



买入（维持）

所属行业：美容护理/医疗美容
当前价格(元)：52.86

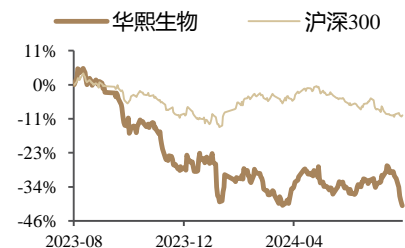
证券分析师

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(%)	-8.80	-7.70	-10.90
相对涨幅(%)	-6.13	-3.40	-3.29

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《华熙生物：24Q1 利润拐点明显，降本增效期待 618 表现》，2024.5.5
- 《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：24H1 护肤品业务承压，静待组织改革效果

投资要点

- **24H1 收入下滑，盈利承压明显。**1) **24H1 业绩**：营收 28.11 亿/yoy-8.61%，归母净利润 3.42 亿/yoy-19.51%，扣非归母净利润 3.16 亿/yoy-12.38%，主要系护肤品营收下降；2) **24Q2 业绩**：实现营收 14.50 亿/yoy-18.09%，归母净利润 0.98 亿/yoy-56.10%，略有承压；3) **盈利能力**：毛利率 74.52%/+0.72pct，销售净利率 12.11%/-1.6pct，销售费用率 41.93%/-4.25pct、公司加强销售费用控制，管理费用率 8.77%/+2.09pct，研发费用率 7.13%/+1.06pct。
- **医疗终端收入稳中向好，医美高增。**24H1 医疗终端业务收入 7.43 亿/yoy+51.92%，增幅稳定。1) **医美业务**：皮肤类医疗产品收入 5.55 亿/yoy+70.14%，微交联润致娃娃针凭借差异化优势收入同增超 200%，收入稳定提升；医美机构覆盖率同增超 50%，深挖差异化优势，链接外部医生超 2000 名；2) **医药业务**：骨科注射液海力达收入 1.19 亿/yoy+23.47%，覆盖超 9000 家医院，市占率提升，公司继续推广富血小板血浆制备用套装，收入显著增长，眼科产品销售收入持续转好。
- **原料业务收入稳定增长，产品研发持续发力。**24H1 公司原料业务收入 6.30 亿/yoy+11.02%，毛利率（不含弗思特）70.71%/yoy+0.51pct。1) **收入结构**：出口原料收入 3.28 亿/yoy+19.30%，占原料业务收入 52.06%，本土化运营稳步推进，美洲收入高增；2) **产品结构**：透明质酸创新产品及其他生物活性物销售占比超 15%，医药级透明质酸原料毛利率 87.54%，行业靠前；3) **底层研发**：医药级原料方面，无菌级 HA 生产线完工，玻璃酸钠产品获多项注册备案资质；护理品原料方面，新上市 Bloomsurfact™ 枯草菌脂肽钠等，完成岩藻糖基乳糖、β-烟酰胺单核苷酸备案；营养与健康原料方面，食品级透明质酸通过中国、巴西新食品原料审批，新推出进阶型关节修复透明质酸钠 UltraHA®J 和细胞级焕活科技 MitoPQQ™。
- **护肤品牌变革效果不及预期，阶段性调整仍在继续。**24H1 营收 13.81 亿/yoy-29.74%，降幅明显，占主营业务收入 49.29%。1) **公司调整**：公司推进 IPD 体系搭建覆盖研发全过程，供应链改善提升产能利用率，但品牌变革效果仍需时间体现；2) **产品**：继续打造大单品系列，润百颜在修护产品线完成屏障修护次抛和水乳升级，“白纱布”系列线上收入增长超 30%，收入占比超 50%，抗老产品线推出“元气弹”次抛完成战略布局；米蓓尔重点打造大单品蓝绷带涂抹面膜，24H1“蓝绷带”收入在米蓓尔占比超 60%；线上强化精细化运营效率，提高自营渠道占比。
- **投资建议**：公司盈利能力下滑，功能性护肤业务品牌变革不及预期，仍需观望后续调整，根据中报业绩表现，我们下调 2024-2026 年营业收入为 61.18 亿/72.94 亿/82.91 亿，归母净利润为 7.34 亿/9.21 亿/11.10 亿，同比增长 23.9%/25.5%/20.5%，对应 PE 分别为 35X/28X/23X，静待业绩拐点，维持“买入”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧风险、管理改革不及预期、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。

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):	52.86-93.92
总市值(百万元):	25,461.51
总资产(百万元):	8,616.10
每股净资产(元):	14.50

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	6,118	7,294	8,291
(+/-)YOY(%)	28.5%	-4.5%	0.7%	19.2%	13.7%
净利润(百万元)	971	593	734	921	1,110
(+/-)YOY(%)	24.1%	-39.0%	23.9%	25.5%	20.5%
全面摊薄 EPS(元)	2.02	1.23	1.52	1.91	2.31
毛利率(%)	77.0%	73.3%	73.9%	74.2%	74.4%
净资产收益率(%)	14.6%	8.5%	10.0%	11.6%	13.0%

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	1.52	1.91	2.31
每股净资产	14.42	15.30	16.43	17.80
每股经营现金流	1.45	1.38	2.28	2.62
每股股利	0.38	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	54.41	34.68	27.64	22.93
P/B	4.64	3.45	3.22	2.97
P/S	4.19	4.16	3.49	3.07
EV/EBITDA	31.57	23.37	18.79	15.63
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	73.3%	73.9%	74.2%	74.4%
净利润率	9.6%	12.0%	12.6%	13.4%
净资产收益率	8.5%	10.0%	11.6%	13.0%
资产回报率	7.0%	8.3%	9.8%	10.9%
投资回报率	8.1%	9.5%	11.3%	12.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.5%	0.7%	19.2%	13.7%
EBIT 增长率	-35.1%	24.2%	27.8%	20.2%
净利润增长率	-39.0%	23.9%	25.5%	20.5%
偿债能力指标				
资产负债率	17.6%	16.0%	15.7%	15.2%
流动比率	2.6	2.6	2.7	3.0
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.7
现金比率	1.0	0.6	0.8	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	26.5	30.7	29.7	27.2
存货周转天数	255.0	267.8	243.9	228.2
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	2.8	2.5	2.8	3.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	593	734	921	1,110
少数股东损益	-10	0	0	0
非现金支出	352	198	203	220
非经营收益	-24	29	2	2
营运资金变动	-211	-296	-27	-69
经营活动现金流	700	666	1,099	1,263
资产	-1,030	-608	-458	-438
投资	-176	-250	0	0
其他	594	75	0	0
投资活动现金流	-613	-783	-458	-438
债权募资	-106	-113	0	0
股权募资	58	6	0	0
其他	-479	-296	-382	-452
融资活动现金流	-528	-403	-382	-452
现金净流量	-430	-522	260	373

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,076	6,118	7,294	8,291
营业成本	1,621	1,598	1,882	2,124
毛利率%	73.3%	73.9%	74.2%	74.4%
营业税金及附加	67	61	73	83
营业税金率%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	2,842	2,723	3,209	3,606
营业费用率%	46.8%	44.5%	44.0%	43.5%
管理费用	492	489	584	663
管理费用率%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	446	441	511	564
研发费用率%	7.3%	7.2%	7.0%	6.8%
EBIT	698	868	1,109	1,333
财务费用	-31	-28	-14	-21
财务费用率%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-54	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	708	895	1,124	1,354
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	702	895	1,124	1,354
EBITDA	991	1,066	1,312	1,553
所得税	119	161	202	244
有效所得税率%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	-10	0	0	0
归属母公司所有者净利润	593	734	921	1,110

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,169	646	906	1,279
应收账款及应收票据	447	595	608	645
存货	1,135	1,243	1,307	1,386
其它流动资产	372	431	458	473
流动资产合计	3,123	2,915	3,279	3,784
长期股权投资	194	444	444	444
固定资产	2,403	2,534	2,656	2,766
在建工程	1,109	1,291	1,416	1,517
无形资产	497	502	507	512
非流动资产合计	5,347	5,903	6,158	6,377
资产总计	8,470	8,819	9,437	10,161
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	701	672	703	717
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	520	454	501	550
流动负债合计	1,221	1,127	1,204	1,267
长期借款	2	2	2	2
其它长期负债	263	279	279	279
非流动负债合计	266	281	281	281
负债总计	1,487	1,408	1,485	1,548
实收资本	482	482	482	482
普通股股东权益	6,944	7,372	7,913	8,573
少数股东权益	39	39	39	39
负债和所有者权益合计	8,470	8,819	9,437	10,161

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

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
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。
行业投资评级	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。