

2023年10月31日

2023年三季报点评：化妆品业务战略调整，销售费用率同比优化

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	6,359	6,370	7,301	8,603
同比	29%	0.16%	15%	18%
归属母公司净利润（百万元）	971	855	994	1,174
同比	24%	-12%	16%	18%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.02	1.77	2.06	2.44
P/E（现价&最新股本摊薄）	38.05	43.23	37.17	31.47

关键词：#一体化

投资要点

- 内部战略调整，2023Q1~Q3 营收、净利润暂时承压：**2023Q1~Q3，公司实现营收 42.21 亿元（同比-2.29%，下同），实现归母净利 5.14 亿元（-24.07%），实现扣非归母净利 4.33 亿元（-27.97%），业绩略低于市场预期。单 Q3 看，公司实现营收 11.46 亿元（-17.26%），实现归母净利 0.90 亿元（-56.03%），实现扣非归母净利 0.72 亿元（-61.53%）。
- 2023Q1~Q3 毛利率有所下降，销售费用率同比有所优化：**2023Q1~Q3 毛利率/净利率分别为 73.07%/12.01%，分别同比 -4.2pct/-3.4pct。2023Q1~Q3，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.0%/7.6%/6.6%/0.6%，分别同比变化-1.0pct/+1.3pct/+0.2pct/+0.4pct，销售费用率同比有所优化。
- 原料业务快速增长，医疗器械保持高速增长，护肤业务调整期增速暂时承压：**(1) **原料方面：**医药级、食品级、化妆品级均保持良好销售趋势，同时公司也不断取得原料业务多品类的突破。其中，公司目前有 7-8 种在研胶原蛋白，已经实现大分子的重组胶原蛋白制备，并于 8 月份完成了重组Ⅲ型人源胶原蛋白原料产品的上市。(2) **医疗器械方面：**骨科、眼科业务均保持较好趋势，医美润致系列推广顺利，不断加强直营。此外，2023 年 10 月 12 日，公司“注射用交联透明质酸钠凝胶”获 NMPA 批准上市，适用于注射于唇红缘及唇红体的皮下（或粘膜下）至口轮匝肌层，差异性适应症的新产品获批有望完善公司的医美针剂产品矩阵。(3) **功效性护肤方面：**年初以来内部实施组织架构&渠道战略调整，同时不断完善产品升级迭代，2023 年 8 月升级润百颜的“白纱布次抛 2.0”，2023 年 10 月升级夸迪的“焕颜蓝次抛 2.0”，期待未来在内部变革和新品推广的共同推动下，公司功效性护肤的销售表现能够逐步提升。
- 盈利预测与投资评级：**公司是全球透明质酸产业龙头，“四轮驱动”下一体化优势稳固。考虑护肤板块战略调整增速暂时承压，我们将公司 2023-25 年归母净利润从 9.23/10.78/12.77 亿元下调为 8.55/9.94/11.74 亿元，2023-25 年归母净利润分别同比-12%/+16%/+18%，当前市值对应 2023-25 年 PE43/37/31X，鉴于长期“原料-生产-终端”一体化优势仍稳固且多板块成长空间广阔，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

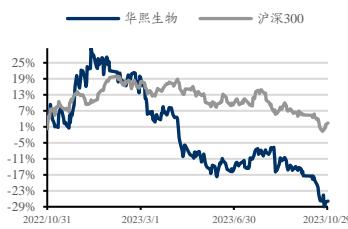
证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	76.70
一年最低/最高价	73.55/139.36
市净率(倍)	5.33
流通 A 股市值(百万元)	15,200.27
总市值(百万元)	36,944.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.38
资产负债率(% ,LF)	16.47
总股本(百万股)	481.68
流通 A 股(百万股)	198.18

相关研究

《华熙生物(688363): 2023 半年报点评：原料及医疗终端增速趋势良好，销售费用率有所优化》

2023-08-31

《华熙生物(688363): 2023 年一季报点评：医美业务高速增长，看好全年降本提效趋势》

2023-04-29

华熙生物三大财务预测表

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	4,023	4,338	4,935	5,878	营业收入	6,359	6,370	7,301	8,603
货币资金及交易性金融资产	2,137	2,258	2,546	3,055	营业成本(含金融类)	1,463	1,647	1,877	2,212
经营性应收款项	630	652	746	879	税金及附加	77	127	146	172
存货	1,162	1,308	1,490	1,756	销售费用	3,049	2,956	3,388	3,992
合同资产	0	0	0	0	管理费用	393	420	482	568
其他流动资产	95	120	153	188	研发费用	388	389	445	525
非流动资产	4,659	5,090	5,412	5,633	财务费用	(49)	(9)	(10)	(15)
长期股权投资	68	78	88	98	加:其他收益	122	122	146	172
固定资产及使用权资产	1,998	2,144	2,182	2,118	投资净收益	12	38	44	52
在建工程	830	830	830	830	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	475	469	463	456	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	247	427	607	787	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	116	117	118	119	营业利润	1,136	1,000	1,163	1,373
其他非流动资产	923	1,023	1,123	1,223	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	8,682	9,427	10,347	11,511	利润总额	1,136	1,000	1,163	1,374
流动负债	1,644	1,772	1,988	2,300	减:所得税	175	154	179	211
短期借款及一年内到期的非流动负债	229	229	229	229	净利润	961	846	984	1,162
经营性应付款项	848	920	1,048	1,235	减:少数股东损益	(10)	(8)	(10)	(12)
合同负债	68	76	87	102	归属母公司净利润	971	855	994	1,174
其他流动负债	499	547	623	733					
非流动负债	355	355	355	355	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.02	1.77	2.06	2.44
长期借款	108	108	108	108	EBIT	1,076	831	963	1,135
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	1,305	1,013	1,153	1,327
租赁负债	52	52	52	52					
其他非流动负债	194	194	194	194					
负债合计	1,999	2,127	2,342	2,654	毛利率(%)	76.99	74.14	74.29	74.29
归属母公司股东权益	6,634	7,259	7,973	8,837	归母净利率(%)	15.27	13.42	13.61	13.65
少数股东权益	49	41	31	20					
所有者权益合计	6,683	7,300	8,005	8,857	收入增长率(%)	28.53	0.16	14.63	17.83
负债和股东权益	8,682	9,427	10,347	11,511	归母净利润增长率(%)	24.11	(11.98)	16.32	18.09

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	635	940	1,052	1,196	每股净资产(元)	13.79	15.06	16.54	18.33
投资活动现金流	(836)	(575)	(469)	(361)	最新发行在外股份(百万股)	482	482	482	482
筹资活动现金流	(170)	(244)	(295)	(325)	ROIC(%)	13.93	9.52	10.13	10.89
现金净增加额	(342)	121	288	510	ROE-摊薄(%)	14.64	11.77	12.47	13.28
折旧和摊销	229	182	190	193	资产负债率(%)	23.02	22.56	22.64	23.06
资本开支	(695)	(502)	(402)	(302)	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.05	43.23	37.17	31.47
营运资本变动	(609)	(89)	(138)	(196)	P/B(现价)	5.56	5.09	4.64	4.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

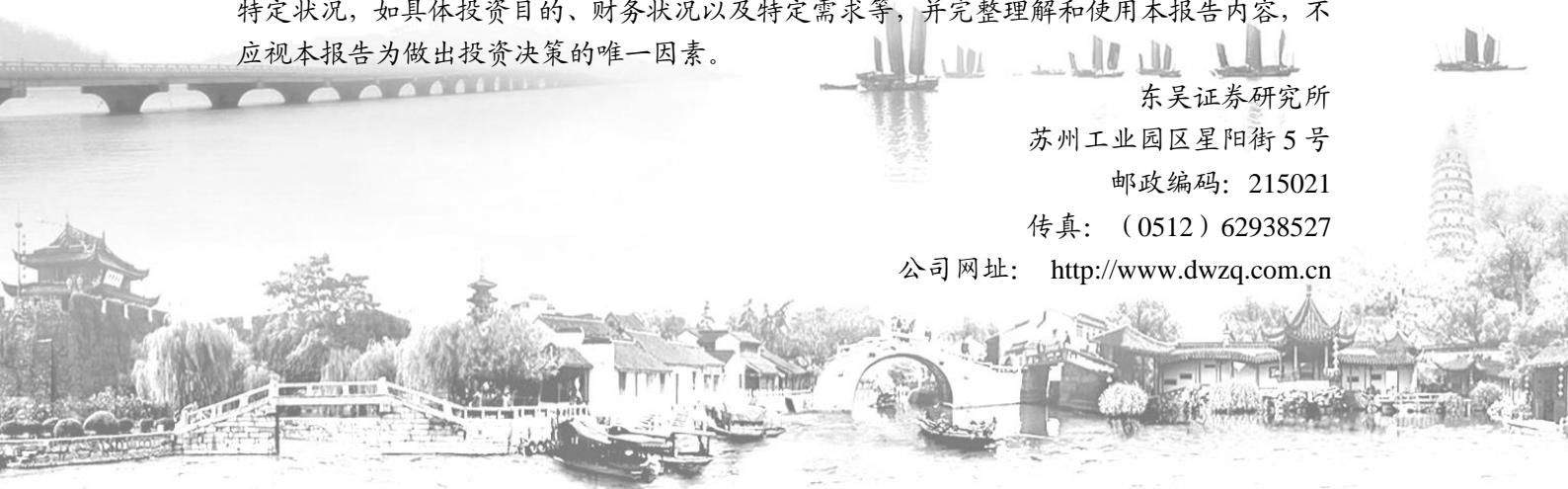
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>