



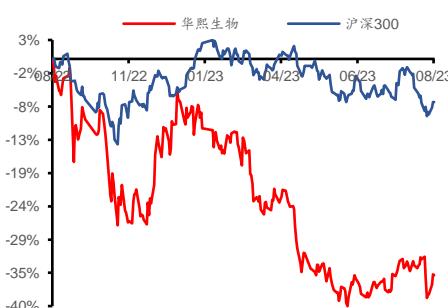
## 买入（维持）

行业： 美容护理  
 日期： 2023年09月01日  
 分析师： 王盼  
 Tel： 021-53686243  
 E-mail： wangpan@shzq.com  
 SAC 编号： S0870523030001

### 基本数据

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 最新收盘价（元）        | 93.55        |
| 12mth A股价格区间（元） | 86.87-143.30 |
| 总股本（百万股）        | 481.68       |
| 无限售A股/总股本       | 41.14%       |
| 流通市值（亿元）        | 185.40       |

### 最近一年股票与沪深300比较



### 相关报告：

《23Q1 业绩符合预期，关注后续修复弹性》

——2023年04月29日

《业绩符合预期，功效护肤品占比72%，加码研发多维打造增长曲线》

——2023年03月31日

《护肤品品牌声量提升，多维打造增长曲线》

——2023年02月28日

## 关注后续边际修复及业绩拐点

### ■ 投资摘要

#### 事件概述

8月29日，公司发布2023年半年报，23H1公司实现营收30.76亿元，同增4.77%；归母净利润4.25亿元，同降10.27%；扣非后归母净利润3.61亿元，同降12.69%。23Q2营收17.70亿元，同增5.35%；归母净利润2.24亿元，同降18.05%；扣非后归母净利润2.10亿元，同降8.91%。23H1毛利率/净利率分别73.80%/13.71%，同比-3.63/-2.20pcts；销售/管理/研发费用率分别46.18%/6.68%/6.07%，同比-1.07/+0.72/-0.04pcts。

#### 分析与判断

分业务看，原料及医疗终端业务收入增长稳健，护肤品及食品业务增长承压。

1) 原料业务实现营收5.67亿元，同增23.20%，占比18.45%；毛利率65.65%(-6.74pcts)。分产品类型看，医药级占比38.90%，化妆品级占比32.74%，食品级占比10.37%。受益于公司高效推进的国际化战略，医药级原料增速明显，毛利率85.29%的保持较高水平；化妆品级原料收入实现稳步增长，并持续从提供产品向提供服务转型；食品级原料收入基本持平，受短期市场竞争影响毛利率有所下降。分地区看，23H1原料出口实现收入2.75亿元，占公司原料业务收入的48.49%，医药级原料在欧洲、亚洲、美洲等地销量实现持续增长，其中欧洲市场增速最快。

2) 医疗终端业务实现营收4.89亿元，同增63.11%，占比15.90%；毛利率82.30%(+0.37pcts)。其中皮肤类医疗产品实现收入3.26亿元，同增56.76%。在医美产品方面，润致娃娃针持续以合规长效百搭的推广思路，打造行业爆品；润致单相Natural、润致双相2、3、5号打造家族式分层抗衰，为消费者提供一站式面部年轻化解决方案。

3) 功能性护肤品业务实现营收19.66亿元，同降7.56%，占比63.92%；毛利率74.49%(-4.25pcts)。分品牌看，润百颜/夸迪/米蓓尔/BM肌活分别实现收入6.32/5.43/2.17/3.41亿元，同降2.04%/10.10%/16.81%/29.62%。四大品牌初具规模，23H1公司对四大品牌进行全面梳理，公司主动放慢发展速度，在产品策略、渠道布局、品牌建设等多方面进行优化，助力品牌长期可持续发展。

4) 功能性食品业务实现营收0.33亿元，同降25.81%。公司重新回归大单品策略，产品品牌各有侧重和聚焦，渠道方面加强线下布局力度，加强消费者认知。

### ■ 投资建议

华熙生物作为全球知名的生物科技公司和生物活性材料公司，集研发、生产和销售于一体的透明质酸全产业链平台企业，微生物发酵生产透明质酸技术处于全球领先，依托“四轮驱动”发展战略，构建生物活性物、医疗医美终端、功能性护肤品、功能性食品在内的产业链一体化业务架构。以玻尿酸为基本盘，医美业务产品管线清晰，研发

加码布局合成生物学、胶原蛋白、细胞培养基等赛道，在研医美产品管线丰富，有望打开新增长天花板。预计 23-25 年营收分别为 72.81/87.27/105.98 亿元，同比分别+14.5%/+19.9%/+21.4%，归母净利润分别为 11.09/13.23/15.95 亿元，同比分别+14.2%/+19.3%/+20.6%。对应 EPS 分别为 2.30/2.75/3.31 元，对应当前股价 PE 为 41/34/28 倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

竞争加剧风险，化妆品新品推广不及预期风险，新产品替代风险，核心技术人员流失的风险，行业监管趋严风险。

### ■ 数据预测与估值

| 单位：百万元  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 6359  | 7281  | 8727  | 10598 |
| 年增长率    | 28.5% | 14.5% | 19.9% | 21.4% |
| 归母净利润   | 971   | 1109  | 1323  | 1595  |
| 年增长率    | 24.1% | 14.2% | 19.3% | 20.6% |
| 每股收益（元） | 2.02  | 2.30  | 2.75  | 3.31  |
| 市盈率（X）  | 46.41 | 40.64 | 34.07 | 28.25 |
| 市净率（X）  | 6.79  | 6.05  | 5.14  | 4.35  |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 08 月 30 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

**资产负债表 (单位: 百万元)**

| 指标               | 2022A       | 2023E       | 2024E        | 2025E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 1606        | 1782        | 2853         | 3340         |
| 应收票据及应收账款        | 448         | 766         | 580          | 1062         |
| 存货               | 1162        | 1264        | 1544         | 1881         |
| 其他流动资产           | 807         | 809         | 892          | 926          |
| 流动资产合计           | 4023        | 4620        | 5868         | 7209         |
| 长期股权投资           | 68          | 94          | 123          | 155          |
| 投资性房地产           | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 固定资产             | 1899        | 2255        | 2578         | 2823         |
| 在建工程             | 830         | 929         | 1066         | 1220         |
| 无形资产             | 475         | 499         | 521          | 541          |
| 其他非流动资产          | 1386        | 1503        | 1634         | 1766         |
| 非流动资产合计          | 4659        | 5281        | 5923         | 6504         |
| <b>资产总计</b>      | <b>8682</b> | <b>9901</b> | <b>11791</b> | <b>13713</b> |
| 短期借款             | 139         | 201         | 274          | 354          |
| 应付票据及应付账款        | 848         | 863         | 1248         | 1314         |
| 合同负债             | 68          | 102         | 113          | 137          |
| 其他流动负债           | 589         | 892         | 1001         | 1171         |
| 流动负债合计           | 1644        | 2057        | 2636         | 2977         |
| 长期借款             | 108         | 108         | 108          | 108          |
| 应付债券             | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 其他非流动负债          | 247         | 247         | 247          | 247          |
| 非流动负债合计          | 355         | 355         | 355          | 355          |
| <b>负债合计</b>      | <b>1999</b> | <b>2412</b> | <b>2991</b>  | <b>3332</b>  |
| 股本               | 481         | 481         | 481          | 481          |
| 资本公积             | 3753        | 3753        | 3753         | 3753         |
| 留存收益             | 2409        | 3224        | 4547         | 6142         |
| 归属母公司股东权益        | 6634        | 7449        | 8772         | 10367        |
| 少数股东权益           | 49          | 40          | 29           | 15           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>6683</b> | <b>7489</b> | <b>8800</b>  | <b>10382</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>8682</b> | <b>9901</b> | <b>11791</b> | <b>13713</b> |

**现金流量表 (单位: 百万元)**

| 指标              | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流量</b> | <b>635</b>  | <b>1301</b> | <b>1965</b> | <b>1346</b> |
| 净利润             | 961         | 1100        | 1311        | 1581        |
| 折旧摊销            | 229         | 303         | 357         | 396         |
| 营运资金变动          | -505        | -69         | 328         | -593        |
| 其他              | -50         | -32         | -31         | -38         |
| <b>投资活动现金流量</b> | <b>-836</b> | <b>-892</b> | <b>-968</b> | <b>-940</b> |
| 资本支出            | -695        | -900        | -970        | -946        |
| 投资变动            | -278        | -26         | -29         | -31         |
| 其他              | 137         | 33          | 31          | 38          |
| <b>筹资活动现金流量</b> | <b>-170</b> | <b>-232</b> | <b>73</b>   | <b>80</b>   |
| 债权融资            | 101         | 62          | 73          | 80          |
| 股权融资            | 89          | 0           | 0           | 0           |
| 其他              | -361        | -294        | 0           | 0           |
| <b>现金净流量</b>    | <b>-342</b> | <b>176</b>  | <b>1070</b> | <b>487</b>  |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

| 指标                | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入              | 6359        | 7281        | 8727        | 10598       |
| 营业成本              | 1463        | 1905        | 2255        | 2718        |
| 营业税金及附加           | 77          | 88          | 105         | 130         |
| 销售费用              | 3049        | 3306        | 3978        | 4790        |
| 管理费用              | 393         | 437         | 537         | 653         |
| 研发费用              | 388         | 422         | 514         | 689         |
| 财务费用              | -49         | 0           | 0           | 0           |
| 资产减值损失            | -15         | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益              | 12          | 33          | 31          | 38          |
| 公允价值变动损益          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>       | <b>1136</b> | <b>1286</b> | <b>1534</b> | <b>1853</b> |
| 营业外收支净额           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>       | <b>1136</b> | <b>1286</b> | <b>1534</b> | <b>1853</b> |
| 所得税               | 175         | 186         | 223         | 271         |
| 净利润               | 961         | 1100        | 1311        | 1581        |
| 少数股东损益            | -10         | -9          | -12         | -14         |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>971</b>  | <b>1109</b> | <b>1323</b> | <b>1595</b> |
| <b>主要指标</b>       |             |             |             |             |
| 指标                | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
| <b>盈利能力指标</b>     |             |             |             |             |
| 毛利率               | 77.0%       | 73.8%       | 74.2%       | 74.4%       |
| 净利率               | 15.3%       | 15.2%       | 15.2%       | 15.1%       |
| 净资产收益率            | 14.6%       | 14.9%       | 15.1%       | 15.4%       |
| 资产回报率             | 11.2%       | 11.2%       | 11.2%       | 11.6%       |
| 投资回报率             | 12.9%       | 13.5%       | 13.8%       | 14.1%       |
| <b>成长能力指标</b>     |             |             |             |             |
| 营业收入增长率           | 28.5%       | 14.5%       | 19.9%       | 21.4%       |
| EBIT增长率           | 22.7%       | 16.5%       | 19.9%       | 20.8%       |
| 归母净利润增长率          | 24.1%       | 14.2%       | 19.3%       | 20.6%       |
| <b>每股指标(元)</b>    |             |             |             |             |
| 每股收益              | 2.02        | 2.30        | 2.75        | 3.31        |
| 每股净资产             | 13.77       | 15.46       | 18.21       | 21.52       |
| 每股经营现金流           | 1.32        | 2.70        | 4.08        | 2.80        |
| 每股股利              | 1           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营运能力指标</b>     |             |             |             |             |
| 总资产周转率            | 0.73        | 0.74        | 0.74        | 0.77        |
| 应收账款周转率           | 14.18       | 9.64        | 15.08       | 10.09       |
| 存货周转率             | 1.26        | 1.51        | 1.46        | 1.45        |
| <b>偿债能力指标</b>     |             |             |             |             |
| 资产负债率             | 23.0%       | 24.4%       | 25.4%       | 24.3%       |
| 流动比率              | 2.45        | 2.25        | 2.23        | 2.42        |
| 速动比率              | 1.61        | 1.52        | 1.54        | 1.68        |
| <b>估值指标</b>       |             |             |             |             |
| P/E               | 46.41       | 40.64       | 34.07       | 28.25       |
| P/B               | 6.79        | 6.05        | 5.14        | 4.35        |
| EV/EBITDA         | 48.94       | 28.09       | 22.98       | 19.14       |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

|         |   |
|---------|---|
| 股票投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |
| 买入      | 股价表现将强于基准指数 20%以上   |
| 增持      | 股价表现将强于基准指数 5-20%   |
| 中性      | 股价表现将介于基准指数±5%之间  |
| 减持      | 股价表现将弱于基准指数 5%以上  |
| 无评级     | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级                    |
| 行业投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持      | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数  |
| 中性      | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平   |
| 减持      | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数  |

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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提供。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。