

公司点评
华熙生物 (688363)
医药生物 | 生物制品
营收维持高增，利润短期承压，坚持长期看好
2021年10月28日
评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 219.63-271.90 元
交易数据

当前价格 (元)	158.66
52周价格区间 (元)	133.50-307.00
总市值 (百万元)	76156.80
流通市值 (百万元)	14809.64
总股本 (万股)	48000.00
流通股 (万股)	9334.20

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
华熙生物	-13.73	-31.32	12.52
生物制品	-5.90	-13.11	-16.13

邹建军
分析师

执业证书编号: S0530521080001

0731-84403452

陈诗璐
研究助理

chensl2@cfzq.com

0731-89955711

相关报告:

- 《华熙生物: 华熙生物 (688363.SH) 公司深度: 华匠运技乘风起, 熙朝凝肤玉肌成》 2021-08-13
- 《华熙生物: 华熙生物 (688363.SH) 2021 年半年报点评: 功能性护肤品高增, 生物活性物平台型企业初步成型》 2021-09-01

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	18.86	26.33	43.47	61.93	83.14
归母净利润 (亿元)	5.86	6.46	8.31	12.11	18.38
每股收益 (元)	1.22	1.35	1.73	2.52	3.83
每股净资产 (元)	9.48	10.46	11.66	13.42	16.08
P/E	130.05	117.92	91.59	62.89	41.44
P/B	16.74	15.17	13.60	11.83	9.87

资料来源: Wind、财信证券

投资要点:

➤ **事件概览:** 公司前三季度实现营收 30.12 亿元/+88.68%，归母净利润 5.55 亿元/+26.91%，扣非归母净利润 4.47 亿元/+19.49%。若剔除今年 7200 万元股权激励费用影响，预计公司前三季度实现归母净利 6.18 亿元/+41.10%。公司 Q3 单季实现营收 10.76 亿元/+65.69%，归母净利润 1.95 亿元/+14.22%，扣非归母净利润 1.41 亿元/+0.73%。

➤ **盈利能力: 业务结构调整及新会计准则影响, 毛利率下降, 前期战略投入影响利润表现**

1) **公司毛利率下降, 期间费用率上升。**公司 2021 年前三季度毛利率为 77.79%/-3.09pcts, Q3 单季度毛利率为 77.58%/-4.96pcts, 毛利率下降主要系新会计准则下运费调整至营业成本所致。2021 年前三季度公司期间费用率同比上升 7.94pcts 至 59.54%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化 +5.95pcts/+0.76pcts/+0.40pcts/+0.83pct 至 46.38%/6.69%/6.38%/0.09%，Q3 单季度期间费用率同比上升 7.51pcts 至 61.27%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化 +4.95pcts/+1.52pcts/+2.41pcts/-1.37pcts 至 46.53%/6.93%/7.93%/-0.12%。从细分项来看，公司今年加大研发力度，在基础研发和合成生物方面均有较大投入，且研发人员及在研项目数量增速较快，研发费用同比变化较大，2021 年前三季度公司研发费用同比高增 101.18%至 1.92 亿元，其中 Q3 单季研发费用为 0.85 亿元，同比增长 138.21%；

2) **战略投入期, 公司利润率受影响。**公司 2021 年前三季度归母净利润率同比下降 8.97pcts 至 18.43%，Q3 单季归母净利率同比下降 8.16pcts 至 18.11%。公司今年创新业务亏损（母婴、洗护、功能性食品等）+天津工厂折旧摊销费用+收购的东营佛斯特在整合提升阶段产生亏损，合计亏损金额大约为 8400 万元左右，对公司利润率产生较大影响，但公司处于战略投入期各业务较大的前置投入费用，为后期发展奠定了基础。

➤ **未来发展: 短期业绩略有承压, 长期坚持看好公司从全产业链布局转向生物活性物平台型企业的能力。**短期内，创新业务孵化、医美业务战略调整、产能扩张前期、股权激励影响等多因素叠加下，公司利润

增速低于收入增速。公司依靠底层深厚的科学研究、成熟的中试制造及产业转换技术、不断增强的市场转化能力，现阶段四大业务正在齐发力。原料业务稳健增长，其中化妆品原料业务因 Q3 开拓了新客户增速高达 60%；医美业务在调整期过后，预计将迎来较大的利润释放空间；功能性护肤品业务的四大品牌分梯度逐步发展，整体保持高增长态势，其中核心品牌润百颜已逐渐降低对头部主播依赖，夸迪深耕私域运营费用率呈现下降趋势，米蓓尔凭借面膜及爽肤水两大优势、肌活依靠糙米精华水大单品，流量基础稳定。我们认为，公司 C 端业务占比不断提升，虽短期内或仍有较大销售费用开支，但当医美条线理顺、功能性护肤品各品牌盈利模型跑通后，中长期公司利润有望得到较大程度释放。

- **盈利预测与投资建议：**公司作为全球透明质酸原料龙头，成本优势突出，业务拓展至医疗终端、功能性护肤品、功能性食品板块水到渠成，公司占据优质赛道护城河深厚，值得长期关注。考虑到股权激励费用影响，我们略下调 2021 年公司归母净利润至 8.31 亿元（原为 9.14 亿元），暂维持 2022/2023 年归母净利润 12.11/18.38 亿元不变，EPS 分别为 1.73/2.52/3.83 元，营业收入增速分别为 65.11%/42.48%/34.25%，归母净利润增速分别为 28.75%/45.64%/51.75%，当前市值对应业绩分别为 92x/63x/41xPE。基于可比公司估值情况（见表 1），我们调整公司 2022 年合理市值区间至 1054—1305 亿元，对应的合理价格区间为 219.63—271.90 元，对应 2022 年 PE 为 87—108x，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**竞争对手产能扩容；新拓展领域进展不及预期；行业竞争加剧；新产品市场接受度不及预期；整容医疗事故风险。

表 1：可比公司估值情况及公司市值测算（单位：亿元）

业务板块	可比公司	可比公司估值 (基于2021年业绩预测)	公司2022年业绩预测	给予公司2022年估值	市值区间	
原料业务	奇华顿	49xPE	5.46	35-40xPE	221.60	253.26
医疗终端业务	爱美客	83xPS	9.43	60-65xPS	565.97	613.13
	昊海生科	42xPS				
功能性护肤品业务	贝泰妮	22xPS	42.77	6-10xPS	256.64	427.74
	上海家化 珀莱雅	4xPS 7xPS				
功能性食品业务	FANCL	15.39	-	*按7%-8%对公司未来5年功能性食品业务市值进行折现	10	11
市值合计					1054.21	1305.12

资料来源：Wind、财信证券

注：公司 2022 年业绩预测栏中，原料业务为净利润预测值，医疗终端、功能性护肤品业务均为营收预测值；FANCL 的估值为 2015 年营养辅助食品业务市值

财务预测摘要

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1886	2633	4347	6193	8314	流动资产	3771	3664	3798	5026	6721
营业成本	384	489	841	1108	1407	现金	2201	1390	516	732	1271
税金及附加	26	34	57	82	108	应收票据及应收账款	393	389	773	1102	1479
营业费用	521	1099	2010	2795	3575	其他应收款	7	35	39	56	75
管理费用	182	162	297	415	543	预付账款	37	45	72	103	138
研发费用	94	141	288	409	565	存货	315	477	698	920	1168
财务费用	-12	-1	-3	-2	-4	其他流动资产	817	1328	1699	2114	2590
资产减值损失	-4	-16	-4	-1	-2	非流动资产	1201	2053	2792	2679	2568
信用减值损失	-11	-25	-16	0	0	长期投资	15	18	18	17	17
其他收益	23	53	116	30	25	固定资产	460	627	1571	1621	1666
公允价值变动收益	0	3	2	0	0	无形资产	385	427	467	443	418
投资净收益	0	34	27	9	15	其他非流动资产	341	982	736	598	468
资产处置收益	0	0	-3	0	0	资产总计	4972	5717	6589	7705	9289
营业利润	700	757	979	1425	2156	流动负债	366	553	848	1123	1433
营业外收入	6	5	1	2	5	短期借款	0	24	0	0	0
营业外支出	5	3	4	4	2	应付票据及应付账款	95	197	250	329	418
利润总额	701	759	977	1423	2159	其他流动负债	271	332	598	794	1014
所得税	116	114	147	214	324	非流动负债	56	146	146	146	146
净利润	585	645	830	1209	1835	长期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2	其他非流动负债	56	146	146	146	146
归属母公司净利润	586	646	831	1211	1838	负债合计	422	699	994	1269	1578
EBITDA	751.57	833.41	1080.68	1533.13	2266.30	少数股东权益	-1	-2	-3	-4	-7
EPS(元)	1.22	1.35	1.73	2.52	3.83	股本	480	480	480	480	480
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本公积	3452	3452	3452	3452	3452
经营活动现金流	365	705	240	579	1087	留存收益	619	1088	1666	2508	3786
净利润	585	645	830	1209	1835	归属母公司股东权益	4550	5020	5598	6440	7718
折旧摊销	63	75	106	112	110	负债和股东权益	4972	5717	6589	7705	9289
财务费用	-12	-1	-3	-2	-4						
投资损失	-0	-34	-27	-9	-15						
营运资金变动	-270	25	-689	-737	-847						
其他经营现金流	-0	-5	22	6	6						
投资活动现金流	-1247	-1331	-840	4	9						
资本支出	456	673	845	0	0						
长期投资	0	-11	0	0	0						
其他投资现金流	-1703	-1994	-1685	4	9						
筹资活动现金流	2224	-160	-275	-367	-556						
短期借款	-40	24	-24	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
其他筹资现金流	2264	-184	-251	-367	-556						
现金净增加额	1348	-798	-874	216	539						
重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
营业收入(百万元)	1886	2633	4347	6193	8314						
YoY(%)	49.3	39.6	65.1	42.5	34.2						
净利润(百万元)	586	646	831	1211	1838						
YoY(%)	38.2	10.3	28.7	45.6	51.8						
毛利率(%)	79.7	81.4	80.7	82.1	83.1						
净利率(%)	31.1	24.5	19.1	19.6	22.1						
ROE(%)	12.9	12.9	14.9	18.8	23.8						
EPS(摊薄/元)	1.22	1.35	1.73	2.52	3.83						
P/E(倍)	130.0	117.9	91.6	62.9	41.4						
P/B(倍)	16.7	15.2	13.6	11.8	9.9						

资料来源: Wind、财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438