



买入（维持）

所属行业：商业贸易  
当前价格(元)：93.55

证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

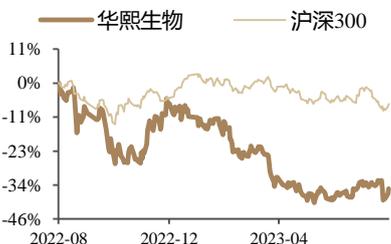
邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

研究助理

张望

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.32	5.74	4.83
相对涨幅(%)	1.75	6.57	5.98

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《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》，2023.5.3
- 《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
- 《华熙生物(688363.SH)：原料稳健护肤高增，22H1业绩符合预期》，2022.8.30

# 华熙生物(688363.SH)：精细化营运提升内功，多品牌之路升级可期

投资要点

- 23H1 业绩短期承压，期待盈利拐点。**公司 2023H1 实现营收 30.76 亿元 (yoy+4.8%)，归母净利润 4.25 亿元 (yoy-10.3%)，其中 Q2 单季度营收 17.70 亿元 (yoy+5.4%)，归母净利润 2.24 亿元 (yoy-18.1%)，主要受消费环境疲软下功能性护肤品产品&渠道结构调整影响，叠加内部结构与管理升级公司战略性降低发展速度。受高利润率护肤品占比下滑影响，2023H1 整体毛利率同降 3.6pcts 至 73.8%，期间销售费用率同降 1.1pcts 至 46.2%，管理费用率同增 0.7pct 至 6.7%，财务/研发费用率分别达-0.7%/6.1%，致净利率同降 2.2pcts 至 13.7%。公司拟以自有资金按不超过 130 元/股价格回购股份用于股权激励，回购总额达 2-3 亿元。
- 原料业务：海外子公司接力新增，医药级 HA 国际化推进。**23H1 实现收入 5.67 亿元 (yoy+23.2%)，边际复苏趋势向好，营收占比同增 2.8pcts 至 18.5%，整体毛利率受食品级 HA 销售扩大影响同降 6.7pcts 至 65.6%。分结构看，医药/化妆品/食品级 HA 收入占比分别达 38.9%/32.7%/10.4%，其中医药级 HA 收入靓丽，毛利率达 85.3%，主要系国际化战略高效推进，欧洲、美洲、亚洲等市场销量持续增长，预计下半年仍有望延续 H1 高增趋势持续带动原料业务毛利率上行。研发端推进合成生物平台构建，已有在研原料及合成生物研发项目 121 个，重组人源胶原蛋白等项目已完成试产，对应终端产品即将进入临床，超纯麦角硫因、Hybloom 微真等 4 种生物活性物新产品已完成上市，各有 12 个项目分别进入商业化生产与中试阶段。面向新平台布局，持续提升产业转化能力，海南生命健康产业园建设稳步推进，无菌级 HA 产线已完成设备安装，预计于 2023 年下半年正式投入使用。
- 医疗终端：医美超预期成长，润致系列驱动收入高增。**23H1 实现收入 4.89 亿元 (yoy+63.1%)，营收占比 15.9%，毛利率同增 0.4pcts 至 82.3%，围绕 6 大类活性物质开展药械研发，在研项目已达 89 个。1) 医美业务：重新聚焦，整装待发。研发管线合理化与渠道结构健康化发展，皮肤类医疗产品实现收入 3.26 亿元 (yoy+56.8%)。产品端聚焦高端 III 类械，润致系列矩阵逐步完善，以长效百搭思路打造娃娃针为新爆品，润致单相 Natural、双相 2 号、3 号、5 号产品打造分层抗衰，提升终端入院情况，并有两款 III 类械水光产品分别进入注册申报和临床随访阶段。2) 医疗业务：实现收入 1.63 亿元 (yoy+77.2%)，其中骨科注射液“海力达”实现收入 0.97 亿元 (yoy+40.0%)，积极参与各省际联盟集采与挂网销售，全国覆盖医院超 6000 家，有望进一步提升非中标区域市场份额。
- 功效护肤品：业务基本盘稳固，产品&渠道结构调整可期。**23H1 实现收入 19.66 亿元 (yoy-7.56%)，营收占比 63.9%，毛利率同降 4.25pcts 至 74.5%，其中润百颜/夸迪/米蓓尔/ BM 肌活收入分别达 6.32/5.43/2.17/3.41 亿元，同降 2.0%/10.1%/16.8%/29.6%。护肤品业务短期承压主要由于消费环境疲软下以及部分品牌大单品占比过高，水乳膏霜等产品客单价下行明显；渠道上抖音达播占比高带来的线上流量红利趋缓与成本上行导致品牌成长短期瓶颈。公司已积极调整品牌策略与定位，核心业务基本盘仍然稳固，未来关注点来自 1) 线上数据边际恢复与量价改善：参考久谦数据跟踪 Q2 以来公司四大品牌平均客单价降幅较 Q1 环比明显收窄，2023 年 1-7 月以来四大品牌于天猫/抖音/京东平台合计 GMV 同比分别达-23%/+6%/+44%，线上 GMV 整体已在高基数上与去年同期持平，月度边际改善明显。2) 线上渠道与销售模式优化：在利用超头基础上强化品牌力与复购，重点发展自播渠道构建，提升日销与自播收入占比；3) 持续聚焦多品牌之路，

完善大单品系列布局。各大品牌推新能力持续验证，已有在研护肤品 51 项，润百颜系列已完成白纱布、修光系列多款产品上新，BM 肌活有望丰富水乳膏霜品类矩阵，米蓓尔在敏感肌方向持续发力，预计 2023 下半年仍有多款产品陆续上新。积极打造多款亿元大单品，重视大单品系列占比提升，其中润百颜屏障修护、光损伤、抗时光修护系列合计占比已超 50%。

- 盈利预测与投资建议：**华熙生物为领先的合成生物学企业，以原料+医疗+化妆品+食品四轮驱动长期主义发展。公司积极改善渠道销售与产品结构，及时调整多品牌策略与路线，护肤品板块优化举措有望驱动业绩重回高增轨道。我们预计公司于 2023-2025 年实现收入 68.2/87.0/107.8 亿元，同增 7.2%/27.6%/23.9%，归母净利润 10.75/13.5/16.6 亿元，同增 10.7%/25.7%/23.0%，当前对应 2023 年 PE42 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**研发取证风险、获客成本上升、新品推广不及预期、终端需求疲软

股票数据		主要财务数据及预测					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	481.68						
流通 A 股(百万股):	198.18						
52 周内股价区间(元):	86.87-145.43						
总市值(百万元):	45,061.16						
总资产(百万元):	8,368.42						
每股净资产(元):	14.29						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	4,948	6,359	6,819	8,701	10,781
		(+/-)YOY(%)	87.9%	28.5%	7.2%	27.6%	23.9%
		净利润(百万元)	782	971	1,075	1,351	1,662
		(+/-)YOY(%)	21.1%	24.1%	10.7%	25.7%	23.0%
		全面摊薄 EPS(元)	1.62	2.02	2.23	2.81	3.45
		毛利率(%)	78.1%	77.0%	75.3%	75.5%	76.5%
		净资产收益率(%)	13.7%	14.6%	14.4%	15.3%	15.9%

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	2.23	2.81	3.45
每股净资产	13.79	15.50	18.30	21.75
每股经营现金流	1.32	2.55	2.60	3.22
每股股利	0.61	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	66.97	41.92	33.29	27.12
P/B	9.81	5.99	4.86	4.09
P/S	7.08	6.61	5.18	4.18
EV/EBITDA	48.94	27.48	21.69	17.31
股息率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	77.0%	75.3%	75.5%	76.5%
净利润率	15.1%	15.7%	15.4%	15.3%
净资产收益率	14.6%	14.4%	15.3%	15.9%
资产回报率	11.2%	11.7%	12.7%	13.5%
投资回报率	12.9%	13.4%	14.4%	15.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.5%	7.2%	27.6%	23.9%
EBIT 增长率	22.7%	16.8%	25.0%	23.5%
净利润增长率	24.1%	10.7%	25.7%	23.0%
偿债能力指标				
资产负债率	23.0%	18.4%	16.8%	15.0%
流动比率	2.4	3.3	4.1	5.0
速动比率	1.6	2.7	3.3	4.2
现金比率	1.0	1.9	2.7	3.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.9	23.7	18.6	15.0
存货周转天数	230.1	196.6	127.4	126.3
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
固定资产周转率	3.6	3.6	4.6	5.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	971	1,075	1,351	1,662
少数股东损益	-10	-6	-9	-13
非现金支出	263	219	233	221
非经营收益	-84	-31	-7	-9
营运资金变动	-505	189	-85	-92
经营活动现金流	635	1,445	1,485	1,770
资产	-695	-50	-46	-39
投资	-278	0	0	0
其他	137	-67	-13	-15
投资活动现金流	-836	-118	-60	-54
债权募资	101	70	0	0
股权募资	89	50	0	0
其他	-361	-293	0	0
融资活动现金流	-170	-173	0	0
现金净流量	-342	1,155	1,425	1,717

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 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	6,819	8,701	10,781
营业成本	1,463	1,685	2,127	2,532
毛利率%	77.0%	75.3%	75.5%	76.5%
营业税金及附加	77	84	105	131
营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	3,049	3,137	4,002	4,959
营业费用率%	48.0%	46.0%	46.0%	46.0%
管理费用	393	409	531	668
管理费用率%	6.2%	6.0%	6.1%	6.2%
研发费用	388	416	531	668
研发费用率%	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%
EBIT	1,076	1,257	1,572	1,941
财务费用	-49	0	0	0
财务费用率%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-15	0	0	0
投资收益	12	17	13	15
营业利润	1,136	1,264	1,578	1,947
营业外收支	0	-6	-7	-6
利润总额	1,136	1,257	1,572	1,941
EBITDA	1,305	1,257	1,572	1,941
所得税	175	188	229	291
有效所得税率%	15.4%	15.0%	14.6%	15.0%
少数股东损益	-10	-6	-9	-13
归属母公司所有者净利润	971	1,075	1,351	1,662

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,606	2,761	4,186	5,903
应收账款及应收票据	448	448	448	448
存货	1,162	679	827	949
其它流动资产	807	724	761	795
流动资产合计	4,023	4,612	6,223	8,096
长期股权投资	68	68	68	68
固定资产	1,899	1,778	1,633	1,491
在建工程	830	747	673	605
无形资产	475	505	531	552
非流动资产合计	4,659	4,588	4,421	4,263
资产总计	8,682	9,201	10,644	12,359
短期借款	139	139	139	139
应付票据及应付账款	848	609	709	774
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	657	589	589	589
流动负债合计	1,644	1,336	1,437	1,501
长期借款	108	108	108	108
其它长期负债	247	248	248	248
非流动负债合计	355	356	356	356
负债总计	1,999	1,693	1,793	1,858
实收资本	481	482	482	482
普通股股东权益	6,634	7,465	8,816	10,478
少数股东权益	49	43	35	22
负债和所有者权益合计	8,682	9,201	10,644	12,359

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

## 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

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。