

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

## 华熙生物 (688363. SH)

投资评级 增持

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师  
执业编号: S1500522110002  
联系电话: 15000310173  
邮箱: liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师  
执业编号: S1500522110003  
联系电话: 18701877193  
邮箱: wangyue1@cindasc.com

林凌 美护行业研究助理  
联系电话: 15859025717  
邮箱: linling@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 华熙生物 (688363. SH) 2023 年中报点评: 功能性护肤品业务承压, 静待调整后的新气象

2023 年 9 月 1 日

- **公司公告:** 23H1 实现收入 30.76 亿元/+4.77%, 归母净利润 4.25 亿元/-10.27%, 扣非归母净利润 3.61 亿元/-12.69%; 其中 23Q2 实现收入 17.70 亿元/+5.35%, 归母净利润 2.24 亿元/-18.05%, 扣非归母净利润 2.10 亿元/-8.91%。
- **23H1 功能性护肤品业务承压。**分品牌来看, 润百颜实现收入 6.3 亿元/-2.04%, 夸迪实现收入 5.4 亿元/-10.10%, 米蓓尔实现收入 2.2 亿元/-16.81%, 肌活实现收入 3.4 亿元/-29.62%。上半年功能性护肤品业务承压主要源于: 1) 消费疲软, 消费者对护肤品的购买意愿趋于保守; 2) 线上流量红利趋缓, 流量成本趋高; 3) 公司内部组织结构和运营管理需要进一步升级。当前公司旗下四大功能性护肤品牌产品布局较为完善, 多款大单品产品/系列占比持续提升, 同时公司主动加强精细化运营并加大自播渠道构建。我们认为随着公司逐步理顺管理机制, 叠加行业景气回升, 其功能性护肤品业务有望回归增长轨道。
- **23H1 医疗终端业务实现收入 4.89 亿元/+63.11%。**我们认为 23H1 医疗终端业务恢复情况较好主要源于: 1) 22H1 受疫情影响, 基数较低; 2) 23H1 医美需求回暖。重点产品方面, 润致微交联娃娃针持续以合规长效百搭的推广思路, 打造行业爆品; 填充类产品润致单相 Natural、润致双相 2 号、3 号、5 号产品继续以降低填充治疗门槛、提高客户满意度的方式推广家族式分层抗衰。我们认为未来公司有望抓住水光市场监管红利, 继续推动润致娃娃针的销售。随着线下消费复苏, 叠加公司梳理医美产品线&优化费用管控, 未来医疗终端业务有望贡献良好业绩增量。
- **23H1 原料业务实现收入 5.67 亿元/+23.20%, 其中医药级占比 38.90%, 化妆品级占比 32.74%, 食品级占比 10.37%。**23H1 原料业务增长主要源于: 1) 推进国际化战略, 医药级原料在欧洲、亚洲、美洲等地销量实现持续增长; 2) 从提供产品向提供服务转型, 与多家客户在定制化开发、产品创新等领域达成合作, 从而推动化妆品级原料稳步增长。随着后续医疗器械级重组胶原蛋白和无菌 HA 项目陆续落地, 原料业务或有望进一步打开增长空间。
- **23H1 公司综合毛利率 73.80%/-3.63pct, 其中功能性护肤品毛利率 74.49%, 医疗终端业务毛利率 82.30%, 原料业务毛利率 65.65%。**从费用端看, 23H1 销售/管理/研发/财务费率分别为 46.18%/6.68%/6.07%/-0.73%, 分别同比-1.07/+0.72/-0.04/+0.34pct。从盈利端看, 23H1 归母净利率 13.81%/-2.31pct。
- **展望未来, 我们认为:** 1) 公司的销售费用率依然有进一步下降的空间; 2) 预计公司理顺管理机制后, 功能性护肤品有望重回增长轨道, 管理

费率&研发费率有望得到较好控制；3) 润百颜有望重塑升级品牌，占领“玻尿酸修护”赛道；夸迪或将在抗老赛道上打造国货精品；肌活有望持续充实糙米系列，或将针对年轻油性肌肤进行其他产品线布局；米蓓尔或将打造敏感肌维稳专家，进一步开发敏肌进阶功效产品；4) 公司有望推出重组胶原蛋白原料及相应产品，从而打开第二成长曲线；5) 医美业务有望凭借娃娃针享受水光市场监管红利，实现进一步增长。

- **盈利预测及投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司的归母净利分别为 9.77/12.39/15.01 亿元，对应 8 月 31 日收盘价的 PE 分别为 46/36/30 倍，评级调整为“增持”。
- **风险因素：**合成生物新业务拓展速度不及预期、流量成本上升影响利润率、功能性护肤品业务调整不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,948	6,359	6,931	8,294	9,836
增长率 YoY %	87.9%	28.5%	9.0%	19.7%	18.6%
归属母公司净利润(百万元)	782	971	977	1,240	1,502
增长率 YoY%	21.1%	24.1%	0.6%	26.9%	21.1%
毛利率%	78.1%	77.0%	75.8%	76.4%	76.6%
净资产收益率ROE%	13.7%	14.6%	13.2%	14.8%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	1.62	2.02	2.03	2.57	3.12
市盈率 P/E(倍)	57.60	46.41	46.11	36.35	30.01

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,984	4,023	4,730	6,151	7,266	营业总收入	4,948	6,359	6,931	8,294	9,836
货币资金	1,807	1,606	2,441	3,232	4,131	营业成本	1,085	1,463	1,679	1,957	2,303
应收票据	5	0	4	4	5	营业税金及附加	58	77	80	108	128
应收账款	397	448	514	684	792	销售费用	2,436	3,049	3,234	3,788	4,475
预付账款	88	172	143	166	196	管理费用	303	393	456	508	592
存货	709	1,162	983	1,409	1,470	研发费用	284	388	422	498	590
其他	979	635	645	657	673	财务费用	0	-49	-22	-1	-1
非流动资产	3,520	4,659	5,071	5,025	4,949	减值损失合	-30	-15	0	0	0
长期股权投资	19	68	68	68	68	投资净收益	21	12	2	0	0
固定资产(合计)	1,609	1,899	2,079	2,206	2,284	其他	133	103	84	23	18
无形资产	467	475	483	483	483	营业利润	906	1,136	1,168	1,459	1,767
其他	1,424	2,216	2,441	2,267	2,113	营业外收支	-15	0	-3	-4	-4
资产总计	7,504	8,682	9,802	11,176	12,215	利润总额	890	1,136	1,165	1,455	1,763
流动负债	1,401	1,644	2,031	2,482	2,430	所得税	115	175	192	218	264
短期借款	0	139	289	150	0	净利润	776	961	973	1,237	1,499
应付票据	47	32	99	53	126	少数股东损	-7	-10	-5	-3	-3
应付账款	644	817	582	1,049	870	归属母公司净利润	782	971	977	1,240	1,502
其他	710	657	1,061	1,230	1,434	EBITDA	1,038	1,305	1,433	1,779	2,127
非流动负债	401	355	315	275	235	EPS(当年)(元)	1.63	2.02	2.03	2.57	3.12
长期借款	144	108	78	48	18	现金流量表					
其他	257	247	237	227	217	单位:百万元					
负债合计	1,801	1,999	2,346	2,757	2,665	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	3	49	45	42	39	经营活动现金流	1,276	635	1,628	1,513	1,720
归属母公司股东权益	5,699	6,634	7,411	8,378	9,511	净利润	776	961	973	1,237	1,499
负债和股东权益	7,504	8,682	9,802	11,176	12,215	折旧摊销	161	229	244	266	296
重要财务指标						财务费用	3	-11	22	19	8
单位:百万元						投资损失	-21	-21	-12	-2	0
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营运资金变	473	-505	366	-40	-118
营业总收入	4,948	6,359	6,931	8,294	9,836	其它	-116	-27	25	31	36
同比(%)	87.9%	28.5%	9.0%	19.7%	18.6%	投资活动现金流	-990	-836	-657	-224	-224
归属母公司净利润	782	971	977	1,240	1,502	资本支出	-784	-695	-639	-204	-204
同比(%)	21.1%	24.1%	0.6%	26.9%	21.1%	长期投资	-140	-278	0	0	0
毛利率(%)	78.1%	77.0%	75.8%	76.4%	76.6%	其他	-66	137	-18	-20	-20
ROE%	13.7%	14.6%	13.2%	14.8%	15.8%	筹资活动现金流	-71	-170	-135	-499	-597
EPS(摊薄)(元)	1.62	2.02	2.03	2.57	3.12	吸收投资	10	89	71	0	0
P/E	57.60	46.41	46.11	36.35	30.01	借款	174	138	120	-169	-180
P/B	7.91	6.79	6.08	5.38	4.74	支付利息或股息	-201	-243	-316	-319	-408
EV/EBITDA	70.35	48.94	30.10	23.70	19.31	现金流净增加额	195	-342	835	791	899



## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018 年 7 月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**李汶静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023 年 2 月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。