

证券研究报告—动态报告/公司快评

商业贸易

零售

华熙生物 (688363)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2021年01月26日

功能性食品业务扬帆启航，持续拓展 HA 产业边际

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001
联系人：柳旭 13246725957 liuxu1@guosen.com.cn
证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

事项：

公司发布《关于食品业务的自愿性公告》，表示随着国家卫健委批准扩大透明质酸钠（HA）在食品领域的使用范围，公司将充分把握行业机遇，从两方面推动食品业务发展：包括 1）依托 HA 原料优势，协助客户开发更多添加透明质酸钠的食品；2）通过协作、组建自有团队等方式开发功能性食品，品类包括口服液、软糖、压片糖果等。

国信零售观点：我们认为公司作为透明质酸全产业链龙头，食品级业务的发展一方面将增厚公司的原料业务深度：充分发挥公司在食品级 HA 原料基础研究和应用基础研究方面的科技力优势，在海外市场基础上进一步开发国内原料需求市场（据 Frost & Sullivan 数据，2018 年公司食品级 HA 原料全球销量市占率 25.51%）；另一方面将拓宽公司业务广度，推动功能性食品品牌业务的发展：随着 HA 获批用于普通食品及居民健康意识强化，预计我国功能性食品市场存在较大增长空间。华熙生物凭借原料优势和早前的技术积累，有望率先受益行业增长红利，目前已推出“黑零”食品品牌，旗下品类涵盖软糖、咀嚼片、透明质酸 GABA 胶原燕窝饮等。此外，从公司中长期发展看，食品业务的发展将助力公司形成包括 HA 原料、医疗终端、功能性护肤和功能性食品在内的四大业务布局，完善业务矩阵和进一步扩大透明质酸产业化规模，强化龙头地位优势。我们维持公司 20-22 年 EPS 分别为 1.40/2.01/2.75 元/股，当前股价对应 PE 分别为 141.8/98.9/72.3 倍，维持“增持”评级。

评论：

■ 把握政策红利发展食品业务，为公司发展“添翼”

➢ 透明质酸钠获批新食品原料，公司积极抢占行业发展红利

近日，国家卫健委公布《关于蝉花子实体（人工培植）等 15 种“三新食品”的公告》，批准 HA 作为新食品原料，使用范围从 2008 年以来仅限于保健品扩充至普通食品，包括乳及乳制品、饮料/酒类、糖果、巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）等，为食品级玻尿酸的涌现和发展提供了基础政策支持。此前，透明质酸钠原料在日本、欧美等过被广泛应用于各种食品及饮料，口服具有具有皮肤补水、促进骨健康、安眠舒压、护胃黏膜等作用。

公司作为透明质酸全产业链龙头，积极把握产业发展新机遇，于 2021 年 1 月 22 日推出 HA 食品品牌“黑零”，品牌主张“黑科技+零添加”，主打健康瘦身、安眠舒压、护肝养胃、美白抗氧化等功效，包括透明质酸白芸豆纤维咀嚼片、透明质酸 GABA 舒眠抗衰软糖等六款产品，均采用公司自主研发生产的透明质酸原料。此外，公司于 2021 年 1 月 24 日发布《关于食品业务的自愿性公告》，表示未来将在 HA 食品级原料和功能性食品两方面把握行业发展机遇，体现公司发展功能性食品业务，完善全产业链业务体系的决心。

图 1: HA 获批新食品原料的适用



资料来源:国家卫健委、国信证券经济研究所整理

图 2: 华熙生物“黑零”



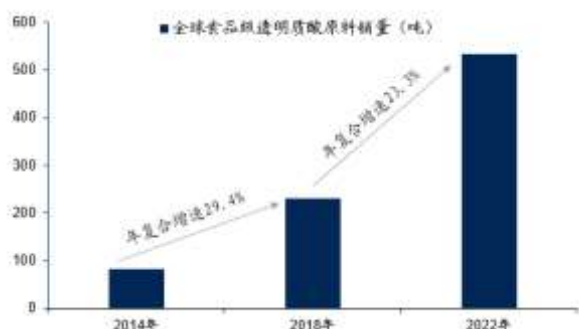
资料来源:新华社客户端、国信证券经济研究所整理

公司在 HA 食品领域深耕多年，原料及技术优势凸显：公司一直是推动透明质酸钠作为食品原料的重要力量，也是国内第一家申请透明质酸钠作为新资源食品并获批的企业，在原料产能、技术工艺和产品布局领域均做到先行先试。

1)原料方面，公司的 HA 原料业务服务于全球医药、化妆品及食品制造企业，其中食品级原料产能 2018 年达到 54.83 吨，同比+29.26%。全球市占率看，据 Frost & Sullivan 数据（转引自华熙生物招股书），2018 年全球食品级 HA 销量为 230 吨，其中华熙生物以 58.68 吨的销量占据 25.51% 的市场份额，预计 2018 年-2022 年全球食品级原料销售复合增速为 23.3%，华熙生物作为龙头企业有望持续受益以及此次 HA 获批用于普通食品带来的国内需求扩大。同时，公司在 2020 年 6 月 2.9 亿元收购透明质酸原料生产企业佛思特，该公司生产的透明质酸原料以食品级为主，化妆品级为辅，年产能 100 吨左右，为公司满足日益扩大的终端需求提供有效支撑。

2)技术工艺及产品布局方面，公司全面掌握透明质酸微生物发酵技术和交联技术，并基于二十年发酵技术的积累，使用非转基因乳酸菌发酵得到高纯度的 GABA (GabarelaTM)，属于新食品原料，可用于普通食品或保健食品。此外，公司此前在功能性食品领域已有所尝试，积累了相应的产品推广经验，推出仙黎奥芙和 Plumoon 普蘭萌两个合作品牌，其中 Plumoon 是享誉全球的口服美容健康品牌，产品类别包含美容营养补充品和健康食品。

图 3: 全球食品级透明质酸原料销量 (吨、%)



资料来源: Frost & Sullivan (转引自华熙生物招股书、财报)、国信证券经济研究所整理

图 4: Plumoon 健康美容口服液



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

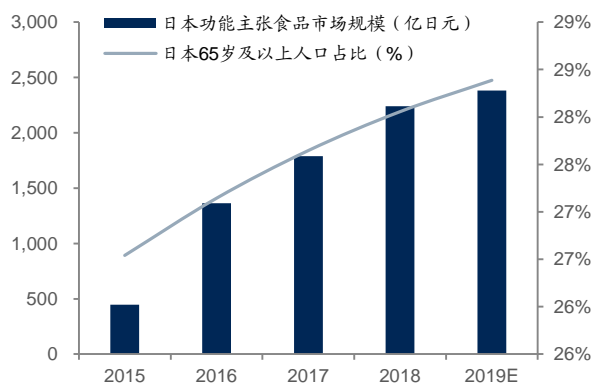
参考日本市场，功能性食品需求具备成长土壤

在食品领域，日本市场最先推出了口服透明质酸美容保健食品，整体市场规模随着人均收入、人口老龄化及居民健康意识增强而不断扩大。据日本失野经济研究所数据，2018 年日本具备功能主张的食品市场规模达到 2240.5 亿日元，预计 2019 年达到 2382 亿日元（折合人民币 148.6 亿元，按 2021 年 1 月 25 日汇率），同时，2018 年日本 65 岁及以上人口占总人口的比重已达到 28% 左右。

我们认为，对标日本看，我国一方面正在经历人口加速老龄化阶段，带来相关健康产品需求增加；另一方面在于生活压力加大带来了居民健康意识的强化，目前居民对于养生保健的关注度日益提升。从医疗保健支出看，中国城镇

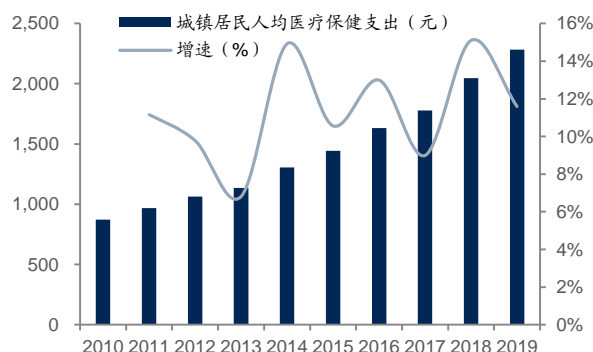
居民人均医疗保健消费支出从2010年的871.77元增加至了2019年的2282.74元，复合增速11.29%。

图 5: 日本功能主张食品规模及老年人口占比(亿日元、%)



资料来源:ifind、失野经济研究所、国信证券经济研究所整理

图 6: 中国城镇居民人均医疗保健支出(元、%)



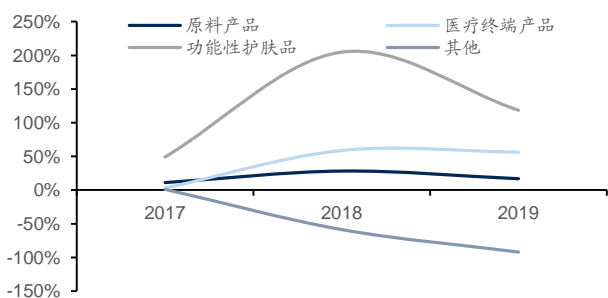
资料来源:ifind、国信证券经济研究所整理

■ 四大业务线布局完善，树立行业竞争壁垒

围绕强大的透明质酸原料优势，公司已形成包括 HA 原料、医疗终端、功能性护肤和功能性食品在内的四大业务布局，完善业务矩阵和进一步扩大透明质酸产业化规模，强化龙头地位优势。具体来看：

- 1) HA 原料业务继续扩充产能，强化核心优势**，拥有医药级、外用级及食品级透明质酸原料近 200 种产品规格。2016-2019 年公司 HA 原料业务营收复合增速达到 18.48%，维持稳健增长态势。预计随着 HA 获批用于普通食品，国内食品级原料需求有望增加，利好公司原料销售放量。
- 2) 医疗终端业务快速增长，医美条线空间广阔**。公司医疗终端业务主要包括骨科注射液、眼科黏弹剂和注射类玻尿酸产品（医美条线），2016-2019 年营业收入复合增速达到 36.68%，实现快速增长，其中医美条线润百颜和润致两大品牌，整体受益于终端医美需求持续释放。同时，2020 年 8 月公司推出“润致娃娃针”，为国内首款获批的三类医疗器械水光产品，具备合规优势，同时是一款具有 HEC 高效交联技术的产品，理论上其降解所需时间较非交联玻尿酸水光更长，可以促进胶原纤维的生成，并通过网格化锁水及修复皮肤张力的作用，让肌肤实现“补水+紧致+平纹”三效合一。
- 3) 功能性护肤业务持续放量，润百颜/夸迪快速增长**。公司近年来加大对于 C 端护肤业务投入，旗下拥有润百颜、米蓓尔、润月雅和夸迪等品牌，其中润百颜/夸迪在各自细分领域已建立一定的声量。从 2020 年双十一销售情况看，润百颜全平台双十一销售破 2 亿，京东销售额同比+218%；夸迪全平台双十一突破 1.6 亿，同比+600%；此外，据淘数据统计，2020 年 6-12 月，润百颜天猫旗舰店销售额同比增速维持在 100%以上。
- 4) 功能性食品领域**，如前文所述，随着 HA 原料获批用于普通食品，公司凭借原料优势、研发工艺优势，有望重点受益于健康意识增强带来的行业需求扩容。

图 7: 公司营业收入分业务增速 (



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司旗下的润致娃



资料来源:润致公众号、国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：玻尿酸全产业链龙头呼之欲出，完善业务矩阵助力长期成长，维持“增持”**

总体而言，公司作为玻尿酸全产业链龙头，产业化规模居国际前列，品牌效应明显：1) 原料业务优势显著并有望进一步受益 HA 获批新食品原料；2) 医疗终端产品完善品类布局，推出合规水光产品，享受医美行业增长红利；3) C 端护肤领域声量逐步扩大，积极开展新兴渠道及营销媒介的布局，预计仍然具备成长空间；4) 功能性食品业务处于发展初期，但综合考虑消费习惯变迁和公司目前独家优势地位，看好该业务的中长期发展，有望为公司打开新的业绩增长点。

此外，在积极完善业务布局外，公司于 2021 年 1 月 18 日晚推出 21 年股权激励计划，拟向 206 名员工（占总员工的 9.6%）授予 480 万限制性股票，占总股本 1%，并设立设置阶梯归属考核模式，体现公司对扩规模的重视和对于基础利润水平的保证，且四年的较长考核周期，也彰显了公司管理层对企业长期发展的信心，有望实现对核心中高层管理人员的深度绑定，从而实现公司长期健康稳定发展。我们维持公司 20-22 年 EPS 分别为 1.40/2.01/2.75 元/股，当前股价对应 PE 分别为 141.8/98.9/72.3 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**

食品业务推广不及预期；新品推广不及预期；疫情反复影响消费需求。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2201	3489	3771	4218	营业收入	1886	2369	3397	4428
应收款项	380	441	652	849	营业成本	384	518	729	930
存货净额	315	403	582	774	营业税金及附加	26	47	68	89
其他流动资产	874	71	102	133	销售费用	521	716	1036	1297
流动资产合计	3771	4404	5107	5974	管理费用	182	356	501	635
固定资产	631	713	737	755	财务费用	(12)	(68)	(84)	(93)
无形资产及其他	385	371	357	342	投资收益	0	5	5	5
投资性房地产	169	169	169	169	资产减值及公允价值变动	4	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	15	15	15	15	其他收入	(90)	0	0	0
资产总计	4972	5672	6385	7256	营业利润	700	800	1147	1570
短期借款及交易性金融负债	0	200	200	200	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	95	139	199	258	利润总额	701	800	1147	1570
其他流动负债	271	391	562	715	所得税费用	116	128	184	251
流动负债合计	366	730	961	1173	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	586	673	965	1321
其他长期负债	56	56	56	56					
长期负债合计	56	56	56	56	现金流量表 (百万元)				
负债合计	422	787	1018	1229	净利润	586	673	965	1321
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(3)	资产减值准备	14	7	1	1
股东权益	4550	4887	5369	6030	折旧摊销	60	72	85	92
负债和股东权益总计	4972	5672	6385	7256	公允价值变动损失	(4)	5	5	5
					财务费用	(12)	(68)	(84)	(93)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1038)	826	(189)	(208)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	(15)	(7)	(2)	(2)
每股收益	1.22	1.40	2.01	2.75	经营活动现金流	(397)	1575	866	1208
每股红利	0.00	0.70	1.01	1.38	资本开支	(237)	(151)	(101)	(101)
每股净资产	9.48	10.18	11.19	12.56	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	21%	15%	25%	32%	投资活动现金流	(237)	(151)	(101)	(101)
ROE	13%	14%	18%	22%	权益性融资	2276	0	0	0
毛利率	80%	78%	79%	79%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	41%	31%	31%	33%	支付股利、利息	0	(337)	(483)	(660)
EBITDA Margin	44%	34%	34%	35%	其它融资现金流	(294)	200	0	0
收入增长	49%	26%	43%	30%	融资活动现金流	1982	(137)	(483)	(660)
净利润增长率	38%	15%	43%	37%	现金净变动	1348	1288	282	447
资产负债率	8%	14%	16%	17%	货币资金的期初余额	854	2201	3489	3771
息率	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%	货币资金的期末余额	2201	3489	3771	4218
P/E	163.0	141.8	98.9	72.3	企业自由现金流	(571)	1362	688	1023
P/B	21.0	19.5	17.8	15.8	权益自由现金流	(865)	1619	759	1101
EV/EBITDA	115.1	119.6	84.0	61.6					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《华熙生物-688363-2020 年中报点评：护肤品保持高增长，卡位优质赛道前景广阔》——2020-08-26

《华熙生物-688363-2019 年年报暨 2020 年一季报点评：护肤品保持高增长，卡位优质赛道前景广阔》——2020-04-30

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032