

美容护理

2024 年 10 月 31 日

华熙生物 (688363)

——持续深化变革，盈利端承压

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2024 年 10 月 30 日

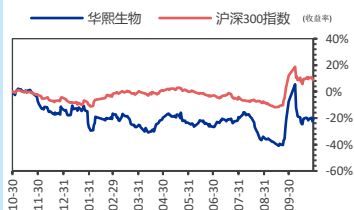
收盘价 (元) 60.70
一年内最高/最低 (元) 84.59/44.72
市净率 4.2
息率 (分红/股价) 0.63
流通 A 股市值 (百万元) 12,029
上证指数/深证成指 3,266.24/10,530.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 14.57
资产负债率% 18.82
总股本/流通 A 股 (百万) 482/198
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼
(8621)23297818x
wangpan@swsresearch.com

投资要点：

- **公司发布 24 年三季报，业绩表现不及预期：**1) 24Q1-3 营收 38.75 亿元，同降 8.21%；归母净利润 3.62 亿元，同降 29.62%；扣非归母净利润 3.27 亿元，同降 24.58%；2) 24Q3 营收 10.64 亿元，同降 7.14%，归母净利润 0.20 亿元，同降 77.44%；扣非归母净利润 0.11 亿元，同降 85.37%。
- **盈利端毛利率稳健，净利率下滑：**1) 24Q1-3 毛利率 73.93% (yoy+0.86pct)，归母净利率 9.34% (yoy-2.85pct)；销售费用率 42.09% (yoy-3.93pct)；管理费用率 10.92% (yoy+3.35pct)；研发费用率 8.08% (yoy+1.52pct)。2) 24Q3 毛利率 72.38% (yoy+1.25pct)；净利率 1.74% (yoy-5.72pct)。
- **坚持生物基础研究，持续加码技术与产品创新。**9 月公司发布了两大再生医学“细胞精准调控”创新成果——润百颜 BloomCell 细胞营养液、夸迪新一代 CT50 细胞能量液，这两款前沿成果已成功运用于“润百颜胶原紧塑霜”与“夸迪 CT50 抗垮面霜”中，标志着公司在科技护肤领域的又一重大突破。10 月公司旗下医美品牌润致推出两个医美针剂新品：1) 润致·格格：注射用透明质酸钠复合溶液，填补品牌在颈部抗衰的空白；2) 润致·斐然：注射用交联透明质酸钠凝胶，应用于唇部填充，扩充品牌面部抗衰产品。10 月公司在 2024 医学美容创新与转化大会表示，公司主要的基础研发开始向糖生物学和细胞生物学两大方向聚集，应用于衰老干预和再生医学的丰富场景，为公司最终的产品转化提供先进制造能力支持。
- **化妆品板块变革深化，医美势能不减。**公司为透明质酸龙头，聚焦透明质酸+细胞生物学研究，持续进行产品应用探索。护肤板块 4 大品牌深化调整，润百颜、夸迪注入公司前沿科技，走向功效护肤的多组学细胞环境调控时代。原料板块关注新业务领域和海外市场的拓展，持续进行新生态探索，加快胶原蛋白等新产品的商业化进展。医美新品获批落地，积蓄成长势能。公司管理变革提效，伴随产品矩阵的完善与业务运营的精细化，有望业绩边际改善。
- **公司是生物活性物平台型企业，以合成生物学研发优势为根，催生透明质酸原料+医疗终端+功能性护肤品终端+功能性食品终端 4 条枝干。**根据公司组织战略调整，及三季报情况，功效护肤品我们预计将下滑 20%，销售费用率预计 50%，我们下调盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润为 5.12/6.32/7.46 亿元（原预测 24-26 年归母净利润为 7.07/9.61/11.67 亿元），对应 PE 分别为 57/46/39 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，居民收入预期下行，医美板块合规监管趋严，费用管控不及预期，管理变革进展不及预期，在研项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

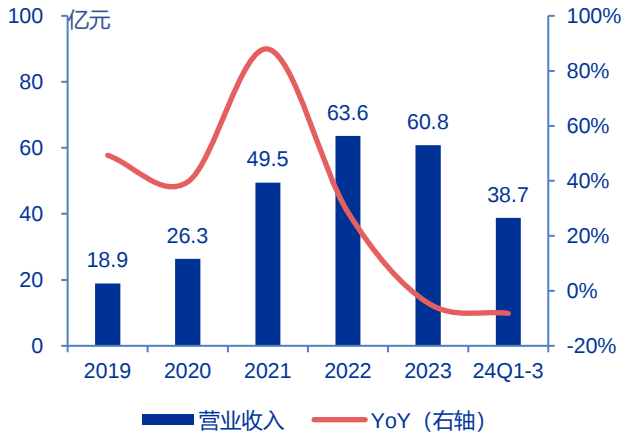
	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,076	3,875	5,992	6,711	7,945
同比增长率 (%)	-4.5	-8.2	-1.4	12.0	18.4
归母净利润 (百万元)	593	362	512	632	746
同比增长率 (%)	-39.0	-29.6	-13.6	23.5	18.0
每股收益 (元/股)	1.23	0.75	1.06	1.31	1.55
毛利率 (%)	73.3	73.9	73.9	75.2	75.8
ROE (%)	8.5	5.2	7.0	8.1	8.9
市盈率	49		57	46	39

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



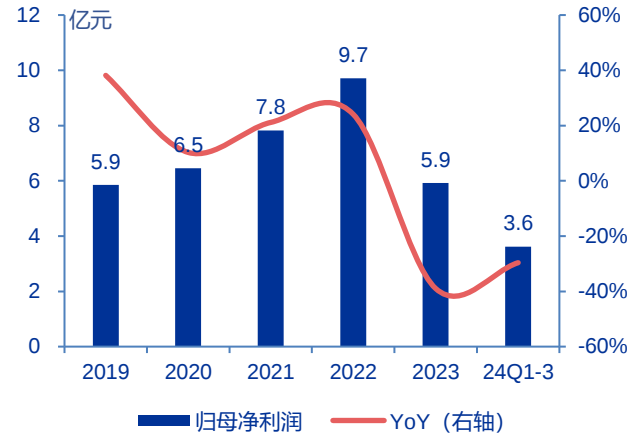
申万宏源研究微信服务号

图 1：24Q1-3 营收 38.7 亿元，同比下降 8.2%



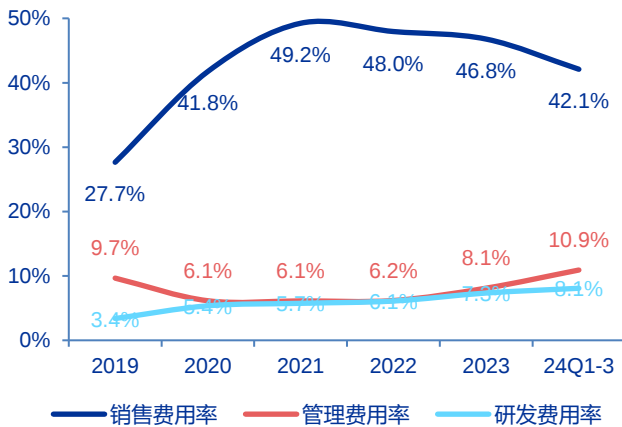
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：24Q1-3 归母净利润 3.6 亿元，同比下降 29.6%



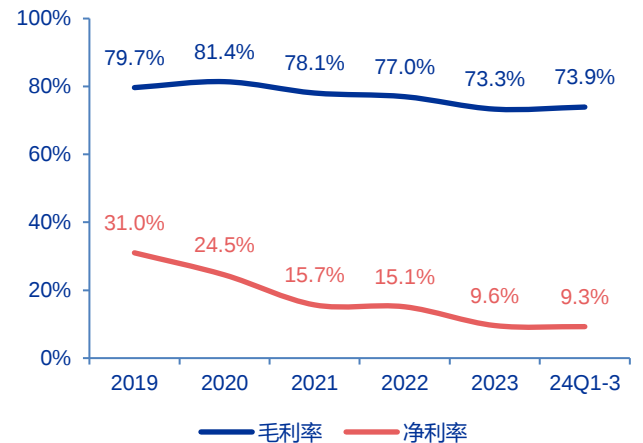
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：24Q1-3 销售费用率 42.1%，管理费用率 10.9%，研发费用率 8.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：24Q1-3 毛利率 73.9%，净利率 9.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,359	6,076	5,992	6,711	7,945
其中: 营业收入	6,359	6,076	5,992	6,711	7,945
减: 营业成本	1,463	1,621	1,566	1,665	1,920
减: 税金及附加	77	67	66	74	88
主营业务利润	4,819	4,388	4,360	4,972	5,937
减: 销售费用	3,049	2,842	2,996	3,356	3,972
减: 管理费用	393	492	473	500	596
减: 研发费用	388	446	419	470	556
减: 财务费用	-49	-31	13	40	68
经营性利润	1,038	639	459	606	745
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-19	-5	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-15	-54	-25	5	5
加: 投资收益及其他	134	132	134	131	131
营业利润	1,136	708	617	763	900
加: 营业外净收入	0	-7	-1	-1	-1
利润总额	1,136	702	616	762	899
减: 所得税	175	119	104	130	153
净利润	961	583	512	632	746
少数股东损益	-10	-10	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	971	593	512	632	746
全面摊薄总股本	481	482	482	482	482
每股收益 (元)	2.02	1.23	1.06	1.31	1.55

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。