

# 华熙生物 (688363.SH)

## 透明质酸龙头全产业链拓展，应用空间广阔

投资评级

买入

首次评级

### 基本数据 (2021-04-22)

所属行业	医药生物 生物制品III
股价(元)	190.88
总市值(百万元)	91622.40
流通市值(百万元)	17817.11
总股本(百万股)	480.00
流通股本(百万股)	93.34
12个月价格区间(元)	85.28-229.45

### 股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	25.78	23.46	85.06
绝对收益	27.42	14.91	118.71

资料来源: Wind, 万和证券研究所

### 作者

伍可心 分析师  
 SAC 执业证书: S0380521010002  
 联系电话: 0755-82830333(190)  
 邮箱: wukx@wanhesec.com

### 相关报告

### 投资要点

- ◆ **公司发布 2020 年年报:** 2020 年, 公司实现营业收入 26.3 亿元, 同比增长 39.6%; 归母净利润 6.5 亿元, 同比增长 10.3%。
- ◆ **华熙生物是全球领先的、透明质酸全产业链企业, 透明质酸产业化规模居国际前列。** 公司建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系, 服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。2020 年, 公司功能型护肤品、原料产品、医疗终端产品三大板块分别实现业务收入 13.5、7.0、5.8 亿元, 分别占公司整体营业收入的 51%、27%、22%。
- ◆ **积极拥抱线上渠道, 功能性护肤品实现爆发性增长。** 目前, 公司功能性护肤品品牌矩阵搭建日趋完善, 形成差异化定位, 构建了功效指向性更强的科学配方和产品体系。2020 年, 为应对疫情冲击, 公司积极调整功能性护肤品业务营销模式, 功能性护肤品收入爆发性增长, 实现收入 13.5 亿元, 同比增长 112.2%。
- ◆ **受全球疫情蔓延影响, 原料产品收入小幅下滑。** 2020 年, 全球疫情蔓延, 公司海外客户终端业务受到严重影响, 导致客户对原料需求有所下降。2020 年, 公司原料业务实现收入 7.0 亿元, 同比下降 7.6%。未来随着全球疫情逐步控制, 影响消退, 公司该部分业务将恢复正常。
- ◆ **受益于国内疫情控制, 医疗终端业务快速恢复。** 2020 年一季度受疫情影响, 医疗机构门诊量大幅下降, 公司医疗终端业务受到冲击。在国内疫情逐渐缓解后, 公司骨科产品销售快速恢复; 医美产品始终保持市场热度; 医用创面保护剂类产品销售增速较为理想。2020 年, 公司医疗终端业务实现收入 5.8 亿元, 同比增长 17.8%。
- ◆ **外延并购原料企业, 内生持续加码研发、销售构建公司护城河。** 2020 年 6 月, 公司收购佛思特, 进一步提升透明质酸整体产能。目前, 公司为构建国民品牌, 打造持续快速增长的基础, 2020 年继续加大销售投入, 持续完善品牌建设、渠道构建、关键人才引进等战略性投入; 通过线上、线下渠道全方位、多角度传播品牌核心形象。
- ◆ **投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级。** 我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别是 1.84、2.56、3.39 元, 对应 PE 分别 103.8、74.5、56.2 倍。公司是全球领先的、透明质酸全产业链企业, 透明质酸产业化规模居国际前列。首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示:** 新技术替代, 医疗纠纷, 海外疫情反复。

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,886	2,633	3,706	4,855	6,128
YoY(%)	49.3	39.6	40.8	31.0	26.2
净利润(百万元)	586	646	883	1,230	1,629
YoY(%)	38.2	10.3	36.7	39.4	32.5
毛利率(%)	79.7	81.4	79.8	79.0	78.4
EPS(摊薄/元)	1.22	1.35	1.84	2.56	3.39
ROE(%)	12.9	12.9	15.0	17.2	18.6
P/E(倍)	156.5	141.9	103.8	74.5	56.2
P/B(倍)	20.1	18.3	15.5	12.8	10.5
净利率(%)	31.1	24.5	23.8	25.3	26.6

资料来源: Wind, 万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 正文目录

一、业绩增长显著，以透明质酸原料为基石向中下游渗透 .....	3
(一) 持续加大品牌建设带动营收增速逐季提升 .....	4
1、持续加大品牌建设投入，功能性护肤品业务实现爆发性增长 .....	5
2、受疫情影响原料需求小幅下滑，毛利率稳步提升 .....	6
3、受益于国内疫情控制优秀，医疗终端业务快速恢复 .....	7
(二) 收购佛思特，加强产业协同 .....	7
(三) 持续完善产品管线、品牌、渠道，构建公司护城河 .....	8
二、盈利预测和投资建议 .....	8
(一) 收入预测及假设 .....	8
(二) 投资建议：首次覆盖，给与“买入”评级 .....	9
三、风险提示 .....	9

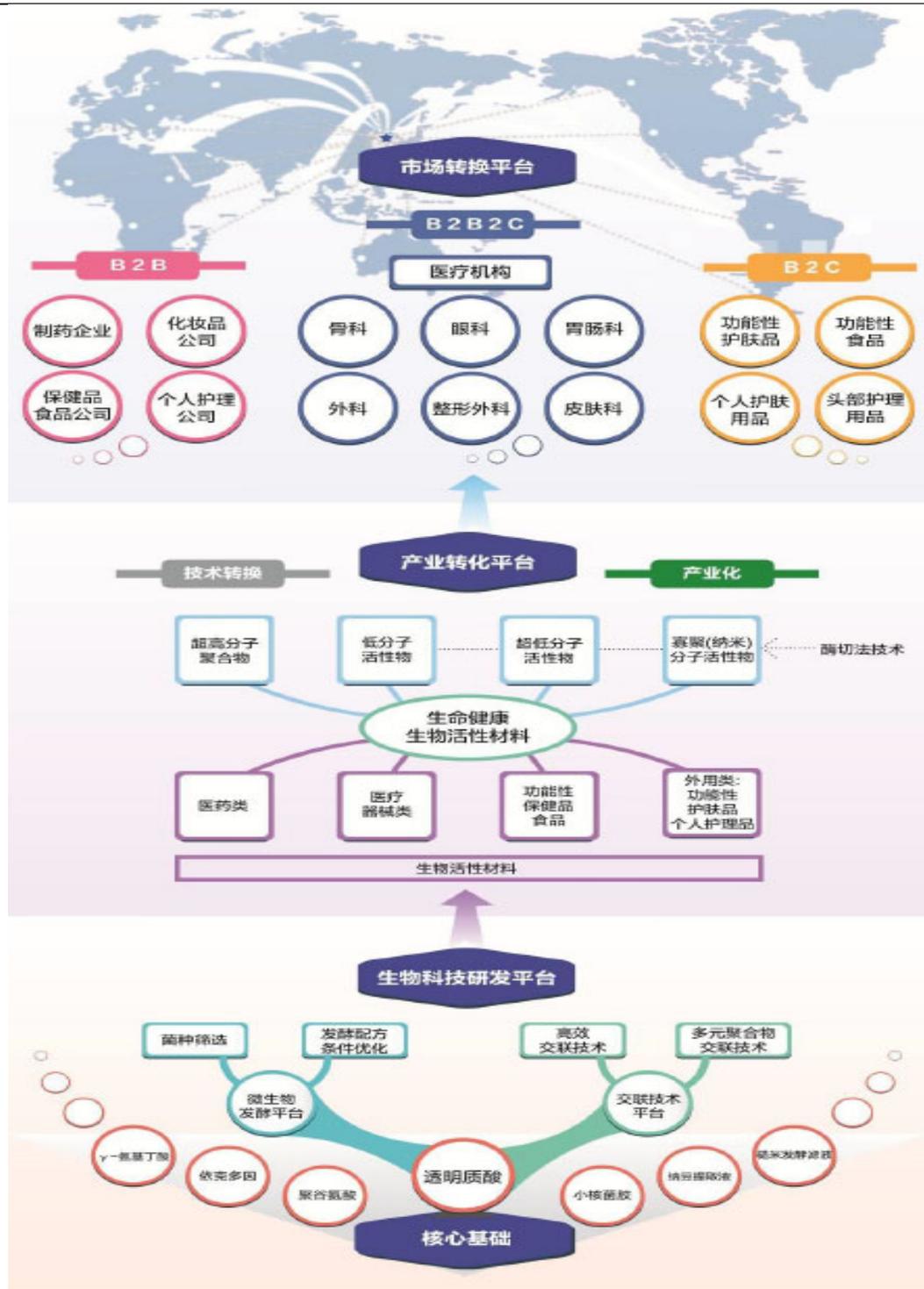
## 图表目录

图 1 公司以自产透明质酸等活性物质原料为基石向产业链中下游渗透 .....	3
图 2 公司营收增长强劲 .....	4
图 3 2020 年营收增长逐季提速 .....	4
图 4 受疫情影响，各版块收入均有所下滑 .....	4
图 5 公司 2020 年三大板块收入占比（亿元） .....	4
图 6 2020 年公司归母净利润增速承压 .....	5
图 7 2020 年公司归母净利润增速逐季提回暖 .....	5
图 8 公司毛利率与净利率 .....	5
图 9 公司期间费用率 .....	5
图 10 功能性护肤品收入持续爆发性增长 .....	6
图 11 功能型护肤品毛利率稳步提升 .....	6
图 12 原料收入受疫情影响小幅下滑 .....	7
图 13 原料业务毛利率稳步提升 .....	7
图 14 2020 年医疗终端产品收入增速趋缓 .....	7
图 15 2020 年医疗终端产品毛利率略微下降 .....	7
表 1 2020 年公司功能性护肤品四大核心品牌销售渠道构成 .....	6
表 2 公司主营业务收入假设 .....	9

## 一、业绩增长显著，以透明质酸原料为基石向中下游渗透

华熙生物是全球领先的、透明质酸全产业链企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。公司拥有微生物发酵技术和交联技术两大核心技术平台，掌握生物发酵法生产透明质酸、酶切法规模化生产低分子量透明质酸、梯度 3D 交联透明质酸、玻璃酸钠注射液终端灭菌等关键核心技术，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。公司产品分子量范围实现低至 2kDa 高至 4,000kDa 的产业化技术突破。

图 1 公司以自产透明质酸等活性物质原料为基石向产业链中下游渗透

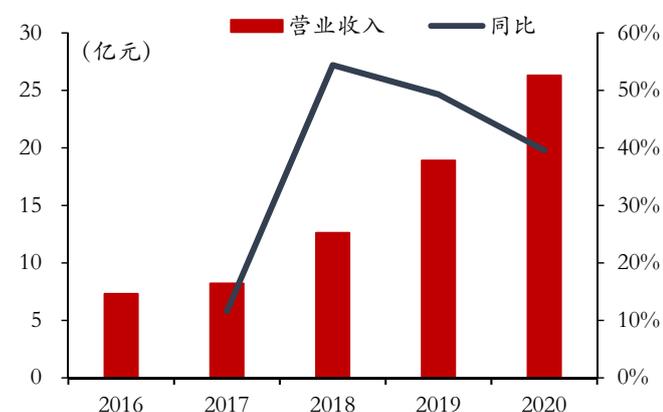


资料来源：公司招股说明书，万和证券研究所

## （一）持续加大品牌建设，营收维持高增速

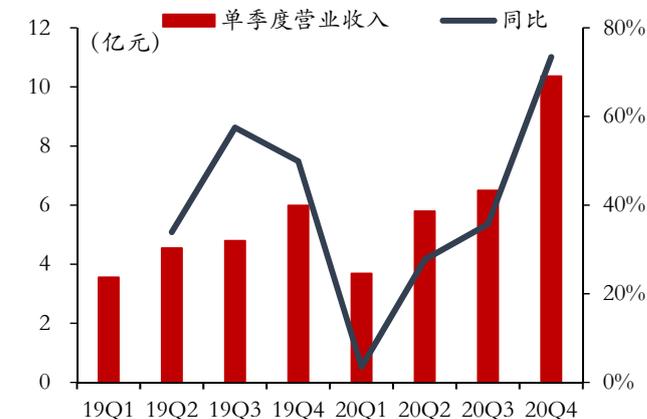
公司 2020 年营收增长逐季提速。2020 年，公司实现营业收入 26.3 亿元，比去年同期增长 39.6%；Q1 受疫情影响，Q2 起经营逐步恢复正常，公司不断丰富产品销售渠道，持续加大品牌知名度建设，功能性护肤品销售收入实现爆发性增长。2020 年 Q1-Q4，公司实现营业收入 3.7、5.8、6.5、10.4 亿元，分别实现同比增长 3.5%、27.7%、35.7%、73.4%。

图 2 公司营收增长强劲



资料来源：Wind，万和证券研究所

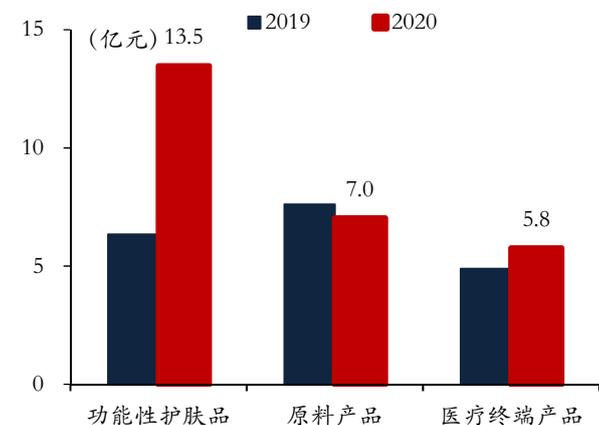
图 3 2020 年营收增长逐季提速



资料来源：Wind，万和证券研究所

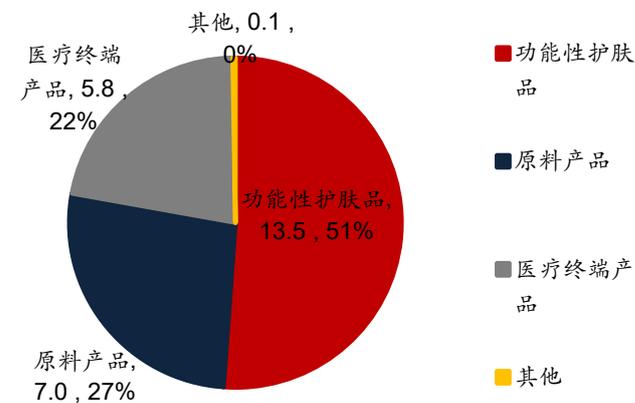
公司持续拓展销售渠道构建品牌护城河，功能性护肤品成为第一大业务板块。2020 年，由于公司持续加品牌建设和线上销售渠道铺设，功能性护肤产品实现爆发性增长成为公司一大业务板块。2020 年，公司功能型护肤品、原料产品、医疗终端产品三大板块分别实现营业收入 13.5、7.0、5.8 亿元，分别占公司整体营业收入的 51%、27%、22%。

图 4 2020 年功能性护肤品成为公司第一大业务板块



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 5 公司 2020 年三大板块收入占比 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

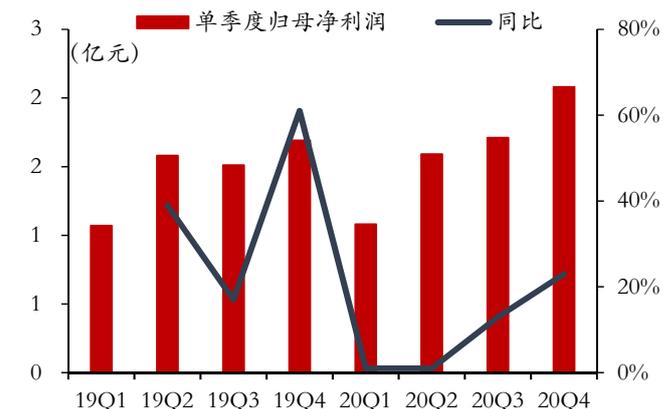
受疫情负面影响叠加销售投入加大，公司 2020 年归母净利润增速承压。2020 年，公司实现归母净利润 6.5 亿元，同比增长 10.3%；2020 年 Q1-Q4，公司实现归母净利润 1.1、1.6、1.7、2.1 亿元，分别实现同比增加 0.8%、0.7%、12.8%、23.0%。2020 年，为积极应对疫情冲击，公司持续加强品牌建设，公司加大营销投入，积极布局线上业务，归母净利润增速承压。

图6 2020年公司归母净利润增速承压



资料来源: Wind, 万和证券研究所

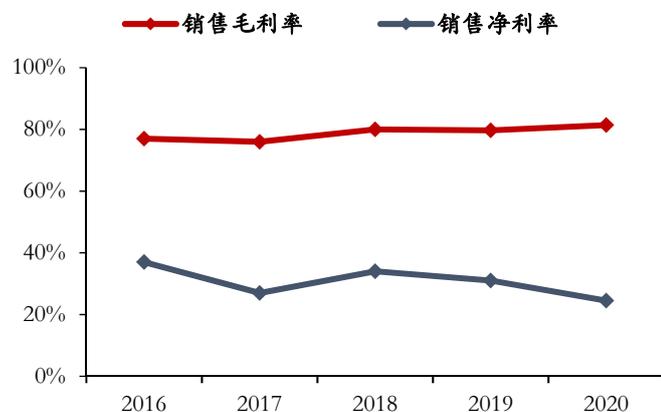
图7 2020年公司归母净利润增速逐季提回暖



资料来源: Wind, 万和证券研究所

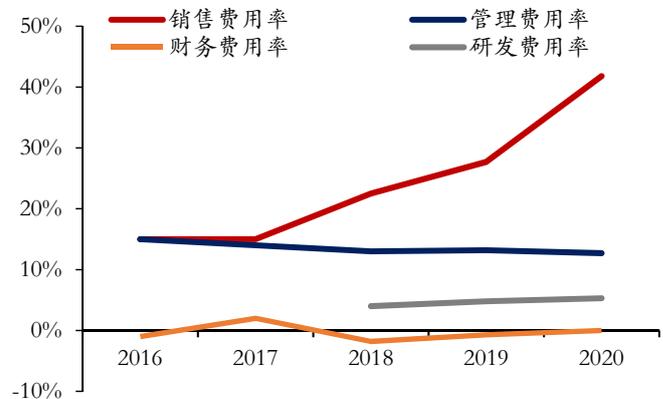
毛利率稳步提升,销售费用投入加大致净利润率下滑。2020年,公司销售毛利率为81.4%,增加1.7个百分点。2020年,公司销售费用率为41.8%,较2019年增长1.7个百分点;管理费用率为12.7%,下降0.5个百分点;财务费用率为0.0%,较2019年增长0.7个百分点;研发费用率为5.3%,增长0.5个百分点。2020年公司销售费用率增长较快,主要是由于战略性品牌投入和功能性护肤品业务的线上推广费用增加所致,公司加大销售投入带动线上销售收入持续爆发性增长。2020年,由于公司持续加码销售渠道建设及研发投入,导致销售净利率为24.5%,下降6.5个百分点。

图8 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图9 公司期间费用率



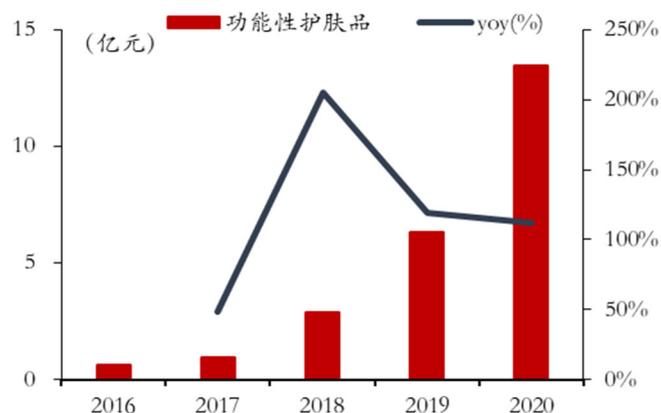
资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 1、持续加大品牌建设投入,功能性护肤品业务实现爆发性增长

积极拥抱线上渠道,功能性护肤品实现爆发性增长。2020年,为应对疫情冲击,公司积极调整功能性护肤品业务下各大品营销模式,积极拥抱线上渠道;并依托自身产品力,借助“国货”浪潮,实现快速增长。目前,公司功能性护肤品品牌矩阵搭建日趋完善,各品牌形成差异化定位,针对不同年龄、不同性别、不同肌肤护理方式,如敏感肌肤、熟龄肌肤、“成分党”等不同群体,分别研究构建了功效指向性更强的科学配方和产品体系。截至2020年底,

公司收入超千万的产品共计 31 款，收入超百万产品 153 款，为公司未来收入增长提供了丰富的产品储备。2020 年，公司功能型护肤品业务实现收入 13.46 亿元，同比增长 112.2%；实现毛利 5.0 亿元，毛利率为 81.9%。

图 10 功能性护肤品收入持续爆发性增长



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 11 功能型护肤品毛利率稳步提升



资料来源：Wind，万和证券研究所

功能性护肤品前四大核心品牌报告期内均取得快速增长，其中“润百颜”品牌实现收入 5.7 亿元，同比增长 65.3%，毛利率提高 2.8 个百分点；“夸迪”品牌实现收入 3.9 亿元，同比增长 513.3%，毛利率提高 6.0 个百分点；“米蓓尔”品牌实现收入 2.0 亿元，同比增长 136.3%，毛利率微降 0.5 个百分点；“BM 肌活”品牌实现收入 1.1 亿元，同比增长 45.7%，毛利率提高 9.8 个百分点；其他创新品牌合计实现收入 0.8 亿元。

表 1 2020 年公司功能性护肤品四大核心品牌销售渠道构成

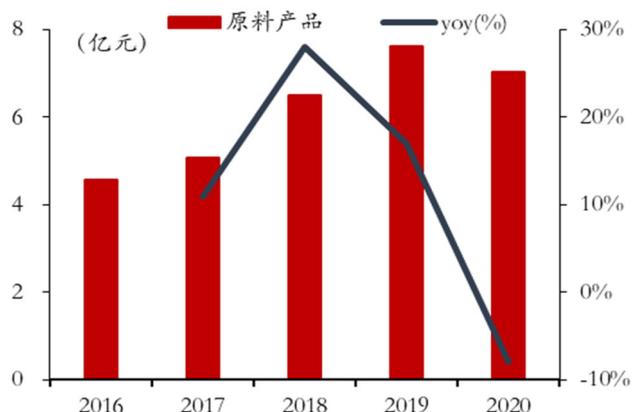
品牌	天猫渠道	经销渠道	其他渠道
润百颜	58%	29%	13%
夸迪	57%	11%	32%
米蓓尔	49%	36%	15%
BM 肌活	77%	12%	11%

资料来源：公司公告，万和证券研究所

## 2、受疫情影响原料需求小幅下滑，毛利率稳步提升

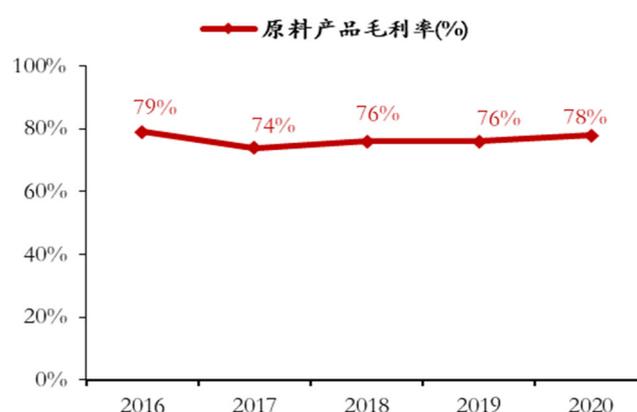
受全球疫情蔓延影响，公司原料产品收入小幅下滑。2020 年，全球疫情蔓延，公司海外客户终端业务受到严重影响，导致客户对原料需求有所下降，出现推迟或减少下单的情况。2020 年，公司原料业务实现收入 7.0 亿元，同比下降 7.6%；实现毛利 5.5 亿元，较 2019 年下降 0.3 亿元；实现毛利率 78.1%，较 2019 年增长 3.3 个百分点，主要是公司生物活性新原料的销售取得较大突破。未来随着全球疫情逐步控制，影响消退，公司该部分业务将恢复正常。

图 12 原料收入受疫情影响小幅下滑



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 13 原料业务毛利率稳步提升



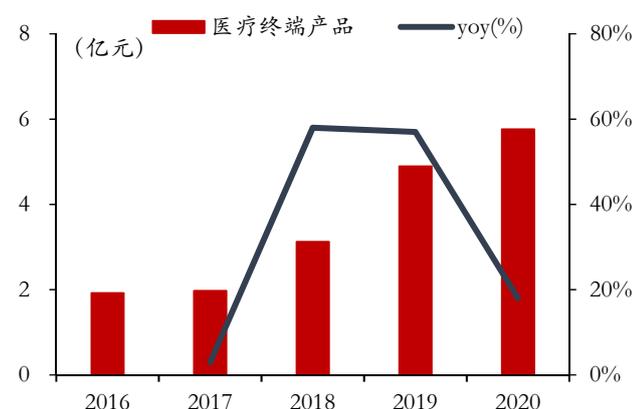
资料来源：Wind，万和证券研究所

### 3、受益于国内疫情控制优秀，医疗终端业务快速恢复

一季度医疗终端业务受到国内疫情冲击，下半年公司充分抓住需求反弹机会。2020年一季度受疫情影响，医院门诊量大幅下降，线下医美机构无法正常营业，公司的医疗终端业务收入受到一定冲击。2020年，公司医疗终端业务实现收入5.8亿元，同比增长17.8%；毛利率为84.6%。

2020年，公司医疗终端业务中，皮肤类医疗产品实现收入4.4亿元，同比增长9.7%；骨科注射液产品实现收入0.9亿元，同比增长10.4%；其他产品共计实现收入0.5亿元，同比增长378.2%。整体而言，公司医疗终端业务一定程度受到疫情拖累，伴随国内疫情影响消除，公司有望通过完善医美产品管线的布局，满足不同消费者的多样化需求，进而提高公司产品的市场占有率。

图 14 2020 年医疗终端产品收入增速趋缓



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 15 2020 年医疗终端产品毛利率略微下降



资料来源：Wind，万和证券研究所

### （二）收购佛思特，加强产业协同

收购原料生产企业，进一步提高行业市占率。2020年6月，公司签署了《东辰集团生物医药板块重整投资协议》，以人民币2.9亿元收购佛思特公司。根据Frost&Sullivan报告，2019

年全球透明质酸原料市场按销量统计，东辰生物（即佛思特公司）占比 8%。佛思特公司主营透明质酸原料的生产和销售，建设了具有国内领先水平的透明质酸系列产品生产装置。佛思特公司生产的透明质酸原料以食品级为主，化妆品级为辅，目前透明质酸年产能 100 吨。收购佛思特公司有助于提升公司透明质酸整体产能、丰富原料销售区域，实现公司透明质酸业务的产业协同，对公司进一步提高在行业中的市场占有率和综合竞争力具有战略性意义。

### （三）持续完善产品管线、品牌、渠道，构建公司护城河

**强研发实力支撑公司产品覆盖基础应用到终端应用全产业链。**公司拥有科研实力深厚的研发团队和高效协作的产业化团队，具有不断向产业链下游延伸、不断向各应用领域拓展的成功经验。首席科学家郭学平博士领导的研发团队共 377 人，核心技术人员郭学平、刘爱华、栾贻宏均拥有超过 20 年的透明质酸相关行业从业经历和丰富的研发经验，李慧良则拥有超过 30 年的护肤品行业研发经验。公司研发团队在核心技术人员的带领下有力支撑公司基础应用到终端应用的全产业链研发。除了打造稳定的内部研发团队外，公司还与多家世界顶级的科研院所合作，为公司基础技术研究、产品研发、工艺放大、产业化生产和质量管理全流程提供了有效的人才保证。

**公司不断通过研发巩固和提升科技护城河。**2020 年，公司持续加大研发投入，研发费用较上年同期增长 50.35%。截至 2020 年 12 月 31 日，公司开展 123 项研发项目（新增 27 个项目），已申请专利 341 项（含发明专利 289 项），其中已获授权专利 85 项（含中国发明专利 45 项，国外发明专利 4 项）。公司新取得 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 3 款产品获得三类医疗器械注册证，5 款化妆品取得特殊化妆品产品认证。

**持续完善海外业务布局，积极开发日本市场。**对于境外市场，公司采用经销商为主的销售模式，在美国设有子公司。为更好的适应业务发展和国际市场变化，公司前台部门纵向深挖、横向拓展，2020 年公司新设日本子公司并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，全面协调解决研发技术、品质管理等方面的各种问题和诉求，以建立国际市场的产品标准。

**公司持续完善品牌建设、渠道构建、市场营销，已形成完整商业模式闭环。**2020 年公司加大销售费用投入，持续完善品牌建设、渠道构建等战略性投入。目前，公司在打造产品、建立品牌、市场影响、用户运营等方面已形成一套行之有效的商业模式。各大业务板块协同运作，形成有机整体以及完整的商业模式闭环。公司功能性护肤品业务处于战略机遇期，为实现构建国民品牌，打造长期持续较快速度增长的基础。2020 年，公司以“润百颜”为品牌建设重点，加大品牌投入和自主传播力度，全力打造“润百颜”透明质酸全球领导品牌形象。报告期内，公司通过微博、天猫、抖音、分众传媒等线上、线下渠道，由百位专业 KOL 亲测力证润百颜“智慧玻尿酸”产品，和头部主播李佳琦进行了深度合作，快速积累粉丝，提升品牌形象，全方位、多角度传播品牌核心形象。

## 二、盈利预测和投资建议

### （一）收入预测及假设

公司是全球领先的、透明质酸全产业链企业，透明质酸产业化规模居国际前列。我们对公司 2021-2023 年的主营业务收入假设如下：

**原料业务：**公司是全球最大的透明质酸原料供应商，行业龙头地位稳固，下游应用空间巨大。我们认为随着全球疫情缓解，公司原料业务将恢复正常。

**功能性护肤品：**目前，公司功能性护肤品品牌矩阵搭建日趋完善，各品牌形成差异化定位，针对不同年龄、不同性别、不同肌肤护理方式分别研究构建了功效指向性更强的科学配方和产品体系。多样化产品矩阵既满足长尾用户的需求，又能够紧跟或者测试消费趋势的变化，随时出现新的爆发性产品。我们认为功能性护肤品有望维持强劲增长。

**医疗终端产品：**目前国内疫情影响基本消除，公司有望通过完善医疗终端产品管线的布局，满足不同消费者的多样化需求，进而提高公司产品的市场占有率。

表 2 公司主营业务收入假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>功能性护肤品</b>	<b>6.34</b>	<b>13.46</b>	<b>21.54</b>	<b>30.16</b>	<b>39.21</b>
yoy(%)	119%	112%	60%	40%	30%
毛利率(%)	79%	82%	80%	79%	78%
<b>原料产品</b>	<b>7.61</b>	<b>7.03</b>	<b>8.23</b>	<b>9.63</b>	<b>11.56</b>
yoy(%)	17%	-8%	17%	17%	20%
毛利率(%)	76%	78%	76%	76%	76%
<b>医疗终端产品</b>	<b>4.89</b>	<b>5.76</b>	<b>7.20</b>	<b>8.64</b>	<b>10.37</b>
yoy(%)	57%	18%	25%	20%	20%
毛利率(%)	87%	85%	84%	83%	83%
<b>其他</b>	<b>0.01</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>
yoy(%)	-89%	600%	20%	20%	20%
毛利率(%)	40%	57%	40%	40%	40%
<b>营业收入</b>	<b>18.85</b>	<b>26.32</b>	<b>37.05</b>	<b>48.53</b>	<b>61.26</b>
yoy(%)	49%	40%	41%	31%	26%
毛利率(%)	80%	81%	80%	79%	78%

资料来源：Wind，万和证券研究所

## （二）投资建议：首次覆盖，给与“买入”评级

投资建议：我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 分别是 1.84、2.56、3.39 元，对应 PE 分别 103.8、74.5、56.2 倍。公司是全球领先的、透明质酸全产业链企业，透明质酸产业化规模居国际前列。首次覆盖给予“买入”评级。

## 三、风险提示

新技术替代，医疗纠纷，海外疫情反复。



## 本公司具有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。

**分析师声明：**本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

**同步大市：**相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

**增持：**相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

**中性：**相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

## 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>