

华熙生物 (688363.SH)

收购益而康 51% 股权，正式进军胶原蛋白产业

核心观点:

- **事件:** 根据公司官方公众号新闻, 4月15日, 华熙生物与中煤地质集团有限公司正式签署《产权交易合同》, 以人民币 2.33 亿元收购北京益而康生物工程有限公司 51% 的股权, 正式进军胶原蛋白产业。
- **点评:** 益而康经营状况良好, 2019 年、2020 年及 2021 年 1-11 月, 分别实现营收 8725.25 万元、7928.50 万元、7567.98 万元; 净利润 2480.65 万元、1097.06 万元、1309.14 万元。其长期深耕胶原蛋白类医疗终端产品, 核心产品包括胶原蛋白海绵和人工骨, 均为国家三类医疗器械, 属于动物胶原蛋白。根据国家药监局, (1) 胶原蛋白海绵由牛腩筋肌腱制成, 有效成分为 I 型胶原蛋白, 产品外观呈白色海绵状, 植入体内可完全吸收, 适用于人体局部止血、愈创及填充; (2) 人工骨主要成分为 I 型胶原蛋白和羟基磷灰石, 其中羟基磷灰石含量为 60%, 胶原蛋白来源于牛跟腱, 产品适用于各类骨折缺损的修复与植骨融合。
- **盈利预测与投资建议:** 华熙生物是全球知名的生物科技公司 and 生物活性材料公司, 在透明质酸领域已经是全球最大的透明质酸研发、生产、销售企业, 占据全球透明质酸 43% 的市场份额。胶原蛋白和透明质酸都是广泛分布于人体的重要物质, 应用领域涉及医疗健康、护肤品、食品等。此前公司自主研发 III 型胶原蛋白原料已完成关键技术突破, 胶原蛋白终端产品同步开发, 今年年底有望上市。此次股权收购后, 公司将形成动物胶原蛋白、重组胶原蛋白、透明质酸三大布局, 生物活性物产品管线以及医疗终端产品管线将更加丰富, 对公司未来业务的可持续性发展起到有力支撑。预计公司 22-24 年实现归母净利润 10.2、13.4、17.9 亿元, 我们维持公司合理价值 143.43 元/股的观点不变, 维持“增持”评级。
- **风险提示.** 新品研发和注册失败; 核心技术人员流失; 产品竞争加剧。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,633	4,948	7,006	9,683	13,106
增长率 (%)	39.6	87.9	41.6	38.2	35.4
EBITDA (百万元)	794	1,038	1,372	1,782	2,322
归母净利润 (百万元)	646	782	1,023	1,343	1,792
增长率 (%)	10.3	21.1	30.8	31.2	33.5
EPS (元/股)	1.35	1.63	2.13	2.80	3.73
市盈率 (x)	108.83	95.28	55.09	41.99	31.45
ROE (%)	12.9	13.7	15.2	16.6	18.2
EV/EBITDA (x)	86.80	70.35	39.75	29.92	22.28

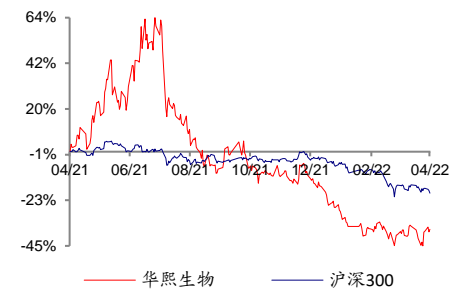
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

当前价格	117.43 元
合理价值	143.43 元
前次评级	增持
报告日期	2022-04-20

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

请注意, 嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

华熙生物 (688363.SH): 坚 2022-03-11

守科技与创新, 步入精细化

运营阶段

联系人:

王薇 021-38003648

gzwangw@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,664	3,984	5,014	6,832	9,229	经营活动现金流	705	1,276	617	1,547	1,919
货币资金	1,390	1,807	2,141	3,369	4,930	净利润	645	776	1,014	1,331	1,777
应收及预付	422	489	925	1,209	1,597	折旧摊销	75	161	246	273	290
存货	477	709	952	1,238	1,664	营运资金变动	25	473	-644	-93	-224
其他流动资产	1,375	979	996	1,015	1,037	其它	-40	-134	1	36	76
非流动资产	2,053	3,520	3,566	3,585	3,587	投资活动现金流	-1,331	-990	-283	-318	-358
长期股权投资	18	19	21	23	25	资本支出	-763	-784	-241	-256	-275
固定资产	627	1,609	1,554	1,485	1,404	投资变动	-11	-140	-42	-42	-42
在建工程	618	517	555	590	621	其他	-558	-66	0	-20	-41
无形资产	427	467	489	500	511	筹资活动现金流	-160	-71	0	0	0
其他长期资产	364	907	947	987	1,027	银行借款	24	174	0	0	0
资产总计	5,717	7,504	8,580	10,417	12,816	股权融资	0	10	0	0	0
流动负债	553	1,401	1,462	1,968	2,591	其他	-184	-255	0	0	0
短期借款	24	0	0	0	0	现金净增加额	-798	195	334	1,229	1,561
应付及预收	197	691	525	741	989	期初现金余额	2,188	1,390	1,807	2,141	3,369
其他流动负债	332	710	938	1,227	1,601	期末现金余额	1,390	1,585	2,141	3,369	4,930
非流动负债	146	401	401	401	401						
长期借款	0	144	144	144	144						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	146	257	257	257	257						
负债合计	699	1,801	1,863	2,369	2,991						
股本	480	480	480	480	480						
资本公积	3,452	3,569	3,569	3,569	3,569						
留存收益	1,088	1,674	2,697	4,040	5,832						
归属母公司股东权益	5,020	5,699	6,722	8,065	9,857						
少数股东权益	-2	3	-5	-17	-32						
负债和股东权益	5,717	7,504	8,580	10,417	12,816						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,633	4,948	7,006	9,683	13,106
营业成本	489	1,085	1,517	2,064	2,725
营业税金及附加	34	58	82	126	183
销售费用	1,099	2,436	3,433	4,754	6,448
管理费用	162	303	434	620	852
研发费用	141	284	413	610	865
财务费用	-1	0	-39	-55	-83
资产减值损失	-16	-30	-10	-10	-10
公允价值变动收益	3	7	0	0	0
投资净收益	34	21	0	-20	-41
营业利润	757	906	1,155	1,533	2,064
营业外收支	2	-15	9	-5	-24
利润总额	759	890	1,164	1,528	2,040
所得税	114	115	150	197	263
净利润	645	776	1,014	1,331	1,777
少数股东损益	-1	-7	-9	-12	-15
归属母公司净利润	646	782	1,023	1,343	1,792
EBITDA	794	1,038	1,372	1,782	2,322
EPS (元)	1.35	1.63	2.13	2.80	3.73

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	39.6%	87.9%	41.6%	38.2%	35.4%
营业利润增长	8.2%	19.6%	27.6%	32.7%	34.6%
归母净利润增长	10.3%	21.1%	30.8%	31.2%	33.5%
获利能力					
毛利率	81.4%	78.1%	78.3%	78.7%	79.2%
净利率	24.5%	15.7%	14.5%	13.7%	13.6%
ROE	12.9%	13.7%	15.2%	16.6%	18.2%
ROIC	12.1%	12.7%	14.0%	15.7%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	12.2%	24.0%	21.7%	22.7%	23.3%
净负债比率	13.9%	31.6%	27.7%	29.4%	30.4%
流动比率	6.63	2.84	3.43	3.47	3.56
速动比率	5.68	2.28	2.69	2.75	2.83
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.66	0.82	0.93	1.02
应收账款周转率	7.07	12.47	8.83	9.38	9.61
存货周转率	5.52	6.98	7.36	7.82	7.88
每股指标 (元)					
每股收益	1.35	1.63	2.13	2.80	3.73
每股经营现金流	1	3	1	3	4
每股净资产	10.46	11.87	14.00	16.80	20.54
估值比率					
P/E	108.83	95.28	55.09	41.99	31.45
P/B	14.00	13.08	8.39	6.99	5.72
EV/EBITDA	86.80	70.35	39.75	29.92	22.28

广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
- 童若琰：高级研究员，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级研究员，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。