

## 华熙生物 (688363.SH) 战略调整背景下短期经营承压，看好公司长期发展

2023年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨柏炜（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

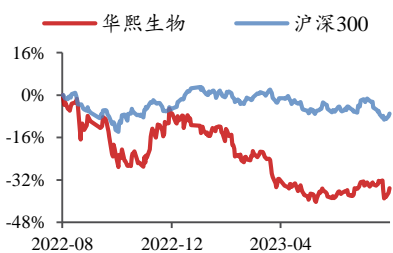
yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040052

日期	2023/8/29
当前股价(元)	93.75
一年最高最低(元)	148.17/84.99
总市值(亿元)	451.57
流通市值(亿元)	185.79
总股本(亿股)	4.82
流通股本(亿股)	1.98
近3个月换手率(%)	67.53

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2023Q1 营收+4%，关注化妆品推新及医美业务表现——公司信息更新报告》-2023.4.29

《2022 年功效护肤业务较快增长，降本增效成果显现——公司信息更新报告》-2023.4.2

《2022 年营收预计同比+29%，关注“38 大促”表现——公司信息更新报告》-2023.2.28

### ● 2023H1 营收+4.8%、归母净利润-10.3%，业务调整背景下短期经营承压

公司发布半年报：2023H1 实现营收 30.76 亿元 (+4.8%)、归母净利润 4.25 亿元 (-10.3%)；其中单 2023Q2 实现营收 17.70 亿元 (+5.3%)、归母净利润 2.24 亿元 (-18.0%)，业务战略调整背景下短期经营承压。考虑调整周期不确定性，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.05(-2.40)/12.30(-3.67)/14.55 (-5.25) 亿元，对应 EPS 为 2.09 (-0.50) /2.55 (-0.77) /3.02 (-1.09) 元，当前股价对应 PE 为 44.9/36.7/31.0 倍。公司是四轮驱动的玻尿酸全产业链龙头，我们看好公司战略调整完成后回归稳健增长，估值合理，维持“买入”评级。

### ● 医疗终端、原料业务营收表现较好，综合盈利水平略下滑

上半年分业务看，功能性护肤品实现营收 19.66 亿元 (-7.6%)，毛利率 74.5% (-4.3pct)，其中润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活分别实现营收 6.32 亿元 (-2.0%) /5.43 亿元 (-10.1%) /2.17 亿元 (-16.8%) /3.41 亿元 (-29.6%)，公司主动进行战略调整导致板块承压；原料实现营收 5.67 亿元(+23.2%)，毛利率 65.7%(-6.7pct)，医药级/妆品级原料驱动增长，食品级原料毛利率下滑；医疗终端实现营收 4.89 亿元 (+63.1%)，毛利率 82.3% (+0.4pct)，其中皮肤类产品实现营收 3.26 亿元 (+56.8%)，战略调整成效显著；功能性食品实现营收 3291 万元。盈利能力方面：公司 2023H1 毛利率为 73.8% (同比-3.6pct)，略有承压。费用方面：2023H1 销售/管理/研发费用率分别为 46.2%/6.7%/6.1%，同比分别-1.1pct/+0.7pct/+0.0pct。

### ● 四轮驱动稳步成长，期待功能性护肤品业务战略调整后恢复高质量增长

功能性护肤品：四大品牌已初具规模，但公司为提升发展质量果断进行战略调整，未来各品牌锐角进一步锐化后有望恢复高质量增长。医疗终端：两款 III 类械水光产品有望较快面世，另有重组胶原蛋白产品即将进入临床阶段。原料：向提供服务转型，未来解决方案的收入占比有望提升。功能性食品：聚焦大单品并强化线下布局，有望稳步增长。整体看，公司四轮驱动背景下有望稳步增长。

### ● 风险提示：终端产品推广不及预期、核心人员流失风险、行业竞争加剧。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,948	6,359	7,227	8,866	10,548
YOY(%)	87.9	28.5	13.7	22.7	19.0
归母净利润(百万元)	782	971	1,005	1,230	1,455
YOY(%)	21.1	24.1	3.5	22.3	18.3
毛利率(%)	78.1	77.0	73.4	73.5	73.7
净利率(%)	15.7	15.1	13.8	13.7	13.7
ROE(%)	13.6	14.4	13.5	14.6	15.1
EPS(摊薄/元)	1.62	2.02	2.09	2.55	3.02
P/E(倍)	57.7	46.5	44.9	36.7	31.0
P/B(倍)	7.9	6.8	6.1	5.4	4.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3984	4023	4711	5505	6225
现金	1807	1606	2152	2239	2808
应收票据及应收账款	401	448	517	667	742
其他应收款	29	52	40	73	61
预付账款	88	172	124	239	192
存货	709	1162	1295	1703	1838
其他流动资产	950	583	583	583	583
<b>非流动资产</b>	3520	4659	4926	5494	6010
长期投资	19	68	68	68	68
固定资产	1609	1899	2187	2670	3124
无形资产	467	475	533	589	615
其他非流动资产	1424	2216	2138	2166	2202
<b>资产总计</b>	7504	8682	9637	10998	12235
<b>流动负债</b>	1401	1644	1919	2326	2401
短期借款	0	139	139	409	139
应付票据及应付账款	691	848	1173	1294	1619
其他流动负债	710	657	607	623	642
<b>非流动负债</b>	401	355	333	312	290
长期借款	144	108	86	65	43
其他非流动负债	257	247	247	247	247
<b>负债合计</b>	1801	1999	2252	2638	2691
少数股东权益	3	49	39	27	13
股本	480	481	481	481	481
资本公积	3569	3753	3753	3753	3753
留存收益	1674	2409	3103	3952	4958
<b>归属母公司股东权益</b>	5699	6634	7346	8333	9531
负债和股东权益	7504	8682	9637	10998	12235

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1276	635	1380	881	1926
净利润	776	961	995	1218	1441
折旧摊销	127	178	204	254	313
财务费用	-0	-49	-1	-1	-1
投资损失	-21	-12	-20	-20	-20
营运资金变动	359	-609	216	-554	208
其他经营现金流	36	166	-15	-15	-15
<b>投资活动现金流</b>	-990	-836	-451	-801	-809
资本支出	784	696	471	821	829
长期投资	-2	-123	0	0	0
其他投资现金流	-204	-17	20	20	20
<b>筹资活动现金流</b>	-71	-170	-383	-263	-278
短期借款	-24	139	0	270	-270
长期借款	144	-36	-22	-22	-22
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	118	184	0	0	0
其他筹资现金流	-309	-458	-361	-511	14
<b>现金净增加额</b>	195	-342	546	-183	839

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4948	6359	7227	8866	10548
营业成本	1085	1463	1922	2345	2770
营业税金及附加	58	77	88	108	128
营业费用	2436	3049	3325	4060	4810
管理费用	303	393	426	514	601
研发费用	284	388	419	532	654
财务费用	-0	-49	-1	-1	-1
资产减值损失	-30	-15	15	15	15
其他收益	133	122	120	120	100
公允价值变动收益	7	-0	0	0	0
投资净收益	21	12	20	20	20
资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	906	1136	1159	1417	1676
营业外收入	2	6	6	6	6
营业外支出	17	6	7	7	7
<b>利润总额</b>	890	1136	1158	1416	1675
所得税	115	175	162	198	235
<b>净利润</b>	776	961	995	1218	1441
少数股东损益	-7	-10	-10	-12	-14
<b>归属母公司净利润</b>	782	971	1005	1230	1455
EBITDA	973	1281	1317	1623	1932
EPS(元)	1.62	2.02	2.09	2.55	3.02

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	87.9	28.5	13.7	22.7	19.0
营业利润(%)	19.6	25.5	2.0	22.3	18.3
归属于母公司净利润(%)	21.1	24.1	3.5	22.3	18.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	78.1	77.0	73.4	73.5	73.7
净利率(%)	15.7	15.1	13.8	13.7	13.7
ROE(%)	13.6	14.4	13.5	14.6	15.1
ROIC(%)	12.1	13.0	12.3	13.1	14.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.0	23.0	23.4	24.0	22.0
净负债比率(%)	-24.4	-16.2	-23.2	-18.6	-25.3
流动比率	2.8	2.4	2.5	2.4	2.6
速动比率	2.2	1.6	1.7	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	12.9	15.1	15.1	15.1	15.1
应付账款周转率	2.6	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.02	2.09	2.55	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	2.65	1.32	2.86	1.83	4.00
每股净资产(最新摊薄)	11.83	13.77	15.25	17.30	19.79
<b>估值比率</b>					
P/E	57.7	46.5	44.9	36.7	31.0
P/B	7.9	6.8	6.1	5.4	4.7
EV/EBITDA	44.1	34.0	32.6	26.5	21.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn