

华熙生物 (688363.SH)

一季度盈利能力拐点初显，医疗终端业务增长领先

增持

核心观点

2024年一季度收入增长稳健，归母净利润实现21%增长。公司2023年营收60.76亿元，同比-4.45%，归母净利润5.93亿元，同比-38.97%，扣非净利润同比-42.44%，与此前业绩快报数据基本一致。2024年一季度看，公司营收同比+4.24%，归母净利润同比+21.39%，扣非净利润同比+53.3%，整体盈利水平环比改善明显，受益医疗终端和原料业务增长及费用管控优化。

医疗终端业务增长领先，原料业务表现稳健。分业务看，公司医疗终端业务2023年收入同比+58.95%，收入占比同比+7.16pct至17.95%，且2024年一季度继续实现较好的增长表现。其中微交联润致娃娃针产品2023年收入增长超过200%，润致填充剂收入同比增长超过250%，未来也将进一步完善医美业务产品矩阵及渠道覆盖广度和深度。原料业务2023年收入同比+15.22%，收入占比同比+3.17pct至18.58%，表现较为稳健。功能性护肤品业务2023年收入同比-18.45%，收入占比同比-10.61pct至61.83%，主要受公司主动对各大护肤品品牌进行重新梳理及组织架构调整影响。

2024年一季度毛利率提升，费用率优化。公司2023年公司毛利率同比-3.67pct至73.32%，主要系原料生产成本上升带来原料业务毛利率下降及护肤品毛利率下降影响。2023年销售费用率同比-1.17pct，受益逐步优化品牌资源配置和营销渠道结构；管理费用率分别同比+1.92pct，主要系职工薪酬增加、物业费及机构服务费增加影响。2024年一季度毛利率同比+1.95pct至75.73%，受益高毛利产品占比提升及成本管控优化。销售/管理/研发费用率分别同比-10.35pct/+1.95pct/+0.67pct，整体期间费用率优化。2024年一季度实现经营性现金流净额0.35亿元，较去年净流出实现转正。

风险提示：电商增速不及预期；营销费用优化不及预期；新品推广不及预期

投资建议：中长期看，公司功能性护肤品牌通过积极优化渠道结构及开拓新品类、新产品，未来仍有成长空间，并随着渠道运营效率的提升有望实现盈利能力的稳步回升。医疗终端业务继续聚焦核心优势产品，持续扩大机构覆盖的广度和深度实现持续增长。原料业务继续推进国际化战略和应用范围扩展，有望延续稳健增长表现。考虑功能性护肤品业务短期仍处于品牌梳理及组织调整期，从而影响收入及毛利率表现，我们下调公司2024-2025年归母净利润预测至9.12/11.22亿元（前值分别为12.7/15.08亿元），新增2026年预测为13.54亿元，对应PE分别为32/26/21.5倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,359.19	6,075.92	7,516.44	8,870.86	10,255.09
(+/-%)	28.53%	-4.45%	23.71%	18.02%	15.60%
净利润(百万元)	970.92	592.56	912.34	1122.38	1353.91
(+/-%)	24.11%	-38.97%	53.97%	23.02%	20.63%
每股收益(元)	2.02	1.23	1.89	2.33	2.81
EBIT Margin	21.65%	17.33%	13.90%	14.92%	15.21%
净资产收益率 (ROE)	14.64%	8.53%	11.98%	13.29%	14.34%
市盈率 (PE)	29.98	49.19	31.95	25.97	21.53
EV/EBITDA	20.21	24.34	24.00	18.73	15.92
市净率 (PB)	4.39	4.20	3.83	3.45	3.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·医疗美容

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

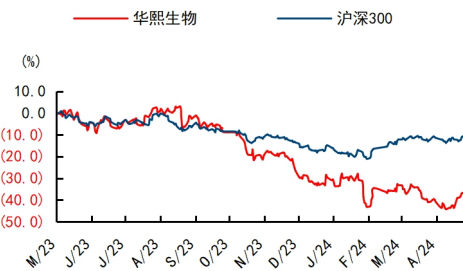
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	60.51元
总市值/流通市值	29146/11992百万元
52周最高价/最低价	99.49/50.22元
近3个月日均成交额	119.07百万元

市场走势



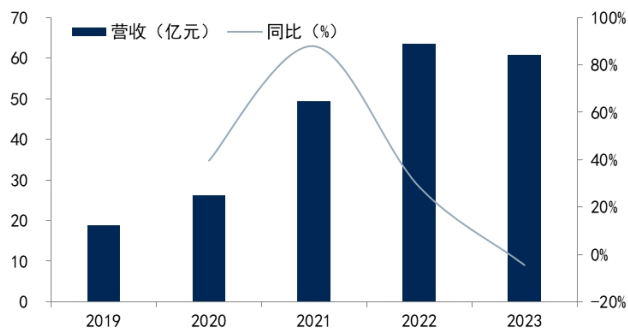
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华熙生物(688363.SH)-护肤品业务阶段性调整承压，医疗终端业务增长较好》——2023-08-31
- 《华熙生物(688363.SH)-一季度业绩表现平稳，关注医美复苏及功能护肤品提效降费》——2023-05-02
- 《华熙生物(688363.SH)-功效护肤业务驱动业绩增长，盈利能力稳步改善》——2023-03-31
- 《华熙生物(688363.SH)-全年业绩增长稳健，功能性护肤品业务持续强劲》——2023-02-28
- 《华熙生物(688363.SH)-功能性护肤品业务表现优异，盈利能力积极向好》——2022-10-30

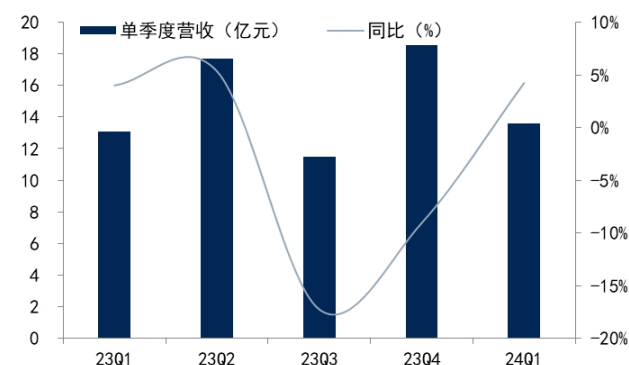
公司 2023 年营收 60.76 亿元，同比-4.45%，归母净利润 5.93 亿元，同比-38.97%，扣非净利润同比-42.44%，与此前业绩快报数据基本一致。2024 年一季度看，公司营收同比+4.24%，归母净利润同比+21.39%，扣非净利润同比+53.3%。整体增长表现优异，受益医疗终端和原料业务增长及费用管控优化。

图1：华熙生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



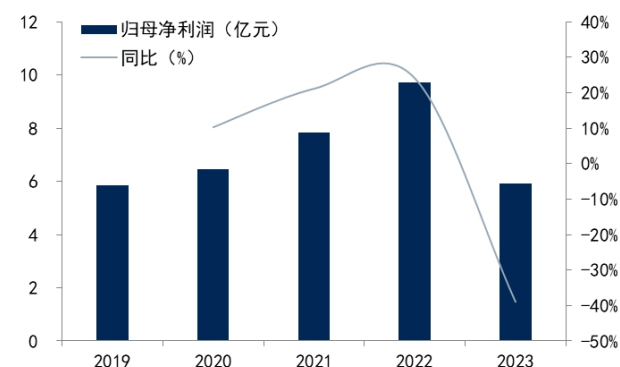
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华熙生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



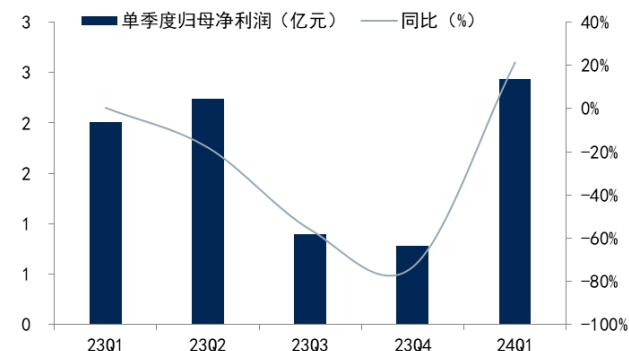
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华熙生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

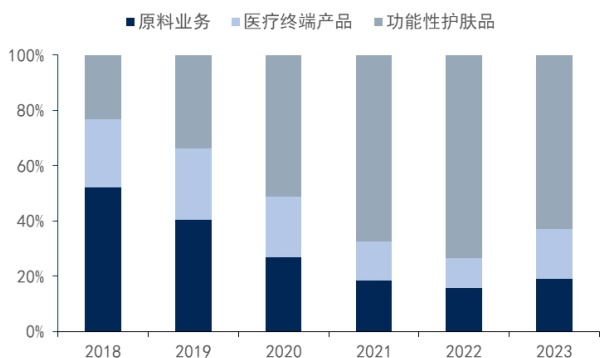
图4：华熙生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

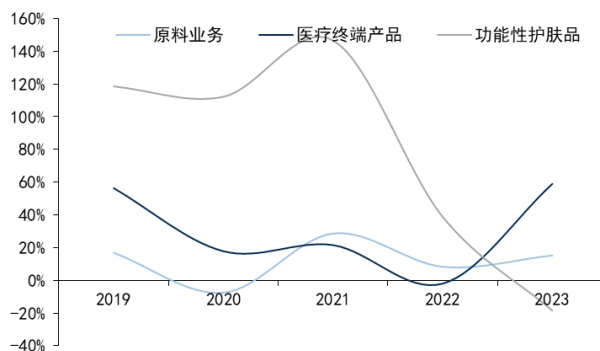
分业务看，公司医疗终端业务 2023 年收入同比+58.95%，收入占比同比+7.16pct 至 17.95%，且 2024 年一季度继续实现较好的增长表现。其中微交联润致娃娃针产品 2023 年收入增长超过 200%，润致填充剂收入同比增长超过 250%，未来也将进一步完善医美业务产品矩阵及渠道覆盖广度和深度。原料业务 2023 年收入同比+15.22%，收入占比同比+3.17pct 至 18.58%，表现较为稳健。功能性护肤品业务 2023 年收入同比-18.45%，收入占比同比-10.61pct 至 61.83%，主要受公司主动对各大护肤品品牌进行重新梳理及组织架构调整影响。

图5：华熙生物营业收入分业务占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

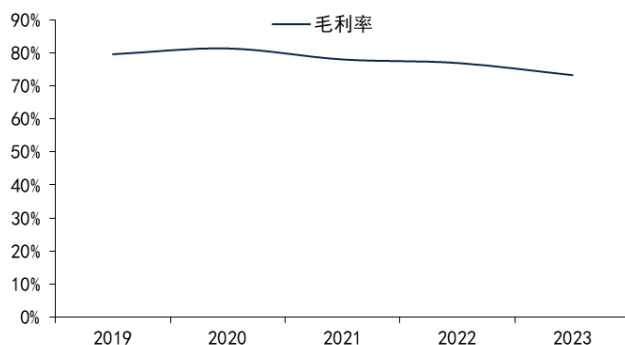
图6：华熙生物营业收入分业务增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

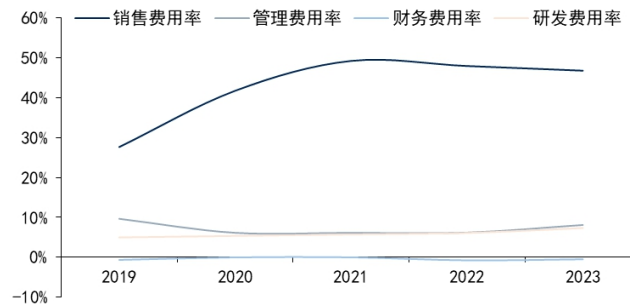
公司 2023 年公司毛利率同比-3.67pct 至 73.32%，主要系原料生产成本上升带来原料业务毛利率下降及护肤品毛利率下降影响。2023 年销售费用率同比-1.17pct，受益逐步优化品牌资源配置和营销渠道结构；管理费用率分别同比+1.92pct，主要系职工薪酬增加、物业费及机构服务费增加影响。2024 年一季度毛利率同比+1.95pct 至 75.73%，受益高毛利产品占比提升及成本管控优化。销售/管理/研发费用率分别同比-10.35pct/+1.95pct/+0.67pct，整体期间费用率优化。2024 年一季度实现经营性现金流净额 0.35 亿元，较去年净流出实现转正。

图7：华熙生物毛利率变化（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华熙生物期间费用率变化（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：中长期看，公司功能性护肤品牌通过积极优化渠道结构及开拓新品类、新产品，未来仍有成长空间，并随着渠道运营效率的提升有望实现盈利能力的稳步回升。医疗终端业务继续聚焦核心优势产品，持续扩大机构覆盖的广度和深度实现持续增长。原料业务继续推进国际化战略和应用范围扩展，有望延续稳健增长表现。考虑功能性护肤品业务短期仍处于品牌梳理及组织调整期，从而影响收入及毛利率表现，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测至 9.12/11.22 亿元（前值分别为 12.7/15.08 亿元），新增 2026 年预测为 13.54 亿元，对应 PE 分别为 32/26/21.5 倍，维持“增持”评级。

具体而言，收入端看，功能性护肤品业务 2023 年占比仍有 62%，为占比最高的业务，因此业务调整会对营业收入造成较大的影响。而公司目前处于重新梳理品牌定位阶段，部分品牌的资源投放会有所收缩从而影响增长表现。此外，组织结构及人员也有所调整，也可能对产品的研发进展、团队磨合造成一定影响，从而拖

慢增长速度。

毛利率方面，功能性护肤品业务的收入预计短期仍有所承压，营业成本主要系原料、直接人工和制造费用，其中以原料成本和制造费用为主，相对刚性且其中如制造费用中的水电气费等能源消耗费用预计进一步上升。故我们对功能性护肤品的毛利率也进行了下调。

表1: 华熙生物盈利预测主要调整项目

	2024年(亿元、%)		2025年(亿元、%)		调整原因
	原值	现值	原值	现值	
营业收入	92.11	75.16	106.66	88.71	主要考虑收入占比最高的功能性护肤品业务短期仍处于品牌梳理及组织调整期，收入面临下滑压力
毛利率	75.98%	74.47%	76.03%	75.07%	功能护肤品业务短期承压，收入下降的同时成本较为刚性

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-04-29)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300896.SZ	爱美客	217.80	658.71	8.59	11.56	15.15	18.92	34.27	18.84	14.38	11.51	29.28	0.55	买入
688363.SH	华熙生物	60.51	291.46	1.23	1.89	2.33	2.81	54.41	31.95	25.97	21.53	8.53	0.59	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1606	1169	1200	1200	1334	营业收入	6359	6076	7516	8871	10255
应收款项	500	487	618	729	843	营业成本	1463	1621	1919	2211	2543
存货净额	1162	1135	1186	1316	1451	营业税金及附加	77	67	150	177	205
其他流动资产	224	193	1889	1601	1608	销售费用	3049	2842	3473	4076	4702
流动资产合计	4023	3123	5416	5369	5759	管理费用	393	492	929	1083	1245
固定资产	2730	3511	4074	4556	4982	财务费用	(49)	(31)	8	19	(15)
无形资产及其他	475	497	478	459	440	投资收益	12	1	5	0	0
投资性房地产	1386	1144	1144	1144	1144	资产减值及公允价值变动	15	56	36	20	20
长期股权投资	68	194	194	194	194	其他收入	(316)	(433)	0	0	0
资产总计	8682	8470	11307	11723	12521	营业利润	1136	708	1078	1324	1595
短期借款及交易性金融负债	229	153	1506	672	50	营业外净收支	(0)	(7)	(10)	(10)	(10)
应付款项	848	701	794	1022	1246	利润总额	1136	702	1068	1314	1585
其他流动负债	566	367	1045	1214	1399	所得税费用	175	119	171	210	254
流动负债合计	1644	1221	3345	2909	2695	少数股东损益	(10)	(10)	(15)	(18)	(22)
长期借款及应付债券	108	2	2	2	2	归属于母公司净利润	971	593	912	1122	1354
其他长期负债	247	263	313	353	383						
长期负债合计	355	266	316	356	386	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1999	1487	3660	3264	3081	净利润	971	593	912	1122	1354
少数股东权益	49	39	28	15	(2)	资产减值准备	(14)	39	32	11	10
股东权益	6634	6944	7618	8444	9441	折旧摊销	163	205	322	407	464
负债和股东权益总计	8682	8470	11307	11723	12521	公允价值变动损失	(15)	(56)	(36)	(20)	(20)
						财务费用	(49)	(31)	8	19	(15)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(958)	22	(1026)	495	193
每股收益	2.02	1.23	1.89	2.33	2.81	其它	7	(44)	(43)	(24)	(26)
每股红利	0.50	0.63	0.50	0.61	0.74	经营活动现金流	153	759	162	1990	1974
每股净资产	13.79	14.42	15.82	17.53	19.60	资本开支	0	(1061)	(861)	(861)	(861)
ROIC	21%	13%	12%	13%	16%	其它投资现金流	316	391	(383)	0	0
ROE	15%	9%	12%	13%	14%	投资活动现金流	267	(796)	(1244)	(861)	(861)
毛利率	77%	73%	74%	75%	75%	权益性融资	89	58	0	0	0
EBIT Margin	22%	17%	14%	15%	15%	负债净变化	(36)	(106)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	18%	20%	20%	支付股利、利息	(243)	(305)	(239)	(296)	(357)
收入增长	29%	-4%	24%	18%	16%	其它融资现金流	(152)	364	1352	(833)	(622)
净利润增长率	24%	-39%	54%	23%	21%	融资活动现金流	(621)	(400)	1114	(1129)	(979)
资产负债率	24%	18%	33%	28%	25%	现金净变动	(201)	(437)	31	0	134
息率	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	1807	1606	1169	1200	1200
P/E	30.0	49.2	31.9	26.0	21.5	货币资金的期末余额	1606	1169	1200	1200	1334
P/B	4.4	4.2	3.8	3.5	3.1	企业自由现金流	370	41	(687)	1152	1106
EV/EBITDA	20.2	24.3	24.0	18.7	15.9	权益自由现金流	181	300	659	303	497

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032