

➤ **事件：华熙生物披露 2023 年及 2024 年一季度业绩。** 23 年，公司实现营收 60.76 亿元，同比-4.45%；归母净利润 5.93 亿元，同比-38.97%；扣非归母净利润 4.90 亿元，同比-42.44%。24Q1，公司实现营收 13.61 亿元，同比+4.24%；归母净利润 2.43 亿元，同比+21.39%；扣非归母净利润 2.31 亿元，同比+53.30%。

➤ **原料及医疗终端业务加速增长，功能性护肤品业务承压，23 年公司整体收入小幅下滑。** 23 年，公司实现营收 60.76 亿元，同比-4.45%；分业务看，1) **原料业务**：23 年收入 11.29 亿元，同比+15.22%，主要系医药级原料及化妆品级原料的增长；医药级原料方面，23 年公司无菌级 HA 生产线已完成试产，新增用于修护和润滑产品的医疗器械级 Hyatru<sup>®</sup>透明质酸钠，有望进一步巩固公司在 HA 高端市场的领先地位；化妆品级原料方面，23 年公司完成 1 项化妆品新原料备案；2) **医疗终端业务**：23 年收入 10.90 亿元，同比+58.95%，主要系皮肤类医疗产品收入同比+60.29%；公司持续聚焦和深挖自身产品的差异化优势，通过微交联润致娃娃针、润致填充剂 2 号、3 号、5 号等多款产品构建完整产品体系，为消费者提供一站式整体解决方案，同时积极拓宽海内外销售渠道，促进产品销售，23 年微交联润致娃娃针和润致填充剂产品表现亮眼，收入分别实现 200%/+250%+ 的同比增长，业务收入持续向好；3) **功能性护肤品业务**：23 年收入 37.57 亿元，同比-18.45%，主要系公司主动对各大护肤品品牌进行阶段性调整；产品层面，各大品牌持续打造大单品及大单品系列，通过对连带产品的持续推新拓展品牌外延，23 年，润百颜大单品系列屏障修护系列占比已超过润百颜整体销售收入的 40%；夸迪推出主攻眼周结构性抗松垮的大单品臻金蕴活轻龄眼霜，进一步聚焦抗老赛道核心品类的差异化塑造；渠道层面，优化高费率渠道的占比，稳固并提高自营渠道的占比，提升精细化的运营效率，23 年润百颜自营渠道占比进一步提升，肌活、米蓓尔自营渠道占比超过各自品牌整体销售收入的 50%；4) **功能性食品业务**：23 年收入 0.58 亿元，同比-22.53%，主要系 23 年公司主动对功能性食品业务进行调整，包括发展战略、组织结构及品牌规划等。

➤ **线上推广服务费投放减少，盈利能力回升，24Q1 扣非归母净利润率同比 +5.44pct。** 1) **毛利率方面**，23 年，公司毛利率为 73.32%，同比-3.67pct；24Q1 毛利率为 75.73%，同比+1.95pct。2) **费用率方面**，23 年，公司销售费用率为 46.78%，同比-1.17pct；管理费用率为 8.10%，同比+1.92pct；研发费用率为 7.35%，同比+1.24pct。24Q1，公司销售费用率为 36.04%，同比-10.35pct；管理费用率为 8.53%，同比+1.95pct；研发费用率为 7.04%，同比+0.67pct。3) **净利率方面**，23 年，公司实现归母净利润 5.93 亿元，对应归母净利润率 9.75%，同比-5.52pct；实现扣非归母净利 4.90 亿元，对应扣非归母净利润率 8.07%，同比-5.33pct。24Q1，公司实现归母净利润 2.43 亿元，对应归母净利润率 17.89%，同比+2.53pct；实现扣非归母净利 2.31 亿元，对应扣非归母净利润率 17.01%，同比+5.44pct。

➤ **发布 2023 年利润分配预案。** 公司 2023 年度利润分配预案为：以截至 24 年 3 月 31 日公司总股本扣除公司回购专用证券账户中股份数后的 4.79 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.80 元（含税），合计拟派发现金红利 1.82 亿元（含税），占公司归母净利润的比例为 30.69%。

➤ **投资建议：**公司是透明质酸龙头，原料业务基本盘稳固，润致品牌驱动医美业务高速增长，功效性护肤品业务主动进行阶段性调整，中长期业绩增长可期，我们预计 24-26 年归母净利润为 7.78/9.66/11.93 亿元，同比增速 +31.3%/+24.1%/+23.6%，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 38x、31x、25x，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,076	6,799	7,692	8,738
增长率 (%)	-4.5	11.9	13.1	13.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	593	778	966	1,193
增长率 (%)	-39.0	31.3	24.1	23.6
每股收益 (元)	1.23	1.62	2.00	2.48
PE	50	38	31	25
PB	4.3	4.0	3.6	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**61.50 元**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

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 年三季度点评：原料及医疗终端业务稳步推进，期待战略调整激发护肤品牌活力-2023/10/31
2. 华熙生物 (688363.SH) 2023 年半年报点评：医疗终端业务增长提速，经营调整成效逐步显现-2023/09/01
3. 华熙生物 (688363.SH) 2023 年一季度点评：业绩短期承压，精细化运营下未来增长可期-2023/05/01
4. 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
5. 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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,076	6,799	7,692	8,738
营业成本	1,621	1,757	1,882	2,058
营业税金及附加	67	75	85	96
销售费用	2,842	3,141	3,557	4,050
管理费用	492	524	577	629
研发费用	446	496	554	612
EBIT	733	931	1,178	1,455
财务费用	-31	-37	-35	-36
资产减值损失	-54	-44	-46	-54
投资收益	1	10	8	9
营业利润	708	931	1,172	1,444
营业外收支	-7	-21	-34	-34
利润总额	702	910	1,138	1,410
所得税	119	136	171	211
净利润	583	773	968	1,198
归属于母公司净利润	593	778	966	1,193
EBITDA	1,025	1,248	1,545	1,867

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,169	959	1,040	1,688
应收账款及票据	447	490	550	628
预付款项	150	174	188	202
存货	1,135	1,229	1,323	1,431
其他流动资产	222	70	78	84
流动资产合计	3,123	2,921	3,178	4,034
长期股权投资	194	194	194	194
固定资产	2,403	3,022	3,602	4,038
无形资产	497	497	497	497
非流动资产合计	5,347	6,030	6,528	6,674
资产合计	8,470	8,951	9,706	10,708
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	701	757	732	772
其他流动负债	520	448	494	548
流动负债合计	1,221	1,205	1,226	1,320
长期借款	2	2	2	2
其他长期负债	263	277	282	287
非流动负债合计	266	279	284	289
负债合计	1,487	1,484	1,510	1,609
股本	482	482	482	482
少数股东权益	39	34	36	41
股东权益合计	6,983	7,468	8,196	9,098
负债和股东权益合计	8,470	8,951	9,706	10,708

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-4.45	11.91	13.12	13.61
EBIT 增长率	-31.94	27.03	26.56	23.51
净利润增长率	-38.97	31.34	24.08	23.56
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	73.32	74.15	75.53	76.45
净利润率	9.75	11.45	12.56	13.65
总资产收益率 ROA	7.00	8.69	9.95	11.14
净资产收益率 ROE	8.53	10.47	11.83	13.17
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.56	2.42	2.59	3.06
速动比率	1.47	1.24	1.34	1.80
现金比率	0.96	0.80	0.85	1.28
资产负债率 (%)	17.55	16.58	15.55	15.03
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	26.54	24.80	24.32	24.26
存货周转天数	254.95	242.04	244.00	240.89
总资产周转率	0.71	0.78	0.82	0.86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.23	1.62	2.00	2.48
每股净资产	14.42	15.43	16.94	18.80
每股经营现金流	1.45	2.24	2.52	3.18
每股股利	0.38	0.50	0.62	0.76
<b>估值分析</b>				
PE	50	38	31	25
PB	4.3	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	28.19	23.14	18.69	15.47
股息收益率 (%)	0.62	0.81	1.00	1.24

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	583	773	968	1,198
折旧和摊销	292	318	368	413
营运资金变动	-211	-104	-214	-180
经营活动现金流	700	1,081	1,213	1,530
资本开支	-1,030	-1,027	-834	-526
投资	-176	136	0	0
投资活动现金流	-613	-828	-825	-516
股权募资	58	0	0	0
债务募资	-106	-115	0	0
筹资活动现金流	-528	-462	-306	-366
现金净流量	-430	-209	81	647

## 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收到任何形式的补偿。

## 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