医药健康研究中心

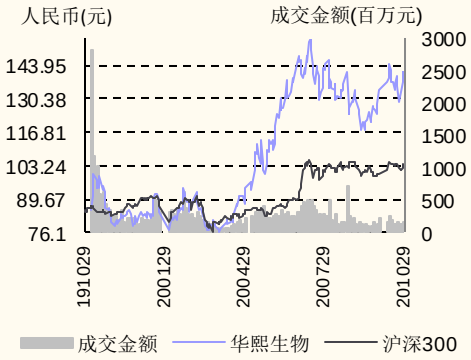
华熙生物 (688363.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：140.66 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.80
已上市流通 A 股(亿股)	.48
总市值(亿元)	675.17
年内股价最高最低(元)	155.40/76.30
沪深 300 指数	4773
上证指数	3273



相关报告

1.《公司收入增速符合预期，护肤品业务高速增长-华熙生物 2020H...》，2020.8.26

2.《期待疫情后业绩恢复，功能性护肤品快速放量-华熙生物 2019+...》，2020.4.29

3.《玻尿酸原料龙头，延伸拓展医用+化妆品新秀-华熙生物深度报告》，2019.11.5

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

原料产能收购稳步推进，护肤品版块快速增长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.985	1.220	1.419	1.831	2.359
每股净资产(元)	3.99	9.48	10.90	12.73	15.09
每股经营性现金流(元)	1.03	0.74	1.61	1.24	2.15
市盈率(倍)	142.84	115.29	99.15	76.82	59.63
净利润增长率(%)	90.70%	38.16%	16.28%	29.06%	28.83%
净资产收益率(%)	24.68%	12.87%	13.02%	14.38%	15.63%
总股本(百万股)	430.44	480.00	480.00	480.00	480.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 今日，公司发布 2020 三季报，前三季度收入 15.96 亿元、同比增 23.96%；归母 4.38 亿元，同比增 5.12%；扣非 3.74 亿元，同比降 9.36%，业绩符合预期，预计疫情后功能性护肤品保持高增长。

经营分析

- **三季报业绩符合预期，未来期待护肤品持续放量：**公司 Q3 营业收入较上年同期增长 35.65%，预计主要原因为公司功能性护肤品销售业务收入实现较大增长。由于受新冠肺炎疫情影响，前半年原料业务收入与去年同期基本持平，医疗终端业务有所下滑。下半年疫情缓解需求提升，单三季度业绩相对恢复。预计功能性护肤品将持续高增长，推动业绩放量。
- **原料产能收购稳步推进，原料业务销售区域扩大，产能提升：**公司于今年收购佛斯特公司，为公司外延新增透明质酸产能，提升食品级原料占比，同时扩大销售服务区域，提高公司在透明质酸原料行业中的市占率和竞争力。至 2020Q3，公司已完成佛斯特公司的股权变更登记工作，持有福斯特公司 100%的股权。原料业务随着疫情缓解，国内外客户相继复工，需求恢复情况良好，加大国内生产后业绩有望恢复增长。
- **功能性护肤品已成为业绩增长驱动力，预计收入及费用均快速增长：**公司旗下拥有“润百颜”、“BIO-MESO”、“丝丽”等多个品牌系列，产品丰富。“润百颜”品牌形象及次抛原液口碑持续提升，全力打造透明质酸第一品牌形象。公司前三季度销售费用 6.45 亿元，同比增长 98%，预计护肤品版块贡献较多。随着多渠道、多形式的品牌推广投入以及线上营销力度的加大，公司品牌知名度不断扩大，护肤品业务将持续成为公司业绩增长重要驱动力。
- **医疗终端未来可期，骨科、眼科产品收入有增长空间：**受新冠肺炎疫情影响，上半年医院门诊量大幅下降，线下医美机构无法正常营业，公司医疗终端业务受到部分冲击。但公司通过前置目标客户的储备工作、精细化制定目标医院开发计划等为下半年就医需求反弹做好准备。同时通过科技力背书，推进骨科、眼科学术交流。2020 年二季度以来公司骨科及眼科产品销售逐渐恢复，预计至 2020 年底，两种产品收入较上年同期有望增长。

盈利预测及投资建议

- 我们预测 2020-2022 年 EPS 分别为 1.42/1.83/2.36 元，对应 PE 分别为 99/77/60 倍。（由于功能性化妆品业务销售费用投入较大，20-22 年我们 EPS 分别下调 6.4%/10.5%/10.7%）

风险提示

- 存货较高风险；行业格局变差风险；费用率提升影响；限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**818**	**1,263**	**1,886**	**2,433**	**3,288**	**4,297**
增长率		54.4%	49.3%	29.0%	35.1%	30.7%
主营业务成本	-201	-254	-384	-511	-748	-969
%销售收入	24.5%	20.1%	20.3%	21.0%	22.7%	22.6%
毛利	617	1,010	1,502	1,922	2,540	3,328
%销售收入	75.5%	79.9%	79.7%	79.0%	77.3%	77.4%
营业税金及附加	-19	-27	-26	-24	-33	-43
%销售收入	2.3%	2.2%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-125	-284	-521	-876	-1,151	-1,504
%销售收入	15.3%	22.5%	27.7%	36.0%	35.0%	35.0%
管理费用	-175	-170	-182	-146	-214	-301
%销售收入	21.4%	13.4%	9.7%	6.0%	6.5%	7.0%
研发费用	-26	-53	-94	-122	-164	-215
%销售收入	3.1%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润（EBIT）	273	476	679	754	978	1,265
%销售收入	33.3%	37.7%	36.0%	31.0%	29.8%	29.4%
财务费用	-16	23	12	49	55	66
%销售收入	1.9%	-1.8%	-0.7%	-2.0%	-1.7%	-1.5%
资产减值损失	0	-1	-4	-3	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	15	10	0	0	0	0
%税前利润	5.4%	2.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	284	524	700	800	1,032	1,330
营业利润率	34.8%	41.5%	37.1%	32.9%	31.4%	30.9%
营业外收支	0	-9	2	0	0	0
税前利润	284	515	701	800	1,032	1,330
利润率	34.7%	40.8%	37.2%	32.9%	31.4%	30.9%
所得税	-62	-91	-116	-120	-155	-199
所得税率	21.8%	17.7%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	222	424	585	680	877	1,130
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-2
归属于母公司的净利润	**222**	**424**	**586**	**681**	**879**	**1,132**
净利率	27.2%	33.6%	31.1%	28.0%	26.7%	26.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	222	424	585	680	877	1,130
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-2
非现金支出	44	49	67	65	78	94
非经营收益	-4	-32	-28	38	0	0
营运资金变动	82	2	-270	-11	-358	-191
经营活动现金净流	**343**	**442**	**354**	**773**	**597**	**1,033**
资本开支	-46	-168	-450	-376	-310	-310
投资	0	-432	0	-11	0	0
其他	-283	565	-797	0	0	0
投资活动现金净流	**-329**	**-35**	**-1,247**	**-387**	**-310**	**-310**
股权募资	5	1,055	2,276	0	0	0
债权募资	-220	40	-40	-52	0	0
其他	-26	-994	-6	0	0	0
筹资活动现金净流	**-241**	**101**	**2,230**	**-52**	**0**	**0**
现金净流量	**-226**	**509**	**1,337**	**246**	**632**	**942**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	332	854	2,201	2,535	2,822	3,545
应收款项	282	236	401	405	537	696
存货	140	177	315	346	507	657
其他流动资产	416	30	854	1,051	1,045	1,058
流动资产	1,170	1,297	3,771	4,337	4,911	5,956
%总资产	62.1%	62.6%	75.8%	74.5%	74.1%	75.5%
长期投资	0	15	15	26	26	26
固定资产	378	462	631	880	1,067	1,239
%总资产	20.1%	22.3%	12.7%	15.1%	16.1%	15.7%
无形资产	165	242	477	578	625	671
非流动资产	713	774	1,201	1,484	1,718	1,935
%总资产	37.9%	37.4%	24.2%	25.5%	25.9%	24.5%
资产总计	**1,883**	**2,071**	**4,972**	**5,821**	**6,629**	**7,891**
短期借款	0	40	0	0	0	0
应付款项	102	99	171	387	247	295
其他流动负债	79	152	194	205	275	359
流动负债	182	291	366	592	522	654
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	62	56	0	0	0
负债	**245**	**354**	**422**	**592**	**522**	**654**
普通股股东权益	**1,638**	**1,717**	**4,550**	**5,231**	**6,110**	**7,242**
其中：股本	89	430	480	480	480	480
未分配利润	957	333	529	1,210	2,089	3,221
少数股东权益	0	0	-1	-2	-3	-5
负债股东权益合计	**1,883**	**2,071**	**4,972**	**5,821**	**6,629**	**7,891**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.503	0.985	1.220	1.419	1.831	2.359
每股净资产	18.442	3.990	9.480	10.899	12.729	15.088
每股经营现金净流	3.867	1.028	0.738	1.610	1.244	2.152
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.57%	24.68%	12.87%	13.02%	14.38%	15.63%
总资产收益率	11.80%	20.47%	11.78%	11.70%	13.26%	14.35%
投入资本收益率	12.98%	22.23%	12.43%	12.26%	13.62%	14.86%
增长率						
主营业务收入增长率	11.58%	54.41%	49.28%	29.03%	35.14%	30.69%
EBIT增长率	-18.62%	74.65%	42.57%	11.12%	29.72%	29.34%
净利润增长率	-17.50%	90.70%	38.16%	16.28%	29.06%	28.83%
总资产增长率	11.81%	9.98%	140.06%	17.09%	13.87%	19.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.1	51.3	55.5	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	265.7	228.0	233.7	250.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	122.0	90.0	74.4	70.0	60.0	50.0
固定资产周转天数	166.9	108.7	89.0	76.3	66.1	56.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.29%	-47.39%	-48.39%	-48.48%	-46.21%	-48.98%
EBIT利息保障倍数	19.2	-22.8	-62.1	-18.0	-20.1	-20.1
资产负债率	13.03%	17.07%	8.49%	6.48%	7.08%	7.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-05	买入		51.60～60.20
2	2020-04-29	买入		N/A
3	2020-08-26	买入		N/A

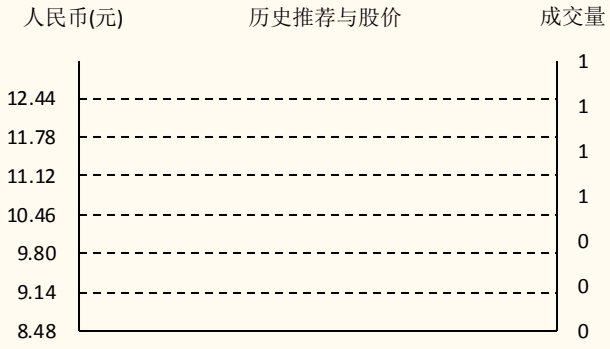
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH