



买入（维持）

所属行业：商业贸易
当前价格(元)：99.39

证券分析师

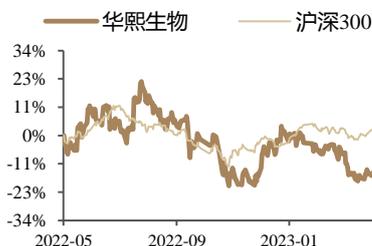
郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|--------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | -12.35 | -20.19 | -22.39 |
| 相对涨幅(%) | -11.82 | -18.03 | -18.75 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《华熙生物(688363.SH)：22年业绩符合预期，功能性护肤业务稳健增长》，2023.4.2
- 《华熙生物(688363.SH)：22年业绩符合预期，重视护肤品业务积极变化》，2023.2.28
- 《华熙生物(688363.SH)：22Q3业绩符合预期，销售费用改善》，2022.10.30

股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本(百万股)： | 481.52 |
| 流通A股(百万股)： | 198.02 |
| 52周内股价区间(元)： | 94.90-162.02 |
| 总市值(百万元)： | 47,858.46 |
| 总资产(百万元)： | 8,459.57 |
| 每股净资产(元)： | 14.30 |

资料来源：公司公告

华熙生物(688363.SH)：护肤品业务略受疫情影响，看好公司后续表现

投资要点

- **公司发布 2023 年一季报。**实现营业收入 13.1 亿/yoy+4.0%，归母净利润 2.0 亿/yoy+0.4%，扣非归母净利润 1.5 亿/yoy-17.4%。23Q1 公司整体毛利率 73.8%/-3.4pcts，主要系原料及功能性护肤业务盈利结构略有变动所致，属阶段性扰动；销售费用率 46.4%/+1.3pcts，管理费用率 6.6%/+0.3pcts，研发费用率 6.4%/-0.1pcts，费用端基本稳定；归母净利率 15.4%/-0.6pcts。
- **护肤品业务略受疫情影响，医美业务改革进入收获期。**(1) **功能性护肤业务略有波动：**23Q1 仍受部分疫后影响，一季度化妆品大盘表现平淡，公司功能性护肤业务增速在行业淡季也略有波动，但不改整体向好的改善趋势，各品牌一季度推新亮点颇多：米蓓尔继续强化敏感肌专家的品牌心智，重点推出水类和精华类产品占比，发展高毛利单品，2 月上新紫米精华，聚焦敏感肌抗衰，新品全方位释放品牌升级信号，强势丰富产品矩阵；润百颜品牌定位升级后以“修护”作为核心功效，年后推新依旧延续修护推品思路，3 月上新修光棒，修护基础上叠加抗氧焕亮功效，推新思路可圈可点。(2) **医美业务开始进入改革收获期：**23Q1 公司医疗终端业务整体表现较好，其中医美板块自 21 年起主动调整产品策略、优化产品结构目前已初显成效，润致品牌声量持续扩大，差异化优势品类微交联润致娃娃针，作为国内稀缺的三类水光产品，有望持续受益疫后复苏及合规水光市场，贡献营收增量。(3) **原料业务：**公司透明质酸原料业内地地位稳固，随着产业链逐渐恢复正常运营消费信心加强，增长势头有望进一步恢复；除此之外，也在依托底层研发不断推出新的生物活性物产品，如高产麦角硫因、5-ALA、唾液酸、重组人源胶原蛋白等物质开发及产业化进程稳步推进，非透明质酸原料销售种类及收入将进一步提升，未来也将通过合成生物技术优化已有产品并不断研发新的有潜力的生物活性物，丰富产品矩阵，为原料板块提供新增长动力，进一步深化原料壁垒，保持稳健增长。
- **投资建议：**公司功能性护肤业务渐入佳境，产品端定位清晰，多品牌矩阵逐渐夯实，重磅推新可期，看好业务势能提升；医美业务改革初见成效开始进入收获期；原料业务优势行业领先，前瞻布局持续投入稳健增长；食品业务同具较大发展潜力，看好公司利润高弹性，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 13.0 亿/17.1 亿/20.6 亿，同比增长 33.5%/31.9%/20.3%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险、新品研发注册不及预期风险、品牌推广费用管控不及预期风险、食品业务开发不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,948 | 6,359 | 8,223 | 10,234 | 12,313 |
| (+/-)YOY(%) | 87.9% | 28.5% | 29.3% | 24.5% | 20.3% |
| 净利润(百万元) | 782 | 971 | 1,297 | 1,710 | 2,056 |
| (+/-)YOY(%) | 21.1% | 24.1% | 33.5% | 31.9% | 20.3% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 1.63 | 2.02 | 2.70 | 3.55 | 4.27 |
| 毛利率(%) | 78.1% | 77.0% | 76.6% | 76.4% | 76.2% |
| 净资产收益率(%) | 13.7% | 14.6% | 17.0% | 18.3% | 18.0% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 2.02 | 2.70 | 3.55 | 4.27 |
| 每股净资产 | 13.79 | 15.87 | 19.43 | 23.70 |
| 每股经营现金流 | 1.32 | 2.00 | 6.70 | 1.74 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 66.97 | 36.88 | 27.96 | 23.25 |
| P/B | 9.81 | 6.26 | 5.12 | 4.19 |
| P/S | 8.58 | 6.63 | 5.33 | 4.43 |
| EV/EBITDA | 48.94 | 26.92 | 19.38 | 16.37 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 77.0% | 76.6% | 76.4% | 76.2% |
| 净利润率 | 15.1% | 15.7% | 16.6% | 16.6% |
| 净资产收益率 | 14.6% | 17.0% | 18.3% | 18.0% |
| 资产回报率 | 11.2% | 12.9% | 13.5% | 13.9% |
| 投资回报率 | 12.9% | 15.1% | 16.6% | 16.4% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 28.5% | 29.3% | 24.5% | 20.3% |
| EBIT 增长率 | 22.7% | 33.5% | 33.2% | 20.8% |
| 净利润增长率 | 24.1% | 33.5% | 31.9% | 20.3% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 23.0% | 23.8% | 26.1% | 23.0% |
| 流动比率 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.8 |
| 速动比率 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 2.0 |
| 现金比率 | 1.0 | 0.8 | 1.3 | 1.3 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 23.9 | 34.3 | 28.7 | 29.0 |
| 存货周转天数 | 230.1 | 239.3 | 222.0 | 230.5 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 固定资产周转率 | 3.3 | 3.6 | 3.8 | 4.2 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|-------|-------|--------|
| 净利润 | 971 | 1,297 | 1,710 | 2,056 |
| 少数股东损益 | -10 | -9 | -14 | -17 |
| 非现金支出 | 263 | 297 | 378 | 403 |
| 非经营收益 | -84 | -47 | -35 | -43 |
| 营运资金变动 | -505 | -578 | 1,183 | -1,564 |
| 经营活动现金流 | 635 | 960 | 3,221 | 836 |
| 资产 | -695 | -760 | -970 | -900 |
| 投资 | -278 | -18 | -23 | -30 |
| 其他 | 137 | 52 | 42 | 51 |
| 投资活动现金流 | -836 | -725 | -950 | -879 |
| 债权募资 | 101 | 58 | 58 | 85 |
| 股权募资 | 89 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -361 | -299 | -7 | -7 |
| 融资活动现金流 | -170 | -241 | 51 | 78 |
| 现金净流量 | -342 | -6 | 2,322 | 34 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 | 6,359 | 8,223 | 10,234 | 12,313 |
| 营业成本 | 1,463 | 1,925 | 2,413 | 2,924 |
| 毛利率% | 77.0% | 76.6% | 76.4% | 76.2% |
| 营业税金及附加 | 77 | 101 | 123 | 150 |
| 营业税金率% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| 营业费用 | 3,049 | 3,939 | 4,810 | 5,762 |
| 营业费用率% | 48.0% | 47.9% | 47.0% | 46.8% |
| 管理费用 | 393 | 506 | 614 | 726 |
| 管理费用率% | 6.2% | 6.2% | 6.0% | 5.9% |
| 研发费用 | 388 | 497 | 594 | 702 |
| 研发费用率% | 6.1% | 6.0% | 5.8% | 5.7% |
| EBIT | 1,076 | 1,437 | 1,913 | 2,311 |
| 财务费用 | -49 | -17 | -22 | -29 |
| 财务费用率% | -0.8% | -0.2% | -0.2% | -0.2% |
| 资产减值损失 | -15 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 12 | 52 | 42 | 51 |
| 营业利润 | 1,136 | 1,505 | 1,977 | 2,390 |
| 营业外收支 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,136 | 1,505 | 1,977 | 2,390 |
| EBITDA | 1,305 | 1,733 | 2,291 | 2,714 |
| 所得税 | 175 | 217 | 281 | 351 |
| 有效所得税率% | 15.4% | 14.4% | 14.2% | 14.7% |
| 少数股东损益 | -10 | -9 | -14 | -17 |
| 归属母公司所有者净利润 | 971 | 1,297 | 1,710 | 2,056 |

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 1,606 | 1,600 | 3,921 | 3,956 |
| 应收账款及应收票据 | 448 | 1,130 | 517 | 1,480 |
| 存货 | 1,162 | 1,397 | 1,579 | 2,165 |
| 其它流动资产 | 807 | 808 | 915 | 950 |
| 流动资产合计 | 4,023 | 4,935 | 6,932 | 8,550 |
| 长期股权投资 | 68 | 86 | 109 | 139 |
| 固定资产 | 1,899 | 2,262 | 2,673 | 2,934 |
| 在建工程 | 830 | 810 | 843 | 932 |
| 无形资产 | 475 | 505 | 531 | 552 |
| 非流动资产合计 | 4,659 | 5,139 | 5,753 | 6,279 |
| 资产总计 | 8,682 | 10,074 | 12,686 | 14,829 |
| 短期借款 | 139 | 197 | 254 | 339 |
| 应付票据及应付账款 | 848 | 734 | 1,431 | 1,270 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 657 | 1,111 | 1,273 | 1,453 |
| 流动负债合计 | 1,644 | 2,041 | 2,958 | 3,062 |
| 长期借款 | 108 | 108 | 108 | 108 |
| 其它长期负债 | 247 | 247 | 247 | 247 |
| 非流动负债合计 | 355 | 355 | 355 | 355 |
| 负债总计 | 1,999 | 2,396 | 3,313 | 3,417 |
| 实收资本 | 481 | 481 | 481 | 481 |
| 普通股股东权益 | 6,634 | 7,637 | 9,347 | 11,403 |
| 少数股东权益 | 49 | 41 | 26 | 9 |
| 负债和所有者权益合计 | 8,682 | 10,074 | 12,686 | 14,829 |

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

。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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。