

华熙生物 (688363.SH)

重研发、投品牌，向高科技生物活性物平台迈进

2020 年营收增长近 40%，重研发、投品牌。公司 2020 年实现营收 26.33 亿元 (yoy+39.63%)，归母净利润 6.46 亿元 (yoy+10.29%)，扣非净利润 5.68 亿元 (yoy+0.13%)；第四季度伴随疫情好转收入同增 73%，归母净利润同增 22%。公司全年毛利率提升 1.75pcts 至 81.40%，但净利率下降 1.75pcts 至 24.53%，主要系公司加大营销与研发投入：1) 销售费用同增 110.84%至 10.99 亿元，对应费率 41.75% (yoy+14.1pcts)，主要由于战略性品牌投入和功能性护肤品业务的线上推广费用增加；2) 研发投入同增 50.35%至 1.41 亿元，研发费用率 5.36% (yoy+0.38pcts)。公司拟以每 10 股派发现金 4.10 元(含税)，预计派发红利占归母净利 30.47%。

原料业务：虽有下降但龙头地位极为稳固。原料业务实现收入 7.03 亿元，同比下降 7.55%，主要由于疫情影响海外客户需求。但可喜的是公司产品价格控制理想，毛利率提高 1.97pcts 至 78.09% (医药级更是保持在 90%)。6 月以 2.9 亿元收购佛思特 100%股权，后者透明质酸年产能达 100 吨 (食品级为主/化妆品级为辅)。收购完成后，公司拥有透明质酸产能 420 吨，龙头地位更为稳固。2021 年预计原料端国际客户伴随疫情消退有所恢复，同时 1 月国家批准公司申报的透明质酸钠作为新食品原料，亦成为新的增长点。

医疗终端：医美市场竞争加剧，产品管线丰富进行时。医疗终端业务收入 5.76 亿元 (同增 17.79%)、毛利率 84.55% (yoy+3.35pcts)。其中：占比最高的皮肤类医疗产品业务 4.35 亿元收入 (同增 9.7%)，相对较弱，市场竞争激烈。2020 年公司取得 3 个软组织填充产品的三类医疗器械注册证，下半年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 (三类医疗器械证书)。2021 年将积极提升产品性能和开展针对中面部、唇部等不同适应症产品的注册申报工作，预计将于年中推出升级整合后的全新润致系列填充产品。

功能性护肤品：润百颜势能放大，夸迪大超预期。功能性护肤品实现收入 13.46 亿元 (+112%)，毛利率 81.89% (yoy-2.12pcts)。公司定义 2020 为品牌元年，加大传统电商及新媒体营销、尤其与 KOL 平台头部主播的合作，全年广告宣传费 1.25 亿元、线上推广服务费 4.93 亿元。品牌势能得以放大：收入超千万的产品 31 款、超百万产品 153 款。分品牌中：润百颜收入 5.65 亿元 (yoy+65%)、夸迪收入 3.91 亿元 (yoy+513%)。判断 2021 年公司将会持续加强品牌建设，打造国民品牌。

公司展望：向高科技生物活性物平台迈进。截至 2020 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 377 名，开展 123 项研发项目 (新增 27 个项目)，已申请专利 341 项 (含发明专利 289 项)，新取得 10 项专利授权。公司期内 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，同时持续开拓美容、保健食品、生活用品等品类，构建个人消费品品类矩阵。2021 年初推出为期四年的限制性股票激励计划，将公司核心高管和业务骨干权益与公司中长期业务发展高度绑定。

盈利预测。结合 2020 年报表现及股权激励计划，我们调整盈利预测为 2021-2023 年收入 38.58/57.74/79.87 亿元、归属净利润 7.54/11.02/13.97 亿元，公司现价 158.42 元，对应 2021 年 101 倍 PE，我们认为华熙生物作为一家立足于发酵生物活性物研产的高科技企业，拥有未来拓展相应广阔下游市场空间的潜力，维持“买入”评级。

风险提示：疫情秋冬若反弹将再度影响医美终端；化妆品营销拉新转化率低。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,886	2,633	3,858	5,774	7,987
增长率 yoy (%)	49.3	39.6	46.53	49.67	38.33
归母净利润 (百万元)	586	646	754	1,102	1,397
增长率 yoy (%)	38.2	10.3	16.8	46.1	26.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.22	1.35	1.57	2.30	2.91
净资产收益率 (%)	12.8	12.9	14.2	17.8	19.3
P/E (倍)	129.9	117.7	100.8	69.0	54.4
P/B (倍)	16.7	15.1	14.3	12.3	10.5

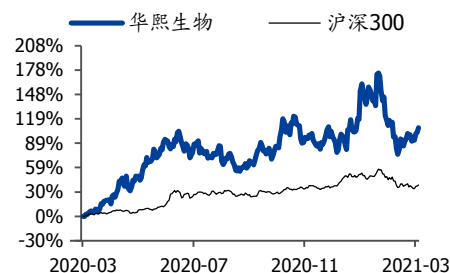
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
最新收盘价	158.42
总市值(百万元)	76,041.60
总股本(百万股)	480.00
其中自由流通股(%)	19.45
30 日日均成交量(百万股)	1.53

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001

邮箱：

相关研究

- 1、《华熙生物 (688363.SH)：护肤品收入占比过半，高速扩增市场份额》2020-10-30
- 2、《华熙生物 (688363.SH)：加大营销及研发投入，化妆品收入快速增长》2020-08-26
- 3、《华熙生物 (688363.SH)：坚定公司长期价值，化妆品业务抓住风口放量》2020-06-07



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3771	3771	5546	6150	8109	营业收入	1886	2633	3858	5774	7987
现金	2201	1390	2928	3334	3872	营业成本	384	489	892	1333	1983
应收票据及应收账款	373	377	848	980	1549	营业税金及附加	26	34	53	79	110
其他应收款	7	12	33	28	56	营业费用	521	1099	1591	2438	3435
预付账款	37	45	73	92	136	管理费用	182	162	328	433	519
存货	315	477	827	880	1659	研发费用	94	141	193	289	399
其他流动资产	837	1470	837	837	837	财务费用	-12	-1	-23	-40	-55
非流动资产	1201	2053	1327	1942	2591	资产减值损失	-4	-16	1	1	1
长期投资	15	18	45	75	105	其他收益	23	53	50	50	50
固定资产	460	627	482	1055	1582	公允价值变动收益	0	3	0	0	0
无形资产	385	427	371	357	403	投资净收益	0	34	31	31	31
其他非流动资产	341	982	430	455	502	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	4972	5717	6873	8092	10700	营业利润	700	757	905	1322	1676
流动负债	366	553	511	807	2374	营业外收入	6	5	0	0	0
短期借款	0	24	0	0	0	营业外支出	5	3	1	1	1
应付票据及应付账款	95	197	128	405	1798	利润总额	701	759	904	1321	1675
其他流动负债	271	332	383	402	576	所得税	116	114	150	220	278
非流动负债	56	146	56	56	56	净利润	585	645	754	1102	1396
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-1	-0	-1	-1
其他非流动负债	56	146	56	56	56	归属母公司净利润	586	646	754	1102	1397
负债合计	422	699	567	864	2430	EBITDA	698	671	889	1321	1721
少数股东权益	-1	-2	-1	-2	-3	EPS (元)	1.22	1.35	1.57	2.30	2.91
股本	480	480	480	480	480	主要财务比率					
资本公积	3452	3452	3452	3452	3452	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	620	1088	1148	1919	2897	成长能力					
归属母公司股东权益	4550	5020	5305	7230	8273	营业收入(%)	49.3	39.6	46.5	49.7	38.3
负债和股东权益	4972	5717	5871	8092	10700	营业利润(%)	33.4	8.2	19.6	46.1	26.7
现金流量表 (百万元)						归属于母公司净利润(%)	38.2	10.3	16.8	46.1	26.8
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	获利能力					
经营活动现金流	365	705	860	1270	1588	毛利率(%)	79.7	81.4	76.9	76.9	75.2
净利润	585	645	754	1102	1396	净利率(%)	31.1	24.5	19.6	19.1	17.5
折旧摊销	63	0	62	93	155	ROE(%)	12.8	12.9	14.2	17.8	19.3
财务费用	-12	-1	-23	-40	-55	ROIC(%)	11.5	10.4	11.1	14.0	9.9
投资损失	-0	-34	-31	-31	-31	偿债能力					
营运资金变动	-270	0	98	146	122	资产负债率(%)	8.5	12.2	8.3	10.7	22.7
其他经营现金流	-0	95	0	0	0	净负债比率(%)	-47.3	-26.7	-54.2	-53.1	-52.7
投资活动现金流	-1247	-1331	-157	-677	-773	流动比率	10.3	6.8	10.9	7.6	3.4
资本支出	450	763	96	585	619	速动比率	7.1	4.5	7.5	5.4	2.3
长期投资	0	-11	-30	-0	-30	营运能力					
其他投资现金流	-797	-579	-91	-93	-184	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9
筹资活动现金流	2224	-160	23	-186	-276	应收账款周转率	6.3	7.0	6.3	6.3	6.3
短期借款	-40	24	0	0	0	应付账款周转率	4.9	0.0	8.0	5.0	1.8
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
普通股增加	50	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.35	1.57	2.30	2.91
资本公积增加	2644	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.47	1.79	2.65	3.31
其他筹资现金流	-430	-184	23	-186	-276	每股净资产(最新摊薄)	9.48	10.46	11.05	12.88	15.10
现金净增加额	1348	-798	726	406	538	估值比率					
						P/E	129.9	117.7	100.8	69.0	54.4
						P/B	16.7	15.1	14.3	12.3	10.5
						EV/EBITDA	105.9	110.2	82.3	55.1	42.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com