

2021年10月27日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目標價(元)

190

公司基本資訊

| | |
|------------------|---------------------|
| 產業別 | 医药生物 |
| A 股价(2021/10/26) | 170.93 |
| 上证指数(2021/10/26) | 3597.64 |
| 股價 12 個月高/低 | 314.57/131.06 |
| 總發行股數(百萬) | 480.00 |
| A 股數(百萬) | 93.34 |
| A 市值(億元) | 159.55 |
| 主要股東 | 华熙昕宇投资有限公司 (59.06%) |
| 每股淨值(元) | 11.36 |
| 股價/賬面淨值 | 15.05 |
| | 一個月 三個月 一年 |
| 股價漲跌(%) | 0.0 -26.0 28.6 |

近期評等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 評等 |
|------------|--------|------|
| 2021-08-31 | 185.98 | 区间操作 |
| 2021-05-06 | 208.23 | 区间操作 |
| 2021-04-01 | 154.20 | 区间操作 |
| 2020-09-01 | 130.21 | 区间操作 |

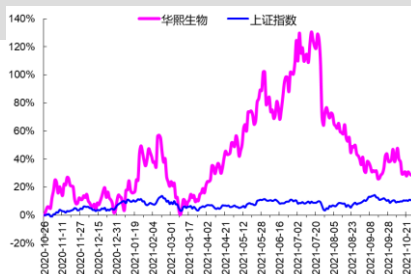
產品組合

| | |
|--------|-------|
| 功能性护肤品 | 62.0% |
| 医疗终端产品 | 16.3% |
| 原料产品 | 21.4% |

機構投資者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 14.4% |
| 一般法人 | 37.7% |

股價相對大盤走勢



华熙生物(688363.SH) TRADING BUY 区间操作

战略性前置投入影响利润, 4Q 电商旺季功能性护肤品有望持续高增长
結論與建議:

业绩概要:

公告前三季度实现收入 30 亿, 同比增 88.7%, 录得净利润 5.6 亿, 同比增 26.9%, 3Q 实现收入 10.8 亿, 同比增 65.7%, 录得净利润 1.9 亿, 同比增 14.2%, 扣非后净利润 1.4 亿, 同比增 0.7%。

- 公司收入端符合我们预期, 收入结构应与上半年基本一致。分项上, 随着化妆品级原料运用更加广泛, 原料业务增长应有所提速; 功能性护肤品业务在四大品牌加持下, 高基数下维持较快增长; 受产品迭代、品牌策略转换和产品结构梳理, 医疗终端业务增速环比预计略有放缓, 但 5 月新推出的“御龄双子针”推广进展顺利, 目前收入占比约在 10% 左右, 随着市场认可度提升, 未来有望逐步放量。前三季度毛利率为 77.79%, 同比下降 3.09 个百分点, 主要由于收入准则调整, 同口径下毛利率持平。
- 战略性费用投入影响利润。前三季度销售费用率为 46.38%, 同比增 5.95 个百分点, 3Q 单季度上升 4.95 个百分点至 46.53%, 环比来看销售费用投放还比较稳定 (1-3Q 分别为 43.57%、48.13% 和 46.53%), 费用增长我们认为主要源于功能性食品以及医疗终端新品推广等方面, 四大功能型护肤品随着品牌影响力提升已逐渐产生规模经济效应。管理费用方面, 业务扩张造成人工成本上升, 且前三季度摊销股权激励费用等造成管理费用率同比上升 0.76 个百分点至 6.69%; 研发投入增加使研发费用率有小幅上升 (+40bps)。除常规项目外, 天津工厂于 6 月投产、以及东营佛思特业务梳理等均形成前置战略性费用投入, 影响当期利润。
- 截至 10 月 26 日, 公司“双 11”预售约 6 亿, 夸迪各渠道表现出色, 销售额 3 亿+, 目前四大品牌特征已逐渐明确, 借力电商活动, 4Q 收入端有望保持较快增长。费用上, 短期由于公司尚在战略发展期, 研发、新业务布局、品牌建设等投入较大, 费用高投入难以避免, 但费效比将随着品牌知名度不断提升而逐渐改善。依托透明质酸龙头地位, 公司不断拓展业务, 加大研发投入, 为长远发展打下坚实基础。
- 考虑费用问题, 下调盈利预测, 预计 2021-2022 年将分别实现净利润 7.8 亿和 10.6 亿, 分别同比增 20.3% 和 37%, EPS 分别为 1.62 元和 2.22 元, 当前股价对应 PE 分别为 103 倍和 76 倍, 维持“区间操作”的投资建议。
- 风险提示: 费用增长超预期, 产品销售不及预期

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|-----------------|---------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 純利 (Net profit) | RMB 百萬元 | 424 | 586 | 646 | 777 | 1064 |
| 同比增減 | % | 90.70 | 38.16 | 10.29 | 20.30 | 36.94 |
| 每股盈餘 (EPS) | RMB 元 | - | 1.34 | 1.35 | 1.62 | 2.22 |
| 同比增減 | % | - | - | 0.75 | 19.89 | 36.94 |
| 市盈率 (P/E) | X | - | 125.01 | 124.08 | 103.49 | 75.57 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | - | 1.08 | 0.41 | 0.49 | 0.66 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.00 | 0.63 | 0.24 | 0.28 | 0.39 |

【投資評等說明】

評等定義

| | |
|--------------------|---------------------------------------|
| 強力買進 (Strong Buy) | 潜在上漲空間 $\geq 35\%$ |
| 買進 (Buy) | $15\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 35\%$ |
| 區間操作 (Trading Buy) | $5\% \leq$ 潜在上漲空間 $< 15\%$ |
| 中立 (Neutral) | 無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股 |

附一：合并損益表

| 百萬元 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 營業收入 | 1263 | 1886 | 2633 | 4328 | 6510 |
| 經營成本 | 254 | 384 | 489 | 936 | 1381 |
| 營業稅金及附加 | 27 | 26 | 34 | 52 | 78 |
| 銷售費用 | 284 | 521 | 1099 | 2003 | 2990 |
| 管理費用 | 170 | 182 | 162 | 294 | 427 |
| 財務費用 | -23 | -12 | -1 | 17 | 7 |
| 資產減值損失 | 1 | | | 0 | 0 |
| 投資收益 | 10 | 0 | 34 | 32 | 8 |
| 營業利潤 | 524 | 700 | 757 | 905 | 1243 |
| 營業外收入 | 1 | 6 | 5 | 1 | 0 |
| 營業外支出 | 11 | 5 | 3 | 4 | 2 |
| 利潤總額 | 515 | 701 | 759 | 902 | 1241 |
| 所得稅 | 91 | 116 | 114 | 127 | 180 |
| 少數股東損益 | | -1 | -1 | -2 | -2 |
| 歸屬於母公司所有者的淨利潤 | 424 | 586 | 646 | 777 | 1064 |

附二：合并資產負債表

| 百萬元 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 貨幣資金 | 854 | 2201 | 1390 | 1996 | 3298 |
| 應收賬款 | 202 | 372 | 372 | 376 | 380 |
| 存貨 | 177 | 315 | 477 | 548 | 603 |
| 流動資產合計 | 1297 | 3771 | 3664 | 4213 | 4929 |
| 長期股權投資 | 15 | 15 | 18 | 18 | 18 |
| 固定資產 | 376 | 460 | 627 | 658 | 691 |
| 在建工程 | 86 | 172 | 618 | 649 | 681 |
| 非流動資產合計 | 774 | 1201 | 2053 | 2218 | 2395 |
| 資產總計 | 2071 | 4972 | 5717 | 6431 | 7324 |
| 流動負債合計 | 291 | 366 | 553 | 624 | 603 |
| 非流動負債合計 | 62 | 56 | 146 | 153 | 161 |
| 負債合計 | 354 | 422 | 699 | 777 | 764 |
| 少數股東權益 | 0 | -1 | -2 | -2 | -2 |
| 股東權益合計 | 1717 | 4550 | 5020 | 5653 | 6561 |
| 負債及股東權益合計 | 2071 | 4972 | 5717 | 6431 | 7324 |

附三：合并現金流量表

| 百萬元 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 經營活動產生的現金流量淨額 | 442 | 365 | 705 | 1298 | 2148 |
| 投資活動產生的現金流量淨額 | -35 | -1247 | -1331 | -433 | -521 |
| 籌資活動產生的現金流量淨額 | 85 | 2224 | -160 | -260 | -325 |
| 現金及現金等價物淨增加額 | 509 | 1348 | -798 | 606 | 1302 |

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或職員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或職員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。