

华熙生物 (688363.SH)

护肤品业务阶段性调整承压，医疗终端业务增长较好

增持

核心观点

营收平稳增长，归母净利润承压。公司 2023 上半年实现营收 30.76 亿元，同比+4.77%，归母净利润 4.25 亿元，同比-10.27%，扣非归母净利润 3.61 亿元，同比-12.69%。二季度看，公司营收同比+5.35%，归母净利润同比-18.05%，扣非归母净利润同比-8.91%。公司整体收入取得平稳增长，利润受公司护肤品业务组织调整及终端需求趋弱影响而表现承压。

医美业务复苏增长强劲，功能性护肤品业务短期调整承压。分业务看，公司功能性护肤品业务收入同比-7.56%至 19.66 亿元，收入占比 63.92%。主要受到公司主动降速、重新梳理品牌及组织架构调整影响。医疗终端业务收入同比+63.11%至 4.89 亿元，收入占比 15.9%，其中皮肤类医疗产品实现收入 3.26 亿元，同比+56.76%，受益医美产品线逐步完善及疫后线下诊疗复苏；此外骨科注射液产品“海力达”受益带量采购的落地执行，收入同比+40%至 0.97 亿元。原料业务收入同比+23.2%至 5.67 亿元，收入占比 18.45%，受益于医药级原料及化妆品级原料增长。

毛利率同比下降，销售费用率改善。公司 2023 上半年毛利率 73.8%，同比-3.63pct，其中功能性护肤品业务毛利率下降 4.25pct 至 74.49%。销售费用率同比-1.07pct 至 46.18%，管理费用率/研发费用率分别同比+0.72pct/-0.04pct 至 6.68%/6.07%，总体基本稳定。存货周转效率有所放缓，存货周转天数增加 34 天至 261 天。现金流方面，公司上半年实现经营性现金流净额 1.86 亿元，同比-22.16%。

风险提示：电商增速不及预期；营销费用优化不及预期；新品推广不及预期

投资建议：公司短期业绩受护肤品业务重新梳理品牌结构、组织架构调整等影响，不过中长期看，公司旗下业务矩阵不断完善壮大，功能性护肤品牌积极优化渠道结构及开拓新品类、新产品，仍有较大成长空间，并随着渠道运营效率的提升有望实现盈利能力的稳步上升。医疗终端业务把握线下消费场景复苏机遇，优化并聚焦优势医美产品，持续扩大机构覆盖的广度和深度。考虑到公司短期对功能性护肤品业务进行重新梳理定位，及组织架构调整和渠道变化带来的影响，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测为 10.73/12.7/15.08 亿元（前值分别为 13/16.85/21.23 亿元），对应 PE 分别为 42/35/30 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,947.77	6,359.19	7,548.90	9,211.13	10,666.89
(+/-%)	87.93%	28.53%	18.71%	22.02%	15.80%
净利润(百万元)	782.33	970.92	1072.53	1270.32	1508.48
(+/-%)	21.13%	24.11%	10.47%	18.44%	18.75%
每股收益(元)	1.63	2.02	2.23	2.64	3.13
EBIT Margin	21.54%	21.65%	16.03%	16.12%	16.45%
净资产收益率 (ROE)	13.73%	14.64%	14.44%	15.19%	15.93%
市盈率 (PE)	57.40	46.35	42.01	35.47	29.87
EV/EBITDA	39.38	30.54	33.20	26.61	22.53
市净率 (PB)	7.88	6.78	6.07	5.39	4.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·医疗美容

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

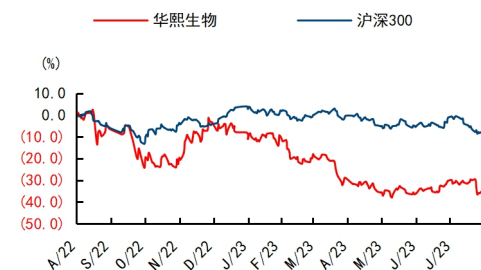
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	93.55 元
总市值/流通市值	45061/18540 百万元
52 周最高价/最低价	148.17/84.99 元
近 3 个月日均成交额	193.45 百万元

市场走势



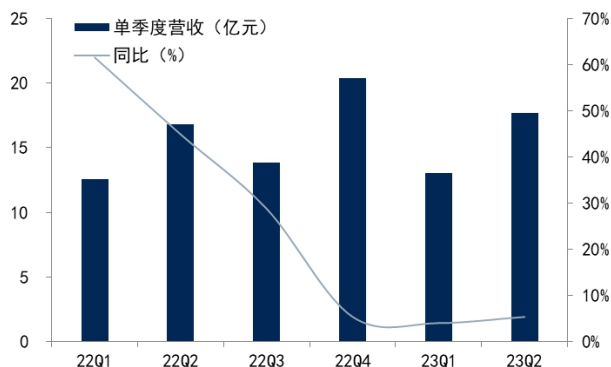
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华熙生物 (688363.SH) ——一季度业绩表现平稳，关注医美复苏及功能护肤品提效降费》——2023-05-02
- 《华熙生物 (688363.SH) ——功效护肤业务驱动业绩增长，盈利能力稳步改善》——2023-03-31
- 《华熙生物 (688363.SH) ——全年业绩增长稳健，功能性护肤品业务持续强劲》——2023-02-28
- 《华熙生物 (688363.SH) ——功能性护肤品业务表现优异，盈利能力积极向好》——2022-10-30
- 《华熙生物 (688363.SH) ——功能性护肤品业务驱动高增长，盈利能力稳中向好》——2022-08-30

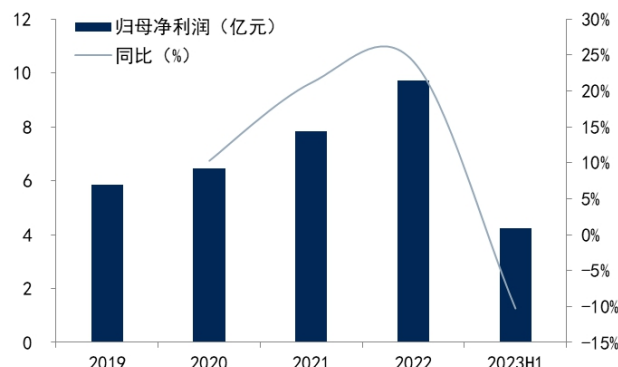
公司 2023 上半年实现营收 30.76 亿元，同比+4.77%，归母净利润 4.25 亿元，同比-10.27%，扣非归母净利润 3.61 亿元，同比-12.69%。二季度看，公司营收同比+5.35%，归母净利润同比-18.05%，扣非归母净利润同比-8.91%。公司整体收入取得平稳增长，利润受公司护肤品业务组织调整及终端需求趋弱影响而表现承压。

图1：华熙生物营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

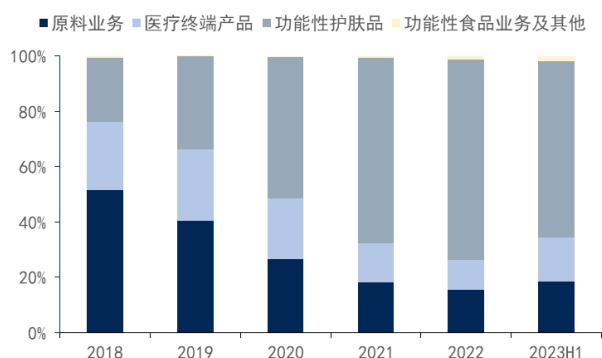
图2：华熙生物归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

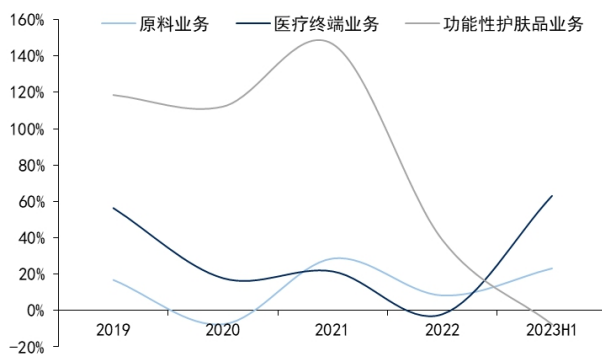
经营情况看，公司功能性护肤品业务收入同比-7.56%至 19.66 亿元，收入占比 63.92%。主要受到公司主动降速，重新梳理品牌及组织架构调整影响。医疗终端业务收入同比+63.11%至 4.89 亿元，收入占比 15.9%，其中皮肤类医疗产品实现收入 3.26 亿元，同比+56.76%，受益医美产品线逐步完善及疫后线下诊疗复苏；此外骨科注射液产品“海力达”受益带量采购的落地执行，收入同比+40%至 0.97 亿元。原料业务收入同比+23.2%至 5.67 亿元，收入占比 18.45%，受益于医药级原料及化妆品级原料增长。

图3：华熙生物分业务占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

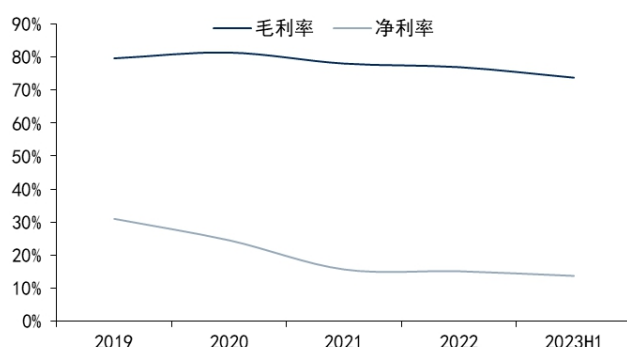
图4：华熙生物分业务增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

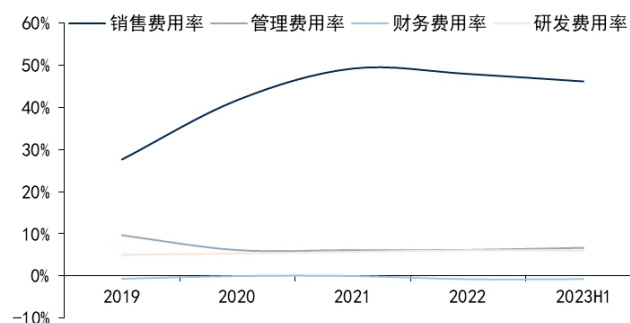
财务数据方面，公司 2023 上半年毛利率 73.8%，同比-3.63pct，其中功能性护肤品业务毛利率下降 4.25pct 至 74.49%。销售费用率同比-1.07pct 至 46.18%，管理费用率/研发费用率分别同比+0.72pct/-0.04pct 至 6.68%/6.07%，总体基本稳定。存货周转效率有所放缓，存货周转天数增加 34 天至 261 天。现金流方面，公司上半年实现经营性现金流净额 1.86 亿元，同比-22.16%。

图5: 华熙生物毛利率及净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 华熙生物费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司短期业绩受护肤品业务重新梳理品牌结构、组织架构调整等影响, 不过中长期看, 公司旗下业务矩阵不断完善壮大, 功能性护肤品牌积极优化渠道结构及开拓新品类、新产品, 仍有较大成长空间, 并随着渠道运营效率的提升有望实现盈利能力的稳步上升。医疗终端业务把握线下消费场景复苏机遇, 优化并聚焦优势医美产品, 持续扩大机构覆盖的广度和深度。考虑到公司短期对功能性护肤品业务进行重新梳理定位, 及组织架构调整和渠道变化带来的影响, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测为 10.73/12.7/15.08 亿元 (前值分别为 13/16.85/21.23 亿元), 对应 PE 分别为 42/35/30 倍, 维持“增持”评级。

表1: 华熙生物盈利预测主要调整项目

盈利预测主要调整项目	前值	现值	调整原因
功能性护肤品业务增速	25%	10%	核心四大护肤品牌重新梳理、及组织调整带来短期增长乏力
公司毛利率	78.32%	75.98%	护肤品业务客单价下降及流量竞争加剧

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理预测

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (23-08-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300896.SZ	爱美客	441.99	956.29	5.84	8.84	12.54	16.76	96.98	50.00	35.25	26.37	21.61	0.96	买入
002612.SZ	朗姿股份	22.26	98.49	0.04	0.40	0.60	0.74	764.02	55.65	37.10	30.08	0.56	0.05	增持
688363.SH	华熙生物	93.55	450.61	2.02	2.23	2.64	3.13	67.03	42.01	35.47	29.87	14.64	4.01	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1807	1606	1200	1200	1492	营业收入	4948	6359	7549	9211	10667
应收款项	430	500	1120	1203	1301	营业成本	1085	1463	1813	2208	2536
存货净额	709	1162	1158	1366	1498	营业税金及附加	58	77	151	184	213
其他流动资产	191	224	1897	1662	1672	销售费用	2436	3049	3472	4228	4875
流动资产合计	3984	4023	5898	5954	6487	管理费用	303	393	902	1106	1288
固定资产	2126	2730	3360	3906	4391	财务费用	(0)	(49)	9	23	(13)
无形资产及其他	467	475	457	439	421	投资收益	21	12	18	10	10
投资性房地产	907	1386	1386	1386	1386	资产减值及公允价值变动	37	15	20	5	0
长期股权投资	19	68	68	68	68	其他收入	(218)	(316)	0	0	0
资产总计	7504	8682	11169	11752	12753	营业利润	906	1136	1239	1477	1778
短期借款及交易性金融负债	86	229	1489	597	50	营业外净收支	(15)	(0)	25	20	0
应付款项	691	848	774	1061	1286	利润总额	890	1136	1264	1497	1778
其他流动负债	624	566	1034	1257	1449	所得税费用	115	175	202	240	284
流动负债合计	1401	1644	3297	2914	2785	少数股东损益	(7)	(10)	(11)	(13)	(15)
长期借款及应付债券	144	108	108	108	108	归属于母公司净利润	782	971	1073	1270	1508
其他长期负债	257	247	297	337	367						
长期负债合计	401	355	405	445	475	现金流量表（百万元）					
负债合计	1801	1999	3701	3359	3260	净利润	782	971	1073	1270	1508
少数股东权益	3	49	41	32	21	资产减值准备	14	(14)	10	4	4
股东权益	5699	6634	7426	8361	9472	折旧摊销	120	163	259	334	390
负债和股东权益总计	7504	8682	11169	11752	12753	公允价值变动损失	(37)	(15)	(20)	(5)	0
						财务费用	(0)	(49)	9	23	(13)
关键财务与估值指标						营运资本变动	586	(958)	(1835)	497	210
每股收益	1.63	2.02	2.23	2.64	3.13	其它	(19)	7	(18)	(13)	(15)
每股红利	0.42	0.50	0.58	0.70	0.83	经营活动现金流	1447	153	(532)	2088	2098
每股净资产	11.87	13.79	15.42	17.36	19.66	资本开支	0	(750)	(861)	(861)	(861)
ROIC	20%	21%	14%	15%	17%	其它投资现金流	(124)	316	8	0	0
ROE	14%	15%	14%	15%	16%	投资活动现金流	(125)	(483)	(853)	(861)	(861)
毛利率	78%	77%	76%	76%	76%	权益性融资	10	89	0	0	0
EBIT Margin	22%	22%	16%	16%	16%	负债净变化	144	(36)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	24%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(201)	(243)	(280)	(335)	(398)
收入增长	88%	29%	19%	22%	16%	其它融资现金流	(802)	598	1259	(892)	(547)
净利润增长率	21%	24%	10%	18%	19%	融资活动现金流	(905)	130	979	(1227)	(945)
资产负债率	24%	24%	34%	29%	26%	现金净变动	416	(201)	(406)	0	292
息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1390	1807	1606	1200	1200
P/E	57.4	46.4	42.0	35.5	29.9	货币资金的期末余额	1807	1606	1200	1200	1492
P/B	7.9	6.8	6.1	5.4	4.8	企业自由现金流	1635	(381)	(1421)	1218	1213
EV/EBITDA	39.4	30.5	33.2	26.6	22.5	权益自由现金流	978	181	(169)	307	678

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032