

公司研究

医美业务增速突出，期待第三次战略升级的成果转化

——华熙生物（688363.SH）2024 年三季报点评

买入（维持）

当前价：60.70 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

联系人：吴子倩

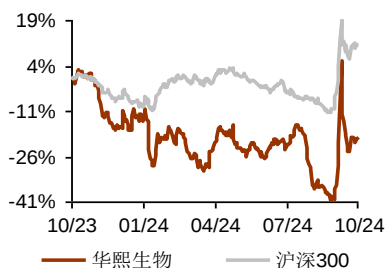
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.82
总市值(亿元):	292.38
一年最低/最高(元):	44.72/84.59
近 3 月换手率:	36.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.70	-14.50	-29.01
绝对	-13.90	-1.50	-20.14

资料来源：Wind

相关研报

医美业务高速增长，护肤品业务处于改革深水期——华熙生物（688363.SH）2024 年半年报点评（2024-08-25）

护肤品业务调整开始显露成果，医美业务强势回归高增长——华熙生物（688363.SH）2023 年报及 2024 一季报点评（2024-05-01）

要点

事件：

公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营收为 38.7 亿元，同比-8.2%，实现归母净利润 3.6 亿元，同比-29.6%；3Q2024 实现营收 10.6 亿元，同比-7.1%，实现归母净利润 2026 万元，同比-77.4%。

点评：

护肤品业务重新树旗，原料业务保持稳健，医美业务亮点颇多：我们认为三季度，公司的原料业务依然保持较为稳定的增长，尤其医药级原料；医美业务受大环境的影响，增速有所放缓；功能型护肤业务仍处于变革期，营收同比下滑。

护肤品业务方面，公司从战略层面，重新树旗，明确以“合成生物为驱动，深耕功能糖、布局再生医疗赛道”的新定位。今年“双十一”，公司推出“润百颜胶原紧塑霜”和“夸迪 CT50 抗垮面霜”两大单品，其中润百颜胶原紧塑霜采用独家 BloomCell 细胞超塑新生科技，通过对细胞的精准调控，调节提升细胞基因表达力，激活细胞活力，实现细胞级抗老；夸迪 CT50 抗垮面霜从细胞级新生出发，专供松、垮、垂等面部问题，肤感对标高端千元面霜的体验。两大新品代表了公司依托再生医学，通过细胞精准调控技术，解决皮肤健康问题的发展理念。

我们认为这种重新激发细胞活力的新理念，对于过往“缺什么，补什么”的护肤理念是一种底层逻辑的根本性颠覆。一旦这种新的护肤理念通过营销活动，成功占领消费者的心智，将令公司的功能型护肤业务焕发新的活力。

医疗终端业务方面，受益于润致娃娃针等产品的快速放量，医美业务收入增速突出。今年 10 月，公司“润致·格格”和“润致·斐然”正式发布，进一步丰富了“润致”系列，“润致·格格”采用了 MoPATM 自交联技术，搭载专利氨基酸簇，是一款低刺痛低红肿、有效足量复合营养添加的颈部治养一体化专研产品，“润致·斐然”则采用了智慧型透明质酸技术，在唇部填充塑形方面临床效果优异，两款新品的亮相，标志公司在颈部抗衰与唇部塑形领域迈出了坚实步伐。此外，公司围绕重组胶原蛋白原料开发的喷剂、冻干粉等多款二类医疗器械终端产品，预计将在未来 1-2 年内逐步取证上市，在研管线丰富，增长动能十足。

高毛利医美业务收入占比增加驱动毛利率提升，费用管控加强下销售费用率有所下降：2024 年前三季度，公司毛利率为 73.9%，同比+0.9pcts；2024Q3，公司毛利率为 72.4%，同比+1.2pcts。公司毛利率同比提升，主要原因系产品结构优化、高毛利医美业务收入占比增加所致。我们认为随着无菌级 HA 产品的投产，以及医美业务营收的占比提升，公司后续盈利能力仍有继续上行的潜力和空间。

2024 年前三季度公司期间费用率为 60.9%，同比+1.3pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为：42.1%/10.9%/8.1%/-0.2%，分别同比-3.9/+3.3/+1.5/+0.4pcts。

2024Q3 期间费用率为 69.8%，同比+6.6pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为：42.5%/16.6%/10.6%/0.1%，分别同比-3.1/+6.6/+2.7/+0.3pcts。

全产业链平台型企业，维持“买入”评级：考虑到公司功能性护肤品业务尚处于管理变革期，医美业务受国内宏观经济影响增速有所下滑，我们下调 2024-2026 年的营收预测至 56.3/65.6/76.8 亿元（下调幅度分别为 9%/8%/11%），下调 2024-2026 年归母净利润至 4.8/6.0/7.3 亿元（下调幅度为 34%/31%/32%），当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 61/48/40 倍。公司已打通了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品、功能性食品的全产业链业务体系，此次第三次战略升级，以合成生物创新为驱动，聚焦功能糖、布局再生医学赛道，有望加速功能性护肤品业务优化升级、强化公司在研发和产品端的竞争优势，看好公司未来发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：公司业务变革不及预期风险，行业竞争加剧，行业政策变化风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,359	6,076	5,629	6,564	7,684
营业收入增长率	28.53%	-4.45%	-7.35%	16.60%	17.07%
净利润（百万元）	971	593	478	604	726
净利润增长率	24.11%	-38.97%	-19.34%	26.42%	20.13%
EPS（元）	2.02	1.23	0.99	1.25	1.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.64%	8.53%	6.63%	7.87%	8.83%
P/E	30	49	61	48	40
P/B	4.4	4.2	4.1	3.8	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,359	6,076	5,629	6,564	7,684
营业成本	1,463	1,621	1,454	1,638	1,847
折旧和摊销	163	205	242	303	370
税金及附加	77	67	73	85	100
销售费用	3,049	2,842	2,443	2,987	3,535
管理费用	393	492	619	696	807
研发费用	388	446	484	499	584
财务费用	-49	-31	-13	-9	-6
投资收益	12	1	-5	5	5
营业利润	1,136	708	565	716	862
利润总额	1,136	702	564	715	861
所得税	175	119	93	118	142
净利润	961	583	471	597	719
少数股东损益	-10	-10	-7	-7	-7
归属母公司净利润	971	593	478	604	726
EPS(元)	2.02	1.23	0.99	1.25	1.51

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	635	700	1,455	833	1,063
净利润	971	593	478	604	726
折旧摊销	163	205	242	303	370
净营运资金增加	667	232	-505	181	171
其他	-1,166	-331	1,239	-255	-204
投资活动产生现金流	-836	-613	-1,096	-1,495	-1,595
净资本支出	-695	-1,030	-1,100	-1,500	-1,600
长期投资变化	68	194	0	0	0
其他资产变化	-209	223	4	5	5
融资活动现金流	-170	-528	-270	390	700
股本变化	1	1	0	0	0
债务净变化	107	-182	-53	484	829
无息负债变化	90	-330	26	198	233
净现金流	-342	-430	88	-273	168

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	77.0%	73.3%	74.2%	75.0%	76.0%
EBITDA 率	20.5%	16.9%	15.6%	15.9%	16.4%
EBIT 率	17.7%	13.0%	11.3%	11.3%	11.6%
税前净利润率	17.9%	11.5%	10.0%	10.9%	11.2%
归母净利润率	15.3%	9.8%	8.5%	9.2%	9.4%
ROA	11.1%	6.9%	5.4%	6.1%	6.3%
ROE (摊薄)	14.6%	8.5%	6.6%	7.9%	8.8%
经营性 ROIC	16.7%	10.2%	8.2%	7.9%	8.1%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	23%	18%	17%	22%	28%
流动比率	2.45	2.56	2.32	1.50	1.10
速动比率	1.74	1.63	1.54	0.93	0.71
归母权益/有息债务	19.66	44.67	70.47	13.08	5.81
有形资产/有息债务	22.35	46.88	70.86	13.13	6.03

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	8,682	8,470	8,703	9,841	11,443
货币资金	1,606	1,169	1,257	985	1,153
交易性金融资产	531	140	200	202	204
应收账款	448	447	297	321	380
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	52	39	28	33	38
存货	1,162	1,135	983	1,090	1,141
其他流动资产	53	43	21	67	123
流动资产合计	4,023	3,123	2,932	2,862	3,224
其他权益工具	30	45	45	45	45
长期股权投资	68	194	194	194	194
固定资产	1,899	2,403	2,853	3,435	3,932
在建工程	830	1,109	888	756	657
无形资产	475	497	1,081	1,752	2,509
商誉	247	251	251	251	251
其他非流动资产	559	264	192	192	192
非流动资产合计	4,659	5,347	5,771	6,978	8,219
总负债	1,999	1,487	1,460	2,142	3,204
短期借款	139	0	0	584	1,413
应付账款	817	694	654	737	831
应付票据	32	7	58	66	74
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	6	1	20	42
流动负债合计	1,644	1,221	1,266	1,910	2,928
长期借款	108	2	2	2	2
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	189	206	188	225	270
非流动负债合计	355	266	194	232	276
股东权益	6,683	6,983	7,243	7,699	8,238
股本	481	482	482	482	482
公积金	4,007	4,095	4,095	4,095	4,095
未分配利润	2,155	2,454	2,749	3,212	3,758
归属母公司权益	6,634	6,944	7,210	7,673	8,220
少数股东权益	49	39	32	25	18

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	47.95%	46.78%	43.40%	45.50%	46.00%
管理费用率	6.18%	8.10%	11.00%	10.60%	10.50%
财务费用率	-0.77%	-0.51%	-0.23%	-0.14%	-0.07%
研发费用率	6.10%	7.35%	8.60%	7.60%	7.60%
所得税率	15%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.61	0.38	0.29	0.37	0.45
每股经营现金流	1.32	1.45	3.02	1.73	2.21
每股净资产	13.79	14.42	14.97	15.93	17.07
每股销售收入	13.22	12.61	11.69	13.63	15.95

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	30	49	61	48	40
PB	4.4	4.2	4.1	3.8	3.6
EV/EBITDA	22.0	28.9	32.5	28.3	24.0
股息率	1.0%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP