

中信证券研究部


徐晓芳
 首席商业零售
 分析师
 S1010515010003



孙晓晖
 医疗健康分析师
 S1010518110003



联系人：付欣宇

核心观点

公司拟向 206 名董事、高管、核心技术人员及骨干员工授予 480 万股限制性股票，激励将使董事长、管理层与二级市场的利益在更长时间内保持一致；授予价 78 元/股（约为前一交易日均价 50%），高授予价彰显公司对未来股价的信心。中长期看，公司 C 端业务（化妆品及后续有望推出的含 HA 食品饮料）有望维持高增、药械较快增长、原料业务充分受益于新规，预计公司未来实际可能完成的业绩高于考核指标。

■ 拟以 78 元授予 206 名董事、高管、核心技术人员及骨干员工 480 万股限制性股票，激励将使董事长、管理层与二级市场的利益在更长时间内保持一致，高授予价彰显公司对未来股价的信心。公司发布《2021 年限制性股票激励计划》草案，拟向 206 名董事、高管、核心技术人员及骨干员工（以中后台技术人员为主）授予 480 万股限制性股票，占总股本 1%。授予方式为首次授予 384 万股，预留授予 96 万股。激励将使董事长、管理层与二级市场的利益在更长时间内保持一致；授予价格为 78 元/股（约为前一交易日均价 50%），高授予价彰显公司对未来股价的信心。

■ 48 个月归属期，业绩考核中目标标准：2020-24 年营业收入 CAGR+17.9%，归属净利润 CAGR+11%（已剔除股份支付费用的影响）；我们预计未来实际可能完成的业绩高于考核指标。首次授予限制股票归属期为登记完成日起 12/24/36/48 个月，四个阶段归属权益数量占比 30%/30%/20%/20%。归属条件中的财务业绩考核指标分目标与触发两个标准，分别对应当期最低可解锁比例 100%/80%。目标标准：2021-24 年营业收入分别为 30 亿/36 亿/41 亿/47 亿元，2021-24 年同比+23.7%/18.8%/15.8%/13.6%，2020-24 年 CAGR+17.9%（假设 2020 年 24 亿元）；剔除股份支付费用的影响，归属净利润分别为 7.0 亿/7.9 亿/8.8 亿/9.7 亿元，2021-24 年同比+10.4%/12.5%/11.1%/10.0%，2020-24 年 CAGR+11.0%（假设 2020 年 6.4 亿元）。若营业收入及归属净利润均刚好完成，2021-24 年归属利润率分别为 23.3%/22.1%/21.2%/20.5%。触发标准：2021-24 年营业收入分别为 28 亿/32 亿/37 亿/41 亿元，2021-24 年同比+14.5%/16.2%/14.0%/12.2%，2020-24 年 CAGR+14.2%（假设 2020 年 24 亿元）；剔除股份支付费用的影响，归属净利润分别为 6.8 亿/7.5 亿/8.2 亿/8.9 亿元，2021-24 年同比+6.7%/10.3%/9.4%/8.6%，2020-24 年 CAGR+8.7%（假设 2020 年 6.4 亿元）。若营业收入及归属净利润均刚好完成，2021-24 年归属利润率分别为 24.3%/23.1%/22.2%/21.5%。

■ 风险因素：HA 原料竞争加剧；护肤品营销投放 ROI 偏低；新品销售不达预期。

■ 投资建议：公司技术壁垒深厚，产业转化能力强，成长空间广阔。估算 2021-2025 年激励费用分别为 1.53/0.86/0.38/0.16/0.01 亿元；在原盈利预测基础上，若考虑激励费用，则 2021/22 年归属净利润分别为 7.1/10.4 亿元（影响幅度分别为 -15.5%/-6.5%）。维持 2020-22 年营业收入预测为 24.4 亿/33.3 亿/45.3 亿元；同时考虑到当前尚为激励草案，维持 2020-22 年归属净利润预测为 6.4 亿/8.4 亿/11.1 亿元，对应 EPS 预测分别为 1.33/1.74/2.31 元，维持“买入”评级。

华熙生物	688363
评级	买入（维持）
当前价	154.49 元
近 12 月绝对涨幅	48.46%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,263	1,886	2,438	3,503	4,812
营业收入增长率	54%	49%	29%	44%	37%
净利润(百万元)	424	586	637	837	1,111
净利润增长率	90.7%	38.2%	8.7%	31.4%	32.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.88	1.22	1.33	1.74	2.31
毛利率%	80%	80%	79%	79%	78%
PE	175	127	116	89	67

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 18 日收盘价

表 1: 公司历史营业收入、归属净利润、归属净利率及预测 (单位: 万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2020-2024 年 CAGR
营业收入 (Am)	188,557	243,803	301,691	358,258	414,826	471,393	
YOY		29.3%	23.7%	18.8%	15.8%	13.6%	17.9%
相较于 2019 年增长			60%	90%	120%	150%	
营业收入 (An)	188,557	243,803	279,064	324,318	369,572	414,826	
YOY		29.3%	14.5%	16.2%	14.0%	12.2%	14.2%
相较于 2019 年增长			48%	72%	96%	120%	
归属净利润 (Bm)	58,561	63,654	70,273	79,057	87,841	96,625	
YOY		8.7%	10.4%	12.5%	11.1%	10.0%	11.0%
相较于 2019 年增长			20%	35%	50%	65%	
净利率	31.1%	26.1%	23.3%	22.1%	21.2%	20.5%	
净利率变化 PCTS			-2.82	-1.23	-0.89	-0.68	
归属净利润 (Bn)	58,561	63,654	67,931	74,958	81,985	89,012	
YOY		8.7%	6.7%	10.3%	9.4%	8.6%	8.7%
相较于 2019 年增长			16%	28%	40%	52%	
净利率	31.1%	26.1%	24.3%	23.1%	22.2%	21.5%	
净利率变化 PCTS			-2.82	-1.23	-0.93	-0.73	

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部; 注: 2020 年数据为中信证券研究部预测; 2021-24 年业绩为假设恰好完成业绩标准时对应的业绩, 其中归属净利润已剔除股份支付费用的影响

除了公司层面业绩考核外, 考核目标还细化到个人层面, 提高激励对象积极性。S/A/B/C 四档考核结果分别对应解除限售系数 100%/100%/100%/0%, 个人当年实际归属的额度=个人当年计划归属的数量×公司层面归属比例×个人层面归属比例。若激励对象考核不合格, 则作废失效, 不可递延至下一年度。

表 2: 激励对象获授的限制性股票分配情况

序号	姓名	国籍	获授的限制性股票 数量(万股)	占授予限制性股票 总数的比例	占本激励计划公告 日股本总额的比例
一、董事、高级管理人员、核心技术人员					
1	赵燕	中国	38.64	8.05%	0.08%
2	刘爱华	中国	23.6	4.92%	0.05%
3	郭学平	中国	27	5.63%	0.06%
4	郭珈均	中国	18.4	3.83%	0.04%
5	LIM LING LI (林伶俐)	新加坡	3.68	0.77%	0.01%
6	王爱华	中国	2.1	0.44%	0.00%
7	栾贻宏	中国	23	4.79%	0.05%
8	徐桂欣	中国	14.72	3.07%	0.03%
9	李慧良	中国	9.2	1.92%	0.02%
10	栾依峥	中国	18.4	3.83%	0.04%
11	石艳丽	中国	1.9	0.40%	0.00%
12	刘建建	中国	2.2	0.46%	0.00%
13	黄思玲	中国	1.95	0.41%	0.00%
小计			184.79	38.50%	0.39%

序号	姓名	国籍	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
二、其他激励对象					
14	张天萌	中国	2.15	0.45%	0.00%
15	阚洪玲	中国	2.05	0.43%	0.00%
16	王玉玲 (身份证尾号 5025)	中国	1.7	0.35%	0.00%
17	周伟	中国	0.6	0.13%	0.00%
其他核心骨干 (189 人)			192.71	40.15%	0.40%
首次授予限制性股票数量合计			384	80.00%	0.80%
三、预留部分			96	20.00%	0.20%
合计			480	100.00%	1.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 3：预计限制性股票实施对各期经营业绩的影响

预计摊销的总费用 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)
29,372	15,257	8,567	3,794	1,632	122

资料来源：公司公告，中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,263	1,886	2,438	3,503	4,812
营业成本	254	384	512	749	1,044
毛利率	79.92%	79.66%	79.02%	78.63%	78.30%
营业税金及附加	27	26	34	49	67
销售费用	284	521	936	1,294	1,723
营业费用率	22.46%	27.65%	38.41%	36.93%	35.80%
管理费用	170	182	164	266	378
管理费用率	13.42%	9.66%	6.74%	7.60%	7.85%
财务费用	(23)	(12)	(38)	(15)	11
财务费用率	-1.84%	-0.66%	-1.57%	-0.43%	0.23%
投资收益	10	0	40	42	35
营业利润	524	700	760	1,005	1,335
营业利润率	41.52%	37.10%	31.18%	28.68%	27.75%
营业外收入	1	6	8	8	8
营业外支出	11	5	5	5	5
利润总额	515	701	763	1,008	1,338
所得税	91	116	127	171	228
所得税率	17.69%	16.61%	16.60%	17.00%	17.00%
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	424	586	637	837	1,111
净利率	33.56%	31.06%	26.11%	23.88%	23.09%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	515	701	763	1,008	1,338
所得税支出	-91	-116	-127	-171	-228
折旧和摊销	48	63	69	78	102
营运资金的变化	-20	-270	-198	-298	-380
其他经营现金流	-10	-13	-86	-45	-10
经营现金流合计	442	365	422	571	823
资本支出	-168	-450	-321	-421	-371
投资收益	10	0	40	42	35
其他投资现金流	124	-798	-700	-200	-300
投资现金流合计	-35	-1,247	-981	-579	-636
发行股票	1,055	2,276	0	0	0
负债变化	40	40	203	932	990
股息支出	-31	0	-178	-193	-251
其他融资现金流	-979	-92	38	15	-11
融资现金流合计	85	2,224	64	754	729
现金及现金等价物净增加额	493	1,341	-495	746	916

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	854	2,201	1,707	2,452	3,368
存货	177	315	435	636	888
应收账款	202	372	463	666	914
其他流动资产	64	883	1,601	1,830	2,166
流动资产	1,297	3,771	4,205	5,584	7,336
固定资产	376	460	431	513	821
长期股权投资	15	15	15	15	15
无形资产	163	385	390	395	400
其他长期资产	220	341	617	873	829
非流动资产	774	1,201	1,453	1,796	2,065
资产总计	2,071	4,972	5,658	7,380	9,401
短期借款	40	0	203	1,136	2,126
应付账款	61	95	128	187	261
其他流动负债	190	271	262	349	446
流动负债	291	366	594	1,672	2,833
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	62	56	56	56	56
非流动性负债	62	56	56	56	56
负债合计	354	422	650	1,728	2,889
股本	430	480	480	480	480
资本公积	807	3,452	3,452	3,452	3,452
归属于母公司所有者权益合计	1,717	4,550	5,009	5,653	6,513
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	1,717	4,550	5,008	5,652	6,512
负债股东权益总计	2,071	4,972	5,658	7,380	9,401

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	54.41%	49.28%	29.30%	43.70%	37.35%
营业利润增长率	84.47%	33.39%	8.67%	32.18%	32.90%
净利润增长率	90.70%	38.16%	8.70%	31.42%	32.80%
毛利率	79.92%	79.66%	79.02%	78.63%	78.30%
EBITDA Margin	44.37%	40.15%	32.56%	30.57%	30.16%
净利率	33.56%	31.06%	26.11%	23.88%	23.09%
净资产收益率	24.68%	12.87%	12.71%	14.80%	17.06%
总资产收益率	20.47%	11.78%	11.25%	11.33%	11.82%
资产负债率	17.07%	8.49%	11.49%	23.42%	30.73%
所得税率	17.69%	16.61%	16.60%	17.00%	17.00%
股利支付率	0.00%	30.33%	30.33%	30.00%	30.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM00010619，作为研究分析商的 INH00001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。