

➤ **事件：夸迪品牌入局“械字号”护肤赛道，华熙生物（湘潭）生产基地投产。** 2024年9月22日，华熙生物（湘潭）生产基地正式投产；2024年9月20日，华熙生物旗下高端院线抗衰品牌夸迪推出三个医疗器械新品系列，分别为主打医用透明质酸的“绿十字”与“蓝十字”系列，和主打医用重组III型人源化胶原蛋白的“红十字”系列，共计5个SKU。

➤ **夸迪品牌入局“械字号”护肤赛道，推出5款新品，提供医美术后全周期护肤方案。** 2024年9月20日，公司旗下高端院线抗老品牌夸迪推出5款械字号医用敷料产品，分别为“绿十字系列”的皮肤修护敷料、“蓝十字系列”的医用透明质酸钠修复贴和修复液、“红十字系列”的医用重组III型人源化胶原蛋白修复贴和修复液，其中，1) “绿十字”系列和“蓝十字”系列主要原料为公司新一代透明质酸，该透明质酸应用公司全球首创酶切技术，同时专门针对项目术后的保湿、舒缓、修护需求进行设计，进一步提高透明质酸在医美术后的保湿修护能力；通过不同的分子量和浓度配比，两大系列各有侧重使用场景，“绿十字”系列适用于皮炎湿疹、敏感性皮肤以及光电术后等创面护理，“蓝十字”系列适用于痤疮愈后、皮肤过敏、项目术后减少色素沉着和斑痕生成；2) “红十字”系列主要原料为医用重组III型胶原蛋白，与人胶原序列100%同源，单、双、三联体整合素结合位点的三重激活机制高效实现皮肤修复，同时具备高纯度、高安全性等特性；“红十字”系列主要通过皮肤表面形成保护层，构建皮肤物理屏障，为创面修复提供愈合的微环境，促进创面愈合，其中无菌产品适用于皮肤瘙痒过敏引起的小创口、擦伤、切割伤等非慢性创面及周围皮肤的护理。不同功效及应用场景的三大医用敷料系列与品牌的日常护肤产品相互配合，形成“械+妆”多产品系列矩阵，为夸迪的医美用户提供从术前护理、术后修护到日常持续护理的全套护肤方案，满足医美护肤的全方位需求体验。

➤ **湘潭医疗器械产品生产基地投产，有望进一步打开医美业务市场空间。** 公司为透明质酸龙头企业，旗下三类医疗器械产品矩阵丰富，主要包括润百颜系列、润致系列和丝丽动能素系列等；24年7月，公司自研的用于纠正颈部中重度皱纹的“注射用透明质酸钠复合溶液”（商品名：润致·格格）正式获批，进一步丰富医美产品矩阵。2024年9月22日，华熙生物（湘潭）生产基地正式投产，主要致力于医疗终端产品的生产，涵盖注射用交联透明质酸钠、透明质酸钠凝胶、医用生物胶等医疗器械产品，产能建设推进有望提升公司医美产品生产能力和进一步打开医美业务市场空间。

➤ **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7.12/8.59/10.77亿元，同比增速+20.1%/+20.6%/+25.4%，当前股价对应24-26年PE分别为31x、25x、20x，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	6,529	7,275	8,196
增长率(%)	-4.5	7.5	11.4	12.7
归属母公司股东净利润(百万元)	593	712	859	1,077
增长率(%)	-39.0	20.1	20.6	25.4
每股收益(元)	1.23	1.48	1.78	2.24
PE	37	31	25	20
PB	3.1	3.0	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年9月23日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
45.40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) 2024年半年报点评：原料及医疗终端业务保持增长，护肤业务持续调整-2024/08/26
- 2.华熙生物(688363.SH) 2023年年报及2024年一季报点评：原料及医疗终端业务加速增长，期待护肤业务调整后迎来拐点-2024/04/30
- 3.华熙生物(688363.SH) 2023年三季报点评：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
- 4.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
- 5.华熙生物(688363.SH) 2023年一季报点评：业绩短期承压，精细化运营下未来增长可期-2023/05/01

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	6,529	7,275	8,196
营业成本	1,621	1,689	1,811	1,937
营业税金及附加	67	72	80	90
销售费用	2,842	3,023	3,375	3,811
管理费用	492	516	546	598
研发费用	446	477	524	574
EBIT	698	872	1,072	1,338
财务费用	-31	-17	-13	-13
资产减值损失	-54	-43	-44	-50
投资收益	1	9	8	9
营业利润	708	853	1,046	1,306
营业外收支	-7	-21	-34	-34
利润总额	702	832	1,012	1,272
所得税	119	125	152	191
净利润	583	707	861	1,081
归属于母公司净利润	593	712	859	1,077
EBITDA	991	1,190	1,440	1,750

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,169	878	882	1,469
应收账款及票据	447	470	520	589
预付款项	150	167	181	190
存货	1,135	1,181	1,273	1,347
其他流动资产	222	134	140	146
流动资产合计	3,123	2,831	2,996	3,741
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	5,998	6,495	6,641
资产合计	8,470	8,828	9,491	10,383
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	701	727	704	726
其他流动负债	520	431	470	517
流动负债合计	1,221	1,159	1,174	1,243
长期借款	2	1	1	1
其他长期负债	263	284	289	294
非流动负债合计	266	285	290	295
负债合计	1,487	1,444	1,465	1,538
股本	482	482	482	482
少数股东权益	39	35	37	41
股东权益合计	6,983	7,385	8,027	8,845
负债和股东权益合计	8,470	8,828	9,491	10,383

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.45	7.45	11.42	12.67
EBIT 增长率	-35.11	24.84	22.96	24.77
净利润增长率	-38.97	20.15	20.63	25.38
盈利能力 (%)				
毛利率	73.32	74.12	75.10	76.37
净利润率	9.75	10.90	11.81	13.14
总资产收益率 ROA	7.00	8.06	9.05	10.37
净资产收益率 ROE	8.53	9.69	10.75	12.23
偿债能力				
流动比率	2.56	2.44	2.55	3.01
速动比率	1.47	1.23	1.26	1.73
现金比率	0.96	0.76	0.75	1.18
资产负债率 (%)	17.55	16.35	15.43	14.81
经营效率				
应收账款周转天数	26.54	25.29	24.50	24.35
存货周转天数	254.95	246.71	243.89	243.50
总资产周转率	0.71	0.75	0.79	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.48	1.78	2.24
每股净资产	14.42	15.26	16.59	18.28
每股经营现金流	1.45	2.11	2.32	2.98
每股股利	0.38	0.45	0.55	0.69
估值分析				
PE	37	31	25	20
PB	3.1	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	21.62	18.00	14.88	12.24
股息收益率 (%)	0.84	1.00	1.20	1.51

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	583	707	861	1,081
折旧和摊销	292	318	368	413
营运资金变动	-211	-109	-202	-153
经营活动现金流	700	1,017	1,115	1,437
资本开支	-1,030	-1,027	-834	-525
投资	-176	106	0	0
投资活动现金流	-613	-836	-826	-517
股权募资	58	0	0	0
债务募资	-106	-114	0	0
筹资活动现金流	-528	-471	-286	-334
现金净流量	-430	-290	4	587

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