2021 年 03 月 31 日
公司研究●证券研究报告

华熙生物（688363.SH）

公司快报

全年业绩正增长，品牌建设推动 C 端成果显现

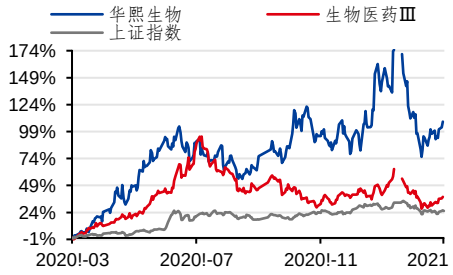
医药 | 生物医药 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2021-03-31)	154.20 元

交易数据

总市值（百万元）	76,041.60
流通市值（百万元）	14,787.23
总股本（百万股）	480.00
流通股本（百万股）	93.34
12 个月价格区间	75.60/229.45 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.62	14.52	76.14
绝对收益	-1.3	15.32	101.43

分析师 王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

分析师 吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

华熙生物：年度业绩符合预期，透明质酸龙头快速增长 2020-04-30

华熙生物：技术优势夯实价格壁垒，下游延伸实现高增长 2019-11-15

华熙生物：全球玻尿酸销量第一，技术优势夯实龙头地位 2019-10-21

事件

公司披露年报，全年实现营收 26.33 亿元/+39.63%，归母净利 6.46 亿元/+10.29%，扣非归母净利 5.68 亿元/+0.13%，基本每股收益 1.35 元，拟每 10 股派现金红利 4.1 元（含税）。

投资要点

◆ **全年业绩正增长，疫情后业绩逐季改善：**营收端，全年营收高增长，一是品牌建设大幅投入推动功能性护肤品销量，护肤品营收增长 112%，占公司营收比例达 51%，二是医疗终端产品在疫情受控后需求回暖，推动业务营收复苏。

净利端，营收大幅增长并未推动归母净利相应增长，主要源于公司护肤品品牌建设处于关键时期，大力营销推广及使用 KOL 推升销售费用率。分季度看，公司 Q1~Q4 扣非净利分别变动-13.6%、-9.9%、-5.7%、+25.4%，疫情后业绩逐季改善。

◆ **品牌建设投入大幅推升护肤品营收，原料业务需求有望于 21 年回暖：**分业务看，2020 年公司原料产品、医疗终端产品、护肤品分别实现营收 7.03 亿元、5.76 亿元、13.46 亿元，分别占比 27%、22%、51%。其中品牌知名度推升功能性护肤品营收，占比较 19 年大幅增长，

原料方面，(增长、市场空间、公司研发优势)，2020 年公司透明质酸原料业务营收降低 7.6%，主要源于受疫情影响，透明质酸原料需求下滑，Frost&Sullivan 预计全球透明质酸原料需求量由 2019 年的 580 吨降至 2020 年的 450 吨，公司凭借龙头优势，取得优于行业的表现。2020 年预计为阶段性影响，市场对透明质酸原料的需求有望于 2021 年恢复，且据 Frost&Sullivan，2020 年至 2024 年，医药级、化妆品级、食品级透明质酸原料市场仍有望取得 20%、34%、21%的快速增长。公司凭借过去的专利以及持续约占 3%~5%营收的研发投入，维持公司产业化规模的国际前列地位。另有 1 月初食品级透明质酸获得国内资质，透明质酸食品空间打开。

医疗终端产品方面，2020 年公司医疗终端产品营收增长近 18%，较上半年的有所下滑明显好转，下半年疫情逐步受控后，国内医美需求回暖，公司积极参加骨科、眼科学术交流，开展疫情期间的推广活动，推动下半年复苏。其中，皮肤类产品实现营收 4.3 亿元/+9.7%，骨科类注射液产品营收 0.9 亿元/+10.4%。公司下半年正式推出含微交联技术及利多卡因缓释技术的润致“娃娃针”具有较强竞争力。未来公司将继续加快医美产品管线布局，预计 21 年年中推出整合升级后的全新润致系列产品，提升市场竞争力。

护肤品方面，受益于化妆品行业的双位数增长、化妆品线上化趋势延续、公司品牌投入及 KOL 的大量使用，2020 年公司功能性护肤品营收增长 112%至 13.46 亿元。其中润百颜品牌营收 5.65 亿元/+65%，夸迪品牌营收 3.91 亿元/+513%，米蓓尔品牌营收 1.99 亿元/+136%，BM 肌活品牌营收 1.13 亿元/+45.71%，其他品牌营收 0.78 亿元。2020 年为公司护肤品品牌建设元年，公司以润百颜为重心，全力打造透明质酸全球领导品牌形象，贡献大部分营收增量。未来公司将持续构建护肤品大中台，

提升整体运营效率，并助力护肤品实现更高量级业务规模。

◆ **整体毛利率微升，品牌建设影响全年净利率：**盈利能力方面，全年公司三项业务毛利率小幅波动，整体毛利率由产品结构变化推升 1.7pct 至 81.4%。公司医疗终端产品在疫情后需要复苏，护肤品正处于品牌建设的关键阶段，因此加大广告营销投放，全年公司发生广告宣传费 1.25 亿元/+38%，线上推广服务费 4.93 亿元/+374%，使销售费用率大幅上升 14.1pct 至 41.8%，另有规模提升降低管理费用率 3.1pct 至 11.51%，延续研发高投入使研发费用率微升 0.4pct 至 5.4%，最终公司期间费用率提升 11.6pct 至 53.2%，使净利率降低 6.5pct 至 24.5%，使全年营收大幅增长，但利润增幅有限。

存货方面，2020 年末公司存货提升 51.6%至 4.77 亿元，占营收比例提升 1.4pct 至 18.1%，主要源于公司规模增加后，原材料及备货相应增加。

现金流方面，全年公司经营活动现金流流入、流出分别下降 1%、增加 0.1%，使经营活动现金净流量下降 14%。分季度看，公司 Q2、Q4 以及 2019 年 Q4 的经营活动现金净流量均处于较低水平，预计为品牌建设处于关键时期，公司加大推广力度所致。

◆ **激励计划强化员工积极性，彰显公司长期发展信心：**年初公司披露限制性股票激励计划，拟授予 206 人累计不超公司总股本的 1%的股票，本次激励计划涉及任职的董事、高管、核心技术人员以及骨干员工，向核心员工分享公司增长机遇并建立更深层次的利益绑定，强化员工积极性。本次增长计划考核分别对营收及归母净利设置目标，并设有基础目标及挑战目标，且均已 2019 年为基期。其中，公司 2020 年至 2024 年营收目标年复合增长 12%~16%，归母净利目标年复合增长 8.3%~11%。

◆ **投资建议：**华熙生物技术优势夯实原料壁垒，医美产品受益行业扩张，化妆品品牌建设取得成绩，食品类打开增长空间，激励计划彰显公司信心。

我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 1.62、2.09 和 2.53 元。净资产收益率分别为 13.9%、16.0%和 17.1%。目前公司 PE（21E）约 96 倍，PEG*（21E）约 4 倍，我们看好公司在透明质酸领域的领先地位，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**技术更新换代或对公司研发能力存在挑战；原料行业多公司产能大幅扩张或加剧市场竞争；流量分散化及 KOL 高成本加大新品牌、新品类培育难度。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,886	2,633	3,681	4,839	6,050
YoY(%)	49.3	39.6	39.8	31.5	25.0
净利润(百万元)	586	646	775	1,003	1,215
YoY(%)	38.2	10.3	20.1	29.3	21.2
毛利率(%)	79.7	81.4	81.5	81.8	82.1
EPS(摊薄/元)	1.22	1.35	1.62	2.09	2.53
ROE(%)	12.9	12.9	13.9	16.0	17.1
P/E(倍)	126.4	114.6	95.5	73.8	60.9
P/B(倍)	16.3	14.7	13.3	11.8	10.4
净利率(%)	31.1	24.5	21.1	20.7	20.1

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3771	3664	4038	5093	6768
现金	2,201	1,390	1,472	1,935	2,820
应收票据及应收账款	380	412	740	766	1,335
预付账款	37	45	60	62	118
存货	315	477	395	926	1,057
其他流动资产	837	617	648	681	715
非流动资产	1,201	2,053	2,499	2,887	2,934
长期投资	15	18	18	18	18
固定资产	460	627	1009	1470	1697
无形资产	385	427	422	418	414
其他非流动资产	78	274	291	310	329
资产总计	4972	5717	6537	7980	9702
流动负债	366	553	761	1393	2100
短期借款	0	24	1	24	0
应付票据及应付账款	95	197	146	270	150
其他流动负债	194	262	500	955	1826
非流动负债	**56**	**146**	**217**	**325**	**492**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	56	146	217	325	492
负债合计	422	699	977	1719	2592
少数股东权益	-1	-2	-3	-4	-5
股本	480	480	480	480	480
资本公积	3452	3452	3452	3452	3452
留存收益	620	1088	1631	2333	3184
归属母公司股东权益	4550	5020	5563	6265	7115
负债和股东权益	4972	5717	6537	7980	9702

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	365	705	830	1232	1458
净利润	585	645	775	1003	1215
折旧摊销	63	75	111	174	218
财务费用	-12	-1	-14	-17	-23
投资损失	-0	-34	-36	-38	-40
营运资金变动	-1102	207	-6	111	90
其他经营现金流	832	-187	-1	-1	-2
投资活动现金流	-1247	-1331	-506	-507	-208
筹资活动现金流	2224	-160	-242	-261	-365

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	1.22	1.35	1.62	2.09	2.53
每股经营现金流(最新摊	0.76	1.47	1.73	2.57	3.04
每股净资产(最新摊薄)	9.48	10.46	11.59	13.05	14.82

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1886	2633	3681	4839	6050
营业成本	384	489	683	881	1082
营业税金及附加	26	34	48	63	79
营业费用	521	1099	1527	2081	2662
管理费用	182	162	368	435	545
研发费用	94	141	184	242	303
财务费用	-12	-1	-14	-17	-23
资产减值损失	-4	-16	0	1	0
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	0	34	36	38	40
营业利润	700	757	920	1190	1443
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	5	3	3	3	3
利润总额	701	759	922	1192	1445
所得税	116	114	148	191	231
税后利润	585	645	774	1002	1214
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	586	646	775	1003	1215
EBITDA	743	831	1017	1348	1637

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	49.3	39.6	39.8	31.5	25.0
营业利润(%)	33.4	8.2	21.5	29.4	21.2
归属于母公司净利润(%)	38.2	10.3	20.1	29.3	21.2
获利能力					
毛利率(%)	79.7	81.4	81.5	81.8	82.1
净利率(%)	31.1	24.5	21.1	20.7	20.1
ROE(%)	12.9	12.9	13.9	16.0	17.1
ROIC(%)	68.1	28.6	28.8	32.2	36.1
偿债能力					
资产负债率(%)	8.5	12.2	15.0	21.5	26.7
流动比率	10.3	6.6	5.3	3.7	3.2
速动比率	9.5	5.8	4.8	3.0	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.4	6.7	6.5	6.7	6.0
应付账款周转率	24.1	18.0	21.5	23.3	28.8
估值比率					
P/E	126.4	114.6	95.5	73.8	60.9
P/B	16.3	14.7	13.3	11.8	10.4
EV/EBITDA	50.8	81.7	70.3	52.7	42.8

资料来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn