

2021 三季度报点评：营收保持高增，功能性护肤主要品牌费用率趋于改善

2021 年 10 月 27 日

买入（维持）

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

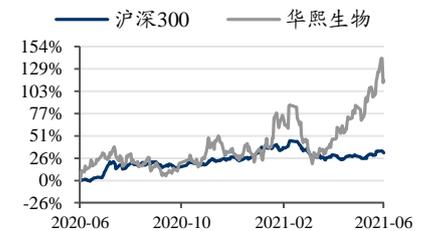
tangj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,633	4,224	6,394	9,030
同比（%）	39.6%	60.4%	51.4%	41.2%
归母净利润（百万元）	646	850	1,093	1,389
同比（%）	10.3%	31.7%	28.5%	27.1%
每股收益（元/股）	1.35	1.77	2.28	2.89
P/E（倍）	125	95	74	58

投资要点

- **2021 前三季度营收保持高增，归母净利润同增 27%：**公司发布 2021 年三季度报。2021 年前三季度实现营收 30.12 亿元（+88.68%，均为同比），归母净利润 5.55 亿元（+26.91%），扣非归母净利 4.47 亿元（+19.49%）。营收、利润增长均符合市场此前预期。2021Q3 实现营收 10.76 亿元（+65.69%），归母净利 1.95 亿元（+14.22%），扣非归母净利 1.41 亿元（+0.73%）。Q3 业绩增速环比略有放慢，我们预计主要受股权激励、新工厂折旧、创新业务孵化等战略性因素影响。另外，Q3 研发费用增长较快，尽管短期增加费用支出，长期利于竞争力提升。
- **品牌建设期销售费用率相对较高，着眼长期竞争力增加研发费用：**从费用率看，2021 年 Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.38%/6.69%/6.38%/0.09%，分别同比提升 5.95pct/0.76pct/0.40pct/0.83pct。从单三季度看，销售费用率为 46.53%，同比提升 4.95pct，环比略降 1.60pct，主要系医美、功能性护肤、功能性食品等多板块处于品牌建设期；研发费用率为 7.93%，同比提升 2.41pct，环比提升 2.07pct，研发费用率提升主要系在研项目增长较快、扩充研发人员团队等，体现公司着眼于长期竞争力提升。
- **功能性护肤品牌保持高增，多个主要品牌费用率呈改善趋势：**2021H1 功能性护肤品实现营收 12 亿元，同增 197.55%。根据跟踪的第三方数据，我们预计 Q3 功能性护肤也延续较高增速。从销售渠道看，除了天猫旗舰店，主要品牌也积极拓展抖音、京东、唯品会等垂直渠道和分销渠道。目前润百颜、夸迪规模体量领先，米蓓尔、BM 肌活品牌影响力也持续提升，费用率有望逐步稳定并呈良好管控趋势。
- **原料业务扩产后增速较快，医美调整期稳步推进：**（1）**原料：**随着并购佛斯特和天津厂房陆续投产，产能有望逐步释放，增速有望持续较快；（2）**医疗终端：**医美为长期发展主线之一，润致 5 月份推出“御龄双子针”系列，目前通过共生联盟推进较为稳健，长期空间广阔，医美业务结构也处于持续调整中，未来发展值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械、化妆品和食品等领域延伸，“四轮驱动”下一体化优势稳固。由于公司功能性护肤品收入持续高增，且下半年医美业务有望提速、原料业务随着新厂落地或提速，我们维持 2021-2023 年归母净利润 8.50、10.93、13.89 亿元，同增 31.7%、28.5%、27.1%，当前市值对应 PE 为 95x、74x、58x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**转型不及预期，医美行业竞争激烈，新业务孵化不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	167.51
一年最低/最高价	131.06/314.57
市净率(倍)	14.75
流通 A 股市值(百万元)	15635.71

基础数据

每股净资产(元)	11.36
资产负债率(%)	17.94
总股本(百万股)	480.00
流通 A 股(百万股)	93.34

相关研究

- 1、《华熙生物（688363）：2021 年中报点评：21H1 营收 +104%，功能性护肤驱动收入增长》2021-08-31
- 2、《华熙生物（688363）：2021 年中报业绩预告点评：营收同增 95%~105%，多点开花值得期待》2021-07-02

华熙生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,664	4,176	4,794	5,681	营业收入	2,633	4,224	6,394	9,030
现金	1,390	1,291	1,150	1,172	减:营业成本	489	798	1,208	1,706
应收账款	377	854	1,027	1,593	营业税金及附加	34	55	90	135
存货	477	612	1,087	1,394	营业费用	1,099	1,917	3,043	4,406
其他流动资产	1,419	1,420	1,529	1,522	管理费用	162	275	428	632
非流动资产	2,053	2,571	3,230	3,990	研发费用	141	226	348	497
长期股权投资	18	21	24	28	财务费用	-1	16	35	48
固定资产	627	1,073	1,613	2,219	资产减值损失	16	17	6	0
在建工程	618	622	671	748	加:投资净收益	34	20	15	10
无形资产	427	494	561	638	其他收益	53	20	15	10
其他非流动资产	364	362	360	358	营业利润	757	994	1,279	1,627
资产总计	5,717	6,747	8,024	9,671	加:营业外净收支	2	5	5	5
流动负债	553	734	919	1,179	利润总额	759	999	1,284	1,632
短期借款	24	24	24	24	减:所得税费用	114	150	193	245
应付账款	197	279	441	576	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	332	430	454	579	归属母公司净利润	646	850	1,093	1,389
非流动负债	146	146	146	146	EBIT	719	961	1,249	1,599
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	794	1,059	1,401	1,818
其他非流动负债	146	146	146	146	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	699	880	1,065	1,325	每股收益(元)	1.35	1.77	2.28	2.89
少数股东权益	-2	-3	-4	-6	每股净资产(元)	10.46	12.23	14.51	17.40
归属母公司股东权益	5,020	5,870	6,963	8,352	发行在外股份(百万股)	480	480	480	480
负债和股东权益	5,717	6,747	8,024	9,671	ROIC(%)	21.3%	21.4%	21.0%	21.2%
					ROE(%)	12.9%	14.5%	15.7%	16.6%
					毛利率(%)	81.4%	81.1%	81.1%	81.1%
					销售净利率(%)	24.5%	20.1%	17.1%	15.4%
					资产负债率(%)	12.2%	13.0%	13.3%	13.7%
					收入增长率(%)	39.6%	60.4%	51.4%	41.2%
					净利润增长率(%)	10.3%	31.7%	28.5%	27.1%
					P/E	124.50	94.54	73.58	57.89
					P/B	16.34	13.98	11.78	9.82
					EV/EBITDA	100.92	75.75	57.32	44.17

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>