

Q3 业绩短期承压，静候改革后成效显现

——华熙生物（688363）点评报告

买入（维持）

2023 年 11 月 01 日

投资要点：

Q3 业绩短期承压。2023Q1-Q3，公司实现营收 42.21 亿元（同比-2.29%），归母净利润 5.14 亿元（同比-24.07%）。单季度来看，2023Q3 实现营收 11.46 亿元（同比-17.26%），归母净利润 0.90 亿元（同比-56.03%），Q3 业绩同比跌幅较大，短期承压，推测主因消费疲软、公司主动调整功能性护肤品业务影响所致。

盈利水平下滑，销售费用率下降。2023Q1-Q3，公司毛利率同比-4.16 个 pct 至 73.07%，净利率同比-3.43 个 pct 至 12.01%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.02%/7.57%/6.56%/-0.59%，同比分别-0.96/+1.26/+0.14/+0.41 个 pct，其中，销售费用率同比下降主因公司主动调整护肤品业务，聚焦大单品、提升销售费用率较低的渠道占比、提升日销和自播占比等。

功能性护肤品战略调整阵痛，医美业务发展可期。原料：公司目前有 7-8 种在研胶原蛋白，已实现大分子的重组胶原蛋白制备，并于 8 月完成了重组 III 型人源胶原蛋白原料产品的上市，未来将会推进自产重组人源胶原蛋白原料在护肤品中的应用。医疗终端：公司的医美业务在过去经历了产品层面、渠道层面和组织架构层面的调整，目前产品管线规划已基本清晰。截止 2023H1，公司医美线下渠道有动销机构数量约 3500 家，同比新增超 1000 家。我们预计公司的医美业务收入在 2023 年有望取得不错的增长。功能性护肤品：公司的功能性护肤品业绩承压，主因其 2023 年主动调整功能性护肤品业务，对品牌定位、渠道结构进行优化，并聚焦大单品战略、精细化运营等工作，合理优化功能性护肤品板块的销售费用率，期待改革后 2024 年的成效显现。

盈利预测与投资建议：基于公司最新业绩及功能性护肤品业务战略调整的情况，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.63/1.97/2.32 元/股（调整前为 2.00/2.41/2.87 元/股），对应 2023 年 10 月 31 日收盘价的 PE 分别为 58/48/40 倍，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济下行、市场竞争加剧、品牌拓展不达预期风险。

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6359.19	6183.68	7278.47	8405.49
增长率(%)	28.53	-2.76	17.70	15.48
归母净利润(百万元)	970.92	786.20	946.91	1118.95
增长率(%)	24.11	-19.03	20.44	18.17
每股收益(元)	2.02	1.63	1.97	2.32
市盈率(倍)	46.59	57.54	47.78	40.43
市净率(倍)	6.82	6.58	6.20	5.85

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	481.68
流通A股(百万股)	481.68
收盘价(元)	76.46
总市值(亿元)	368.29
流通A股市值(亿元)	368.29

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

原料业务快速增长，功能性护肤品业务调整
23Q1 业绩承压，期待终端市场全面恢复
业绩符合预期，功能性护肤品业务保持高增

分析师：李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liying1@wlzq.com.cn

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6359	6184	7278	8405
同比增速 (%)	28.53	-2.76	17.70	15.48
营业成本	1463	1647	1955	2250
毛利	4896	4536	5324	6156
营业收入 (%)	76.99	73.36	73.14	73.23
税金及附加	77	75	88	102
营业收入 (%)	1.21	1.21	1.21	1.21
销售费用	3049	2851	3348	3850
营业收入 (%)	47.95	46.10	46.00	45.80
管理费用	393	433	495	555
营业收入 (%)	6.18	7.00	6.80	6.60
研发费用	388	390	444	504
营业收入 (%)	6.10	6.30	6.10	6.00
财务费用	-49	-9	-8	-7
营业收入 (%)	-0.77	-0.14	-0.11	-0.08
资产减值损失	-15	-15	-20	-25
信用减值损失	-19	-15	-13	-16
其他收益	122	136	159	180
投资收益	12	9	15	8
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1136	912	1098	1300
营业收入 (%)	17.87	14.75	15.09	15.46
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1136	912	1098	1300
营业收入 (%)	17.87	14.75	15.09	15.46
所得税费用	175	132	159	190
净利润	961	780	939	1109
营业收入 (%)	15.12	12.61	12.90	13.20
归属于母公司的净利润	971	786	947	1119
同比增速 (%)	24.11	-19.03	20.44	18.17
少数股东损益	-10	-6	-8	-10
EPS（元/股）	2.02	1.63	1.97	2.32

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.02	1.63	1.97	2.32
BVPS	13.77	14.27	15.15	16.06
PE	46.59	57.54	47.78	40.43
PEG	1.93	-3.02	2.34	2.23
PB	6.82	6.58	6.20	5.85
EV/EBITDA	48.94	35.94	31.19	26.24
ROE	14.64%	11.44%	12.98%	14.46%
ROIC	12.88%	10.99%	12.41%	14.06%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1606	2360	2139	2892
交易性金融资产	531	431	481	511
应收票据及应收账款	448	303	489	334
存货	1162	654	1320	885
预付款项	172	135	147	157
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	105	53	95	96
流动资产合计	4023	3935	4671	4874
长期股权投资	68	88	98	108
固定资产	1899	1974	2025	2058
在建工程	830	960	1010	1010
无形资产	475	480	485	490
商誉	247	252	257	262
递延所得税资产	303	303	303	303
其他非流动资产	836	826	831	836
资产总计	8682	8819	9681	9941
短期借款	139	139	139	139
应付票据及应付账款	848	689	1022	803
预收账款	0	0	0	0
合同负债	68	74	86	97
应付职工薪酬	312	346	391	405
应交税费	110	124	146	168
其他流动负债	307	306	310	312
流动负债合计	1644	1538	1955	1784
长期借款	108	88	68	48
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	6	6	6	6
其他非流动负债	241	272	322	342
负债合计	1999	1904	2351	2180
归属于母公司的所有者权益	6634	6871	7295	7736
少数股东权益	49	43	35	25
股东权益	6683	6914	7330	7761
负债及股东权益	8682	8819	9681	9941

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	635	1683	718	1806
投资	-278	80	-60	-40
资本性支出	-695	-465	-385	-330
其他	137	4	10	3
投资活动现金流净额	-836	-381	-436	-367
债权融资	-37	20	20	10
股权融资	89	0	0	0
银行贷款增加（减少）	138	-20	-20	-20
筹资成本	-243	-411	-510	-659
其他	-118	15	32	12
筹资活动现金流净额	-170	-395	-478	-657
现金净流量	-342	887	-221	752

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场