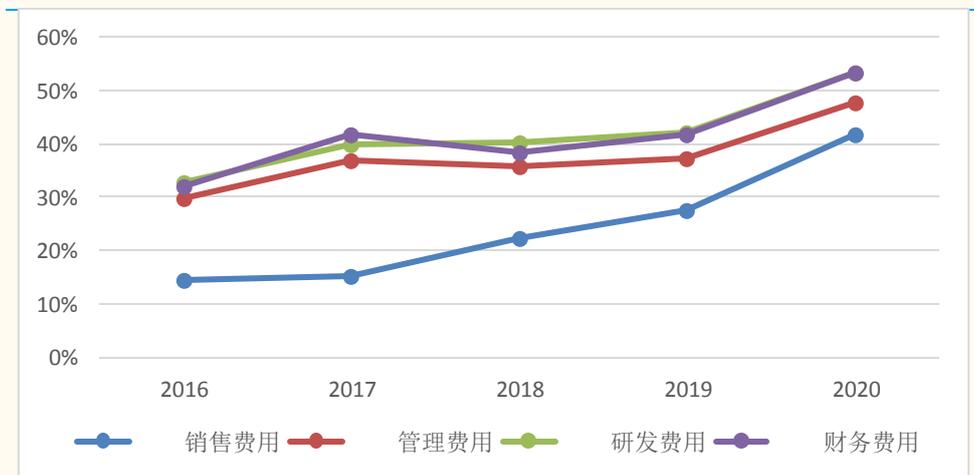
图表 3: 原料产品同比增长情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 费用率上升, 一方面市场推广方面加大投入, 进一步提升品牌认可度, 塑造新国产护肤品牌, 另一方面研发投入仍维持较高水平。1) 销售费用较 2019 年增长 110%, 系功能性护肤品推广给与的销售激励费用及广告费。2) 公司持续加大研发投入, 研发费用较上年同期增长 50%。3) 管理费用较 2019 年下降 11%, 系疫情期间减少商旅出差, 线下活动等。目前公司销售费用增高同时带动营收增高, 属于前期建立品牌, 建立健全的渠道网络, 有望在未来进入收获期。

图表 4: 费用变化情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 建立玻尿酸全产业链帝国, 进军保健品等行业。2021 年 1 月, 公司申报的透明质酸钠获批添加至普通食品, 玻尿酸原料使用范围进一步扩大, 食品级玻尿酸打开市场。公司将深入开拓食品、母婴、计生、日用消费品等其他个人消费品领域, 着力构建个人消费品品类矩阵。打造强品牌认同、高复购、单个用户贡献价值较高的良好商业模式。泛食品饮料行业市场空间超过万亿规模, 随着中国老龄化的不断加深和全球疫情的蔓延迫使人们对健康消费的意识愈加强烈, 公司有望依托原料端优势和护肤品端的口碑积

累，借助强大的创新转化 科技平台的支撑，实现向功能食品大市场的全面拓展。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,263</b>	<b>1,886</b>	<b>2,633</b>	<b>3,288</b>	<b>4,297</b>	<b>5,001</b>	货币资金	854	2,201	1,390	3,098	1,479	698
增长率	49.3%	49.3%	39.6%	24.9%	30.7%	16.4%	应收账款	236	401	424	488	647	753
<b>主营业务成本</b>	<b>-254</b>	<b>-384</b>	<b>-489</b>	<b>-710</b>	<b>-928</b>	<b>-1,080</b>	存货	177	315	477	448	585	681
%销售收入	20.1%	20.3%	18.6%	21.6%	21.6%	21.6%	其他流动资产	30	854	1,373	1,980	2,502	2,511
<b>毛利</b>	<b>1,010</b>	<b>1,502</b>	<b>2,143</b>	<b>2,578</b>	<b>3,369</b>	<b>3,921</b>	流动资产	1,297	3,771	3,664	6,013	5,213	4,643
%销售收入	79.9%	79.7%	81.4%	78.4%	78.4%	78.4%	%总资产	62.6%	75.8%	64.1%	64.9%	52.4%	42.4%
营业税金及附加	-27	-26	-34	-16	-21	-25	长期投资	15	15	18	918	1,718	2,518
%销售收入	2.2%	1.4%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	462	631	1,245	1,749	2,344	3,028
销售费用	-284	-521	-1,099	-1,151	-1,504	-1,750	%总资产	22.3%	12.7%	21.8%	18.9%	23.6%	27.7%
%销售收入	22.5%	27.7%	41.8%	35.0%	35.0%	35.0%	无形资产	242	477	517	590	671	759
管理费用	-170	-182	-162	-204	-266	-310	非流动资产	774	1,201	2,053	3,258	4,733	6,305
%销售收入	13.4%	9.7%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	%总资产	37.4%	24.2%	35.9%	35.1%	47.6%	57.6%
研发费用	-53	-94	-141	-174	-228	-265	<b>资产总计</b>	<b>2,071</b>	<b>4,972</b>	<b>5,717</b>	<b>9,271</b>	<b>9,946</b>	<b>10,948</b>
%销售收入	4.2%	5.0%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%	短期借款	40	0	24	0	0	282
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>476</b>	<b>679</b>	<b>707</b>	<b>1,032</b>	<b>1,349</b>	<b>1,570</b>	应付款项	87	152	266	248	324	377
%销售收入	37.7%	36.0%	26.8%	31.4%	31.4%	31.4%	其他流动负债	165	214	262	254	308	374
财务费用	23	12	1	-189	-326	-441	流动负债	291	366	553	502	632	1,033
%销售收入	-1.8%	-0.7%	0.0%	5.8%	7.6%	8.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-15	41	0	0	0	其他长期负债	62	56	146	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0	<b>负债</b>	<b>354</b>	<b>422</b>	<b>699</b>	<b>502</b>	<b>632</b>	<b>1,033</b>
投资收益	10	0	34	40	45	50	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,717</b>	<b>4,550</b>	<b>5,020</b>	<b>8,770</b>	<b>9,315</b>	<b>9,917</b>
%税前利润	2.0%	0.1%	4.5%	4.5%	4.2%	4.2%	其中：股本	430	480	480	480	480	480
<b>营业利润</b>	<b>524</b>	<b>700</b>	<b>757</b>	<b>883</b>	<b>1,069</b>	<b>1,180</b>	未分配利润	333	529	934	1,385	1,930	2,531
营业利润率	41.5%	37.1%	28.8%	26.9%	24.9%	23.6%	少数股东权益	0	-1	-2	-2	-2	-2
营业外收支	-9	2	2	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,071</b>	<b>4,972</b>	<b>5,717</b>	<b>9,271</b>	<b>9,946</b>	<b>10,948</b>
税前利润	515	701	759	883	1,069	1,180	<b>比率分析</b>						
利润率	40.8%	37.2%	28.8%	26.9%	24.9%	23.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-91	-116	-114	-132	-160	-177	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.7%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.985	1.220	1.345	1.564	1.892	2.089
净利润	424	585	645	751	908	1,003	每股净资产	3.990	9.480	10.458	18.271	19.407	20.660
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0	每股经营现金净流	1.028	0.738	1.350	1.225	0.926	2.401
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>424</b>	<b>586</b>	<b>646</b>	<b>751</b>	<b>908</b>	<b>1,003</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.626	0.757	0.836
净利率	33.6%	31.1%	24.5%	22.8%	21.1%	20.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	24.68%	12.87%	12.87%	8.56%	9.75%	10.11%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	20.47%	11.78%	11.30%	8.10%	9.13%	9.16%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	投入资本收益率	22.23%	12.43%	11.90%	10.01%	12.31%	13.09%
净利润	424	585	645	751	908	1,003	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0	主营业务收入增长率	54.41%	49.28%	39.63%	24.89%	30.69%	16.39%
非现金支出	49	67	59	92	105	118	EBIT增长率	74.65%	42.57%	4.13%	46.08%	30.69%	16.39%
非经营收益	-32	-28	-81	214	120	124	净利润增长率	90.70%	38.16%	10.29%	16.23%	21.01%	10.39%
营运资金变动	2	-270	25	-469	-689	-92	总资产增长率	9.98%	140.06%	14.99%	62.16%	7.28%	10.08%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>442</b>	<b>354</b>	<b>648</b>	<b>588</b>	<b>445</b>	<b>1,152</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-168	-450	-763	-489	-780	-890	应收账款周转天数	51.3	55.5	51.6	50.0	50.0	50.0
投资	-432	0	-11	-1,000	-700	-700	存货周转天数	228.0	233.7	295.0	230.0	230.0	230.0
其他	565	-797	-558	-60	-55	-50	应付账款周转天数	90.0	74.4	108.9	70.0	70.0	70.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-35</b>	<b>-1,247</b>	<b>-1,331</b>	<b>-1,549</b>	<b>-1,535</b>	<b>-1,640</b>	固定资产周转天数	108.7	89.0	86.9	70.1	53.2	44.5
股权募资	1,055	2,276	0	3,300	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	40	-40	24	-165	0	282	净负债/股东权益	-47.39%	-48.39%	-41.63%	-43.57%	-23.64%	-11.48%
其他	-994	-6	-196	-466	-528	-575	EBIT利息保障倍数	-20.5	-54.5	-1,381.6	5.5	4.1	3.6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>101</b>	<b>2,230</b>	<b>-172</b>	<b>2,669</b>	<b>-528</b>	<b>-293</b>	资产负债率	17.07%	8.49%	12.22%	5.42%	6.36%	9.44%
<b>现金净流量</b>	<b>509</b>	<b>1,337</b>	<b>-856</b>	<b>1,707</b>	<b>-1,619</b>	<b>-781</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	12	33	61	107
增持	0	5	10	24	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.23	1.30	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-05	买入		51.60~60.20
2	2020-04-29	买入	91.60	N/A
3	2020-08-26	买入	141.06	N/A
4	2020-10-30	买入	140.66	N/A
5	2021-02-26	买入	164.84	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402