

线上消费有所放缓，看好二季度业绩改善

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年一季度报告，公司 2023 年 1-3 月实现收入 13.05 亿元 (+4.01%)，归母净利润 2.00 亿元 (+0.37%)，扣非净利润 1.51 亿元 (-17.44%)，经营性现金流-1.98 亿元。
- **Q1 业绩略低于预期，建议关注 Q2 新品上市及 618 大促。**2023 年 Q1 公司营收小幅增长，主要是疫情管控放开后，部分线上消费向线下转移，公司化妆品业务 80%左右在线上销售，由此增速放缓。归母净利润与扣非净利润存一定差额，主要是由于政府补助增加，导致 Q1 非经常性损益较高 (4,950 万元)。预计公司 Q2 功能性护肤品板块有多款新品上市，叠加 618 大促助力产品放量，有望带动公司业绩显著改善。
- **短期毛利率承压，看好费用管控成效。**2023 年公司整体毛利率为 73.78% (-3.35pct)，我们认为主要是原料及化妆品板块毛利率下降所致，预计原料毛利率下降是因为新工厂投入使用后短期内产能利用率较低，成本控制有待改善；护肤品板块毛利率下降或与 1 月退货率提升及产品销售结构变化有关。随着行业整体经营环境持续向好，以及公司渠道布局逐步到位、品牌影响力持续加强、业务结构不断改善，我们认为未来公司费用管控成效有望愈发显著。
- **战略打造海口科技园，前瞻布局再生医学及上游核心原料领域。**华熙生物海口科技产业园已于 2023 年 4 月 11 日开园，战略性布局医疗器械、再生医学、国际业务三大前瞻方向，将实现法国丝丽产品的本土化生产和销售，以及建立生物医美板块国际业务中心。此外，公司与日本乐敦制药、BMS 等成立的合资子公司华熙厚源也已落户科技园产业区。产业园一期计划建设 6 条医疗器械级生产线，投产后一期综合年产能将达到 1-1.5 亿件产品以上。
- **投资建议：**公司是全球领先的生物活性材料科技企业，深耕合成生物学技术，开拓全产业链布局，“原料+功能护肤+医疗终端+功能性食品”四轮驱动，品牌矩阵丰富，长期成长性良好。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.63/16.13/20.41 亿元，同比增长 30.07%/27.76%/26.53%，EPS 为 2.62/3.35/4.24 元，当前股价对应 PE 为 38/30/23 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**渠道成本增加的风险、研发进展不及预期的风险、新品营销效果不达预期的风险、市场竞争加剧的风险。

华熙生物(688363.SH)

推荐(维持评级)

合理估值区间：131.00-144.10 元

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

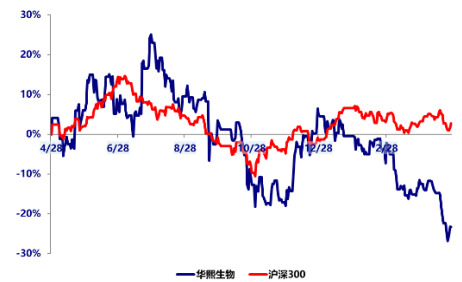
特此鸣谢：孟熙

市场数据

2023-04-30

| | |
|---------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 99.39 |
| A 股一年内最高价(元) | 164.66 |
| A 股一年内最低价(元) | 93.68 |
| 沪深 300 | 4029.09 |
| 市盈率 | 49.29 |
| 总股本(万股) | 48152.19 |
| 实际流通 A 股(万股) | 19802.19 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 28350.00 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 196.81 |

相对沪深 300 表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

2022-04-02 华熙生物年报点评：强化运营提升盈利能力，合成生物学构建未来

2022-10-30 华熙生物 2022 年三季度点评：功能护肤品渐入佳境，研发推进赋能产品创新

主要财务指标

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 6359.19 | 8099.30 | 10209.41 | 12735.67 |
| 收入增长率% | 28.53 | 27.36 | 26.05 | 24.74 |
| 归母净利润（百万元） | 970.92 | 1262.85 | 1613.36 | 2041.40 |
| 利润增速% | 24.11 | 30.07 | 27.76 | 26.53 |
| 毛利率% | 76.99 | 76.82 | 76.69 | 76.63 |
| 摊薄 EPS(元) | 2.02 | 2.62 | 3.35 | 4.24 |
| PE | 49.29 | 37.90 | 29.66 | 23.44 |
| PB | 7.21 | 6.06 | 5.03 | 4.14 |
| PS | 7.52 | 5.90 | 4.68 | 3.75 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) 2022A | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | | | | | | | | |
|--------------------------|---------|---------|---------|--------------|------------------|--------------|------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|----------|----------|
| 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | |
| 流动资产 | | | | 4023.10 | 5559.81 | 7882.58 | 10364.05 | 营业收入 | | | | 6359.19 | 8099.30 | 10209.41 | 12735.67 |
| 现金 | 1606.13 | 2658.95 | 4486.14 | 6259.06 | 营业成本 | | | | 1463.23 | 1877.42 | 2380.31 | 2975.79 | | | |
| 应收账款 | 448.44 | 721.46 | 753.23 | 1086.37 | 营业税金及附加 | | | | 77.20 | 97.19 | 122.51 | 152.83 | | | |
| 其它应收款 | 51.91 | 38.08 | 75.36 | 66.15 | 营业费用 | | | | 3049.37 | 3848.42 | 4826.18 | 6019.52 | | | |
| 预付账款 | 171.76 | 159.58 | 202.33 | 252.94 | 管理费用 | | | | 392.87 | 494.01 | 612.91 | 738.44 | | | |
| 存货 | 1161.54 | 1393.84 | 1779.90 | 2105.16 | 财务费用 | | | | -48.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 其他 | 583.32 | 587.88 | 585.63 | 594.36 | 资产减值损失 | | | | -15.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 非流动资产 | | | | 4658.65 | 4777.67 | 4810.19 | 4761.51 | 公允价值变动收益 | | | | -0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 68.23 | 68.23 | 68.23 | 68.23 | 投资净收益 | | | | 11.92 | 40.50 | 51.05 | 63.68 | | | |
| 固定资产 | 1899.28 | 2136.47 | 2245.14 | 2241.12 | 营业利润 | | | | 1136.31 | 1492.37 | 1906.59 | 2412.42 | | | |
| 无形资产 | 475.06 | 515.84 | 558.47 | 602.57 | 营业外收入 | | | | 6.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 其他 | 2216.08 | 2057.13 | 1938.35 | 1849.60 | 营业外支出 | | | | 6.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 资产总计 | | | | 8681.75 | 10337.47 | 12692.77 | 15125.56 | 利润总额 | | | | 1136.11 | 1492.37 | 1906.59 | 2412.42 |
| 流动负债 | | | | 1644.04 | 2036.91 | 2778.85 | 3170.24 | 所得税 | | | | 174.73 | 229.52 | 293.23 | 371.03 |
| 短期借款 | 139.20 | 139.20 | 139.20 | 139.20 | 净利润 | | | | 961.38 | 1262.85 | 1613.36 | 2041.40 | | | |
| 应付账款 | 816.84 | 799.83 | 1276.33 | 1352.29 | 少数股东损益 | | | | -9.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 其他 | 688.00 | 1097.89 | 1363.33 | 1678.76 | 归属母公司净利润 | | | | 970.92 | 1262.85 | 1613.36 | 2041.40 | | | |
| 非流动负债 | | | | 354.73 | 354.73 | 354.73 | 354.73 | EBITDA | | | | 1305.02 | 1782.86 | 2223.02 | 2747.42 |
| 长期借款 | 107.97 | 107.97 | 107.97 | 107.97 | EPS (元) | | | | 2.02 | 2.62 | 3.35 | 4.24 | | | |
| 其他 | 246.76 | 246.76 | 246.76 | 246.76 | 主要财务比率 | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | |
| 负债合计 | | | | 1998.77 | 2391.64 | 3133.58 | 3524.97 | 营业收入 | | | | 28.53% | 27.36% | 26.05% | 24.74% |
| 少数股东权益 | 49.21 | 49.21 | 49.21 | 49.21 | 营业利润 | | | | 25.48% | 31.33% | 27.76% | 26.53% | | | |
| 归属母公司股东权益 | 6633.78 | 7896.62 | 9509.98 | 11551.38 | 归属母公司净利润 | | | | 24.11% | 30.07% | 27.76% | 26.53% | | | |
| 负债和股东权益 | | | | 8681.75 | 10337.47 | 12692.77 | 15125.56 | 毛利率 | | | | 76.99% | 76.82% | 76.69% | 76.63% |
| 现金流量表 (百万元) 2022A | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 净利率 | | | | 15.27% | 15.59% | 15.80% | 16.03% | |
| 经营活动现金流 | | | | 635.19 | 1462.33 | 2176.13 | 2059.25 | ROE | | | | 14.64% | 15.99% | 16.96% | 17.67% |
| 净利润 | 961.38 | 1262.85 | 1613.36 | 2041.40 | ROIC | | | | 12.88% | 14.74% | 15.78% | 16.58% | | | |
| 折旧摊销 | 228.65 | 330.99 | 367.47 | 398.68 | 资产负债率 | | | | 23.02% | 23.14% | 24.69% | 23.30% | | | |
| 财务费用 | -10.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净负债比率 | | | | 29.91% | 30.10% | 32.78% | 30.39% | | | |
| 投资损失 | -11.92 | -40.50 | -51.05 | -63.68 | 流动比率 | | | | 2.45 | 2.73 | 2.84 | 3.27 | | | |
| 营运资金变动 | -505.24 | -91.01 | 246.35 | -317.15 | 速动比率 | | | | 1.61 | 1.95 | 2.11 | 2.51 | | | |
| 其它 | -26.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 总资产周转率 | | | | 0.73 | 0.78 | 0.80 | 0.84 | | | |
| 投资活动现金流 | | | | -836.22 | -409.50 | -348.95 | -286.32 | 应收帐款周转率 | | | | 14.18 | 11.23 | 13.55 | 11.72 |
| 资本支出 | -695.17 | -450.00 | -400.00 | -350.00 | 应付帐款周转率 | | | | 7.79 | 10.13 | 8.00 | 9.42 | | | |
| 长期投资 | -278.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | | | | 2.02 | 2.62 | 3.35 | 4.24 | | | |
| 其他 | 137.29 | 40.50 | 51.05 | 63.68 | 每股经营现金 | | | | 1.32 | 3.04 | 4.52 | 4.28 | | | |
| 筹资活动现金流 | | | | -170.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股净资产 | | | | 13.78 | 16.40 | 19.75 | 23.99 |
| 短期借款 | 139.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/E | | | | 49.29 | 37.90 | 29.66 | 23.44 | | | |
| 长期借款 | -36.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/B | | | | 7.21 | 6.06 | 5.03 | 4.14 | | | |
| 其他 | -273.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBITDA | | | | 48.94 | 25.57 | 19.69 | 15.28 | | | |
| 现金净增加额 | | | | -341.63 | 1052.83 | 1827.18 | 1772.93 | PS | | | | 7.52 | 5.90 | 4.68 | 3.75 |

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn