华熙生物（688363）

2020 年年报点评：营收+39.6%，透明质酸龙头“颜值经济”品牌化持续提速

买入（维持）

2021 年 03 月 31 日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,633	3,424	4,374	5,529
同比（%）	39.6%	30.0%	27.8%	26.4%
归母净利润（百万元）	646	788	938	1,107
同比（%）	10.3%	22.1%	19.0%	17.9%
每股收益（元/股）	1.35	1.64	1.95	2.31
P/E（倍）	117.74	96.46	81.05	68.72

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

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年年度报告。2020 年实现营收 26.33 亿元，同比+39.63%；归母净利润 6.46 亿元，同比+10.29%；扣非归母净利润 5.68 亿元，同比+0.13%。公司拟每 10 股派发现金红利 4.10 元，预计派发现金红利总额为 1.97 亿元，占归母净利润的 30.47%。

  分季度看，Q1-Q4 单季度营收增速分别为 3.5%/27.7%/35.7%/73.4%，归母净利润增速分别为 0.8%/0.7%/12.8%/23.0%，扣非归母净利润增速分别同比变化-13.6%/-9.9%/5.7%/+25.4%。公司营收和净利润增速逐季加速，Q4 增速强劲。

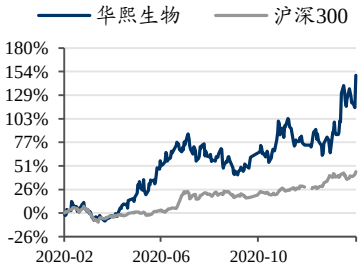
- **公司整体毛利率较为稳定，销售费用增加较快短期影响净利率，规模效应下管理费用率有所下降。**2020 年公司毛利率为 81.4%，同比提升 1.8pct，毛利率总体较为稳定。从费用端看，2020 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.8%/6.2%/5.4%/-0.02%，分别同比变化+14.1pct/-3.5pct/+0.4pct/+0.6pct。2020 年公司销售费用率同比提升较快，主要系 2020 年为“品牌元年”战略性增加品牌投入以及功能性护肤业务线上推广费用增加。规模效应的发挥使得管理费用率有所下降。2020 年公司净利率为 24.50%，同比下降 6.5pct。

- **透明质酸“四位一体”龙头，多品牌、多品类的大消费集团路径清晰。**公司业务涵盖原料、医疗终端、功能性护肤品和功能性食品板块，2020 年原料/医疗终端/功能性护肤品分别实现营收 7.03/5.76/13.46 亿元，分别同比变化 -7.5%/+17.8%/+112.2%，营收占比分别为 26.7%/21.9%/51.2%。**（1）原料：**受全球疫情影响，2020 年营收略降，长期前景仍较为稳健，生物活性物平台已基本构建；**（2）医疗终端：**2020 年下半年恢复性增长，2021 年起将加快对医美产品管线的布局；**（3）功能性护肤品：**润百颜、夸迪、米蓓尔和 BM 肌活为前四大品牌，持续高速增长；**（4）功能性食品：**发展初级阶段，1 月和 3 月分别推出功能性食品品牌“黑零”和“水肌泉”。

- **投资建议：**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。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 7.88/9.38/11.07 亿元，同比增速分别为 22.1%/19.0%/17.9%，对应 96/81/69X，公司 5-10 年内原料/化妆品/医美产品/食品产品等各业务板块均有较大发展空间，结合公司上游透明质酸研发，制造的突出优势，下游消费品多品牌化运营能力，看好公司以透明质酸为核心，从“中国制造”到“中国品牌”的发展路径和能力，维持买入评级。

- **风险提示：**竞争加剧，食品安全，行业监管风险，产品推广不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	158.42
一年最低/最高价	75.41/229.45
市净率(倍)	19.89
流通 A 股市值(百万元)	19413.26

基础数据

每股净资产(元)	10.46
资产负债率(%)	12.22
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）：功能性食品对华熙意味着什么？——从中国制造到中国品牌，多品牌大集团可期》2021-01-26

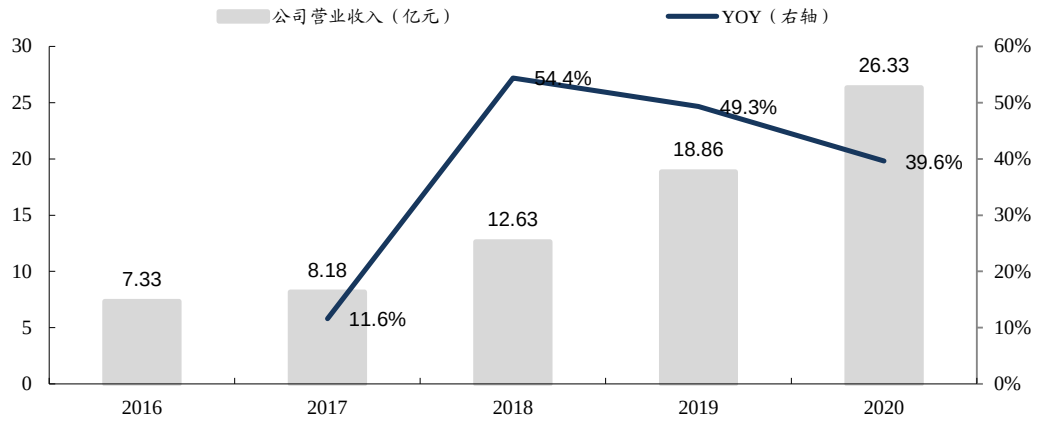
2、《华熙生物（688363）：三位一体，产业链贯通的医美大玩家》2020-10-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：发布 2020 年年报，营收高增，毛利率较为稳定

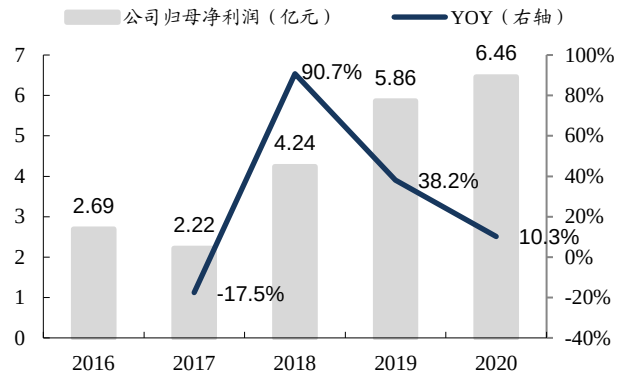
3 月 30 日，华熙生物发布 2020 年年度报告。2020 年实现营收 26.33 亿元，同比+39.63%；归母净利润 6.46 亿元，同比+10.29%；扣非归母净利润 5.68 亿元，同比+0.13%。公司拟每 10 股派发现金红利 4.10 元，预计派发现金红利总额为 1.97 亿元，占归母净利润的 30.47%。

图 1：公司营业收入规模与增速（分年度）



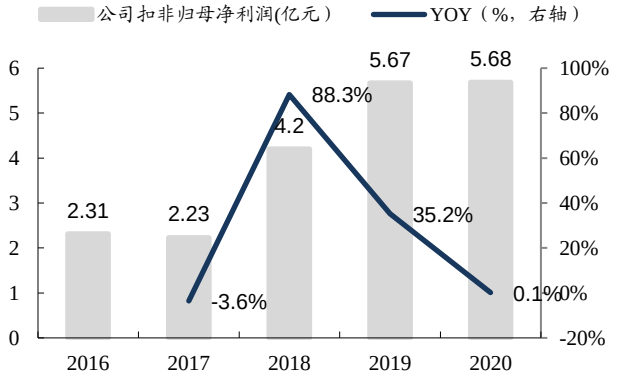
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：公司归母净利润规模及增速（分年度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

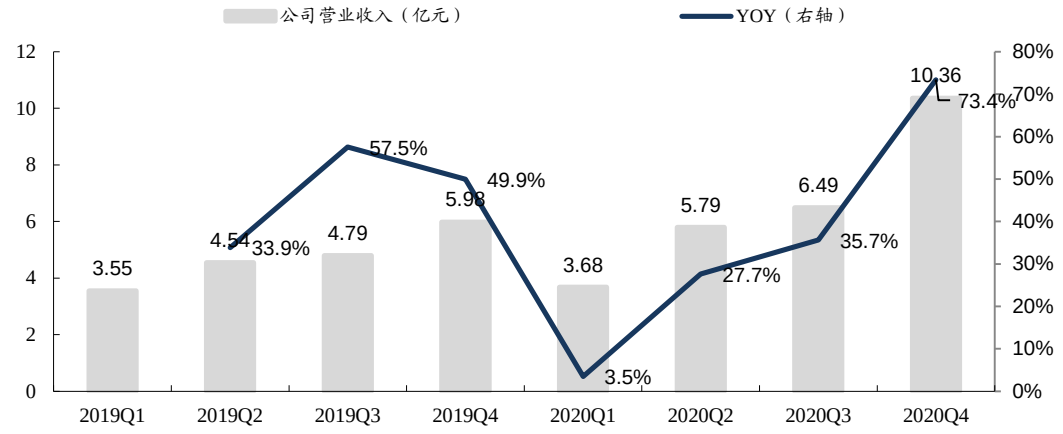
图 3：公司扣非归母净利润规模及增速（分年度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

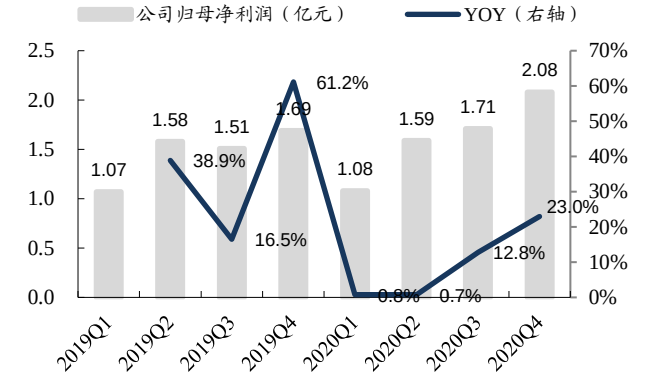
分季度看，公司营收和净利润增速逐季加速，Q4 增速强劲。2020 年 Q1-Q4 单季度公司分别实现营收 3.68/5.79/6.49/10.36 亿元，分别同增 3.50%/27.66%/35.65%/73.38%。2020 年 Q1-Q4 单季度公司分别实现归母净利润 1.08/1.59/1.71/2.08 亿元，分别同增 0.77%/0.74%/12.78%/22.98%。2020 年 Q1-Q4 单季度公司分别实现扣非归母净利润 0.94/1.40/1.40/1.94 亿元，分别同比变化-13.56%/-9.88%/-5.72%/+25.38%。

图 4：公司营业收入规模与增速（分季度）



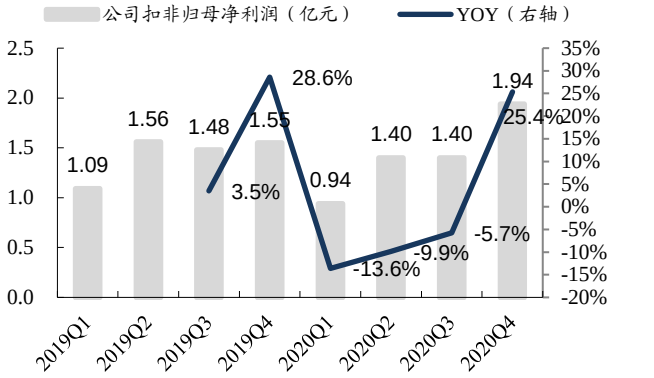
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司归母净利润规模及增速（分季度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

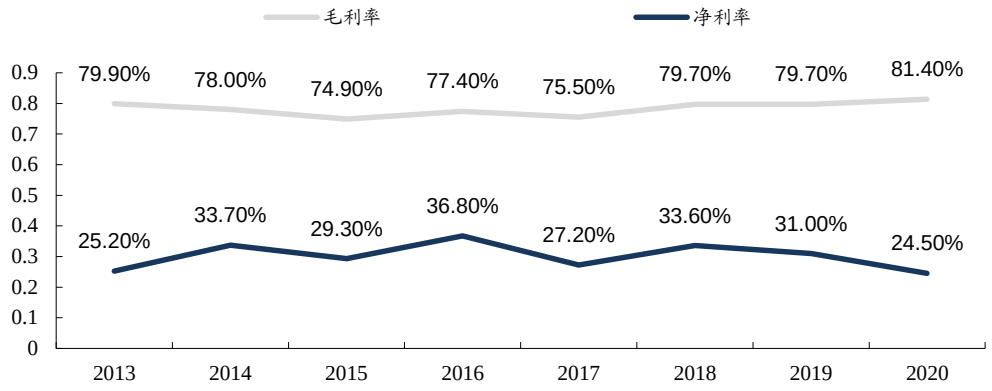
图 6：公司扣非归母净利润规模及增速（分季度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

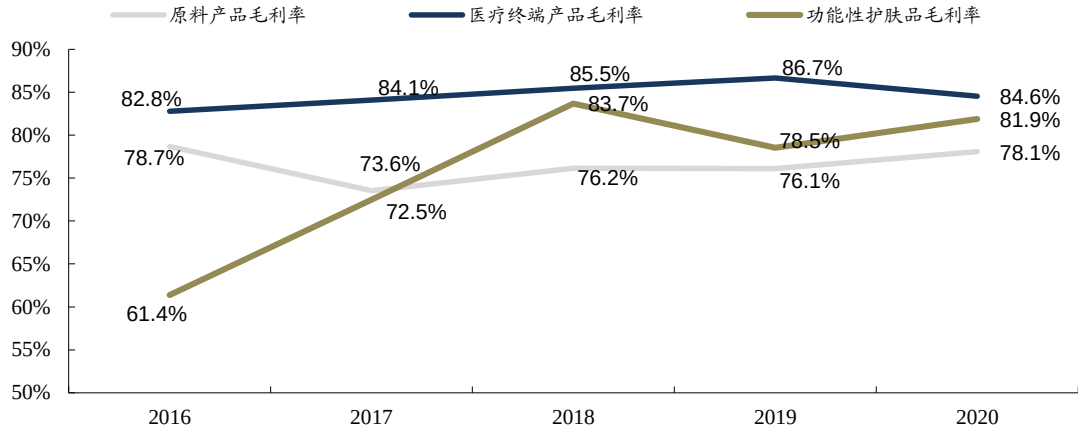
公司整体毛利率较为稳定，其中功能性护肤毛利率略有提升，销售费用增加较快短期影响净利率。2020 年公司毛利率为 81.4%，同比提升 1.8pct，毛利率总体较为稳定。具体来看，2020 年原料/医疗终端/功能性护肤品毛利率分别为 78.1%/84.6%/81/9%，分别同比变化+2pct/-2.1pct/+3.4pct，功能性护肤品多品牌毛利率有所提升。2020 年公司净利率为 24.50%，同比下降 6.5pct，主要系销售费用增加较快。

图 7：近年来公司毛利率大体稳定，净利率小幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：2016-2020 年公司各业务毛利率变化



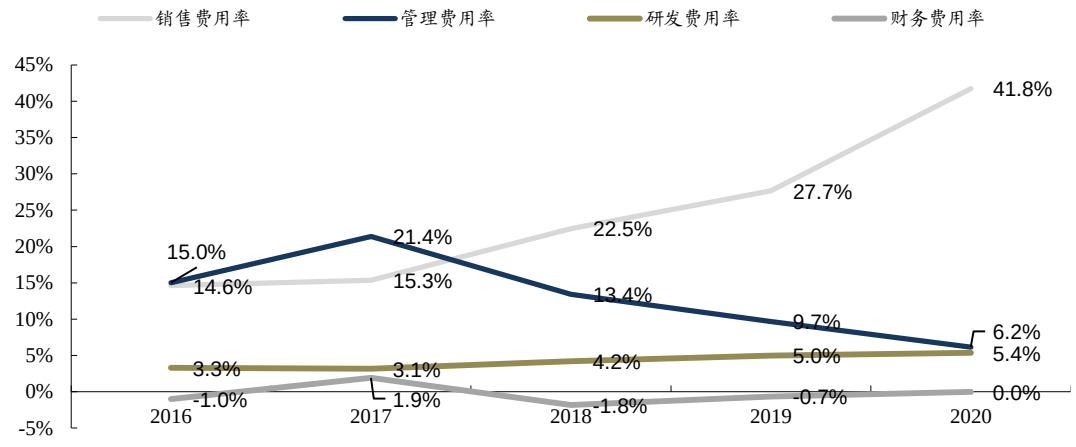
数据来源：Wind，东吴证券研究所

费用率：①积极开拓终端消费业务，导致销售费用率持续增长。2020 年公司销售费用率为 41.8%，同比提升 14.1pct，主要系 2020 年为“品牌元年”战略性增加品牌投入以及功能性护肤业务线上推广费用增加。**②管理费用率呈下降趋势，规模效应逐渐凸显。**管理费用率从 2017 年峰值的 21.4%下降至 2020 年的 6.2%，主要得益于公司规模持续快速增长产生的规模效应。**③保持研发投入，维持研发实力，研发费用率小幅增长。**公司研发费用率小幅增长，从 2019 年的 5.0%上升至 2020 年的 5.4%，2020 年公司研发人员数量为 377 人，较 2019 年增加 98 人。

截至 2020 年 12 月 31 日，公司已申请专利 341 项，其中已获授权专利 85 项。2020 年，公司围绕生物活性物绿色制造及在骨科、眼科、整形外科、普外科等医药和医疗器械领域、功能性护肤品和功能性食品等领域应用开展了 123 项研发项目，包括多项生物活性物的研发、多款交联玻璃酸钠注射液的开发、护肤品新系列研发和 GABA 口服液、改善睡眠胶囊等食品保健品等。2020 年公司共取得 3 款产品获得三类医疗器械注册证，5 款化妆品取得特殊化妆品产品认证。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：2020 年公司销售费用率有所提升，管理费用率有所下降

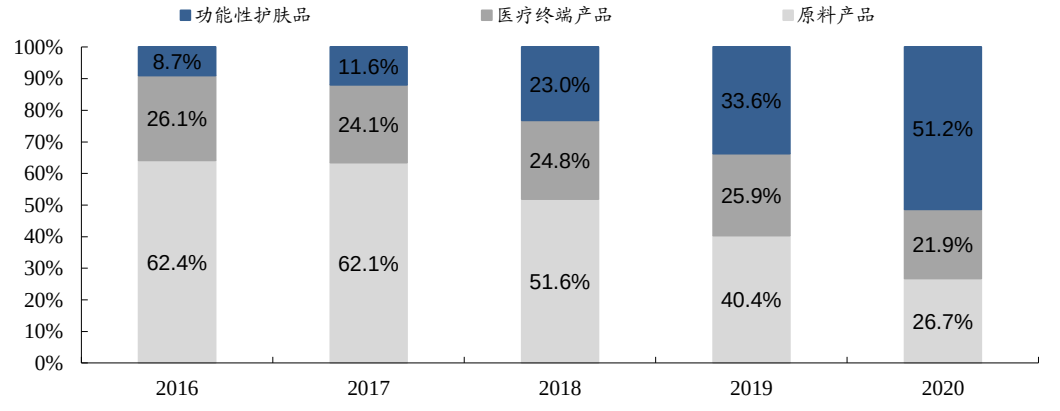


数据来源：Wind，东吴证券研究所

点评：透明质酸“四位一体”龙头，多品牌、多品类的大消费集团路径清晰

公司是透明质酸的“四位一体”龙头。目前的四大板块主要包括原料、医疗终端、功能性护肤品和功能性食品板块，2020 年原料/医疗终端/功能性护肤品收入占比分别为 27%/22%/51%。功能性食品因为 2021 年初刚发布，目前体量还较小。公司的发展路径逐步清晰，即以上游原料业务为基础，覆盖医美、护肤品、食品等个人消费品领域的大消费集团，消费品板块占比呈不断提升趋势。

图 10：公司消费品板块占比不断提升



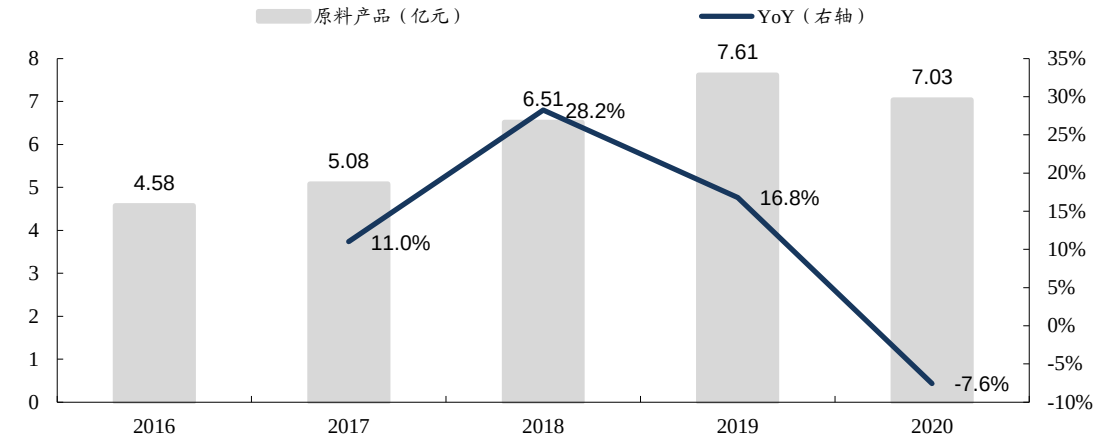
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

（1）受全球疫情影响，2020 年原料业务营收略降，长期前景仍较为稳健，生物活性物平台基本构建。2020 年公司原料业务实现营收 7.03 亿元/-7.6%。2020 年原料业务营收略有下降，主要系全球疫情影响日本、欧美等地国际客户业务，出现延迟下单、减少下单的现象。随着疫情逐步消退以及公司积极采取策略应对，长期发展前景仍较为稳健。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

随着公司高科技生物活性物平台公司格局基本形成，除了核心物质透明质酸全产业链优势进一步巩固外，γ-氨基丁酸、聚谷氨酸钠、依克多因等其他生物活性物实现量产并初步实现规模化销售，2020 年其他生物活性物原料业务收入同增约 30%。另外，2020 年，公司新上市化妆品级原料产品 2 个，分别为超高分子聚谷氨酸钠和超活麦角硫因。

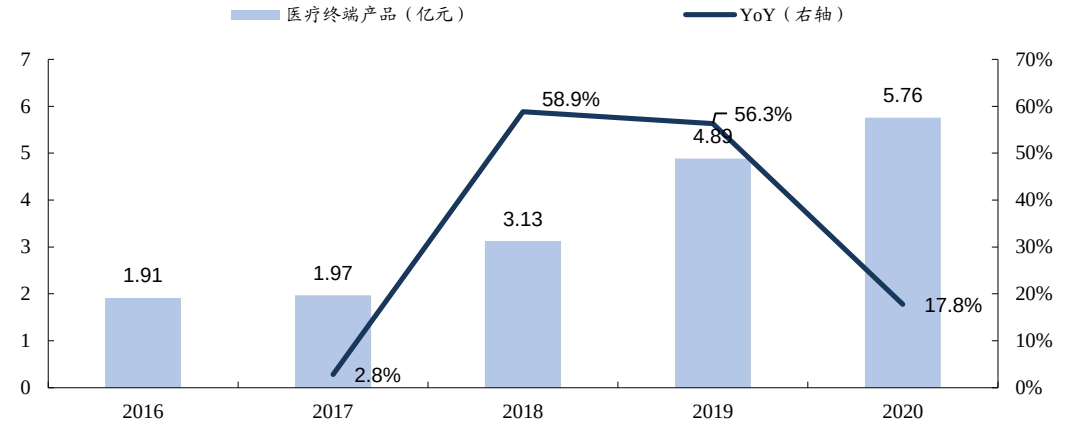
图 11：公司原料业务营收规模及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

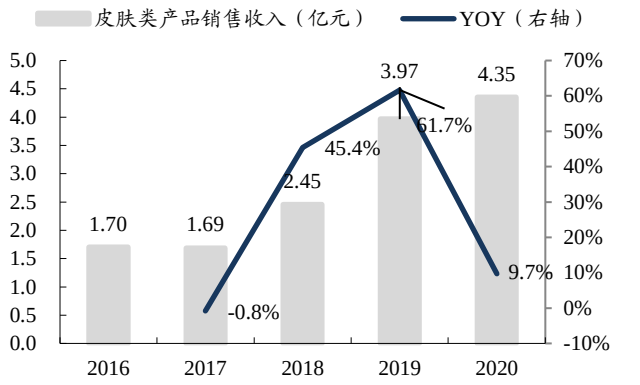
（2）医疗终端业务 2020 年下半年恢复性增长，2021 年起将加快对医美产品管线的布局。2020 年公司医疗终端业务营收为 5.76 亿元/+17.8%，2016-2020 年收入 CAGR 为 31.7%。具体来看，皮肤类/骨科注射液/其他类分别实现营收 4.35/0.90/0.51 亿元，分别同增 9.7%/10.4%/378.2%。2020 年医美终端业务收入增速有所下降，主要系受疫情影响，2020 年上半年医院门诊量大幅下降、线下医美机构无法正常营业。2020 年下半年，公司推出拥有微交联技术及利多卡因缓释技术的润致“娃娃针”产品，该产品注射于额部，是国内首款三级医疗器械水光产品，具有较好的推广前景。2020 年公司共完成注射 3 款三类医疗器械产品，2021 年起公司也将加快对医美产品管线的布局，通过满足消费者多样化需求提升市占率。

图 12：公司医疗终端业务营收规模及增速



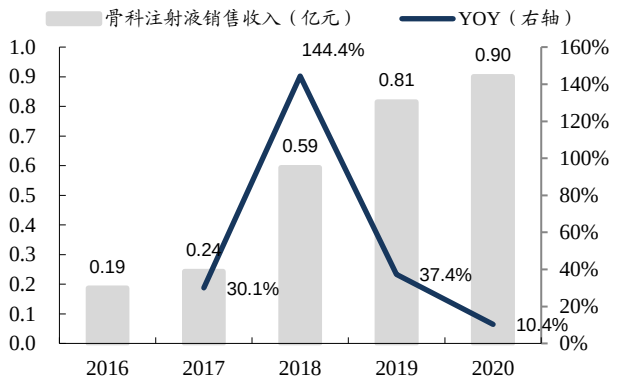
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：公司皮肤类医疗终端产品规模及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：公司骨科注射类医疗终端产品规模及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：2020 年公司完成注册的 3 款三类医疗器械

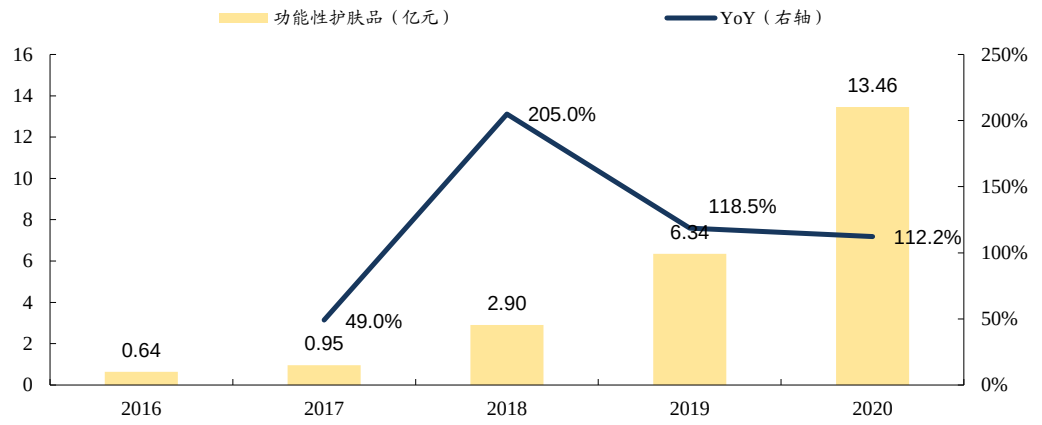
产品名称	注册分类	应用领域	取得时间
注射用交联透明质酸钠凝胶	三类医疗器械	用于面部真皮浅层到中层注射以纠正额部皱纹	2020 年 3 月 20 日
注射用交联透明质酸钠凝胶（粒径□）	三类医疗器械	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	2020 年 6 月 19 日
注射用交联透明质酸钠凝胶（粒径□）	三类医疗器械	用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	2020 年 6 月 19 日

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

（3）借势功能护肤行业风口，功能性护肤品业务高速增长。2020 年公司功能性护肤品业务营收为 13.46 亿元/+112.2%，2016-2020 年收入 CAGR 高达 114.3%。公司依托发酵技术平台与交联技术平台，以 HA 保湿技术为基础开发出一系列具有保湿、修护、舒敏等功效的功能性护肤品。2014 年以来公司相继推出润百颜、肌活、夸迪、颐宝、米蓓尔等多个功能护肤品牌，覆盖各年龄段及需求的消费者。

从规模上看，润百颜、夸迪、米蓓尔和 BM 肌活为前四大品牌，主要品牌天猫占比基本在一半以上。分品牌看，2020 年润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活/其他品牌分别实现营收 5.65/3.91/1.99/1.13/0.78 亿元，分别同增 65.3%/513.3%/136.3%/45.7%/17.0%。从分布渠道看，米蓓尔天猫和其他渠道占比均接近一半，润百颜、夸迪和 BM 肌活均天猫渠道占比较高。

图 15：公司功能性护肤品营收规模及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司功能性护肤品主要品牌收入分析

品牌	2019 年营收（亿元）	2020 年营收（亿元）	YOY	占比
润百颜	3.42	5.65	65.3%	42.0%
夸迪	0.64	3.91	513.3%	29.0%
米蓓尔	0.84	1.99	136.3%	14.8%
BM 肌活	0.78	1.13	45.7%	8.4%
其他创新品牌	0.67	0.78	17.0%	5.8%
功能性护肤品	6.34	13.46	112.2%	100%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 3：公司功能性护肤品主要品牌渠道分析

品牌	天猫渠道	经销渠道	其他渠道
润百颜	58%	29%	13%
夸迪	57%	11%	32%
米蓓尔	49%	36%	15%
BM 肌活	77%	12%	11%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

（4）国内口服透明质酸钠先行者和推动者，政策利好下今年以来先后推出功能性食品品牌“熙零”和“水肌泉”。公司是国内口服透明质酸钠先行者和推动者，十余年来始终致力于推动国内口服透明质酸钠的合法化，自 2004 年起即开始启动透明质酸钠作为新食品原料的申报。在公司的不断努力下，2008 年卫生部批准透明质酸钠添加至保健食品。2021 年 1 月 7 日，国家卫健委正式批准华熙生物申报的透明质酸钠原料作为新食

品原料添加至普通食品中，使用范围得到进一步扩大。在政策利好的推动下，公司分别于 1 月 22 日和 3 月 22 日推出首个专注个人健康的功能性食品品牌“HYALUR 黑零”和首个玻尿酸饮用水品牌“水肌泉”。当前功能性食品正迎发展风口，公司作为“原料-终端”一体化的企业具有良好的背书优势，通过不断加强消费者教育，在未来有望成为功能性食品领域的重要参与者，实现规模与利润的逐步放量。

图 16：2020 年 3 月公司推出首款玻尿酸饮用水品牌“水肌泉”



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

图 17：华熙生物首个终端食品品牌“HYALUR 黑零”的品牌主张及六类新品



数据来源：公司微信公众号，中国新闻网，东吴证券研究所

投资建议

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。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 7.88/9.38/11.07 亿元，同比增速分别为 22.1%/19.0%/17.9%，对应 96/81/69X，公司 5-10 年内原料/化妆品/医美产品/食品产品等各业务板块均有较大发展空间，结合公司上游透明质酸研发，制造的突出优势，下游消费品多品牌化运营能力，看好公司以透

明质酸为核心，从“中国制造”到“中国品牌”的发展路径和能力，维持买入评级。

风险提示

竞争加剧，食品安全，行业监管风险，产品推广不及预期。

华熙生物三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**3,664**	**4,159**	**4,813**	**5,542**
现金	1,390	1,769	1,941	2,432
应收账款	377	595	641	921
存货	477	406	757	756
其他流动资产	1,419	1,389	1,475	1,433
非流动资产	**2,053**	**2,391**	**2,745**	**3,142**
长期股权投资	18	20	21	22
固定资产	627	968	1,291	1,609
在建工程	618	548	512	516
无形资产	427	494	561	638
其他非流动资产	364	362	360	358
资产总计	**5,717**	**6,551**	**7,558**	**8,684**
流动负债	**553**	**599**	**713**	**790**
短期借款	24	24	24	24
应付账款	197	189	304	317
其他流动负债	332	386	385	449
非流动负债	**146**	**146**	**146**	**146**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	146	146	146	146
负债合计	**699**	**745**	**859**	**936**
少数股东权益	-2	-2	-3	-4
归属母公司股东权益	5,020	5,808	6,702	7,753
负债和股东权益	**5,717**	**6,551**	**7,558**	**8,684**

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**2,633**	**3,424**	**4,374**	**5,529**
减:营业成本	489	647	827	1,041
营业税金及附加	34	45	57	72
营业费用	1,099	1,438	1,885	2,466
管理费用	162	216	276	348
研发费用	141	184	234	296
财务费用	-1	4	30	43
资产减值损失	-16	0	0	0
加:投资净收益	34	13	13	13
其他收益	53	24	24	24
营业利润	**757**	**929**	**1,102**	**1,300**
加:营业外净收支	2	-2	0	0
利润总额	**759**	**927**	**1,103**	**1,300**
减:所得税费用	114	139	166	195
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	**646**	**788**	**938**	**1,107**
EBIT	719	881	1,049	1,236
EBITDA	794	974	1,182	1,412

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	705	799	719	1,149
投资活动现金流	-1,331	-417	-473	-559
筹资活动现金流	-160	-4	-75	-98
现金净增加额	-798	379	171	491
折旧和摊销	75	93	133	176
资本开支	763	336	352	397
营运资本变动	25	-71	-368	-161

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	1.35	1.64	1.95	2.31
每股净资产(元)	10.46	12.10	13.96	16.15
发行在外股份(百万股)	480	480	480	480
ROIC(%)	21.3%	22.8%	22.3%	23.0%
ROE(%)	12.9%	13.6%	14.0%	14.3%
毛利率(%)	81.4%	81.1%	81.1%	81.2%
销售净利率(%)	24.5%	23.0%	21.4%	20.0%
资产负债率(%)	12.2%	11.4%	11.4%	10.8%
收入增长率(%)	39.6%	30.0%	27.8%	26.4%
净利润增长率(%)	10.3%	22.1%	19.0%	17.9%
P/E	117.74	96.46	81.05	68.72
P/B	15.15	13.09	11.35	9.81
EV/EBITDA	93.35	75.65	62.22	51.73

数据来源：贝格数据，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