2020 年 07 月 23 日

宋秋忆
H70445@capital.com.tw

目标价(元) 164 元

# 华熙生物（688363.SH） 首次评级 Buy 买入

## 透明质酸原料龙头，掘金下游护肤品市场

### 结论与建议：

公司是透明质酸龙头，拥有从原料、医疗终端到功能性化妆品全产业链，原料和医疗终端产品预计将稳步提升，受益于功能性护肤品的爆发式增长。预计2020-2021财年公司将分别实现净利润7.36亿/9.82亿，同比增长25.6%/33.5%，EPS分别为1.53元/2.05元，当前股价对应PE分别为92倍/70倍，首次评级，予以买入投资建议。

- **公司是透明质酸龙头企业：**公司是全球领先的透明质酸生产企业，产业化规模位居国际前列。公司目前已形成以微生物发酵技术、交联技术为支撑的透明质酸原料、医疗终端产品和功能性护肤品三大主营业务。公司 2016-2019 年三年营业总收入 CAGR 37%，归母净利润 CAGR 30%。2020 年一季度公司实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 3.5%，实现归母净利润 1.1 亿，同比微增 1%。
- **透明质酸市场稳步扩容，技术+资质+产能构筑公司护城河：**根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年全球透明质酸原料销量达到 500 吨，预计未来五年将保持 18.1%的高负荷增长率。按销量口径计算，公司全球市占率接近 36%。透明质酸医疗终端产品主要有骨关节注射液、眼科手术粘弹剂、医美注射级等，公司终端产品线不断扩充，在骨科产品及医美产品已有一定市占率。2019 年公司原料产品/医疗终端产品分别为 7.6/4.9 亿元，分别占比 34%/26%。具体增速来看，原料产品作为公司的核心产品收入增速较为平稳，2019 年增速 17%，医疗终端产品保持高速成长，2019 年增速为 56%。四大核心技术、资质壁垒和产能规模构筑公司核心优势，随着公司不断扩充，该部分收入将稳步提升。
- **借助原料优势和出色营销，公司功能性护肤品崛起：**公司借助原料技术优势开发了针对问题皮肤的一系列功能性护肤品，公司营销能力出色，明星产品“出圈”：1）利用吹灌封一体化技术开发了次抛原液产品，辨识度高竞品少，18 年占功能性收入的 62%，成为公司标志性产品；2）善于利用 IP 与故宫合作推出“故宫口红”，获得消费者高度认可。2019 年功能性护肤品实现收入 6.34 亿元，同比增长 118%，近年来“成分党”兴起，以公司为首的具有核心成分、功效明确的功能型护肤品崛起，未来将成为公司发展的最大亮点。

**盈利预测：**预计 2020-2021 财年公司将分别实现净利润 7.36/9.82 亿，分别同比增长 25.6%/33.5%，EPS 分别为 1.53/2.05 元，当前股价对应 PE 分别为 92/70 倍，予以买入投资建议。

**风险提示：**1、消费增速放缓；2、行业竞争加剧。

### 公司基本信息

| | |
|---|---|
| 产业别 | 医药生物 |
| A 股价(2020/7/22) | 142.20 |
| 上证指数(2020/7/22) | 3333.16 |
| 股价 12 个月高/低 | 161.73/71.82 |
| 总发行股数(百万) | 480.00 |
| A 股数(百万) | 48.08 |
| A 市值(亿元) | 68.36 |
| 主要股东 | 华熙昕宇投资有限公司(59.06%) |
| 每股净值(元) | 9.33 |
| 股价/账面净值 | 15.24 |

| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
|---|---|---|---|
| 股价涨跌(%) | 6.7 | 56.6 | N/A |

### 近期评等

| 出刊日期 | 出刊日期 | 出刊日期 |
|---|---|---|

### 产品组合

| | |
|---|---|
| 功能性护肤品 | 33.66 |
| 医疗终端产品 | 25.94 |
| 原料产品 | 40.37 |

### 机构投资者占流通 A 股比例

### 股价相对大盘走势




| 年度截止 12 月 31 日 | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 222.27 | 423.86 | 585.61 | 735.52 | 982.02 |
| 同比增减 | % | 2.51% | 90.70% | 38.16% | 25.60% | 33.51% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.463 | 0.883 | 1.220 | 1.532 | 2.046 |
| 同比增减 | % | -17.50% | 90.70% | 38.16% | 25.60% | 33.51% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 307.09 | 161.03 | 116.56 | 92.80 | 69.51 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.000 | 0.000 | 0.370 | 0.460 | 0.614 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.00% | 0.00% | 0.26% | 0.32% | 0.43% |

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

## 一、公司是透明质酸龙头企业

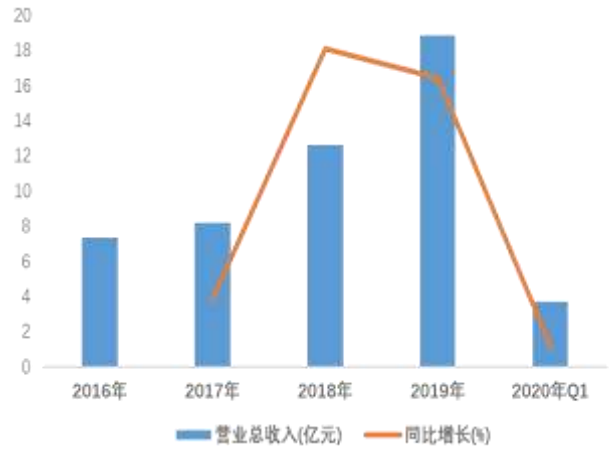
### 1、公司概况

华熙生物是全球领先的、以透明质酸微生物发酵生产技术为核心的高新技术企业，透明质酸产业化规模位居国际前列。公司目前已形成以微生物发酵技术、交联技术为支撑的透明质酸原料及其他生物活性物质、医疗终端产品和功能性护肤品三大主营业务，覆盖透明质酸原料及相关终端产品的完整产业链，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构以及终端客户。

华熙生物前身山东福瑞达，成立于 2000 年，全国首先以发酵法大规模生产透明质酸，2008 年成功在香港联交所主板上市，2012 年成功推出透明质酸终端产品--润百颜，业务开始向产业链下游扩展；与韩国 Medytox 达成战略合作，合资开发国内肉毒素市场；全资收购法国高级皮肤管理公司 Revitacare，积攒护肤品市场经验；2017 年公司完成私有化从香港联交所退市，2019 年 11 月公司成功登陆科创板。

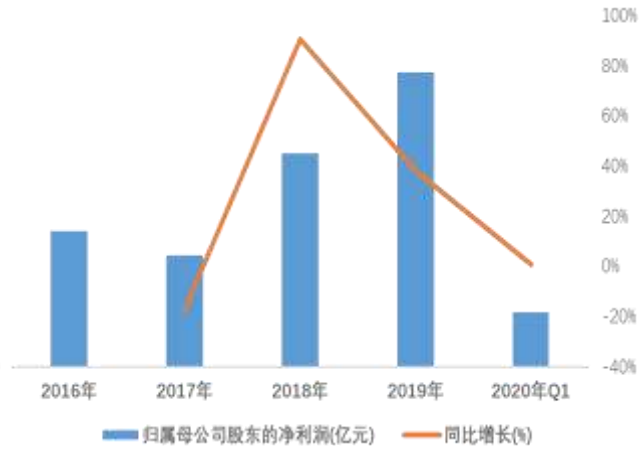
公司自 2016 年以来收入及净利润始终保持高速增长，2016-2019 年三年营业总收入 CAGR37%，归母净利润 CAGR29.5%，2019 年实现营业总收入 18.9 亿元，同比增长 49.3%，实现归母净利润 5.9 亿元，同比增长 38.2%，2020 年一季度在疫情影响下仍然实现业绩持平，实现总收入 3.7 亿元，同比增长 3.5%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 0.8%。2019 年公司综合毛利率 80%，净利率 31%，平均 ROE18.7%。

图 1：公司近年营业收入及增速




资料源：Choice、群益金鼎证券整理

图 2：公司近年来归母净利润及增速



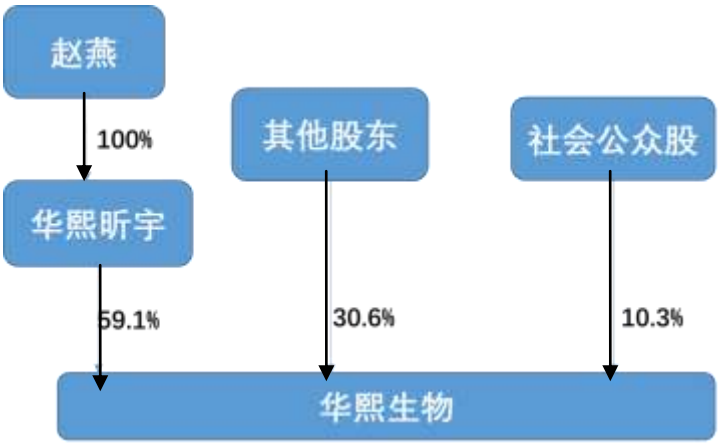

资料源：Choice、群益金鼎证券整理

## 2、公司重视人才、研发实力强

公司实际控制人赵燕女士，持有公司股份 59.1%，现任公司董事长兼总经理。

公司拥有科研实力深厚的研发团队，公司首席科学家郭学平博士领导的科研团队共 208 人，核心技术人员郭学平、刘爱华、栾贻宏均拥有超过 20 年的透明质酸相关行业从业经历和丰富的研发经验。郭博士是中国透明质酸发酵技术创始人，90 年代在国内首先开始研究发酵法制透明质酸以替代原有用动物原料提取法，2011 年在全球范围内首次实现透明质酸酶和酶切寡聚透明质酸的规模化发酵法生产。

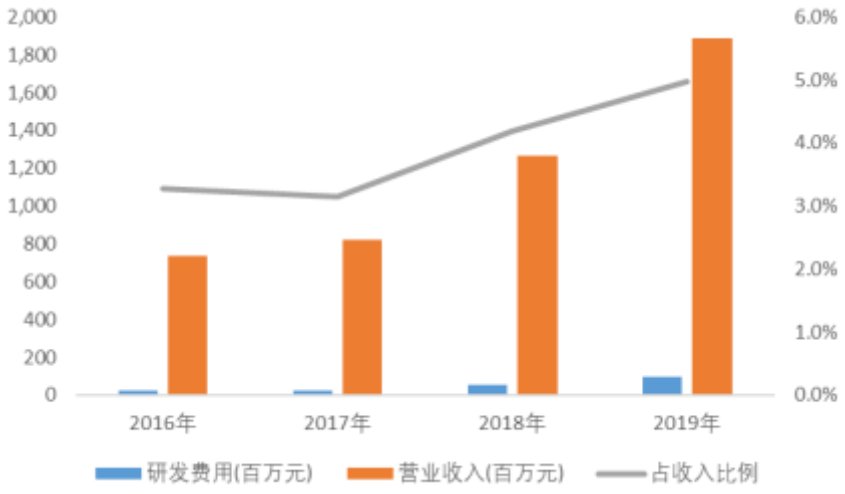
图 3 公司股权结构




资料源 ：公司公告、群益金鼎证券整理

公司在国内建有济南、上海两大研发中心，同时在法国拥有专业的技术和产品研发团队。2019 年公司拥有研发员工 279 人，硕士以上占比 43.7%，占总员工 16.8%。2016-2019 年，公司累计投入研发支出 1.96 亿元，占累计销售收入的比例达 4.2%，研发费用支出占总收入比例不断提升。

图 4 公司研发投入




资料源 ：Choice、群益金鼎证券整理

### 3、公司产品结构

透明质酸是存在于人体和动物组织中的一种天然直链多糖，作为细胞外基质的主要成分，人体内主要分布于眼玻璃体、关节、脐带、皮肤等部位，发挥重要生理功能。透明质酸具有良好的保水性、润滑性、粘弹性、生物降解性及生物相容性等理化性能和生物功能，在医疗（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科等）、化妆品及功能性食品领域中应用十分广泛。

公司目前主营业务包括透明质酸原料、医疗终端产品和功能性护肤品三大部分。

原料产品：公司依托生物发酵技术平台，拥有以透明质酸为核心的一系列生物活性物产品，透明质酸产品包括医药级、外用级和食品级三大品类、近 200 个规格，广泛应用于药品、医疗器械、化妆品及功能性食品领域。

医疗终端产品：公司自主研发生产透明质酸生物医用材料领域的医疗终端产品，主要包括软组织填充剂、眼科粘弹剂、医用润滑剂等医疗器械产品，以及骨关节腔注射针剂等药品。

功能性护肤品：公司以透明质酸等生物活性物质为核心成分，以精简配方、活性成分含量高、功效针对性强为研发导向，开发了一系列针对问题皮肤的功能性护肤品。公司旗下拥有“润百颜”、“BIO-MESO”、“丝丽”、“米蓓尔”、“润月雅”、“夸迪”、“德玛润”等多个品牌系列，产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、喷雾等。

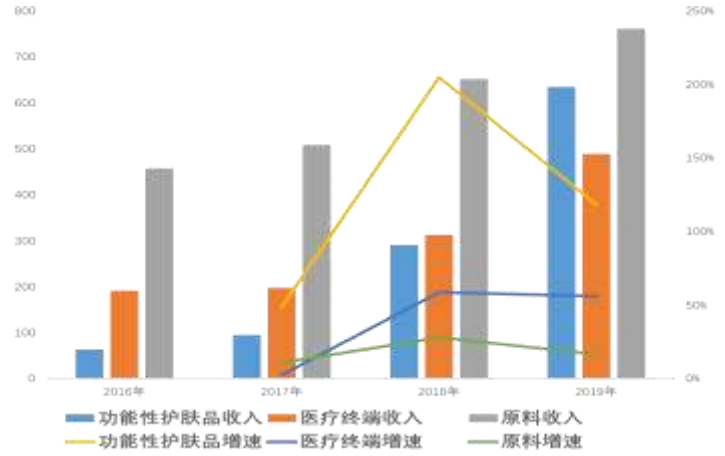
表 1 公司产品列表

| | 原料产品 | | | 医疗终端产品 | | | 功能性护肤产品 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 分类 | 医药级 | 化妆品级 | 食品级 | 骨科注射液 | 眼球粘弹剂 | 医美类产品 | 次抛原液 | 面膜 | 其他 |
| 下游客户 | 医药、化妆品、食品等制造商 | | | 医疗机构 | | | 消费者 | | |
| 产品举例 | 滴眼液级 Hyature 玻璃酸钠<br>注射级 Hyature 玻璃酸钠 | Hybloom 透明质酸钠 | HAPLEX 透明质酸钠 | 海力达玻璃酸钠注射液 | 海视健医用透明酸钠凝胶 | 润百颜注射用透明质酸钠凝胶 | 润百颜、BIO-MESO | | 故宫口红 |
| 市场规模 | 600 吨（全球） | | | 18 年 1217 亿元（中国） | | | 19 年 2992 亿元（中国） | | |
| 19 年公司销量 | 200 吨 | | | 4.9 亿元 | | | 6.3 亿元 | | |

资料源 ： 公司公告、群益金鼎证券整理

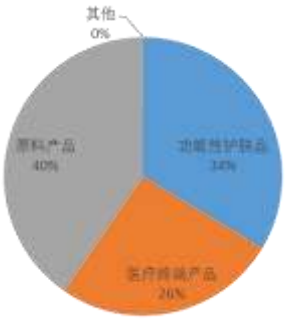
2019 年公司原料产品/医疗终端产品/功能性护肤品收入分别为 7.6/4.9/6.3 亿元，分别占比 34%/26%/40%。具体增速来看，原料产品作为公司的核心产品收入增速较为平稳，2019 年原料产品增速 17%，医疗终端产品保持高速成长，2019 年增速为 56%，功能性护肤品实现爆发性增长，2019 年增速 119%，中国化妆品市场规模大且增速高，未来功能性护肤品收入的增长将成为公司主要看点。

图 5 公司收入分类及增速（百万元）




资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

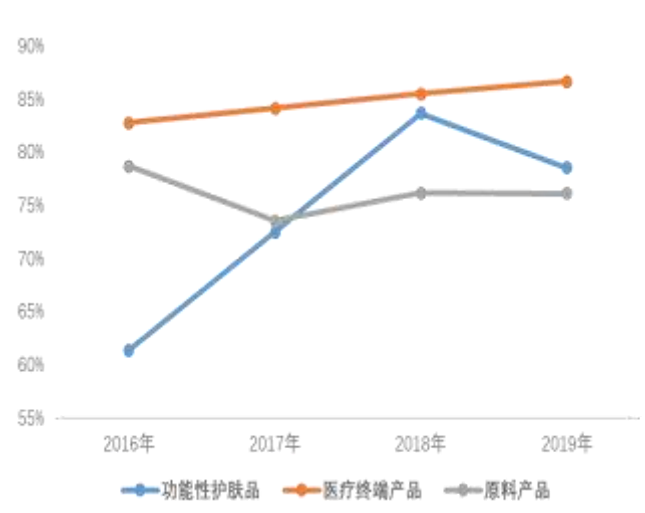
图 6：公司收入分类占比




资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

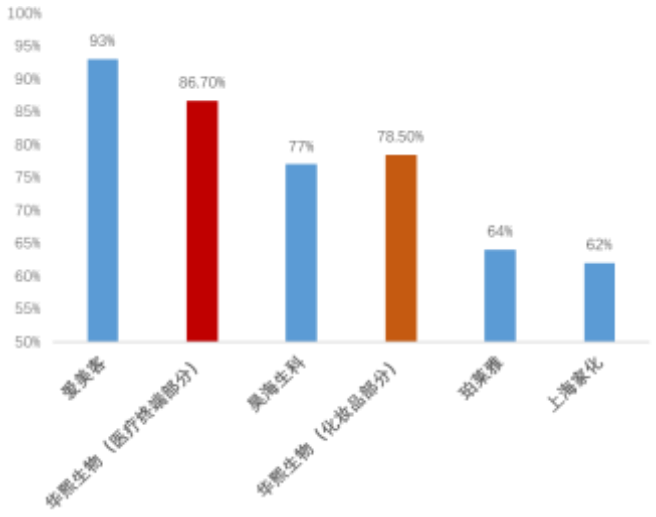
2019 年综合毛利率 77%，分产品来看原料产品/医疗终端产品/功能性护肤品的毛利率分别为 76%/87%/79%，原料及医疗终端产品毛利率相对稳定，功能性护肤品因爆发性增长毛利率有所波动。对比来看，同样生产透明质酸医疗终端产品的 A 股公司还有爱美客和昊海生科，2019 年公司医疗终端产品毛利率 86.7%，高于昊海生科的 77%，低于拟上市公司爱美客的 93%；2019 年公司功能性护肤品毛利率 78%，高于可比化妆品公司珀莱雅的 64%、上海家化的 62%。

图 7 历年分产品毛利率变化




资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

图 8：2019 年可比公司毛利率




资料源：公司公告、群益金鼎证券整理

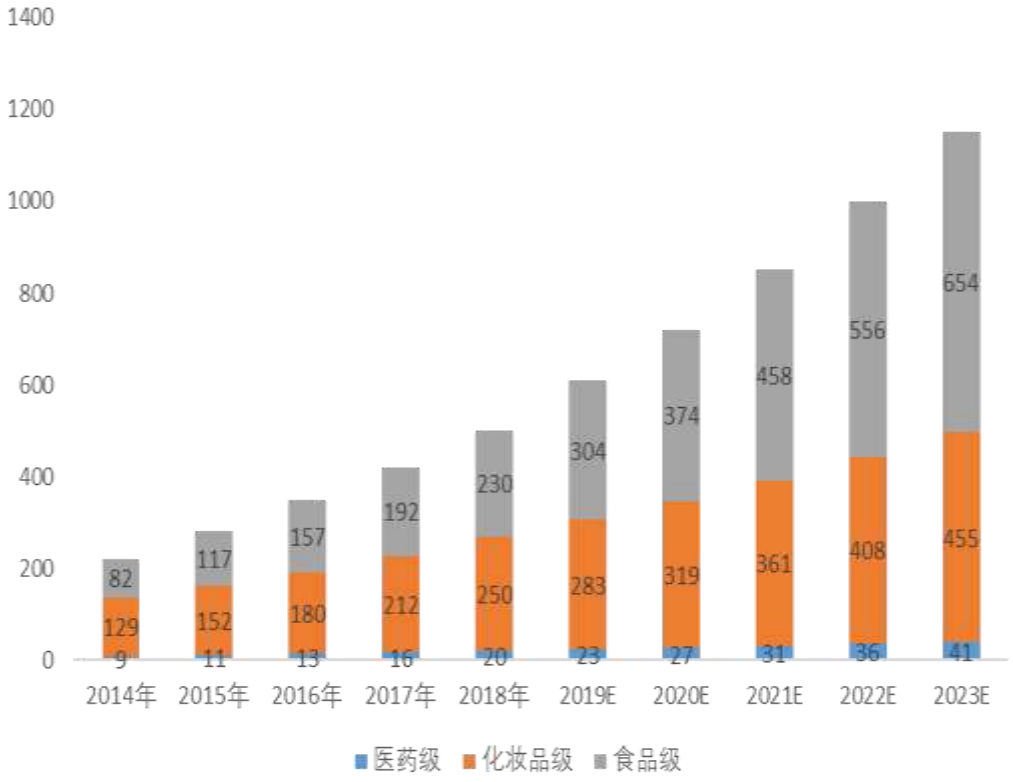
## 二、原料及医疗终端产品市场稳步扩容

### 1、透明质酸原料市场规模超 500 吨，公司市占率第一

得益于对透明质酸认识的不断深入、监管政策的持续开放和市场需求的增长，近年来透明质酸原料的销量保持快速增长。根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年，全球透明质酸原料销量达到 500 吨，2014-2018 年复合增长率为 22.8%，预计未来五年将保持 18.1%的高复合增长率， 预计 2023 年销量可增长至 1,150 吨。 2018 年， 食品级、化妆品级和医药级透明质酸原料的销量分别达到 230 吨、250 吨和 20 吨， 2014-2018 年复合增长率分别为 29.4%、 18.0%和 22.1%， 预计 2023 年销量可分别增长至 654.3 吨、454.5 吨和 41.2 吨。

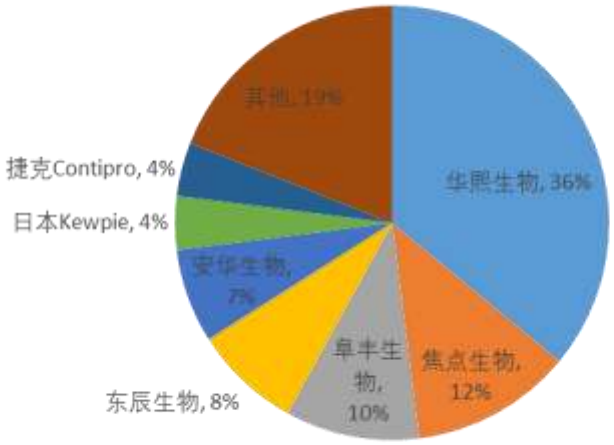
华熙生物是世界最大的透明质酸生产及销售企业，按照销量口径计算，华熙生物全球市占率接近 36%。按照各级别原料销量口径计算， 2018 年，全球食品级、化妆品级和医药级透明质酸原料的销量分别达到 230 吨、 250 吨和 20 吨，华熙生物食品级、化妆品级和医药级透明质酸原料的销量分别为 58.68 吨、 108.72 吨和 7.72 吨，市场的占有率分别达到了 25.51%、 43.49%和 38.59%。

图 9：透明质酸原料全球销量及预测




资料源：Frost&Sullivan、群益金鼎证券整理

图 10: 2018 年全球透明质酸原料市占率情况




资料源：Frost&Sullivan、群益金鼎证券整理

**2、透明质酸应用前景广阔，公司产品线不断扩充**

玻璃酸钠注射液作为关节补充滑液，可保护病损软骨，且具备良好的生物相容性，不良反应较少，其市场有望保持增长。根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析， 2018 年中国骨关节炎注射类药物市场规模约 98 亿元，其中医药级透明质酸骨科终端产品的市场规模约为 15.7 亿元。

在眼科领域，以高纯度透明质酸钠制作的粘弹剂作为手术垫主要应用于白内障手术，起到临时支撑手术空间，避免眼组织受到手术器械的机械损伤。此外，在干眼症市场，我国 30-40 岁人群患病率超过 20%，并随年龄增长呈上升趋势，作为干眼症治疗一线用药，人工泪液是透明质酸的另一高潜力应用市场。 2018 年中国医药级透明质酸眼科终端产品的市场规模约为 16.1 亿元。

近 10 年来，交联透明质酸材料一直是应用最多的软组织填充剂，由于其出色的生物相容性和填充效果，交联透明质酸凝胶正逐步取代胶原蛋白等其它填充剂，成为当前主流的填充材料。以透明质酸为填充剂材料的注射类项目一直受到市场的高度认可，根据全球美学整形外科学会（ISAPS）的资料， 2017 年全球共进行整形注射类治疗项目 857.22 万例，其中透明质酸注射项目 329.83 万次，占整体注射类项目比例达 38.48%。

图 11：透明质酸终端—骨科治疗类市场规模



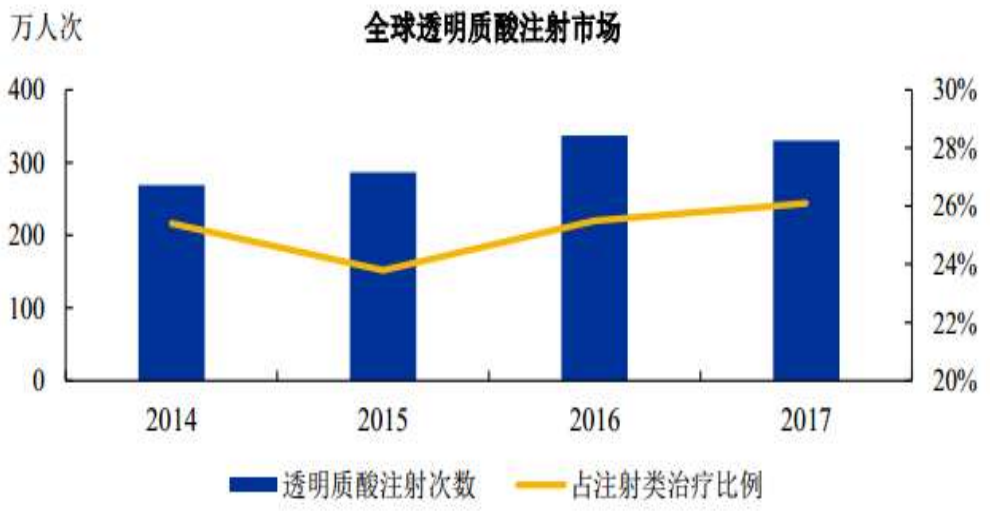

资料源：Frost & Sullivan、群益金鼎证券整理

图 12：透明质酸终端—中国眼科治疗类市场规模




资料源：Frost & Sullivan、群益金鼎证券整理

图 13：全球透明质酸注射市场




资料源：ISAPS、群益金鼎证券整理

公司 2012 年开始陆续开发透明质酸医疗终端产品。“润百颜®”注射用修饰透明质酸钠凝胶 2012 年获得 CFDA 批准上市，是国内首家获得批准文号的国产交联透明质酸软组织填充剂，公司随后于 2013 年推出眼科用医用透明质酸钠凝胶，于 2014 年推出玻璃酸钠注射液（骨科），并于 2016 年推出含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶。

随着公司医疗终端产品线不断扩充，市场知名度稳步提升，目前皮肤类和骨科类产品已有一定市占率，根据研究机构 Frost & Sullivan 的分析，2018 年公司皮肤类医疗终端产品市占率为 11.5%；骨科注射液产品市占率为 9.1%。

**3、技术+资质+产能规模构筑公司护城河**

四大核心技术构成了公司的技术护城河；1）公司成立以来持续开展微生物发酵生产

透明质酸技术研发，并实现大规模发酵生产，改变了我国仅能使用提取法生产透明质酸的落后局面。目前公司透明质酸发酵产率达到 10-13g/L，远高于文献报道的行业最优水平；2）采用领先的酶切技术实现了 2 kDa 到 4,000 kDa 分子量范围内不同分子量段透明质酸的产业化技术突破；3）利用“梯度 3D”交联技术实现了不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制；4）率先在国内采用终端湿热灭菌的方式，取代了同类其他产品无菌灌装的无菌保障方式。

资质壁垒：公司是国内唯一同时拥有发酵法生产玻璃酸钠原料药和药用辅料批准文号，并实现商业化生产的企业。通过对发酵、纯化、精制等工艺优化，产品质量超过欧洲药典标准和日本药典标准，核酸、内毒素等杂质水平分别为 0.01（A260nm）和 0.0025 EU/mg，分别是欧洲药典国际标准规定值的 1/50 和 1/20。拥有符合美国 cGMP、中国 GMP、 ICH Q7 要求的高标准生产线，所生产产品具有高安全性、高纯度、高稳定性的独特优势。医药级产品在国内取得了 7 项注册备案资质，是国内目前唯一供应商；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 21 项，供应给全球数家知名制药企业。

产能优势：公司业务规模快速扩张，各类产品的产能利用率持续提升。 2018 年，透明质酸原料、针剂类医疗终端产品、次抛原液产能分别为 200 吨、300 万支和 4000 万支，产能利用率分别达到 87.75%、 94.78%和 80.43%，已接近饱和状态，公司上市募投资金将主要用于产能扩张，规模优势进一步强化。

表 2：公司募投资金使用情况

| 募投项目 | 项目分类 | 产品名称 | 设计产能 | 投资总额 |
|---|---|---|---|---|
| 华熙天津透明质酸及相关项目 | 透明质酸原料 | 透明质酸原料（食品级、外用级） | 300 吨 | 11.1 亿元 |
| | | 透明质酸衍生物 | 152 吨 | |
| | | 透明质酸溶液类 | 500 吨 | |
| | 功能性护肤品 | 透明质酸次抛原液 | 2 亿支 | |
| | | 透明质酸洗眼液 | 1000 万支 | |
| 华熙生物生命健康产业园项目 | 医疗终端产品 | 医疗针剂产品 | 10000 万支 | 16.5 亿元 |
| | | 医用次抛原液 | 6000 万支 | |
| | | 玻璃酸钠滴眼液 | 5000 万支 | |
| | | 医用敷料 | 2700 万件 | |
| | | 医用透明质酸润滑剂 | 2000 万支 | |
| | | 玻璃酸钠原液 | 1000 万瓶 | |
| | 护肤品 | 透明质酸次抛产品 | 5 亿支 | |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | 飞机瓶 | 1 亿支 | |
| | | 面膜 | 1 亿片 | |
| | | 水乳膏霜 | 5000 万支 | |
| | | 洗眼液 | 500 万支 | |
| | | 喷雾 | 2000 万瓶 | |
| | | 彩妆粉单元 | 2000 万瓶 | |
| | | 口红 | 2000 万支 | |
| 华熙生物研发中心提升改造 | 研发体系全面升级，扩产产品品类；培养、引进优秀人才，打造优质研发团队 | | | 4 亿元 |

资料源：招股说明书、群益金鼎证券整理

## 三、功能性化妆品爆发式增长

根据 Euromonitor 数据显示，2018 年中国美妆市场规模已达到 4102 亿元，增速达到 10%，2019 年预计为 4401 亿，未来几年都将保持 5%以上的增速。护肤品作为化妆品市场第一大品类，规模占比超过 50%。近年来，消费者愈发重视产品效果，追求通过特定成分针对性地解决肌肤问题，具有从成分、功效等辨别产品的能力，有助于具有核心成分、功效明确的中高端功能性护肤品的市场推广。

图 14: 中国美妆与个护零售市场规模




资料源：Euromonitor、群益金鼎证券整理

**背靠原料技术、受益成分党护肤趋势：**公司依托微生物发酵技术、交联技术两大平台为核心的研发体系，深入研究不同分子量透明质酸、γ-氨基丁酸、依克多因等生物活性物质及其交联衍生物对人体皮肤的功效，并以此为核心成分，以精简配方、活性成分含量高、功效针对性强为研发导向，开发了一系列针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等皮肤问题的功能性护肤品。产品研发、生产、品质管理等各环节均遵循制药标准，

确保产品的功效性和安全性。

公司旗下拥有“润百颜（BIOHYALUX）”、“BIO-MESO”、“丝丽（CYTOCARE）”、“米蓓尔（MEDREPAIR）”、“润月雅（PLUMOON）”、“夸迪（QUADHA）”、“德玛润”等多个品牌系列，产品种类包括次抛原液、各类膏霜水乳、面膜、手膜、喷雾等。功能型护肤品收入实现爆发式增长，2019 年实现收入 6.34 亿元，同比增长 118%。

**营销能力出色，不断打造明星产品：**公司在国内市场首先采用 B.F.S 吹灌封一体化技术开发生产了一系列不同功效、无菌无防腐剂的次抛原液产品，辨识度高且竞品少，在次抛原液领域有领先地位，“润百颜” 水润次抛原液 2019 年荣获“天猫金妆奖年度修护单品”，2018 年次抛原液实现收入 1.8 亿元，同比增长 312%，占功能性护肤品收入的 62%，是公司功能性护肤品的“爆品”。2018 年，公司利用专利产品“油分散透明质酸钠”为核心原料，与故宫博物院合作推出“故宫口红”，将高科技产品与中国传统文化完美结合，塑造了国产功能性护肤品的品牌形象，获得了消费者的高度认可，一经推出 19 年一季度实现收入达 2416 万元。

图 15：公司爆款次抛原液产品



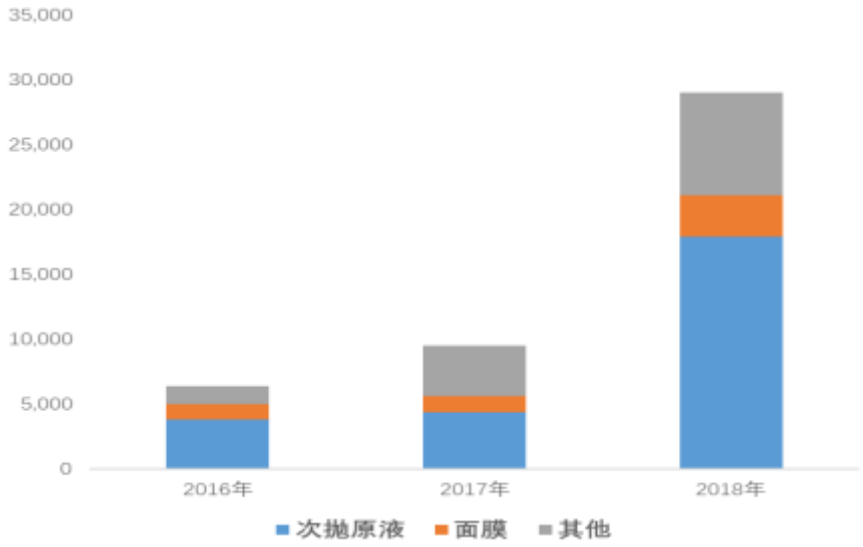

资料源：互联网、群益金鼎证券整理

图 16：公司与故宫博物院合作“故宫口红”



资料源：互联网、群益金鼎证券整理

图 17: 功能性护肤品各品类收入（单位：万元）




资料源：招股说明书、群益金鼎证券整理（19 年未披露各品类数据）

## 四、盈利预测

公司是透明质酸龙头，拥有从原料、医疗终端到功能性化妆品全产业链，原料和医疗终端产品预计将稳步提升，受益于功能性护肤品的爆发式增长。预计2020-2021财年公司将分别实现净利润7.36/9.82亿，分别同比增长25.6%/33.5%，EPS分别为1.53/2.05元，当前股价对应PE分别为92/70倍，予以买入投资建议。

## 五、风险提示

1、消费增速放缓；2、行业竞争加剧。

附一：合并损益表（合并后）

| 会计年度（百万元） | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **818** | **1,263** | **1,886** | **2,454** | **3,378** |
| 经营成本 | 201 | 254 | 384 | 541 | 764 |
| 研发费用 | 26 | 53 | 94 | 110 | 152 |
| 营业税金及附加 | 19 | 27 | 26 | 34 | 47 |
| 销售费用 | 125 | 284 | 521 | 663 | 912 |
| 管理费用 | 175 | 170 | 182 | 245 | 338 |
| 财务费用 | 16 | (23) | (12) | (25) | (20) |
| 资产减值损失 | (0) | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 15 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 284 | 524 | 700 | 885 | 1,185 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 6 | 5 | 2 |
| 营业外支出 | 0 | 11 | 5 | 5 | 6 |
| 利润总额 | 284 | 515 | 701 | 885 | 1,181 |
| 所得税 | 62 | 91 | 116 | 150 | 201 |
| 少数股东损益 | - | (1) | (1) | (1) | (2) |
| **归属于母公司股东权益** | **222** | **424** | **586** | **736** | **982** |

附二：合并资产负债表

| 会计年度（百万元） | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 332 | 854 | 2,201 | 2,532 | 2,785 |
| 应收账款 | 282 | 234 | 380 | 438 | 481 |
| 存货 | 140 | 177 | 315 | 362 | 398 |
| 流动资产合计 | 1,170 | 1,297 | 3,771 | 3,827 | 3,990 |
| 长期股权投资 | - | 15 | 15 | 18 | 19 |
| 固定资产 | 374 | 376 | 460 | 529 | 581 |
| 在建工程 | 4 | 86 | 172 | 198 | 227 |
| 非流动资产合计 | 335 | 298 | 555 | 1,147 | 1,471 |
| **资产总计** | **1,883** | **2,071** | **4,972** | **5,717** | **6,289** |
| 流动负债合计 | 182 | 291 | 366 | 417 | 475 |
| 非流动负债合计 | 64 | 62 | 56 | 59 | 61 |
| 负债合计 | 245 | 354 | 422 | 476 | 536 |
| 少数股东权益 | - | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 股东权益合计 | 1,638 | 1,717 | 4,550 | 5,243 | 5,754 |
| **负债及股东权益合计** | **1,883** | **2,071** | **4,972** | **5,717** | **6,289** |

附三：合并现金流量表

| 会计年度（百万元） | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 343 | 442 | 365 | 517 | 723 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -329 | -35 | -1,247 | -901 | -1,109 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -231 | 85 | 2,224 | 714 | 639 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -216 | 493 | 1,341 | 330 | 253 |

**此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。**