

原料及医疗终端增长提速，静待护肤品业务恢复

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年半年报。公司 2023 年 1-6 月实现营业收入 30.76 亿元 (+4.77%)，归母净利润 4.25 亿元 (-10.27%)，扣非净利润 3.61 亿元 (-12.69%)，经营性现金流 1.86 亿元 (-22.16%)；2023 年 Q2 实现营业收入 17.70 亿元 (+5.35%)，归母净利润 2.24 亿元 (-18.05%)，扣非净利润 2.10 亿元 (-8.91%)。
- **原料及医疗终端业务表现亮眼，主动调整致功能性护肤品波动。**2023H1 公司整体收入低于此前预期 (Q1 +4.01%/ Q2 +5.35%)，其中：1) **原料：**收入 5.67 亿元 (+23.20%)，占比 18.35% (+2.66pct)。板块内，医药级/化妆品级/食品级占比分别为 38.90%/32.74%/10.37%，医药级及化妆品级原料增长带动透明质酸原料业务收入显著增长。随着国际化战略高效推进，公司欧洲、亚洲、美洲等地销量持续增长，2023H1 出口原料销售达 2.75 亿元，占比 48.49%；2) **医疗终端：**收入 4.89 亿元 (+63.11%)，占比 15.90% (+5.69pct)，一方面得益于院端诊疗复苏—2023H1 皮肤类医疗产品收入 3.26 亿元 (+56.76%)，另一方面骨注射液带量采购落地带动市占率进一步提升—“海力达”实现收入 9,666 万元 (+40.04%)，已覆盖医院超 6,000 家；3) **功能性护肤品：**收入 19.66 亿元 (-7.56%)，占比 63.92% (-8.54pct)，其中润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活收入分别为 6.32/5.43/2.17/3.41 亿元，同比-2.04%/-10.10%/-16.81%/-29.62%，上半年板块业绩承压，除受到可选消费购买意愿整体趋于保守影响外，也与公司主动放慢发展速度，以调整品牌运营策略、梳理渠道结构有关。基于大单品占比持续提升、多款新品即将上市、品牌形象愈发深入人心，我们认为板块调整到位后有望恢复高速增长。4) **功能性食品：**收入 3,291 万元 (-25.81%)，随着业务重新回归大单品策略、线下渠道布局力度加强，消费者品牌认知有望进一步提升。
- **短期因素消化影响毛利率水平，看好费用管控改善盈利能力。**2023H1 公司毛利率为 73.80% (-3.19pct)，主要受营收结构调整及原料新产能利用率较低等短期因素影响。原料/医疗终端/功能性护肤品毛利率分别为 65.65%/82.30%/74.49%，同比-6.74pct/+0.37pct/-4.25pct，医药级透明质酸原料毛利率保持较高水平 (85.29%，-1.77pct)；2023H1 公司销售费用率为 46.18% (-1.77pct)，基于费用管控持续推进，公司盈利能力有望逐步修复。
- **持续推进成果转化，在研产线储备丰富。**2023H1 公司研发投入为 1.87 亿元 (+4.04%)，占营收 6.07% (-0.04pct)，研发人员数量 813 人 (约+30%)，占比 18.83% (+2pct)。目前公司已组建微生物发酵/微生物交联/中试成果转化/配方工艺/合成生物学/应用机理六大研发平台，全方位构建透明质酸生物合成和产业化体系，在透明质酸酶、硫酸软骨素、肝素、胶原蛋白、麦角硫因、人乳寡糖等产品上相继取得进展。目前公司透明质酸产能已达 770 吨，BioyouthTM-EGTPure 超纯麦角硫因、Hybloom 微真、UltraHA®-CWS 透明质酸钠 (冷水速溶)、GabarelaTM-UP (升级) GABA 四种生物活性物新品完成上市，无菌级透明质酸钠产线预计下半年投入使用。
- **投资建议：**公司是全球领先的生物活性材料科技企业，深耕合成生物学技术，开拓全产业链布局，“原料+功能护肤+医疗终端+功能性食品”四轮驱动，品牌矩阵丰富，长期成长性良好。考虑到终端消费复苏不及预期，以

华熙生物(688363)

推荐 (维持)

合理估值区间：114.40-128.70 元

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

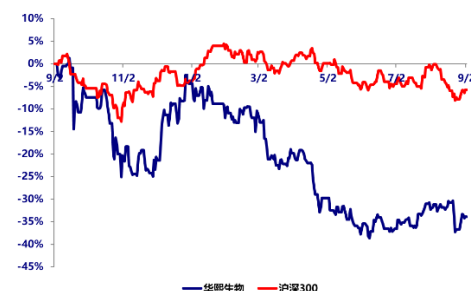
分析师登记编号：S0130522100001

市场数据

2023-09-02

A 股收盘价(元)	92.87
A 股一年内最高价(元)	147.18
A 股一年内最低价(元)	84.42
沪深 300	3791.49
市盈率	48.50
总股本 (万股)	48167.82
实际流通 A 股(万股)	19817.82
限售的流通 A 股(万股)	28350.00
流通 A 股市值(亿元)	184.05

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

2023-04-30 华熙生物 2023 年一季报点评：线上消费有所放缓，看好二季度业绩改善；
2023-04-02 华熙生物 2022 年年报点评：强化运营提升盈利能力，合成生物学构建未来；
2022-10-30 华熙生物 2022 年三季报点评：功能护肤品渐入佳境，研发推进赋能产品创新；

及公司主动放缓功能性护肤品业务增长节奏，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 10.68/13.76/17.22 亿元，同比增长 10.04%/28.76%/25.20%，EPS 为 2.22/2.86/3.58 元，当前股价对应 PE 为 42/33/26 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**渠道成本增加的风险、研发进展不及预期的风险、新品营销效果不达预期的风险、市场竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6359.19	6759.88	8379.87	10295.11
收入增长率%	28.53	6.30	23.96	22.86
净利润(百万元)	970.92	1068.38	1375.68	1722.32
利润增速%	24.11	10.04	28.76	25.20
毛利率%	76.99	73.41	72.19	71.22
摊薄 EPS(元)	2.02	2.22	2.86	3.58
PE	46.07	41.87	32.52	25.97
PB	6.74	5.95	5.03	4.22
PS	7.03	6.62	5.34	4.35

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E
流动资产				4023.10	5141.75	6963.25	营业收入				6359.19	6759.88	8379.87
现金				1606.13	2657.08	3974.14	营业成本				1463.23	1797.12	2330.85
应收账款				448.44	488.21	605.21	营业税金及附加				77.20	81.12	100.56
其它应收款				51.91	37.55	46.55	营业费用				3049.37	2958.30	3542.06
预付账款				171.76	152.76	198.12	管理费用				392.87	419.57	515.21
存货				1161.54	1223.04	1553.90	财务费用				-48.66	0.00	0.00
其他				583.32	583.11	585.32	资产减值损失				-15.45	0.00	0.00
非流动资产				4658.65	4690.63	4723.16	公允价值变动收益				-0.14	0.00	0.00
长期投资				68.23	68.23	68.23	投资净收益				11.92	40.50	51.05
固定资产				1899.28	2136.47	2245.14	营业利润				1136.31	1310.90	1677.65
无形资产				475.06	515.84	558.47	营业外收入				6.12	0.00	0.00
其他				2216.08	1970.09	1851.32	营业外支出				6.32	0.00	0.00
资产总计				8681.75	9832.38	11686.41	利润总额				1136.11	1310.90	1677.65
流动负债				1644.04	1913.43	2391.78	所得税				174.73	242.52	301.98
短期借款				139.20	139.20	139.20	净利润				961.38	1068.38	1375.68
应付账款				816.84	773.76	1016.51	少数股东损益				-9.54	0.00	0.00
其他				688.00	1000.48	1236.07	归属母公司净利润				970.92	1068.38	1375.68
非流动负债				354.73	355.36	355.36	EBITDA				1305.02	1641.89	2045.13
长期借款				107.97	107.97	107.97	EPS (元)				2.02	2.22	2.86
其他				246.76	247.39	247.39	主要财务比率				2022A	2023E	2024E
负债合计				1998.77	2268.79	2747.13	营业收入				28.53%	6.30%	23.96%
少数股东权益				49.21	49.21	49.21	营业利润				25.48%	15.36%	27.98%
归属母公司股东权益				6633.78	7514.38	8890.06	归属母公司净利润				24.11%	10.04%	28.76%
负债和股东权益				8681.75	9832.38	11686.41	毛利率				76.99%	73.41%	72.19%
现金流量表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	净利率				15.27%	15.80%	16.42%
经营活动现金流				635.19	1473.75	1666.01	ROE				14.64%	14.22%	15.47%
净利润				961.38	1068.38	1375.68	ROIC				12.88%	13.34%	14.66%
折旧摊销				228.65	330.99	367.47	资产负债率				23.02%	23.07%	23.51%
财务费用				-10.98	0.00	0.00	净负债比率				29.91%	30.00%	30.73%
投资损失				-11.92	-40.50	-51.05	流动比率				2.45	2.69	2.91
营运资金变动				-505.24	144.73	-26.09	速动比率				1.61	1.95	2.16
其它				-26.71	-29.86	0.00	总资产周转率				0.79	0.73	0.78
投资活动现金流				-836.22	-293.26	-348.95	应收帐款周转率				15.05	14.43	15.33
资本支出				-695.17	-450.00	-400.00	应付帐款周转率				2.00	2.26	2.60
长期投资				-278.34	0.00	0.00	每股收益				2.02	2.22	2.86
其他				137.29	156.74	51.05	每股经营现金				1.32	3.06	3.46
筹资活动现金流				-170.16	-143.90	0.00	每股净资产				13.77	15.60	18.46
短期借款				139.20	0.00	0.00	P/E				46.07	41.87	32.52
长期借款				-36.21	0.00	0.00	P/B				6.74	5.95	5.03
其他				-273.14	-143.90	0.00	EV/EBITDA				48.94	25.90	20.15
现金净增加额				-341.63	1050.95	1317.06	PS				7.03	6.62	5.34

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程 曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田 薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚玲	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn