

华熙生物 (688363.SH)

功能性护肤品成倍增长，全年业绩表现较好

审慎推荐(维持)

当前价格: 161.24 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	480/93
流通 A 股市值 (百万元)	15,050
每股净资产 (元)	10.46
资产负债率 (%)	12.22
一年内最高/最低 (元)	229.45/75.70

一年内股价相对走势



团队成员:

分析师 聂博雅
执业证书编号: S0210520080005
电话: 021- 20657932/18258256613
邮箱: nby2452@hfzq.com.cn

投资要点:

➤ 事件: 公司发布2020年年报, 拟每10股派发现金红利4.10元

公司实现营业收入26.33亿元, 同增39.63%; 实现净利润6.45亿元, 同增10.33%; 实现扣非归母净利润5.68亿元, 同增0.13%。公司拟每10股派发现金红利4.10元(含税)。

➤ 毛利率稳步上升, 销售费用增速较快, 研发投入加大

2020年公司毛利率为81.41%, 同比提升1.75%。公司销售费用率为41.75%, 比上年提高14.1%。营销投入收效较好, 功能性化妆品业务2020年营收同比增长112.19%。2020年研发费用率为5.36%, 同比提升0.38%。研发投入效果较好, 截至2020年12月31日, 公司新增27个研发项目, 新取得10项专利授权, 新承担1项国家级重点专项、1项省级重点研发计划以及1项泰山产业领军人才项目。公司化妆品级原料水解透明质酸取得欧盟REACH豁免, 食品级和化妆品级原料透明质酸和水解透明质酸通过HALAL认证, 麦角硫因松茸提取物(Bioyouth-EGT)获得COSMOS认证。

➤ 发力下游功能性护肤品与医疗器械, 产品更新迭代较好

2020年, 受疫情影响, 公司原料端海外客户订单减少, 公司原料业务营收为7.03亿元, 同比下降8%; 公司功能性护肤品业务实现收入13.46亿元, 同比增长112.19%; 另外, 公司功能性护肤品新获5项特证; 公司医疗终端业务实现收入5.76亿元, 同比增长18%, 增速同比下滑38%, 主要系疫情影响; 公司推出拥有微交联技术及利多卡因缓释技术的润致产品, 预计将于2021年年中推出升级的润致系列填充产品。

➤ **盈利预测:** 我们预测公司2021-2023年营业收入分别35.54/46.41/58.25亿元, 归母净利润分别为6.94/8.93/11.09亿元, PE分别101/79/63倍, 维持“审慎推荐”评级。

➤ 风险提示: 行业竞争加剧、新品推广不及预期

相关报告

《华熙生物(688363.SH): 全球玻尿酸原料王者, 全产业链布局未来可期》---2020/12/14

财务数据和估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2632.73	3554.19	4641.77	5825.43
增长率(%)	39.63%	35.00%	30.60%	25.50%
净利润(百万元)	645.84	694.02	893.07	1109.71
增长率(%)	10%	7%	29%	24%
EPS(元/股)	1.345	1.446	1.861	2.312
市盈率(P/E)	109.29	101.70	79.04	63.61
市净率(P/B)	14.06	13.84	13.57	13.24

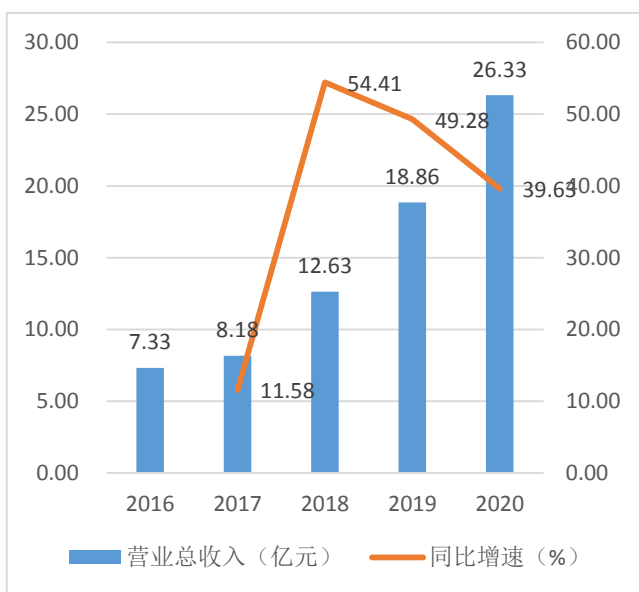
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

一、公司 2020 年业绩整体回顾

1.1 公司营收与净利润表现良好

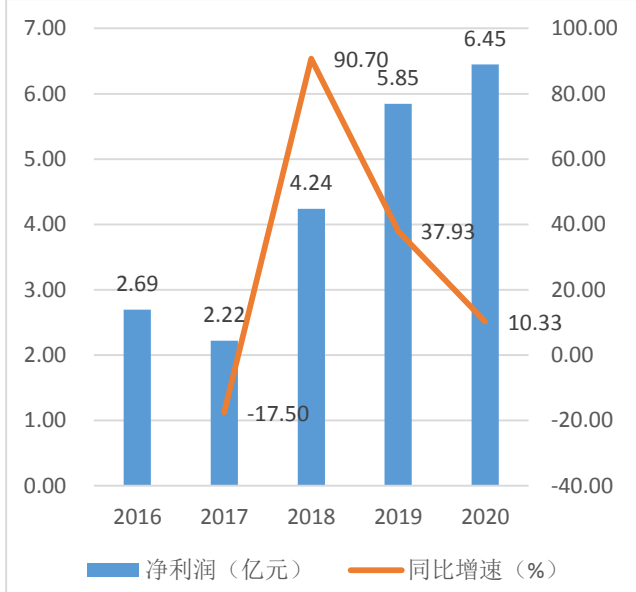
2020 年度，公司实现营业收入 26.33 亿元，同比增长 39.63%；实现净利润 6.45 亿元，同比增长 10.33%；实现扣非归母净利润 5.68 亿元，同比增长 0.13%。利润增速有所放缓，一部分原因由于 20 年疫情导致公司线下业务受损，一部分原因为销售费用增加。公司拟每 10 股派发现金红利 4.10 元，预计派发现金红利总额为 1.97 亿元，占归母净利润的 30.47%。

图表 1：2016-2020 年公司营业收入情况



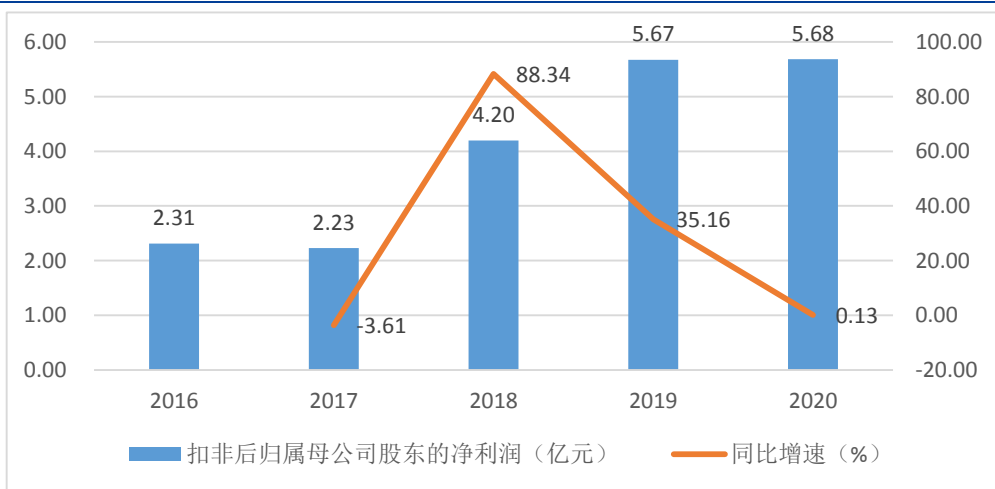
来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：2016-2020 年公司净利润情况



来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：2016-2020 年公司扣非后归母净利润情况

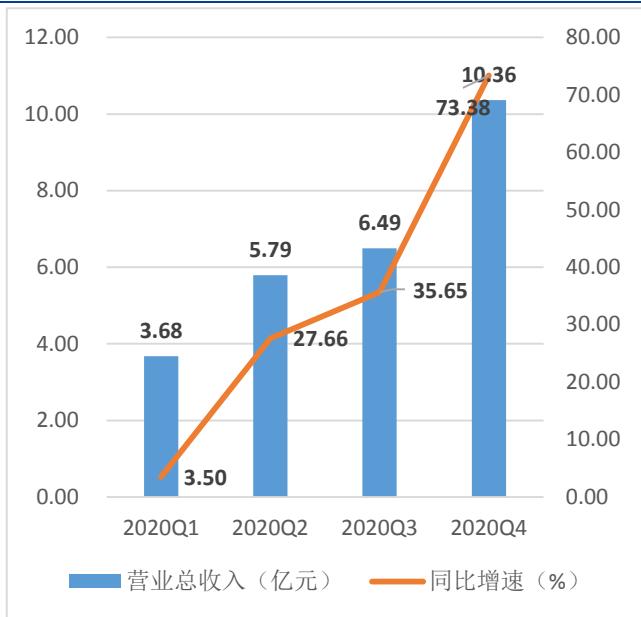


来源：Wind，华福证券研究所

分季度看，公司 Q3 净利润增速显著提升。受疫情影响，公司 2020 年 Q1-Q2 单季度分别实现净利润 1.08/1.59 亿元，分别同增 0.84%/0.73%。公司 Q3 单季度开始，

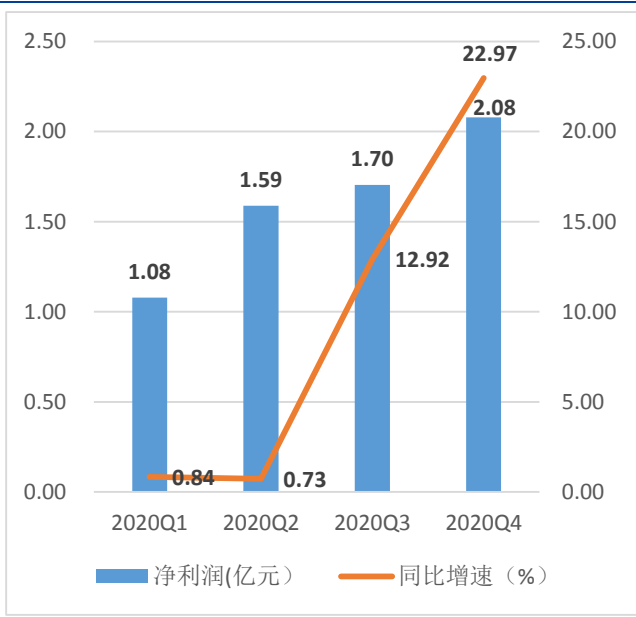
净利润情况转好，Q3-Q4 单季度分别实现净利润 1.70/2.08 亿元，分别同增 12.92%/22.97%。

图表 4：2020 年单季度公司的营业收入情况



来源：Wind，华福证券研究所

图表 5：2020 年单季度公司的净利润情况

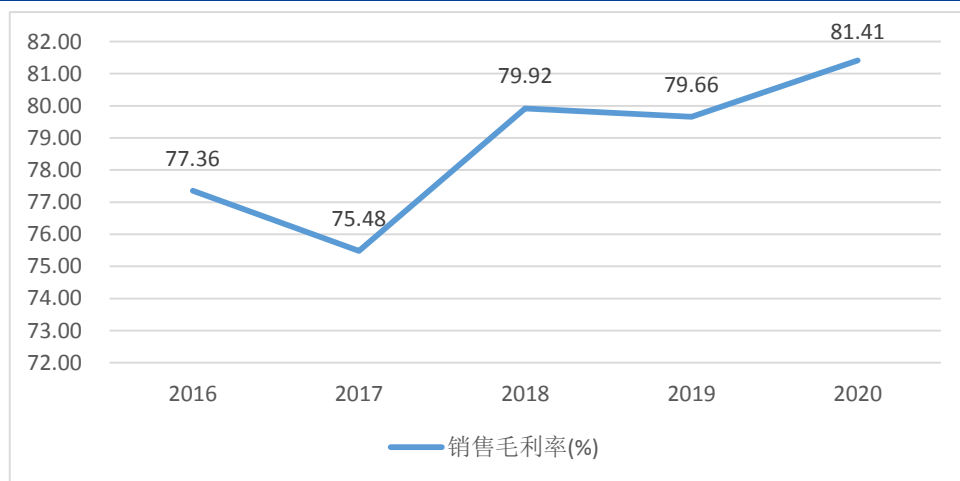


来源：Wind，华福证券研究所

1.2 公司毛利率稳步上升

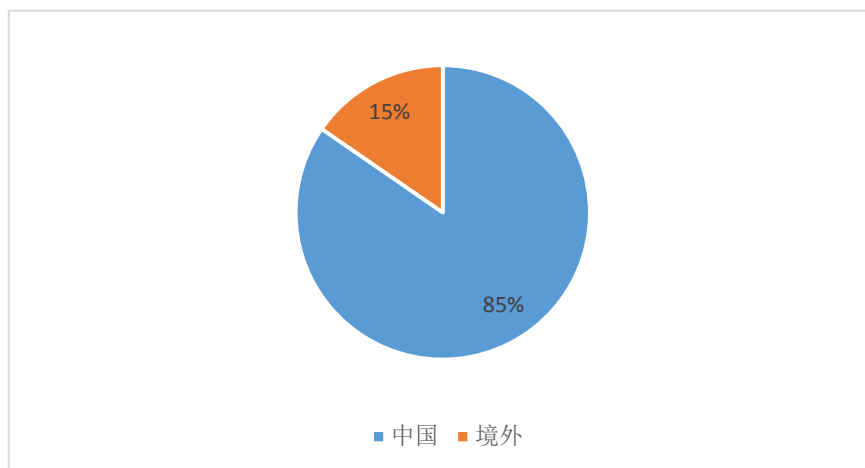
2020 年公司毛利率为 81.41%，同比提升 1.75%。2016 年至 2020 年，公司毛利率整体呈现稳步抬升趋势。

图表 6：2016-2020 年公司销售毛利率情况



来源：Wind，华福证券研究所

分地区看，公司大部分业务位于境内，境内外业务发展情况良好。公司在中国地区的营业收入较上年增长 45.90%，主要系功能性护肤品销售收入的大幅增长所致。公司在境外地区的销售收入较上年增长 13.01%，毛利率增长 8.96%，主要系公司拓展 Cytocare 产品的境外经销渠道，Cytocare 收入增长。同时，Cytocare 产品毛利率偏高，拉升了境外销售的整体毛利率。

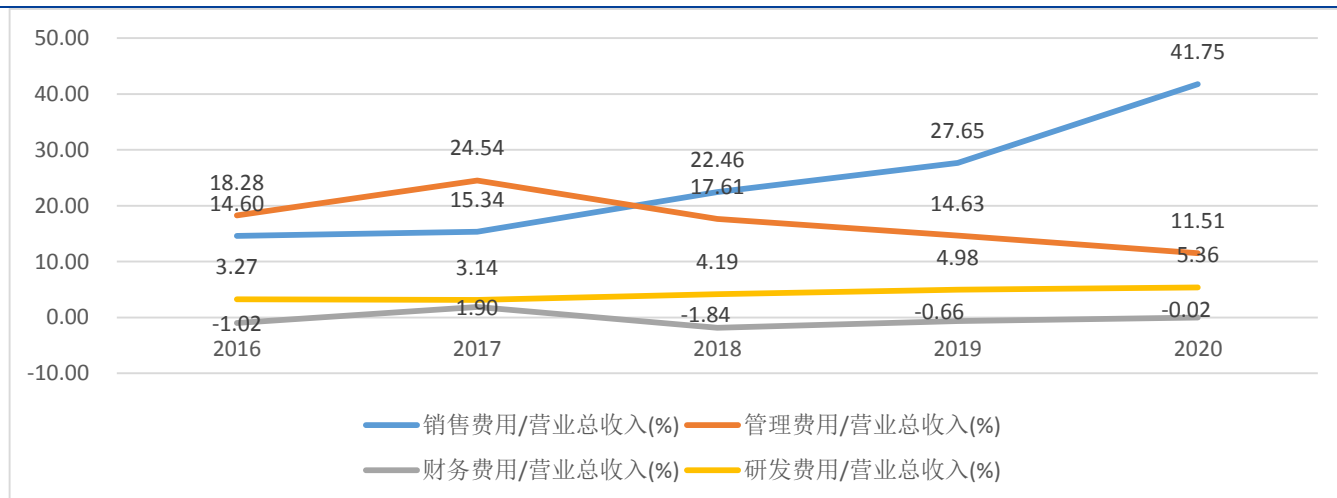
图表 7：2020 年公司按地区划分销售收入


来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 销售费用率增速快，研发投入加大

费用率方面，公司销售费用率增幅较大，研发费用率稳步上升，管理费用率下降。

1) 公司销售费用率增幅较大，2020 年销售费用率为 41.75%，比上年提高 14.1%。主要由于战略性品牌投入和功能性护肤品业务的线上推广费用增加，2020 年，公司广告宣传费用共计 1.25 亿元，线上推广服务费共计 4.93 亿元。营销投入的收效较好，功能性化妆品业务 2020 年营业收入同比增长 112.19%；2) 公司的研发费用率稳步上升，2020 年研发费用率为 5.36%，同比提升 0.38%。研发投入效果较好，截至 2020 年 12 月 31 日，公司新增 27 个研发项目，新取得 10 项专利授权，新承担 1 项国家级重点专项、1 项省级重点研发计划以及 1 项泰山产业领军人才项目。公司化妆品级原料水解透明质酸取得欧盟 REACH 豁免，食品级和化妆品级原料透明质酸和水解透明质酸通过 HALAL 认证，麦角硫因松茸提取物（Bioyouth-EGT）获得 COSMOS 认证；3) 公司规模效应凸显，带来管理费用率下降。

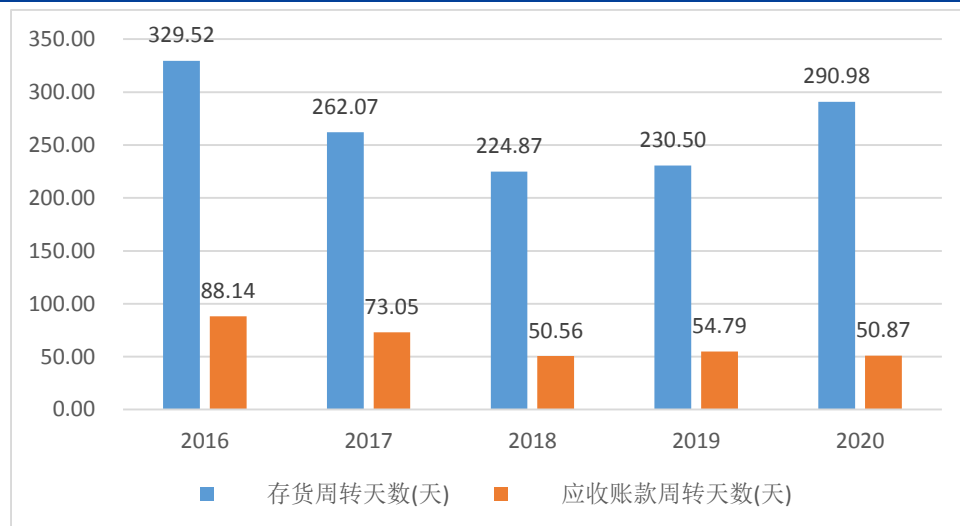
图表 8：2016-2020 年公司各项费用率情况


来源：Wind，华福证券研究所

1.4 由于市场反馈较好，公司备货增加，存货周转天数上升

运营方面，公司存货周转天数小幅上升，应收账款周转天数小幅下降。2020年，公司存货周转天数为290.38天，同比增加60.48天，主要系公司功能性护肤品较受消费者认可，销量增速较快，公司的备货增加。例如：公司的次抛原液生产量及销售较上年分别增长208.88%、169.35%，由于受到市场认可，次抛原液的库存量也较上年增长233.57%。

图表 9：2016-2020 年公司存货周转天数与应收账款周转天数情况



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 10：2020 年公司产销量情况分析表

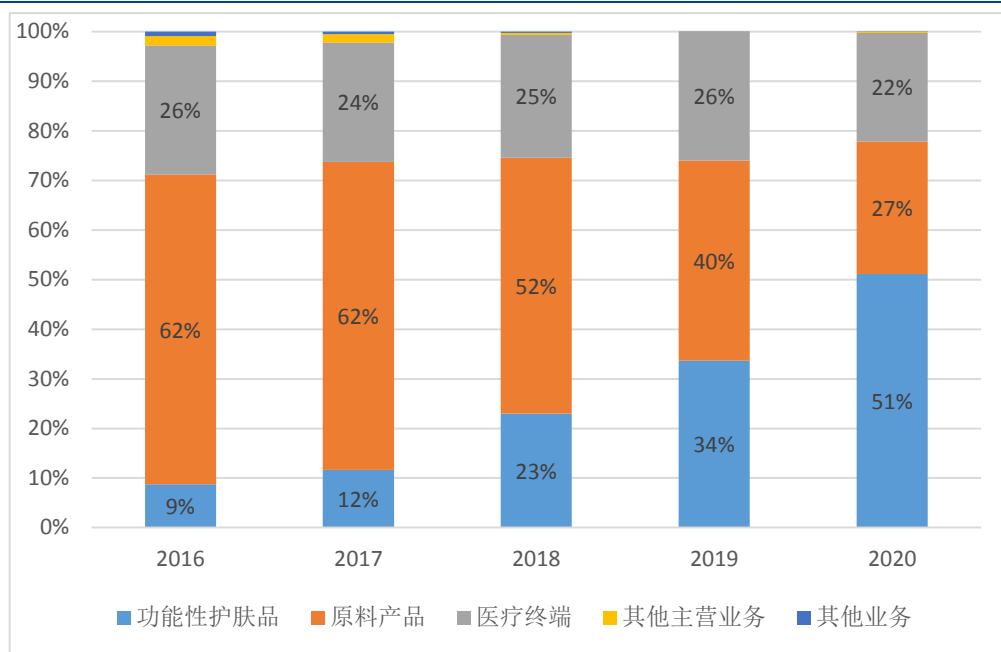
主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量 比上年 增减 (%)	销售量 比上年 增减 (%)	库存量 比上年 增减 (%)
透明质酸原料（不含衍生品）	吨	201.62	195.27	95.34	-20.22	-2.33	7.14
医疗终端产品-针剂类产品	万支	439.41	429.99	80.44	12.43	10.09	13.26
功能性护肤品-次抛原液	万支	19,195.21	12,770.07	9,176.04	208.88	169.35	233.57

来源：公司公告，华福证券研究所

二、 公司三大业务板块简评

公司目前主要由原料产品、功能性护肤品、医疗终端产品三大业务板块构成，形成了从上游透明质酸原料到下游功能性护肤品与医疗终端产品的全产业链布局，食品板块目前仍处于发力阶段，体量较小。2020年，公司功能性护肤产品/护肤品/医疗终端产品的收入占比分别为26.73%/51.15%/21.88%。以功能性护肤品为主的下游产品目前是公司重点布局的领域，收入占比提升较快。

图表 11：2016-2020 年公司各业务板块占比

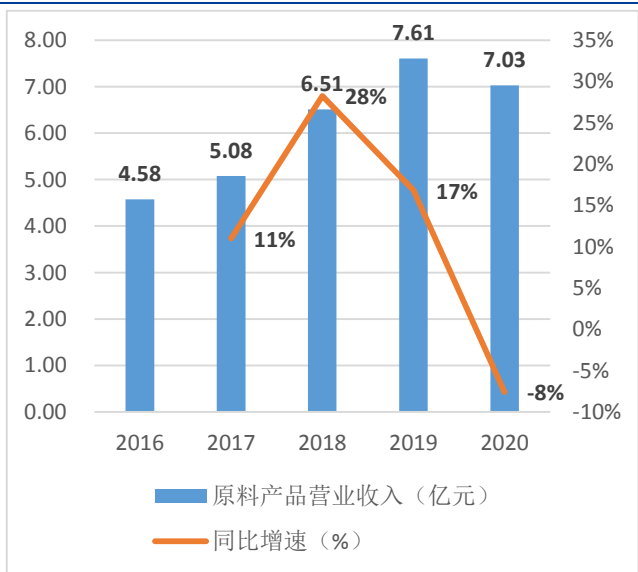


来源：公司公告，华福证券研究所

2.1 公司原料业务毛利率保持稳定

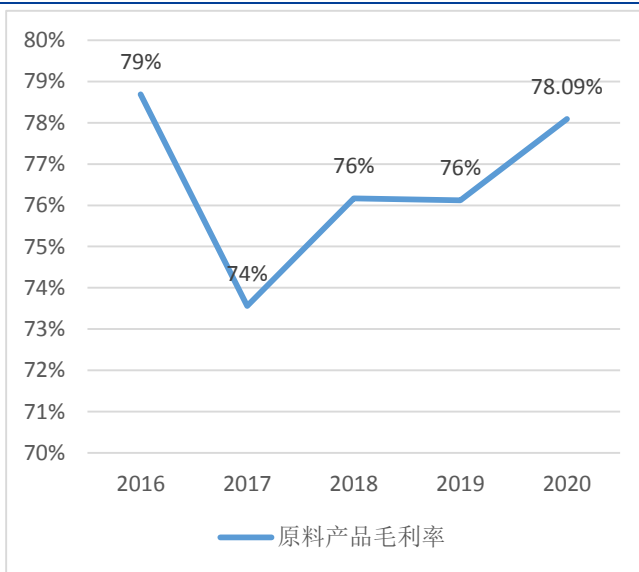
公司原料业务营收总额略降，毛利率保持稳定。受疫情影响，公司原料端的海外客户订单减少，2020 年公司原料业务营收为 7.03 亿元，同比下降 7.55%；毛利率总体保持稳定，为 78.09%，同比增长 1.97%。

图表 12：2016-2020 年公司原料业务的营收情况



来源：公司公告，华福证券研究所

图表 13：2016-2020 年公司原料产品毛利率情况



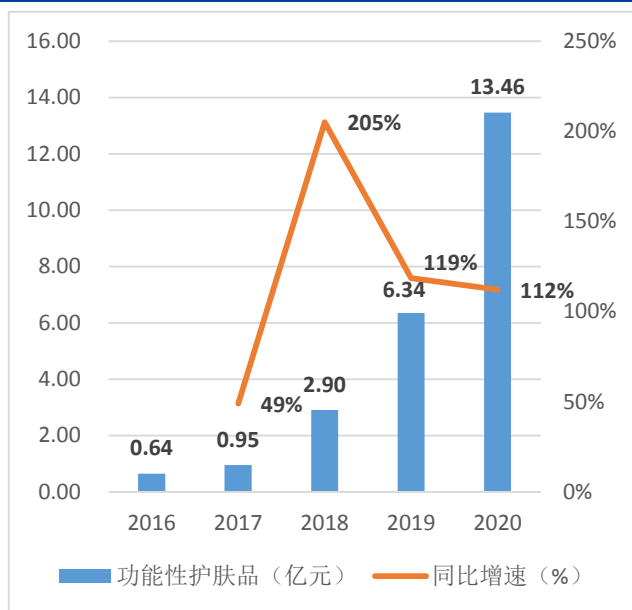
来源：公司公告，华福证券研究所

2020 年公司原料业务看点: 1) 公司新上市化妆品级原料产品 2 个, 分别为超高分子聚谷氨酸钠和超活麦角硫因; 2) 公司新设日本子公司, 聘请原资生堂透明质酸事业部总负责人德永达郎先生为公司副总经理, 负责公司日本市场和医药级原料产品的国际市场拓展; 3) 公司 Bioyouth-EGT 麦角硫因松茸提取物荣获 PCHI 2020 芳典奖和 2020 荣格技术创新奖; PGA-SHM 超高分子量聚谷氨酸钠荣获 2020 荣格技术创新奖; Hymagic-AcHA 乙酰化透明质酸钠荣获 InnoCosme2020 Champion 化妆品创新原料银奖; 4) 在食品领域, 经公司申报, 2008 年 5 月透明质酸钠被国家卫生部批准为新资源食品, 可应用于保健食品中; 2021 年 1 月, 国家卫健委发布公告, 批准透明质酸钠为新食品原料, 可应用于乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力和巧克力制品(包括代可可脂巧克力及制品)以及糖果、冷冻饮品中。公司食品级原料生产拥有 ISO9001 和 FSSC 22000 食品安全体系认证, 产品拥有 KOSHER, HALAL 等注册资质认证。

2.2 公司功能性护肤品业务增速较快

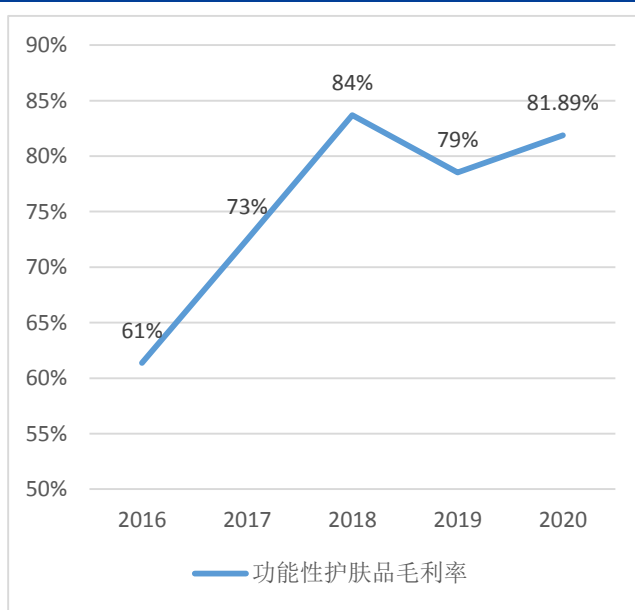
2020 年, 公司的功能性护肤品业务实现收入 13.46 亿元, 同比增长 112.19%; 毛利率为 81.89%, 同比提升 2.89%。

图表 14: 2016-2020 年公司功能性护肤品业务收入情况



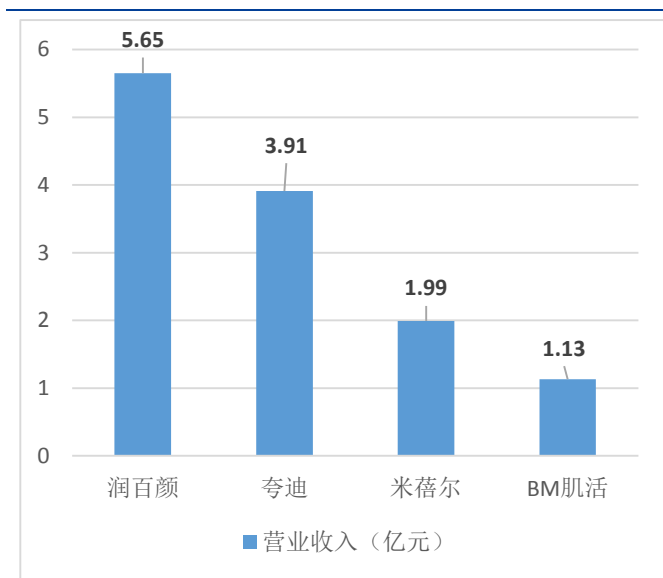
来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 2016-2020 年公司功能性护肤品业务毛利率情况

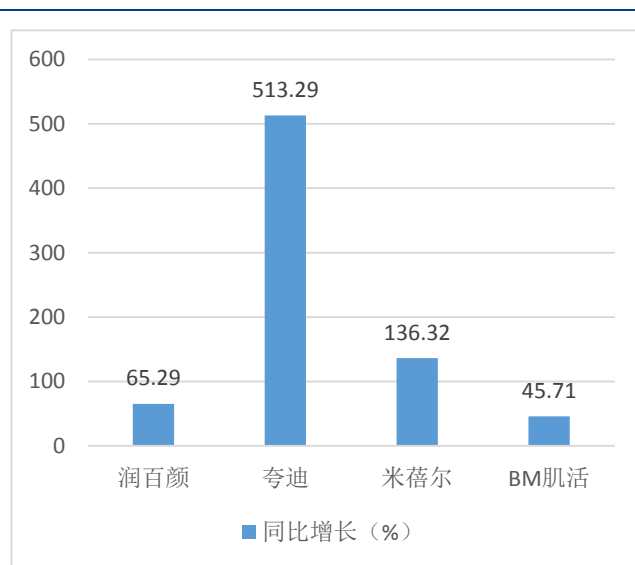


来源: 公司公告, 华福证券研究所

从品牌的成长性来看, 高端品牌夸迪增速最快, 专注敏感肌的米蓓尔品牌增速第二。2020 年, “润百颜”实现收入 5.65 亿元, 同比增长 65.29%, 毛利率同比提高 2.80%; “夸迪”实现收入 3.91 亿元, 同比增长 513.29%, 毛利率同比提高 5.95%; “米蓓尔”品牌实现收入 1.99 亿元, 同比增长 136.32%, 毛利率同比微降 0.53%; “BM 肌活”品牌实现收入 1.13 亿元, 同比增长 45.71%, 毛利率同比提高 9.82%。

图表 16：2016-2020 年公司功能性护肤品各品牌营收


来源：公司公告，华福证券研究所

图表 17：2016-2020 年公司功能性护肤品各品牌营收增速


来源：公司公告，华福证券研究所

公司 2020 年获得 5 项特征，品牌更新速度较快。公司 2020 年获得了 5 项特殊化妆品注册证，其中 2 款为防晒产品，3 款为祛斑产品。公司品牌更新迭代速度较快，公司旗下润百颜推出温和果酸换肤系列产品，米蓓尔推出了舒缓修护系列产品。

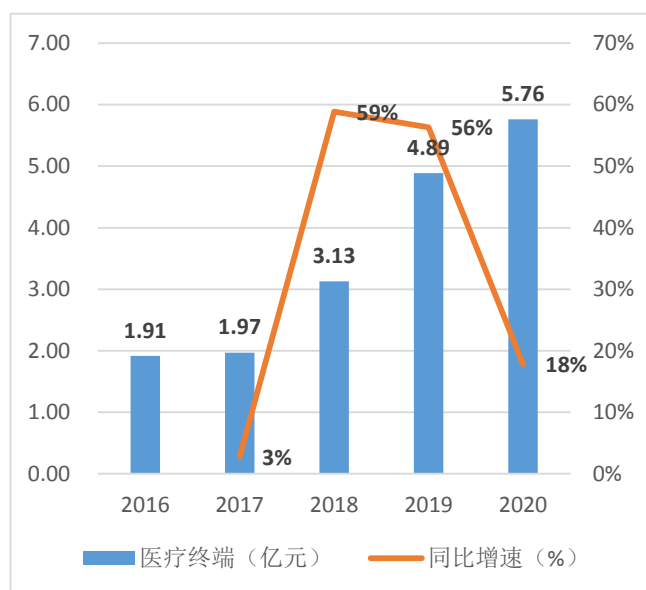
图表 18：2020 年公司新增特殊用途化妆品列表

品牌	国产特殊用途化妆品产品名称	国产特殊用途化妆品许可证类型	取证时间
润百颜	润百颜倍护清润防晒乳 SPF50+/PA++++	防晒	2020/6/11
润百颜	润百颜柔护轻盈防晒霜 SPF30/PA+++	防晒	2020/6/11
润百颜	润百颜美白精华液	祛斑类	2020/9/29
润百颜	润百颜淡斑精华液	祛斑类	2020/9/29
BM 肌活	Bio-MESO 肌活净颜肌底液	祛斑类	2020/11/25

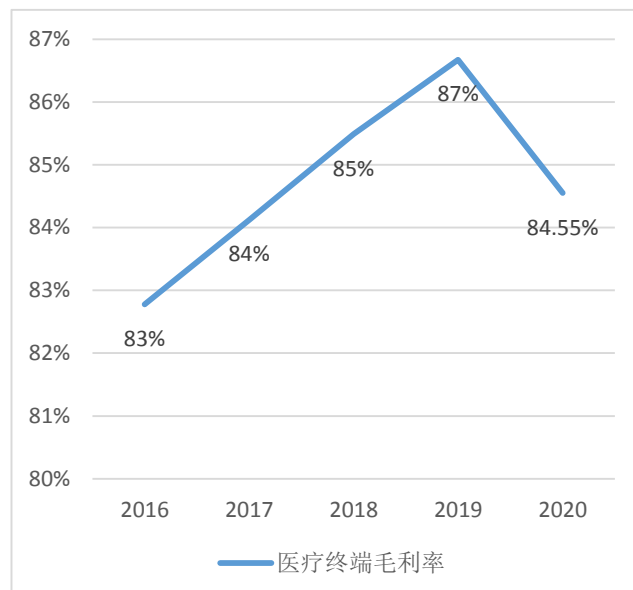
来源：公司公告，华福证券研究所

2.3 公司医疗终端业务疫情缓和后反弹

2020 年，公司医疗终端业务实现收入 5.76 亿元，同比增长 17.79%，增速同比下滑 38%，主要系疫情影响，增速放缓；毛利率为 84.55%，同比下降 2.45%。分类别看，皮肤类医疗产品实现收入 4.35 亿元，同比增长 9.70%；骨科注射液产品实现收入 0.90 亿元，同比增长 10.44%；其他产品共计实现收入 0.51 亿元，同比增长 378.16%。

图表 19：2016-2020 年公司医疗终端产品业务收入


来源：公司公告，华福证券研究所

图表 20：2016-2020 年公司医疗终端产品毛利率情况


来源：公司公告，华福证券研究所

产品更新迭代方面，2020 年下半年，公司推出拥有微交联技术及利多卡因缓释技术的润致“娃娃针”产品。公司预计将于 2021 年年中推出升级的润致系列填充产品，进一步提高公司产品的市场占有率。另外，公司于 2020 年 12 月获批医用创面敷料，布局医美术后修复产品，使得公司的医美产品矩阵进一步完善。

图表 21：2020 年公司医疗终端产品呈交审批、完成注册情况

产品名称	注册分类	应用领域	取得时间
注射用交联透明质酸钠凝胶	三类医疗器械	该产品用于面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹	2020 年 3 月
注射用交联透明质酸钠凝胶（粒径 II）	三类医疗器械	该产品用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	2020 年 6 月
注射用交联透明质酸钠凝胶（粒径 III）	三类医疗器械	该产品用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	2020 年 6 月
医用创面敷料	二类医疗器械	适用于完整皮肤屏障受损后浅表创面的护理	2020 年 12 月

来源：公司公告，华福证券研究所

三. 投资建议

公司作为全球玻尿酸龙头企业，整体毛利率水平较高，覆盖了从上游原料至下游终端产品的透明质酸全产业链，且不断推出新品向下游功能性护肤品与医疗终端产品延伸，食品板块初步发力，未来发展空间较大。我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 35.54/46.41/58.25 亿元，归母净利润分别为 6.94/8.93/11.09 亿元，PE 分别为 101/79/63 倍，维持“审慎推荐”评级。

四. 风险提示

行业竞争加剧、新品推广不及预期

图表 22：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1390.31	794.62	1562.01	1144.9	营业收入	2632.	3554.19	4641.77	5825.43
应收及预付	456.51	1174.48	955.59	1717.6	营业成本	489.4	699.10	913.03	1145.85
存货	476.77	653.40	822.60	1029.7	税金及附加	34.31	57.39	74.94	94.06
其他应收款	745.77	4003.47	961.75	745.77	销售费用	1099.	1484.02	1938.13	2432.35
其他流动资产	1339.99	2050.83	2050.83	2050.8	管理费用	161.7	346.21	452.15	567.45
长期股权投资	17.90	17.90	17.90	17.90	研发费用	141.1	172.10	224.76	282.07
固定资产与在建工程	1244.76	1150.77	994.97	839.17	公允价值变动收益	3.34	0.00	0.00	0.00
无形资产	501.38	491.82	482.26	472.70	投资收益	34.18	0.00	0.00	0.00
资产合计	5716.89	6522.28	7066.80	7453.6	归属母公司净利	645.8	694.02	893.07	1109.71
短期借款	24.08	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
应付及预收	525.37	461.70	652.97	600.57		2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	698.76	465.13	656.40	604.00	成长能力				
归属母公司所有者权益	5019.76	5100.00	5203.26	5331.5	营业收入增长率	39.63	35.00%	30.60%	25.50%
少数股东权益	-1.62	-2.61	-3.89	-5.47	净利润增长率	7.55%	19.77%	28.68%	24.26%
所有者权益合计	5018.14	5097.39	5199.37	5326.0	获利能力				
负债和股东权益	5716.89	5562.51	5855.77	5930.0	毛利率	81.41	80.33%	80.33%	80.33%
现金流量表					净利率	21.98	19.50%	19.21%	19.02%
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE	12.87	13.61%	17.16%	20.81%
经营活动现金流	705.12	-25.25	1487.23	490.44	偿债能力				
投资活动现金流	-	43.47	43.47	43.47	资产负债率	12.22	7.13%	9.29%	8.10%
融资活动现金流	-159.94	-613.91	-763.30	-	营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.54	0.66	0.78
					应收账款周转率	6.98	4.77	6.44	5.21
					存货周转率	1.03	1.07	1.11	1.11
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.345	1.446	1.861	2.312
					每股净资产	10.46	10.63	10.84	11.11
					估值比率				
					P/E	109.2	101.70	79.04	63.61
					P/B	14.06	13.84	13.57	13.24

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级说明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn