

加大品牌建设及研发投入，护肤品持续放量

华熙生物（688363.SH）半年报点评

核心结论

事件：华熙生物发布2020年半年报。公司2020年H1营收、归母净利润分别为9.47、2.67亿元，同增17.05%、0.75%；持续加大研发和营销费用投入，同比分别增长59.42%、88.65%。2020年H1公司整体收入符合预期；由于销售、研发费用的大幅提升，利润增幅略低于预期。

业绩稳步回升，功能性护肤品快速增长。2020年H1原料业务收入同比持平，Q2随着国内疫情逐渐好转，原料业务逐步复苏；受新冠疫情冲击，2020年H1医疗终端业务收入同比下降，主要系线下渠道停摆，受冲击最大，仍待恢复；功能性护肤品迅速放量，公司依托电商渠道、品牌建设、新型营销以及新品规划，实现护肤品业绩的强势增长，成为上半年业绩增长的主要驱动力。

销售费用和研发投入大幅增加，存货周转有所增长，现金流持续改善。费用方面，2020年H1公司研发投入0.59亿元（+59.42%），占营收比重达6.3%，持续加大核心技术研发投入；公司重视品牌建设，打造核心品牌，销售费用率大幅增加（+11.99pct）拖累2020年H1业绩；管理费用率有所改善，20H1同比下降2.14pct；公司整体盈利能力略有下降。

透明质酸龙头企业，加码护肤品优质赛道，有望持续拓展空间。2020年H1公司业绩增长17.05%，Q2伴随疫情缓解，业绩环比改善；线下眼、骨科和医美填充剂需求受限逐步解除，预计未来需求进一步释放，而护肤品增量迅速，预计收入占比进一步提升。目前海外疫情蔓延，预计对公司原料出口业务仍有一定影响。

维持“买入”评级。预计公司20-22年归母净利润为6.48/9.55/12.44亿元，对应PE为94.3/64.0/49.1倍。公司是国内透明质酸原料与终端产品一体化龙头企业，长期发展前景良好，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超过预期；产品降价超过预期；产品需求低于预期；新品推出进度不及预期；品牌营销不及预期

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,263	1,886	2,343	3,169	3,926
增长率	54.4%	49.3%	24.2%	35.3%	23.9%
归母净利润（百万元）	424	586	648	955	1,245
增长率	90.7%	38.2%	10.7%	47.3%	30.4%
每股收益（EPS）	0.88	1.22	1.35	1.99	2.59
市盈率（P/E）	144.3	104.5	94.3	64.0	49.1
市净率（P/B）	31.9	13.4	11.9	10.2	8.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

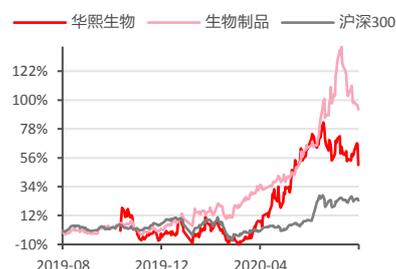
1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码	688363
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	127.45

近一年股价走势



分析师

 雒雅梅 S0800518080002

 luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

 秦媛媛

 qinyuanyuan@research.xbmail.com.cn

相关研究

华熙生物：收购佛思特生物，公司原料产能更上层楼—华熙生物（688363.SH）事件点评 2020-06-10
 华熙生物：原料产品增速稳健，护肤品维持快速增长—华熙生物（688363.SH）19年年报及20年一季报点评 2020-05-05
 华熙生物：多元化布局，透明质酸龙头前景优异—华熙生物（688363.SH）首次覆盖 2020-01-18

索引

内容目录

新冠疫情逐渐好转，业绩稳步回升，功能性护肤品持续快速增长.....	3
销售费用大幅增加，盈利能力略有下降.....	4
现金流改善，公司运营能力有所增强.....	4
全产业链布局，拓展护肤品优势赛道，未来有望持续增量.....	4
风险提示.....	5

图表目录

图 1：公司营收及增速.....	3
图 2：公司归母净利润及增速.....	3
图 3：公司营收及增速（分季度）.....	3
图 4：公司归母净利润及增速（分季度）.....	3
图 5：公司仍维持较高毛利率水平.....	4
图 6：销售费用率提升明显，管理费用率有所改善.....	4

新冠疫情逐渐好转，业绩稳步回升，功能性护肤品持续快速增长

原料业务：2020年H1原料业务收入同比持平，公司原料业务在一二季度先后受到国内、海外新冠疫情影响，Q2随着国内疫情逐渐好转，原料业务逐步复苏。公司依托生物发酵技术平台及产业化优势，在2020年H1新上市原料产品2个，超高分子聚谷氨酸钠和超活麦角硫因，强化公司产品竞争力。

医疗终端业务：受新冠疫情冲击，2020年H1医疗终端业务收入同比下降，其中骨科、眼科产品在2020年Q2稳步恢复带动H1整体收入同比正增长；医疗美容产品由于疫情期间医院、医美机构等线下渠道停摆，受冲击最大，目前还在稳步复苏中。

功能性护肤品：护肤品行业需求强劲，蓬勃发展，疫情倒逼品牌渠道由线下转向线上，公司功能性护肤品业务在2020年H1持续放量。疫情影响线下渠道推进，公司迅速做出调整，加大线上运营投入，发力天猫及微信商城等，实现业绩快速增长；加强“润百颜”核心品牌的建设，打造“国潮文化”，联合网红IP触达更多年轻消费人群；积极拥抱新型营销场景，加码直播和内容营销；在产品方面，济南研发中心和上海研发中心联动，陆续推出不同功效的新品，丰富产品体系，促进业绩快速增长。功能性护肤品业务成为2020年H1公司业绩主要增长点。

图 1：公司营收及增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 2：公司归母净利润及增速



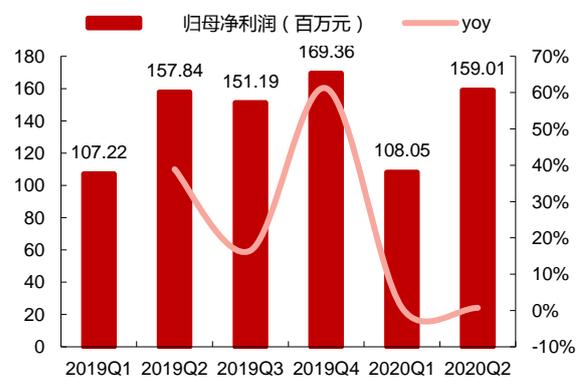
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 3：公司营收及增速（分季度）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 4：公司归母净利润及增速（分季度）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

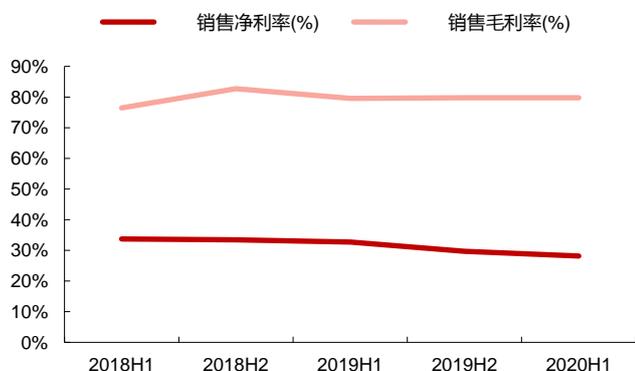
销售费用大幅增加，盈利能力略有下降

毛利率方面，2020年H1公司整体毛利率为79.74%，毛利率保持平稳(+0.16pct)。费用方面，2020年H1公司研发投入0.59亿元(+59.42%)，占营收比重达6.3%，持续加大核心技术研发投入；公司2020年H1销售费用率增至39.64%(+15.04pct)，一是2020年公司为建设核心品牌、拓展渠道，导致广告宣传费及市场开拓费增加，二是随销售团队扩张，职工薪酬同比有所提高，三是受新冠肺炎疫情影响，公司线上业务收入同比增加，线上推广服务费同比大幅增长，同时物流等相关运输成本较去年同期有所增加；管理费用率20H1同比下降3.82pct有所改善系法国子公司 Revitacare 因业绩对赌完成而不再发放业绩奖励以及因新冠疫情运营费用有所减少；公司整体盈利能力略有下降。

现金流改善，公司运营能力有所增强

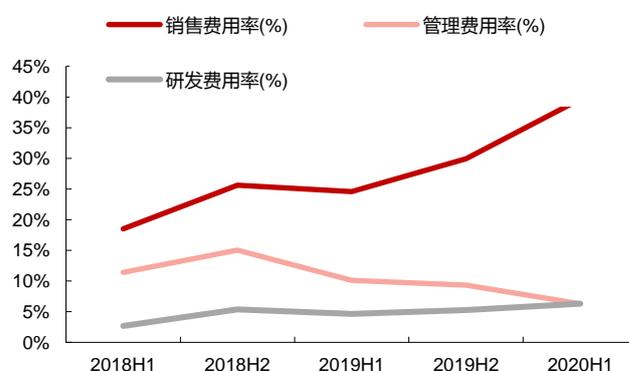
资产结构方面应收账款随销售收入增长37.4%至3.03亿元，此外存货增长65.68%，公司整体营运周转率略有下降。公司存货周转天数由去年同期228.37提升至336.01天，主要系原材料及产品备货增加所致。应收账款周转天数由47.09提升至64.18天。销售商品和劳务收到的现金营收比同比提升6.49pct。公司经营性现金流营收比较同期上升9.15%，主要系公司在销售收入增加的同时，加强对销售回款的管理，销售回款额较上年同期大幅增加；同时，2020年上半年公司收到的政府补助金额较去年同期有所增加。公司整体运营能力有所增强。

图 5：公司仍维持较高毛利率水平



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 6：销售费用率提升明显，管理费用率有所改善



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

全产业链布局，拓展护肤品优势赛道，未来有望持续增量

华熙生物覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。公司依托核心技术和规模化优势，成为全球透明质酸原料龙头，线下眼、骨科和医美填充剂需求受限逐步解除，预计未来需求进一步释放，而护肤品增量迅速，预计收入占比进一步提升。目前海外疫情蔓延，预计对公司原料出口业务仍有一定影响。

多元化产业链布局，终端医美产品未来有望复苏，积极拓展功效性护肤品优质赛道，未来有望持续为公司带来增量。20Q1公司业绩大体与19Q1持平，从公司业务属性和上下游关系分析，疫情对公司的影响是综合性的，一方面疫情期间医疗机构眼科和骨科等手术量下滑，预计公司

相关产品销售也受到影响；此外各地整形美容等场所人流量也有所下降，相应地医美填充剂的需求也会受到冲击，但我们认为医美产品偏半刚需，预计疫情影响结束后存在补偿性需求。另一方面根据天猫旗舰店销量数据，公司线上次抛原液和洗手凝胶等产品销售情况良好，预计带动护肤品收入占比进一步提升。原料产品方面，目前海外疫情蔓延，全年来看预计对公司原料出口业务产生一定影响。

风险提示

疫情影响超过预期；产品降价超过预期；产品需求低于预期；新品推出进度不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	854	2,201	2,916	3,270	3,743	营业收入	1,263	1,886	2,343	3,169	3,926
应收款项	253	418	529	723	903	营业成本	254	384	475	629	770
存货净额	177	315	389	516	631	营业税金及附加	27	26	32	44	54
其他流动资产	14	837	420	423	560	销售费用	284	521	819	1,030	1,219
流动资产合计	1,297	3,771	4,254	4,932	5,837	管理费用	222	276	314	412	495
固定资产及在建工程	462	631	759	985	1,199	财务费用	(23)	(12)	(22)	(29)	(35)
长期股权投资	15	15	15	15	15	其他费用/(-收入)	(25)	(8)	(37)	(43)	(43)
无形资产	163	385	476	571	687	营业利润	524	700	762	1,125	1,466
其他非流动资产	135	169	151	157	164	营业外净收支	(9)	2	0	(2)	(2)
非流动资产合计	774	1,201	1,400	1,728	2,065	利润总额	515	701	763	1,123	1,464
资产总计	2,071	4,972	5,654	6,660	7,902	所得税费用	91	116	114	168	220
短期借款	40	0	50	50	50	净利润	424	585	648	955	1,244
应付款项	226	366	391	522	626	少数股东损益	0	(1)	(0)	(1)	(1)
其他流动负债	25	0	14	14	13	归属于母公司净利润	424	586	648	955	1,245
流动负债合计	291	366	455	586	690						
长期借款及应付债券	22	0	14	12	8	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	41	56	47	48	50	盈利能力					
长期负债合计	62	56	61	60	59	ROE	25.3%	18.7%	13.4%	17.1%	18.9%
负债合计	354	422	516	646	749	毛利率	79.9%	79.7%	79.7%	80.1%	80.4%
股本	430	480	480	480	480	营业利润率	41.5%	37.1%	32.5%	35.5%	37.4%
股东权益	1,717	4,550	5,139	6,014	7,153	销售净利率	33.6%	31.0%	27.7%	30.1%	31.7%
负债和股东权益总计	2,071	4,972	5,654	6,660	7,902	成长能力					
						营业收入增长率	54.4%	49.3%	24.2%	35.3%	23.9%
						营业利润增长率	84.5%	33.4%	9.0%	47.6%	30.3%
						归母净利润增长率	90.7%	38.2%	10.7%	47.3%	30.4%
						偿债能力					
						资产负债率	17.1%	8.5%	9.1%	9.7%	9.5%
						流动比	4.45	9.35	9.35	8.41	8.46
						速动比	3.84	9.45	8.50	7.53	7.55
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.88	1.22	1.35	1.99	2.59
						BVPS	3.58	9.48	10.71	12.53	14.91
						估值					
						P/E	144.3	104.5	94.3	64.0	49.1
						P/B	31.9	13.4	11.9	10.2	8.5
						P/S	48.4	32.4	26.1	19.3	15.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。