



买入（维持）

所属行业：美容护理/医疗美容  
当前价格(元)：61.50

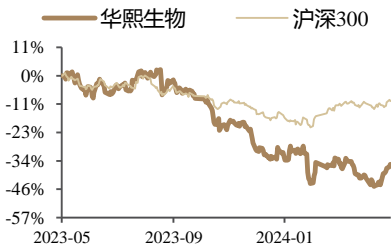
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.59	-2.97	13.85
相对涨幅(%)	8.56	-4.76	0.49

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《华熙生物：短期调整致业绩承压，关注美妆后续改革成效》，2023.10.31
- 《华熙生物(688363.SH)：精细化营运提升内功，多品牌之路升级可期》，2023.8.31

# 华熙生物：24Q1 利润拐点明显，降本增效期待618表现

投资要点

- **华熙生物 24Q1 扣非+53%，增长拐点明显。** 1) **2023年**：实现营收 60.76 亿/yoy-4.45%，归母净利润 5.93 亿/yoy-38.97%，扣非归母净利润 4.9 亿/yoy-42.44%。23 全年盈利能力下滑，毛利率 73.32%/-3.67pct，销售净利率 9.59%/-5.53pct；费用端基本稳定，销售费用率 47%/-1.0pct，管理费用率 8%/+2.0pct，研发费用率 7%/+1.0pct；2) **23Q4**：实现营收 18.54 亿/yoy-9.04%，归母净利润 0.78 亿/yoy-73.37%，扣非归母净利润 0.58 亿/yoy-77.07%。23Q4 净利下跌，毛利率 73.88%/-2.6pct，销售净利率 4.08%/-10.35pct；研发投入持续加大，研发费用率 9%/+4.0pct，销售费用率 49%/-1.0pct，管理费用率 9%/+3.0pct；3) **24Q1**：实现营收 13.61 亿/yoy+4.24%，归母净利润 2.43 亿/yoy+21.39%，扣非归母净利 2.31 亿/yoy+53.30%，出现盈利增长拐点。24Q1 毛利率 75.73%/+1.95pct，净利率 17.89%/+2.49pct；期间费用下降，销售费用率 36%/-10pct，管理费用率/研发费用率分别为 9%/7%，分别同比变动+2.0/+1.0pct。
- **医疗终端产品毛利维稳，贯彻降本增效。** 1) **2023年**：23 年公司整体毛利率为 73.32%/-3.67pct。功能性护肤品毛利下滑，毛利率 73.93%/-4.44%，线上直销收入同比减少，主要系公司对护肤品业务进行阶段性调整；医疗终端产品毛利突出，毛利率高达 82.10%/+1.24pct，仍然是利润的主要来源；原料产品毛利率 64.71%/-6.83pct，主要系生产成本上升；2) **降本增效**：降本，费率优化，23 年公司加强运营，医美板块费用率进一步下降；23 年开始控制中后台费用，24Q1 出现效果，销售费率低于 40%；**增效**，出现规模效应，23 年原料方面，透明质酸原料生产量/销售量/库存量较上年同期分别增长 0.13%/25.12%/11.71%；医疗终端产品方面，医疗终端针剂生产量/销售量/库存量较上年同期分别增长 27.56%/8.36%/64.81%，医美业务持续发力。
- **23 年护肤品承压明显，24 年调整策略迎来收入拐点。** 23 年公司功能性护肤品业务收入下滑，37.57 亿/yoy-18.45%，占公司主营业务的 61.84%。1) **公司调整**：2023 年对各大护肤品牌进行了阶段性调整，包括品牌升级和组织管理的变革，这导致短期内业绩进一步承压；2) **产品策略**：持续打造大单品系列，润百颜大单品屏障修护系列占比超润百颜整体销售收入 40%；扩展品牌外延，夸迪臻金蕴活轻龄眼霜进一步聚焦抗老赛道差异化；积极推新，24Q1 推出如润百颜胶原元气弹、肌活糙米水 2.0 等新品。
- **医美业务收入高增，进入收获期。** 23 年公司医疗终端业务实现收入 10.90 亿/yoy+58.95%，占主营业务收入 17.95%。皮肤类医疗产品实现收入 7.47 亿/yoy+60.29%，其中公司核心产品微交联润致娃娃针收入同比增长超过 200%，润致填充剂收入同比增长超过 250%，收入高增。同时，公司储备玻尿酸复合溶液、动能素等多个产品，管线丰富。
- **原料业务收入增长显著，产品结构持续优化。** 23 年公司原料业务实现收入 11.29 亿/yoy+15.22%，占主营业务收入 18.59%。1) **产品结构**方面，非透明质酸原料销售种类和收入均实现较快增长；透明质酸原料毛利率较高且稳定的医药级透明质酸原料销售收入 4.01 亿/yoy+18.96%；2) **底层研发**方面，医药级原料方面，公司无菌级 HA 生产线已完成试产，新增 Hyatruue 透明质酸钠，巩固 HA 高端市场地位；化妆品级原料方面完成 1 项新原料备案；食品级原料方面，推出速溶 HA；研发其他生物活性物，如 Bioyouth-EGTPure 超纯麦角硫因、BloomcollaCOL3-MD 人源化胶原蛋白，进一步形成生物活性物平台型企业。
- **投资建议**：公司功能性护肤业务渐入佳境，产品端定位清晰，多品牌矩阵逐渐夯实，重磅推新可期，看好业务势能提升；医美业务改革初见成效开始进入收获期；原料

业务优势行业领先，前瞻布局持续投入稳健增长；食品业务同具较大发展潜力，看好公司利润高弹性，我们预计 2024-2026 年营业收入为 65.60 亿/77.93 亿/88.04 亿，归母净利润为 8.65 亿/11.24 亿/13.23 亿，同比增长 46.0%/29.9%/17.7%，对应 PE 分别为 34X/26X/22X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧风险、新品研发注册不及预期风险、品牌推广费用管控不及预期风险、食品业务开发不及预期。

**股票数据**

总股本(百万股):	481.68
流通 A 股(百万股):	198.18
52 周内股价区间(元):	53.00-97.88
总市值(百万元):	29,623.21
总资产(百万元):	8,315.39
每股净资产(元):	14.72

资料来源：公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,359	6,076	6,560	7,793	8,804
(+/-)YOY(%)	28.5%	-4.5%	8.0%	18.8%	13.0%
净利润(百万元)	971	593	865	1,124	1,323
(+/-)YOY(%)	24.1%	-39.0%	46.0%	29.9%	17.7%
全面摊薄 EPS(元)	2.02	1.23	1.80	2.33	2.75
毛利率(%)	77.0%	73.3%	73.8%	74.1%	74.3%
净资产收益率(%)	14.6%	8.5%	11.7%	14.2%	15.6%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.23	1.80	2.33	2.75
每股净资产	14.42	15.29	16.39	17.59
每股经营现金流	1.45	2.26	2.68	3.01
每股股利	0.41	0.93	1.25	1.56
价值评估(倍)				
P/E	54.41	34.24	26.36	22.40
P/B	4.64	4.02	3.75	3.50
P/S	4.88	4.52	3.80	3.36
EV/EBITDA	31.57	26.29	20.28	17.02
股息率%	0.6%	1.5%	2.0%	2.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	73.3%	73.8%	74.1%	74.3%
净利润率	9.8%	13.2%	14.4%	15.0%
净资产收益率	8.5%	11.7%	14.2%	15.6%
资产回报率	7.0%	9.7%	11.8%	13.0%
投资回报率	8.1%	10.1%	12.4%	13.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.5%	8.0%	18.8%	13.0%
EBIT 增长率	-35.1%	32.3%	31.4%	18.6%
净利润增长率	-39.0%	46.0%	29.9%	17.7%
偿债能力指标				
资产负债率	17.6%	17.6%	18.0%	17.7%
流动比率	2.6	2.6	2.7	2.9
速动比率	1.5	1.6	1.7	1.9
现金比率	1.0	1.1	1.2	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	26.9	26.0	23.0	22.0
存货周转天数	255.5	245.0	225.0	215.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	2.5	2.7	3.1	3.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	593	865	1,124	1,323
少数股东损益	-10	-3	-4	-4
非现金支出	352	207	222	240
非经营收益	-24	-6	-6	-7
营运资金变动	-211	23	-43	-102
经营活动现金流	700	1,086	1,292	1,449
资产	-1,030	-321	-311	-256
投资	-176	-55	-35	-15
其他	594	2	2	3
投资活动现金流	-613	-374	-343	-268
债权募资	-106	0	0	0
股权募资	58	0	0	0
其他	-479	-450	-600	-750
融资活动现金流	-528	-450	-600	-750
现金净流量	-430	262	348	431

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 30 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,076	6,560	7,793	8,804
营业成本	1,621	1,720	2,020	2,267
毛利率%	73.3%	73.8%	74.1%	74.3%
营业税金及附加	67	79	94	106
营业税金率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	2,842	2,853	3,312	3,698
营业费用率%	46.8%	43.5%	42.5%	42.0%
管理费用	492	525	608	678
管理费用率%	8.1%	8.0%	7.8%	7.7%
研发费用	446	459	546	616
研发费用率%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
EBIT	698	924	1,214	1,440
财务费用	-31	-15	-18	-22
财务费用率%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-54	-40	-40	-40
投资收益	1	2	2	3
营业利润	708	1,035	1,345	1,584
营业外收支	-7	4	4	4
利润总额	702	1,039	1,349	1,588
EBITDA	991	1,080	1,383	1,623
所得税	119	177	229	270
有效所得税率%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	-10	-3	-4	-4
归属母公司所有者净利润	593	865	1,124	1,323

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,169	1,431	1,779	2,210
应收账款及应收票据	447	457	478	514
存货	1,135	1,119	1,210	1,300
其它流动资产	372	392	422	437
流动资产合计	3,123	3,399	3,889	4,461
长期股权投资	194	249	284	299
固定资产	2,403	2,462	2,510	2,559
在建工程	1,109	1,148	1,186	1,222
无形资产	497	505	504	496
非流动资产合计	5,347	5,510	5,629	5,721
资产总计	8,470	8,909	9,518	10,182
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	701	740	814	851
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	520	563	636	690
流动负债合计	1,221	1,303	1,450	1,540
长期借款	2	2	2	2
其它长期负债	263	263	263	263
非流动负债合计	266	266	266	266
负债总计	1,487	1,569	1,715	1,806
实收资本	482	482	482	482
普通股股东权益	6,944	7,364	7,893	8,471
少数股东权益	39	36	32	28
负债和所有者权益合计	8,470	8,969	9,640	10,304

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。