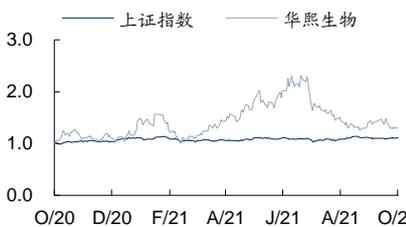


**证券研究报告—动态报告**
**商业贸易**
**零售**
**华熙生物(688363)**
**增持**
**2021 年三季报点评**

(维持评级)

2021 年 10 月 28 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	480/93
总市值/流通(百万元)	82,046/15,955
上证综指/深圳成指	3,598/14,553
12 个月最高/最低(元)	314.99/126.02

**相关研究报告:**

《华熙生物-688363-2021 年中报点评: 收入持续高速增长, 功能性护肤品业务表现亮眼》——2021-09-02  
 《华熙生物-688363-2021 年一季报点评: 功能护肤持续高速增长, 整体业绩表现亮眼》——2021-04-29  
 《华熙生物-688363-2020 年报点评: 业绩稳健增长, 拓宽 HA 产业边界树立竞争壁垒》——2021-03-31  
 《华熙生物-688363-重大事件快评: 功能性食品业务扬帆启航, 持续拓展 HA 产业边界》——2021-01-26  
 《华熙生物-688363-2020 年中报点评: 护肤品保持高速增长, 卡位优质赛道前景广阔》——2020-08-26

**证券分析师: 张峻豪**

电话: 021-60933168  
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001  
**联系人: 柳旭**  
 电话: 0755-81981311  
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**收入稳健高增, 前期建设投入影响短期利润表现**
**● 收入稳健高增, 利润取得双位数增长**

公司前三季度营收同比+88.68%至 30.12 亿元, 归母净利润+26.91%至 5.55 亿元, 扣非净利润+19.49%至 4.47 亿元。单 Q3 营收同比+65.69%, 归母净利+14.22%, 扣非净利润+0.73%, 非经收益主要为 6581 万元的政府补助等。整体上, 公司收入维持高速增长态势, 利润表现受多项前期建设投入影响, 如创新业务(四大品牌外的功能护肤品和功能食品业务)前期亏损约 4200 万元, 天津工厂前期运营和折旧摊销费用 2500 万元及其他前期建设投入等, 预计累计超 8000 万元。

**● 功能性护肤品业务持续高增, 医美业务持续战略调整**

前三季度, 公司功能性护肤品业务收入预计超 18 亿元, 收入占比近 62%, 其中润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活分别实现收入约 7.8 亿元/4.8 亿元/2.5 亿元/1.9 亿元, 分别同比+163%/+160%/+119%/+140%; 原料业务预计稳健增长, 其中化妆品原料收入增速超 60%; 医疗终端业务中医美业务预计增长稳健, 其中“双子针”等产品稳步推进布局。

**● 会计准则调整影响毛利率, 销售费用率有所提升**

公司前三季度毛利率 77.79%, 同比-3.09pct, 剔除履约成本调增至营业成本影响后较为稳定; 销售费用率同比+5.95pct 至 46.38%, 预计系终端产品的营销开拓及股权激励费用增加等因素影响; 管理费用率同比+0.76pct 至 6.69%, 在股权激励费用增加下表现稳定。前三季度实现经营性现金流净额 5.73 亿元, 同比+50.28%, 整体现金流状况向好。

**● 风险提示: 疫情出现反复; 电商增速不达预期; 新品推进不达预期**
**● 投资建议: HA 全产业链龙头, 各项业务稳步推进, 维持“增持”**

公司作为 HA 全产业链龙头, 持续推进各项业务发展: 1) 原料业务稳健增长并有望进一步受益新食品原料打开需求空间; 2) 医疗终端升级和聚焦润致品牌, 针对性布局面部年轻化解决方案, 新品有望逐步放量; 3) 功能性护肤积极开展新兴渠道及品类拓展, 未来仍具成长空间, 目前今年双 11 促销季, 据天下网商统计, 公司夸迪品牌预售首日便突破去年促销全期水平; 4) 功能性食品处发展初期, 有望逐步贡献业绩增量。我们维持公司 21-23 年 EPS 预测分别为 1.73 元/2.30 元/3.08 元/股, 对应 PE 分别为 97 倍/73 倍/54 倍, 维持“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

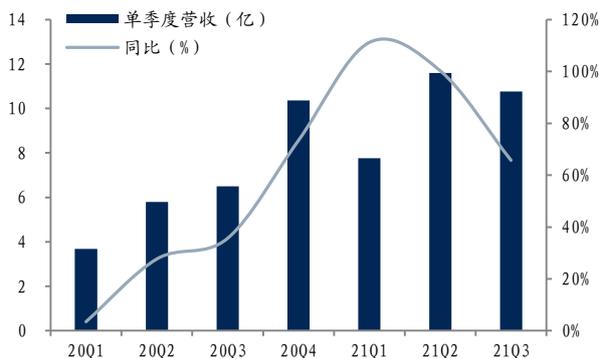
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,632.73	3,992.80	5,639.04	7,485.26
(+/-%)	39.63%	51.66%	41.23%	32.74%
净利润(百万元)	645.84	828.05	1,101.96	1,478.74
(+/-%)	10.29%	28.21%	33.08%	34.19%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.73	2.30	3.08
EBITMargin	32.21%	22.77%	22.35%	23.12%
净资产收益率(ROE)	12.87%	14.79%	17.30%	19.97%
市盈率(PE)	124.50	97.10	72.97	54.37
EV/EBITDA	88.34	78.78	56.92	42.01
市净率(PB)	16.02	14.36	12.62	10.86

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 收入稳健高增，利润取得双位数增长

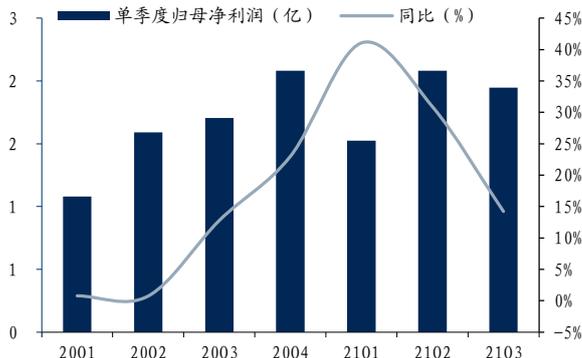
公司前三季度营收同比+88.68%至 30.12 亿元，归母净利润+26.91%至 5.55 亿元，扣非净利润+19.49%至 4.47 亿元。单 Q3 营收同比+65.69%，归母净利+14.22%，扣非净利润+0.73%，非经收益主要为 6581 万元的政府补助等。整体上，公司收入维持高增长态势，利润表现受多项前期建设投入影响，如创新业务（四大品牌外的功能护肤品和功能食品业务）前期亏损约 4200 万元，天津工厂前期运营和折旧摊销费用 2500 万元及其他前期建设投入等，预计累计超 8000 万元。

图 1：华熙生物季度营收及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：华熙生物季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

具体业务条线看：前三季度，公司功能性护肤品业务收入预计超 18 亿元，收入占比近 62%，其中润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活分别实现收入约 7.8 亿元/4.8 亿元/2.5 亿元/1.9 亿元，分别同比+163%/+160%/+119%/+140%；原料业务预计稳健增长，其中化妆品原料收入增速超 60%；医疗终端业务中医美业务仍处于调整期，其中“双子针”等产品稳步推进布局。

### 盈利营运能力：会计准则调整影响毛利率，销售费用率有所提升

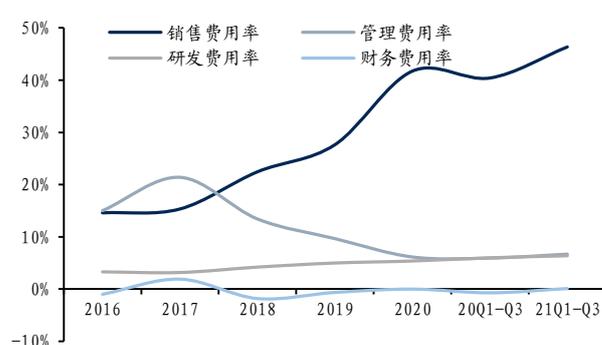
公司前三季度毛利率为 77.79%，同比-3.09pct，预计系会计准则中履约成本调增至营业成本影响，剔除后预计整体毛利率仍较为稳定。前三季度销售费用率同比+5.95pct 至 46.38%，预计系公司开拓终端产品的营销推广及股权激励费用增加等因素影响。前三季度管理费用率同比+0.76pct 至 6.69%，表现稳定，研发费用率同比+0.4pct 至 6.38%。

图 3：华熙生物毛利率及净利率水平（%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

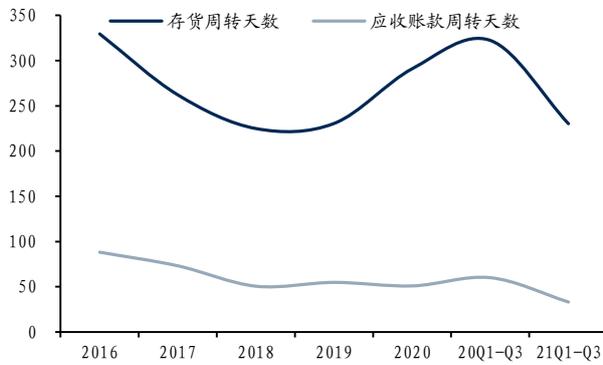
图 4：华熙生物期间费用率（%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

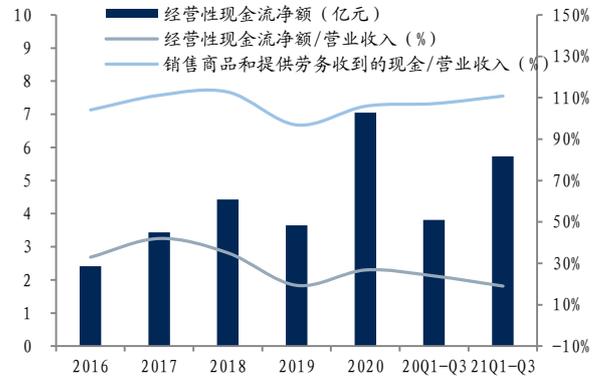
营运及现金流方面，公司前三季度存货周转天数 230.22 天，同比减少 92 天，周转效率有所提升；公司前三季度实现经营性现金流净额 5.73 亿元，同比 +50.28%，整体现金流状况向好。

图 5: 华熙生物存货及应收账款周转天数(天)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 华熙生物经营性现金流情况(亿元、%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议: HA 全产业链龙头, 各项业务稳步推进, 维持“增持”

公司作为 HA 全产业链龙头, 持续推进各项业务发展: 1) 原料业务稳健增长并有望进一步受益新食品原料打开需求空间; 2) 医疗终端升级和聚焦润致品牌, 针对性布局面部年轻化解决方案, 新品有望逐步放量; 3) 功能性护肤积极开展新兴渠道及品类拓展, 未来仍具成长空间, 目前今年双 11 促销季, 据天下网商统计, 公司夸迪品牌预售首日便突破去年促销全期水平; 4) 功能性食品处发展初期, 有望逐步贡献业绩增量。我们维持公司 21-23 年 EPS 预测分别为 1.73 元/2.30 元/3.08 元/股, 对应 PE 分别为 97 倍/73 倍/54 倍, 维持“增持”评级。

附表: 可比公司盈利预测及估值

公司代码	公司	投资评级	收盘价 21/10/27	EPS			PE			总市值 (亿元) 21/10/27
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300896	爱美客	买入	624.92	3.66	4.34	6.47	170.74	143.99	96.59	1352.08
300957	贝泰妮	买入	219.72	1.51	1.97	2.82	145.53	111.61	78.02	930.73
688363	华熙生物	增持	167.51	1.35	1.73	2.30	124.50	97.10	72.97	804.05
688366	昊海生科	暂无	151.80	1.30	2.73	3.61	116.77	55.60	42.05	228.93

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测  
注: 昊海生科为 wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1390	1200	1200	1200	营业收入	2633	3993	5639	7485
应收款项	412	723	1014	1290	营业成本	489	741	1043	1377
存货净额	477	626	905	1218	营业税金及附加	34	80	113	150
其他流动资产	662	986	1809	2044	销售费用	1099	1687	2416	3189
<b>流动资产合计</b>	<b>3664</b>	<b>3776</b>	<b>5168</b>	<b>5993</b>	管理费用	162	576	807	1039
固定资产	1245	1974	2649	3270	财务费用	(1)	(30)	(5)	18
无形资产及其他	427	411	395	379	投资收益	34	10	10	10
投资性房地产	364	364	364	364	资产减值及公允价值变动	20	5	5	5
长期股权投资	18	18	18	18	其他收入	(145)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5717</b>	<b>6542</b>	<b>8594</b>	<b>10024</b>	营业利润	757	954	1280	1728
短期借款及交易性金融负债	24	71	1040	1076	营业外净收支	2	30	30	30
应付款项	197	224	326	461	<b>利润总额</b>	<b>759</b>	<b>984</b>	<b>1310</b>	<b>1758</b>
其他流动负债	332	503	712	937	所得税费用	114	158	210	281
<b>流动负债合计</b>	<b>553</b>	<b>798</b>	<b>2078</b>	<b>2474</b>	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>646</b>	<b>828</b>	<b>1102</b>	<b>1479</b>
其他长期负债	146	147	148	149					
<b>长期负债合计</b>	<b>146</b>	<b>147</b>	<b>148</b>	<b>149</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>699</b>	<b>945</b>	<b>2226</b>	<b>2623</b>	净利润	646	828	1102	1479
少数股东权益	(2)	(2)	(3)	(5)	资产减值准备	2	29	15	16
股东权益	5020	5599	6371	7406	折旧摊销	70	123	191	246
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5717</b>	<b>6542</b>	<b>8594</b>	<b>10024</b>	公允价值变动损失	(20)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	(1)	(30)	(5)	18
关键财务与估值指标					营运资本变动	78	(556)	(1065)	(449)
每股收益	1.35	1.73	2.30	3.08	其它	(2)	(30)	(16)	(17)
每股红利	0.37	0.52	0.69	0.92	<b>经营活动现金流</b>	<b>774</b>	<b>390</b>	<b>223</b>	<b>1269</b>
每股净资产	10.46	11.67	13.27	15.43	资本开支	(689)	(861)	(861)	(861)
ROIC	17%	16%	17%	19%	其它投资现金流	(723)	482	0	0
ROE	13%	15%	17%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1415)</b>	<b>(379)</b>	<b>(861)</b>	<b>(861)</b>
毛利率	81%	81%	82%	82%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	23%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	26%	26%	26%	支付股利、利息	(178)	(248)	(331)	(444)
收入增长	40%	52%	41%	33%	其它融资现金流	185	47	969	36
净利润增长率	10%	28%	33%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(170)</b>	<b>(201)</b>	<b>638</b>	<b>(408)</b>
资产负债率	12%	14%	26%	26%	<b>现金净变动</b>	<b>(811)</b>	<b>(190)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	货币资金的期初余额	2201	1390	1200	1200
P/E	124.5	97.1	73.0	54.4	货币资金的期末余额	1390	1200	1200	1200
P/B	16.0	14.4	12.6	10.9	企业自由现金流	180	(529)	(676)	389
EV/EBITDA	88.3	78.8	56.9	42.0	权益自由现金流	365	(457)	297	410

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备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。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032