

业绩短期承压，精细化运营下未来增长可期

2023 年 05 月 01 日

➤ **事件：公司披露 2023 年一季度业绩。**23Q1 公司实现营业收入 13.05 亿元，yoy+4.01%；归母净利润 2.00 亿元，yoy+0.37%；扣非归母净利润 1.51 亿元，yoy-17.44%。

➤ **营收稳健增长，医疗终端业务表现亮眼。**23Q1 公司实现营业收入 13.05 亿元，同比+4.01%，其中，医疗终端业务收入高速增长，预计为润致品牌举办“哇噻女神”大型发布会，聚焦娃娃针等产品进行市场营销推广，实现了微交联等品类快速增长；功能性护肤品业务收入同比小幅下滑，主要系疫情影响、23Q1 新品推出较少（仅推出润百颜修光棒、米蓓尔 3A 紫精华两款新品）。

➤ **毛利率短期承压，静待控费能力持续提升、产品结构优化带来盈利能力改善。**

1) 毛利率方面，23Q1 公司毛利率为 73.78%，同比-3.35pct，主要系成本控制能力处于优化阶段、天津工厂产能利用率爬坡、低毛利的面膜品类销售占比提升所致；**2) 费用率方面**，23Q1 公司销售费用率为 46.39%，同比+1.27pct；管理费用率为 6.59%，同比+0.33pct；研发费用率为 6.37%，同比-0.12pct；费用端增长主因产品研发需求增加、原料业务打造“铁三角”管理组织导致员工人数增长；**3) 净利率方面**，23Q1 公司归母净利润 2.00 亿元，对应归母净利率 15.36%，同比-0.56pct。

➤ **护肤产品矩阵持续完善升级，市场竞争力不断提升，透明质酸龙头未来可期。**

①**米蓓尔**：从精华液、面膜、面霜到精粹水、眼膜，米蓓尔已构成较完整的敏感肌抗初老产品矩阵，帮助敏感肌消费者打通了“主动+防御”的抗老通路。23 年 3 月，米蓓尔推出升级版 3A 紫精华抗老精华液，进一步深耕产品力，品牌力持续提升。②**夸迪**：定位“抗衰抗老”，根据市场需求在分区抗老、节律护肤和细胞级抗老领域开发了面膜、面霜、眼霜、喷雾等新产品，以内源抗老 CT50 面霜、CT50 眼霜为代表的核芯轻龄霜系逐步在市场建立了口碑。23 年 4 月，夸迪推出采用升级版抗垮核芯 CT50 PRO 科技的抗垮眼霜，引领抗衰新趋势。③**润百颜**：升级品牌定位，提出“玻尿酸科技修护美学”的理念，23 年 3 月首推专为熬夜肌设计、以抗氧化和修护功效为主的次抛精华新品“修光棒”，产品以多重玻尿酸为基础，添加专研成分依克多因、甘草酸二钾、虫草发酵液及熙蓝，再配合玻载技术来输送麦角硫因等活性成分，产品力行业领先。

➤ **投资建议**：考虑到公司是透明质酸龙头，原料业务基本盘稳固，润致品牌驱动医美业务高速增长，功效性护肤品业务核心单品逐步放量，中长期业绩增长可期，我们预计 23-25 年归母净利润为 12.35/15.51/19.94 亿元，同比增速 27%/26%/29%，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 39x、31x、24x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：行业竞争加剧；销售推广不及预期；新品研发进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,359	8,091	9,974	12,101
增长率 (%)	28.5	27.2	23.3	21.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	971	1,235	1,551	1,994
增长率 (%)	24.1	27.2	25.6	28.6
每股收益 (元)	2.02	2.56	3.22	4.14
PE	49	39	31	24
PB	7.2	6.3	5.5	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

99.39 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

1. 华熙生物 (688363.SH) 2022 年年报点评：22 年业绩符合预期，盈利能力稳步改善-2023/04/01

2. 华熙生物 (688363.SH) 深度报告：管理变革、经营提效，建议关注中长期盈利能力优化趋势-2023/02/09

3. 华熙生物 (688363.SH) 2022 年三季报点评：控费效果初显，功能性护肤业务盈利能力优化-2022/10/30

4. 华熙生物 (688363.SH) 1H22 中报点评：Q2 毛利率环比上升，期待盈利能力边际改善-2022/08/30

5. 华熙生物 (688363.SH) 2022H1 业绩快报点评：化妆品业务逆势增长，整体业绩增长超预期-2022/07/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,359	8,091	9,974	12,101
营业成本	1,463	1,825	2,175	2,602
营业税金及附加	77	121	150	182
销售费用	3,049	3,762	4,588	5,506
管理费用	393	552	628	732
研发费用	388	485	698	847
EBIT	1,076	1,423	1,812	2,339
财务费用	-49	-16	-16	-28
资产减值损失	-15	-20	-35	-60
投资收益	12	36	36	43
营业利润	1,136	1,455	1,833	2,355
营业外收支	0	-17	-21	-28
利润总额	1,136	1,438	1,812	2,327
所得税	175	216	272	349
净利润	961	1,223	1,540	1,978
归属于母公司净利润	971	1,235	1,551	1,994
EBITDA	1,305	1,727	2,174	2,744

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,606	1,835	2,871	3,280
应收账款及票据	448	882	615	1,223
预付款项	172	184	224	273
存货	1,162	1,162	1,546	1,732
其他流动资产	635	627	672	666
流动资产合计	4,023	4,690	5,928	7,173
长期股权投资	68	94	123	155
固定资产	1,899	2,301	2,669	2,957
无形资产	475	499	521	541
非流动资产合计	4,659	5,260	5,862	6,373
资产合计	8,682	9,949	11,789	13,547
短期借款	139	201	274	354
应付账款及票据	848	791	1,245	1,207
其他流动负债	657	987	1,119	1,306
流动负债合计	1,644	1,978	2,638	2,868
长期借款	108	108	108	108
其他长期负债	247	247	247	247
非流动负债合计	355	355	355	355
负债合计	1,999	2,333	2,993	3,222
股本	481	482	482	482
少数股东权益	49	37	26	10
股东权益合计	6,683	7,616	8,797	10,324
负债和股东权益合计	8,682	9,949	11,789	13,547

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.53	27.24	23.26	21.33
EBIT 增长率	22.74	32.25	27.29	29.08
净利润增长率	24.11	27.18	25.64	28.55
盈利能力 (%)				
毛利率	76.99	77.44	78.19	78.50
净利率	15.27	15.26	15.55	16.48
总资产收益率 ROA	11.18	12.41	13.16	14.72
净资产收益率 ROE	14.64	16.29	17.69	19.33
偿债能力				
流动比率	2.45	2.37	2.25	2.50
速动比率	1.61	1.67	1.56	1.79
现金比率	0.98	0.93	1.09	1.14
资产负债率 (%)	23.02	23.45	25.39	23.79
经营效率				
应收账款周转天数	23.92	29.76	27.52	27.67
存货周转天数	230.12	229.12	224.05	226.75
总资产周转率	0.79	0.87	0.92	0.96
每股指标 (元)				
每股收益	2.02	2.56	3.22	4.14
每股净资产	13.78	15.74	18.21	21.42
每股经营现金流	1.32	2.85	4.82	3.65
每股股利	0.61	0.78	0.98	1.26
估值分析				
PE	49	39	31	24
PB	7.2	6.3	5.5	4.6
EV/EBITDA	35.44	26.64	20.70	16.24
股息收益率 (%)	0.61	0.78	0.99	1.27

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	961	1,223	1,540	1,978
折旧和摊销	229	304	362	405
营运资金变动	-505	-184	368	-697
经营活动现金流	635	1,370	2,319	1,756
资本开支	-695	-917	-991	-974
投资	-278	-25	-34	-36
投资活动现金流	-836	-906	-984	-962
股权募资	89	0	0	0
债务募资	101	62	73	80
筹资活动现金流	-170	-236	-298	-385
现金净流量	-342	229	1,036	409

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026