

➤ **事件：**23H1，公司实现营收 30.76 亿元，*YoY*+4.77%；归母净利润 4.25 亿元，*YoY*-10.27%；扣非归母净利 3.61 亿元，*YoY*-12.69%。单 Q2，公司实现营收 17.70 亿元，*YoY*+5.35%；归母净利润 2.24 亿元，*YoY*-18.05%；扣非归母净利 2.10 亿元，*YoY*-8.91%。

➤ **23H1 营收同比+4.77%，医疗终端业务增长提速。**23H1 公司实现收入 30.76 亿元，同比+4.77%，**分业务来看：**1) **原料业务：**23H1 收入 5.67 亿元，同比+23.20%。原料业务中，医药级原料 23H1 实现收入 2.21 亿元，同比实现显著增长，主要系公司高效推进国际化战略，欧洲、亚洲、美洲等地销量持续增长；化妆品级原料 23H1 实现收入 1.86 亿元，同比实现稳步增长，主要系公司从提供产品向提供服务转型，并与多家客户在定制化开发、产品创新、品牌国际化及标杆客户深度运营等领域达成充分合作，推动销售增长；食品级原料 23H1 收入 0.59 亿元，同比基本持平。2) **医疗终端业务：**23H1 收入 4.89 亿元，同比+63.11%，其中皮肤类医疗产品实现收入 3.26 亿元，同比+56.76%；3) **功能性护肤品业务：**23H1 收入 19.66 亿元，同比-7.56%，其中，润百颜品牌收入 6.32 亿元，同比-2.04%；夸迪收入 5.43 亿元，同比-10.10%；米蓓尔收入 2.17 亿元，同比-16.81%；BM 肌活收入 3.41 亿元，同比-29.62%。4) **功能性食品业务：**23H1 收入 0.33 亿元，同比-25.81%。

➤ **原料及功能性护肤品业务毛利率水平，23H1 毛利率同比-3.63pct。**1) **毛利率方面**，23H1 公司毛利率为 73.80%，同比-3.63pct。分业务看，23H1，原料业务毛利率 65.65%，同比-6.74pct；医疗终端业务毛利率 82.30%，同比+0.37pct；功能性护肤品业务毛利率 74.49%，同比-4.25pct。2) **费用率方面**，23H1 公司销售费用率为 46.18%，同比-1.07pct；管理费用率为 6.68%，同比+0.72pct；研发费用率为 6.07%，同比-0.04pct。3) **净利率方面**，23H1 公司实现归母净利 4.25 亿元，对应归母净利率 13.81%，同比-2.32pct；实现扣非归母净利 3.61 亿元，对应扣非归母净利率 11.72%，同比-2.34pct。

➤ **原料业务加速布局合成生物，医疗终端业务聚焦润致品牌，护肤品品牌持续推新，静待后续业务调整释放动能。**1) **原料方面**，公司加速推进医疗器械级重组胶原蛋白和无菌 HA 项目落地，打造医药原料新成长曲线；2) **医疗终端方面**，持续聚焦“润致”品牌，主推润致微交联娃娃针、润致填充剂矩阵系列产品，提供消费者全面部年轻化解决方案；3) **功能护肤业务方面**，深耕大单品策略，推出多款新品完善品牌大单品系列布局，其中润百颜品牌自 23 年以来先后推出光损伤修护系列产品“修光棒”以及屏障修护系列面膜、精华喷雾、次抛等品类产品，推动屏障修护系列、光损伤修护系列和抗时光修护系列收入占润百颜整体的比例超过 50%，大单品产品/系列销售占比持续提升。

➤ **投资建议：**我们预计 23-25 年归母净利润为 9.31/11.20/13.68 亿元，同比增速-4.15%/+20.38%/+22.13%，当前股价对应 23-25 年 PE 分别为 48x、40x、33x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；产品研发进度不及预期；费用管控不及预期。

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	6,723	7,791	9,208
增长率 (%)	28.5	5.7	15.9	18.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	971	931	1,120	1,368
增长率 (%)	24.1	-4.1	20.4	22.1
每股收益 (元)	2.02	1.93	2.33	2.84
PE	46	48	40	33
PB	6.7	6.2	5.6	5.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
92.87 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

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

1. 华熙生物 (688363.SH) 2023 年一季报点评：业绩短期承压，精细化运营下未来增长可期-2023/05/01

2. 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

3. 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

4. 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

5. 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,359	6,723	7,791	9,208
营业成本	1,463	1,651	1,860	2,139
营业税金及附加	77	101	117	138
销售费用	3,049	3,092	3,584	4,236
管理费用	393	453	482	546
研发费用	388	417	499	608
EBIT	1,076	1,070	1,305	1,619
财务费用	-49	-13	-29	-32
资产减值损失	-15	-20	-35	-60
投资收益	12	30	28	33
营业利润	1,136	1,093	1,326	1,624
营业外收支	-0	-9	-21	-33
利润总额	1,136	1,084	1,305	1,591
所得税	175	163	196	239
净利润	961	921	1,110	1,352
归属于母公司净利润	971	931	1,120	1,368
EBITDA	1,305	1,395	1,702	2,070
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,606	2,069	2,315	2,857
应收账款及票据	448	654	830	934
预付款项	172	167	192	224
存货	1,162	1,223	1,360	1,492
其他流动资产	635	184	193	210
流动资产合计	4,023	4,297	4,891	5,717
长期股权投资	68	68	68	68
固定资产	1,899	2,512	3,025	3,412
无形资产	475	499	521	541
非流动资产合计	4,659	5,125	5,560	5,885
资产合计	8,682	9,423	10,452	11,602
短期借款	139	0	0	0
应付账款及票据	848	871	1,075	1,162
其他流动负债	657	886	951	1,073
流动负债合计	1,644	1,757	2,026	2,234
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	2,111	2,381	2,589
股本	481	482	482	482
少数股东权益	49	40	29	14
股东权益合计	6,683	7,311	8,071	9,013
负债和股东权益合计	8,682	9,423	10,452	11,602

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	5.72	15.89	18.19
EBIT 增长率	22.74	-0.58	21.98	24.04
净利润增长率	24.11	-4.15	20.38	22.13
盈利能力 (%)				
毛利率	76.99	75.44	76.12	76.77
净利润率	15.27	13.84	14.38	14.86
总资产收益率 ROA	11.18	9.88	10.72	11.79
净资产收益率 ROE	14.64	12.80	13.93	15.20
偿债能力				
流动比率	2.45	2.45	2.41	2.56
速动比率	1.61	1.63	1.63	1.77
现金比率	0.98	1.18	1.14	1.28
资产负债率 (%)	23.02	22.41	22.78	22.31
经营效率				
应收账款周转天数	23.92	29.76	35.00	35.00
存货周转天数	230.12	260.00	250.00	240.00
总资产周转率	0.79	0.74	0.78	0.84
每股指标 (元)				
每股收益	2.02	1.93	2.33	2.84
每股净资产	13.77	15.10	16.69	18.68
每股经营现金流	1.32	2.57	3.03	3.72
每股股利	0.61	0.73	0.85	0.89
估值分析				
PE	46	48	40	33
PB	6.7	6.2	5.6	5.0
EV/EBITDA	33.45	31.30	25.65	21.09
股息收益率 (%)	0.66	0.78	0.92	0.96
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	961	921	1,110	1,352
折旧和摊销	229	325	397	451
营运资金变动	-505	-38	-101	-91
经营活动现金流	635	1,237	1,458	1,790
资本开支	-695	-821	-888	-869
投资	-278	460	0	0
投资活动现金流	-836	-330	-860	-836
股权募资	89	1	0	0
债务募资	101	-139	0	0
筹资活动现金流	-170	-443	-352	-412
现金净流量	-342	463	246	542

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受到任何形式的补偿。

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。	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