



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 买入 (维持)

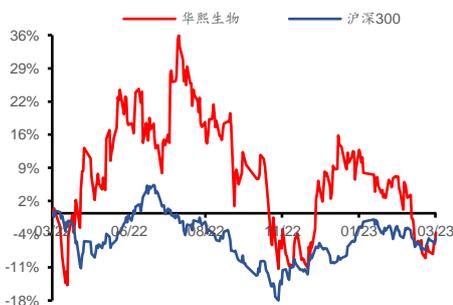
行业: 美容护理  
日期: 2023年03月31日

分析师: 王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523030001  
分析师: 彭毅  
Tel: 021-53686136  
E-mail: pengyi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100001

### 基本数据

最新收盘价 (元)	114.69
12mth A 股价格区间 (元)	102.50-162.02
总股本 (百万股)	481.09
无限售 A 股/总股本	41.07%
流通市值 (亿元)	226.61

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

《护肤品品牌声量提升, 多维打造增长曲线》

——2023年02月28日

《护肤品延续高增, 双十一预售亮眼》

——2022年10月30日

《护肤品延续高增, 盈利能力向好》

——2022年08月30日

## 业绩符合预期, 功效护肤品占比 72%, 加码研发多维打造增长曲线

### ■ 投资摘要

#### 事件

3月30日, 公司发布2022年业绩报告。22年实现营收63.59亿元, 同比+28.53%; 实现归母净利润9.71亿元, 同比+24.11%; 扣非归母净利润为8.52亿元, 同比+28.46%。其中, 22Q4实现营收20.39亿元, 同比+5.34%; 实现归母净利润2.93亿元, 同比+29.27%。

#### 简评

“四轮驱动”稳步推进, 功能性护肤品增速较快。功能性护肤品收入**46.07亿元, 同增38.80%, 占比收入72.45%**。分品牌看, 润百颜13.85亿 (占比30.06%, 同比+12.64pcts), “韧性生长”三部曲全年曝光量超12亿次; 夸迪13.68亿 (占比29.69%, 同比+39.73pcts), 品牌心智进一步得到强化; 米蓓尔6.05亿 (占比13.13%, 同比+44.06pcts), 深植医研共创分级修护理念, 打造敏肌功效大单品。BM肌活9亿 (占比19.49%, 同比+106.4pcts), 糙米水销售额破4亿 (含税), 大单品策略成效显著。公司以科技为支撑, 四大品牌持续增长, 进入规模化阶段, 突破品牌初期增长天花板。持续推行大单品打造策略, 为品牌跨周期稳定发展提供产品和用户基础, 为新产品开发输出优秀模型, 科技力支撑产品力得以持续验证。

公司原料业务收入9.80亿元, 同比+8.31%, 占比主营收入15.41%。其中, 医药级透明质酸销售收入3.37亿元, 同比+33.73%, 占比继续提升。22年公司出口原料销售收入4.26亿元, 占公司原料收入43.45%。毛利率较高的医药级透明质酸原料业务持续保持较高增速, 占比进一步提升, 食品级透明质酸原料业务、其他生物活性物保持稳定增长。医疗终端业务收入6.86亿元, 同比-2%, 占公司主营业务收入10.79%。其中, 皮肤类医疗产品实现收入4.66亿元, 同比-7.56%, 主要系公司主动调整产品策略、优化产品结构; 受益于八省二区及安徽省带量采购的落地执行, 骨科注射液产品实现收入1.52亿元, 同比+22.98%。以润百颜小颗粒产品实现机构的广泛覆盖及消费者的品牌认知渗透, 聚焦差异化优势品类微交联润致娃娃针, 润致同比+38%。功能性食品业务收入**0.75亿元, 同比+358.19%, 实现三位数高增长**。HA作为新食品原料获批, 打开国内功能性食品的崭新空间, 公司迎合消费热点进行产品研发, 在市场教育和品牌沉淀取得初步成效的基础上, 不断丰富产品矩阵, 未来有望推动食品板块持续良性增长。

管理精细化, 提升运营效率。22年公司整体毛利率为76.99%, 同比-1.08pcts, 主要系毛利率相对较高的医疗终端产品业务同比下降及其他业务同比显著提升所致。其中, 医疗终端业务毛利率为四大业务板块中最高, 为80.86%, 同比-1.19pcts, 原料产品、功能性护肤品及其他业务毛利率分别为71.54%、78.37%、33.97%, 同比均不同程度下滑。其他业务毛利率下滑最为明显, 同比-21.3pcts。费用端, 22年公司销售、管理及研发费用率分别为47.95%、12.28%、6.10%, 同比分别-1.29pcts、+0.41pcts、+0.35pcts。研发费用率不断增长, 从18年的4.19%提升至22年6.10%, 持续加码研发投入。22年期间费用合计

增速低于营收增速。22年公司净利率为15.12%，同比-0.55pcts，分季度看，22Q4净利率为14.43%，同比+2.98pcts。

**坚持研发驱动创新引领，持续巩固提高竞争壁垒。**22年研发投入3.88亿元，同比+36.52%。研发人员827人同增256人；在研项目337项同增98项，新增原料产品国际注册11项，医疗器械注册30项，3项化妆品新原料备案，2项特殊用途化妆品行政许可，持续夯实产学研，积极推进科研成果从0到100的研发创新及产业化。济南1.2万平方米研发中心新场地已投入使用。

**战略布局合成生物学，加大产能建设。**公司合成生物技术国际创新产业基地落户北京大兴并于22年投入使用。合成生物技术平台已完成团队引进和研发平台搭建，研发人员超100人，实验室负责人来自国内外知名高校，合成生物注入高质量人才。胶原蛋白、5-ALA、NMN、人乳寡糖等多个项目均已通过合成生物平台完成产业转化，推动从单一活性物到活性物平台公司转型。**产能方面**，天津厂区已于22年4月投产，推动依克多因等新产品产业及市场转化；东营无菌车间的HA产线也将于23年投产，进一步提高原料产品市场竞争力；济南、巢湖、海口新产线均开始调试和使用。聚焦重组胶原蛋白的基础研究，22H2已发布胶原蛋白原料产品，未来预计孵化出更多重组胶原蛋白终端产品项目，打造第二战略生物活性物，新增长曲线逐步清晰。

## ■ 投资建议

作为全球知名的生物科技公司 and 生物活性材料公司，华熙生物是集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台企业，微生物发酵生产透明质酸技术处于全球领先，依托“四轮驱动”发展战略，构建生物活性物、医疗医美终端、功能性护肤品、功能性食品在内的产业链一体化业务架构。以玻尿酸为基本盘，医美业务产品管线清晰，研发加码布局合成生物学、胶原蛋白、细胞培养基等赛道，医美产品管线持续丰富，有望打开新增长天花板。预计23-25年营收分别为81.47、101.86、124.33亿元，同比分别+28.1%、+25.0%、+22.1%，归母净利润分别为12.43、15.50、18.88亿元，同比分别+28.0%、+24.7%、+21.8%。对应EPS分别为2.58、3.22、3.92元，对应当前股价PE为44、36、29倍，**维持“买入”评级。**

## ■ 风险提示

竞争加剧风险，化妆品新品推广不及预期风险，新产品替代风险，核心技术人员流失的风险，行业监管趋严风险。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6359	8147	10186	12433
年增长率	28.5%	28.1%	25.0%	22.1%
归母净利润	971	1243	1550	1888
年增长率	24.1%	28.0%	24.7%	21.8%
每股收益(元)	2.02	2.58	3.22	3.92
市盈率(X)	56.83	44.39	35.61	29.23
市净率(X)	8.32	7.00	5.85	4.88

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年03月30日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1606	2076	3446	4137
应收票据及应收账款	448	910	660	1266
存货	1162	1272	1717	1920
其他流动资产	807	821	917	961
流动资产合计	4023	5080	6740	8284
长期股权投资	68	94	123	155
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1899	2255	2578	2823
在建工程	830	929	1066	1220
无形资产	475	499	521	541
其他非流动资产	1386	1503	1634	1766
非流动资产合计	4659	5281	5923	6504
<b>资产总计</b>	<b>8682</b>	<b>10360</b>	<b>12663</b>	<b>14788</b>
短期借款	139	201	274	354
应付票据及应付账款	848	869	1379	1342
合同负债	68	102	120	146
其他流动负债	589	918	1083	1268
流动负债合计	1644	2090	2856	3110
长期借款	108	108	108	108
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	247	247	247	247
非流动负债合计	355	355	355	355
<b>负债合计</b>	<b>1999</b>	<b>2444</b>	<b>3211</b>	<b>3465</b>
股本	481	481	481	481
资本公积	3753	3753	3753	3753
留存收益	2409	3652	5201	7089
归属母公司股东权益	6634	7877	9426	11314
少数股东权益	49	39	26	9
<b>股东权益合计</b>	<b>6683</b>	<b>7916</b>	<b>9452</b>	<b>11323</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8682</b>	<b>10360</b>	<b>12663</b>	<b>14788</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>635</b>	<b>1297</b>	<b>2259</b>	<b>1544</b>
净利润	961	1233	1536	1871
折旧摊销	229	303	357	396
营运资金变动	-505	-202	403	-680
其他	-50	-36	-36	-44
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-836</b>	<b>-889</b>	<b>-963</b>	<b>-933</b>
资本支出	-695	-900	-970	-946
投资变动	-278	-26	-29	-31
其他	137	37	36	45
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-170</b>	<b>62</b>	<b>73</b>	<b>80</b>
债权融资	101	62	73	80
股权融资	89	0	0	0
其他	-361	0	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>-342</b>	<b>470</b>	<b>1370</b>	<b>691</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>6359</b>	<b>8147</b>	<b>10186</b>	<b>12433</b>
营业成本	1463	1912	2402	2887
营业税金及附加	77	99	123	153
销售费用	3049	3883	4854	5928
管理费用	393	513	626	775
研发费用	388	513	642	808
财务费用	-49	0	0	0
资产减值损失	-15	0	0	0
投资收益	12	37	36	45
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1136</b>	<b>1442</b>	<b>1797</b>	<b>2193</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1136</b>	<b>1442</b>	<b>1797</b>	<b>2193</b>
所得税	175	209	261	321
净利润	961	1233	1536	1871
少数股东损益	-10	-10	-14	-16
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>971</b>	<b>1243</b>	<b>1550</b>	<b>1888</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	77.0%	76.5%	76.4%	76.8%
净利率	15.3%	15.3%	15.2%	15.2%
净资产收益率	14.6%	15.8%	16.4%	16.7%
资产回报率	11.2%	12.0%	12.2%	12.8%
投资回报率	12.9%	14.4%	15.1%	15.4%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	28.5%	28.1%	25.0%	22.1%
EBIT 增长率	22.7%	30.6%	25.3%	22.0%
归母净利润增长率	24.1%	28.0%	24.7%	21.8%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.02	2.58	3.22	3.92
每股净资产	13.79	16.37	19.59	23.52
每股经营现金流	1.32	2.70	4.70	3.21
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.73	0.79	0.80	0.84
应收账款周转率	14.18	9.07	15.47	9.93
存货周转率	1.26	1.50	1.40	1.50
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	23.0%	23.6%	25.4%	23.4%
流动比率	2.45	2.43	2.36	2.66
速动比率	1.61	1.71	1.66	1.94
<b>估值指标</b>				
P/E	56.83	44.39	35.61	29.23
P/B	8.32	7.00	5.85	4.88
EV/EBITDA	48.94	31.35	24.68	20.30

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断