

收入快速增长，功能性护肤品高速放量

核心观点:

- **事件**公司发布 2020 年报，实现营收 26.33 亿元 (+39.63%)，归母净利润 6.46 亿元 (+10.29%)，扣非归母净利润 5.68 亿元 (+0.13%)，EPS 为 1.35 元/股；经营性现金流净额 7.05 亿元 (+93.24%)；拟每 10 股派发股利 4.10 元 (含税)。
- **收入快速增长，销售费用增长较快但比率仍处良性合理区间**公司 20 年收入 26.33 亿元，同比增长 39.63%，实现快速增长。毛利率 81.41%，较去年同期增长 1.75pp，盈利能力提升。报告期内销售费用增长较快，主要系战略性品牌投入和功能性护肤品业务线上推广费用大幅增加所致，其中线上推广费用合计 4.93 亿元，广告宣传费用合计 1.25 亿元。销售费用率 41.75%，仍处于同行业可比水平，同时带动公司收入快速增长，广告投放和线上宣传效果良好。
- **功能性护肤品高速放量，电商直播放大品牌势能**2020 年功能性护肤品持续高速放量，实现收入 13.64 亿元 (+112.19%)，毛利率升至 81.89% (+3.35pp)，盈利能力突出，有望成为公司发展的核心动能。细分来看，前四大品牌均实现快速增长，其中，主品牌润百颜表现亮眼，营收 5.65 亿元 (+65.3%)，毛利率+2.8pp；夸迪实现爆发式增长，收入 3.91 亿元 (+513.3%)，毛利率+5.95pp；米蓓尔收入 1.99 亿元 (+136.32%)，毛利率-0.53pp；BM 肌活收入 1.13 亿元 (+45.71%)，毛利率+9.82pp；其他创新品牌合计收入 0.78 亿元。公司定义 2020 为品牌元年，依托自身产品力，加大线上营销力度，尤其加强与 KOL 平台头部主播的合作，打造国民品牌。目前，公司功能性护肤品品牌矩阵日趋完善，其中收入超千万产品 31 款、超百万产品 153 款，不乏次抛原液、香槟水等爆款产品，品牌影响力不断提升。
- **原料业务受疫情影响略有下滑，预计 21 年恢复较快增长**受海外疫情影响，公司原料出口业务遭受一定冲击，收入 7.03 亿元，同比下降 7.55%。但依靠行业领先微生物发酵技术与交联技术背书，公司在高壁垒、高增值医药级原料领域优势明显，毛利率保持在 90%左右。随着疫情得到控制，原料业务有望重回正轨。此外，公司在依克多因、麦角硫因、γ-氨基丁酸等其他生物活性物质上的探索取得突破，叠加食品级透明质酸添加获批，原料业务有望重新恢复快速增长。
- **医疗终端展现经营韧性，产品管线不断丰富**医疗终端业务年初受疫情影响较大，但下半年回暖态势明显，全年实现收入 5.76 亿元 (+17.79%)，其中皮肤类医疗产品收入 4.35 亿元 (+9.70%) 是增长的主要推动力量。疫情期间公司通过美团、天猫等线上平台打通线上、线下全域流量；下半年推出拥有 III 类器械证书的新产品润致“娃娃针”帮助业绩实现反弹。同时，针对中面部、唇部等不同适应症产品的注册申报工作也在陆续开展，预

华熙生物 (688363.SH)

推荐 (维持评级)

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

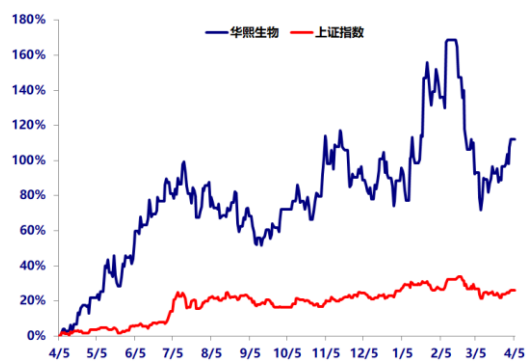
☎: 010-80927655

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

行业数据

2021.04.02



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

计将于 2021 年中推出升级整合后的全新润致系列填充产品，进一步丰富产品线，为公司持续发展注入强劲动力。

- **全面拓展业务边际，HA 食品终端有望成为新增长点** 依托强大的前端研发能力，公司形成了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及食品的 HA 全产业链，并不断拓宽其应用场景。2021 年 1 月，卫健委批准扩大透明质酸钠在食品领域的使用范围，公司快速响应并首发推出“黑零”品牌（咀嚼片、软糖等 6 款产品）与“水肌泉”品牌（纯净水+玻尿酸），积极布局 HA 终端食品赛道，食品终端业务有望成为公司新增长点。
- **投资建议** 公司正在步入快速发展阶段，看好未来发展前景。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 8.24/10.82/13.44 亿元，对应 EPS 分别为 1.72/2.25/2.80 元，当前股价对应 PE 为 81/63/51X，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 医美产品审批趋严的风险；疫情反复的风险；新产品进度不及预期的风险。

表 1: 主要财务指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2632.73	3682.02	4955.09	6394.19
增长率（%）	39.63%	39.86%	34.58%	29.04%
归母净利润（百万元）	645.84	823.63	1081.78	1344.17
增长率（%）	10.29%	27.53%	31.34%	24.26%
EPS（元）	1.35	1.72	2.25	2.80
PE	108.83	96.15	73.21	58.92
EV/EBITDA(X)	88.16	81.47	63.03	51.19

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 2: 利润表财务数据

（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2632.73	3682.02	4955.09	6394.19
营业成本	489.47	682.94	920.62	1187.39
营业税金及附加	34.31	54.16	69.33	89.98
营业费用	1099.27	1537.39	2081.14	2749.50
管理费用	161.78	312.97	421.18	543.51
财务费用	-0.51	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-16.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.34	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.18	29.09	39.15	50.51
营业利润	757.05	980.51	1287.83	1600.20
营业外收入	4.62	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.77	0.00	0.00	0.00

利润总额	758.90	980.51	1287.83	1600.20
所得税	113.89	156.88	206.05	256.03
净利润	645.01	823.63	1081.78	1344.17
少数股东损益	-0.83	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	645.84	823.63	1081.78	1344.17
EBITDA	781.76	954.66	1229.27	1503.54
EPS (元)	1.35	1.72	2.25	2.80

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3: 资产负债表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3663.57	4105.07	4847.86	5881.54
现金	1390.31	1439.76	1732.50	2246.99
应收账款	372.37	589.08	762.11	996.63
其它应收款	34.70	37.20	55.14	68.98
预付账款	44.68	63.57	85.14	110.05
存货	476.77	630.14	865.20	1109.13
其他	1344.76	1345.32	1347.76	1349.76
非流动资产	2053.32	2620.41	3216.66	3803.19
长期投资	17.90	17.90	17.90	17.90
固定资产	626.65	765.80	914.22	1059.56
无形资产	426.74	528.44	609.99	698.26
其他	982.03	1308.28	1674.55	2027.48
资产总计	5716.89	6725.49	8064.53	9684.74
流动负债	552.87	737.83	995.10	1271.14
短期借款	24.08	24.08	24.08	24.08
应付账款	196.93	239.57	338.76	430.13
其他	331.86	474.19	632.26	816.94
非流动负债	145.89	145.89	145.89	145.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.89	145.89	145.89	145.89
负债合计	698.76	883.72	1140.98	1417.03
少数股东权益	-1.62	-1.62	-1.62	-1.62
归属母公司股东权益	5019.76	5843.38	6925.16	8269.33
负债和股东权益	5716.89	6725.49	8064.53	9684.74

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4: 现金流量表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	705.12	650.02	913.51	1113.78
净利润	645.01	823.63	1081.78	1344.17
折旧摊销	75.02	62.62	63.76	63.38
财务费用	6.75	0.00	0.00	0.00
投资损失	-34.18	-29.09	-39.15	-50.51
营运资金变动	24.96	-207.08	-192.79	-243.15
其它	-12.44	-0.05	-0.08	-0.11
投资活动现金流	-1331.31	-600.57	-620.78	-599.29
资本支出	-762.71	-629.66	-659.92	-649.80
长期投资	-10.94	0.00	0.00	0.00
其他	-557.65	29.09	39.15	50.51
筹资活动现金流	-159.94	0.00	0.00	0.00
短期借款	24.08	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-184.01	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-798.48	49.45	292.74	514.49

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表格目录

表 1: 主要财务指标.....	2
表 2: 利润表财务数据.....	2
表 3: 资产负债表财务数据.....	3
表 4: 现金流量表财务数据.....	4

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn