

华熙生物（688363.SH）

医疗终端业务增长较好，坚持研发和创新的长期战略

优于大市

核心观点

内外部因素共同影响，公司 Q3 业绩承压。公司 2024 年前三季度实现营收 38.75 亿元，同比-8.21%，归母净利润 3.62 亿元，同比-29.62%，扣非净利润同比-24.58%。单三季度看，公司收入 10.64 亿元，同比-7.14%，归母净利润 0.2 亿元，同比-77.44%，扣非净利润同比-85.37%。短期业绩在公司护肤品业务转型调整以及内部管理变革、产品线梳理阶段有所承压，但随着公司医美新品加速推广以及护肤品业务调整后触底，未来业绩有望逐步回暖。

医疗终端业务表现较好，持续推进医美产品矩阵建设。分业务看，公司前三季度原料业务依旧增长稳健。医疗终端业务前三季度增长 45% 左右，其中医美业务增速领先，受益医美产品矩阵完善及医美机构覆盖率提升。功能性护肤品业务收入预计下降，主要受产品线梳理调整等因素影响，短期增长承压。

高毛利医美产品占比提升带动毛利率增长，现金流状况良好。公司第三季度毛利率 72.38%，同比+1.25pct，受益高毛利的医美类产品占比提升。第三季度销售费用率 42.53%，同比-3.06pct，受益公司加强精细化投放管控。第三季度管理费用率 16.59%，同比+6.62pct，受报告期内支撑管理改革的咨询费增加、中后台费用增加影响。第三季度研发费用率 10.58%，同比+2.69pct，持续加大研发人员及技术投入。前三季度实现经营性现金流净额 2.74 亿元，同比+16.67%，现金流状况良好。

风险提示：功能性护肤品调整不及预期；医美业务不及预期；竞争环境恶化。

投资建议：公司当前处于推动管理变革、产品线梳理的重要阶段，未来成效落地后有望实现稳步回暖增长。其中原料业务在海外拓展及应用场景拓宽下预计保持稳健增长；医美业务聚焦优势产品及打造产品矩阵和机构覆盖深度，推动长期成长；功能性护肤品业务在品牌梳理及调整进一步推进下，通过积极优化渠道结构及开拓新品类、新产品，中长期仍有成长空间。考虑公司短期仍处于品牌梳理及组织调整期，预计带来收入承压及相关管理费用有所提升，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 5.34/6.36/7.75 亿元（前值分别为 7.51/9.15/10.96 亿元），对应 PE 分别为 54/45.3/37.2 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,359.19	6,075.92	5,850.60	6,612.31	7,644.12
(+/-%)	28.53%	-4.45%	-3.71%	13.02%	15.60%
净利润(百万元)	970.92	592.56	534.21	636.32	775.36
(+/-%)	24.11%	-38.97%	-9.85%	19.11%	21.85%
每股收益(元)	2.02	1.23	1.11	1.32	1.61
EBIT Margin	21.65%	17.33%	10.78%	11.61%	11.97%
净资产收益率(ROE)	14.64%	8.53%	7.28%	8.15%	9.25%
市盈率(PE)	29.67	48.68	53.99	45.33	37.20
EV/EBITDA	20.01	24.10	33.57	27.09	23.16
市净率(PB)	4.34	4.15	3.93	3.69	3.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·医疗美容

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

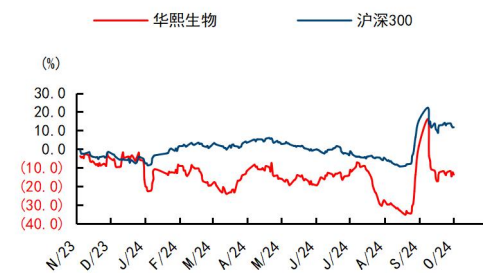
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	59.88 元
总市值/流通市值	28843/28843 百万元
52 周最高价/最低价	84.59/44.72 元
近 3 个月日均成交额	186.06 百万元

市场走势



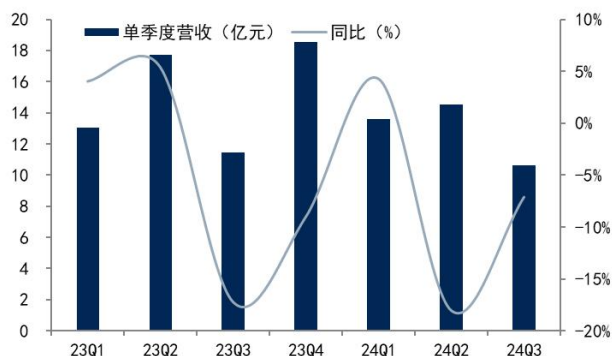
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华熙生物（688363.SH）-护肤品业务调整致营收下滑 8.6%，医疗终端业务表现优异》——2024-08-25
- 《华熙生物（688363.SH）-一季度盈利能力拐点初显，医疗终端业务增长领先》——2024-04-30
- 《华熙生物（688363.SH）-护肤品业务阶段性调整承压，医疗终端业务增长较好》——2023-08-31
- 《华熙生物（688363.SH）-一季度业绩表现平稳，关注医美复苏及功能护肤品提效降费》——2023-05-02
- 《华熙生物（688363.SH）-功效护肤业务驱动业绩增长，盈利能力稳步改善》——2023-03-31

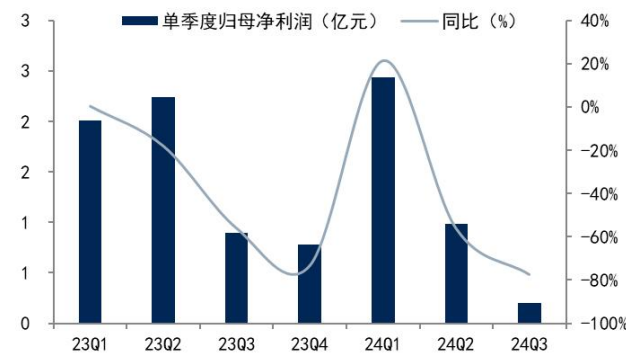
公司 2024 年前三季度实现营收 38.75 亿元，同比-8.21%，归母净利润 3.62 亿元，同比-29.62%，扣非净利润 3.26 亿元，同比-24.58%。单三季度看，公司收入 10.64 亿元，同比-7.14%，归母净利润 0.2 亿元，同比-77.44%，扣非净利润 0.11 亿元，同比-85.37%。短期业绩在公司护肤品业务转型调整以及内部管理变革、产品线梳理阶段有所承压，但随着公司医美新品加速推广以及护肤品业务调整后触底，未来业绩有望逐步回暖。

图1：华熙生物单季度营收及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华熙生物单季度归母净利润及增速（亿元、%）

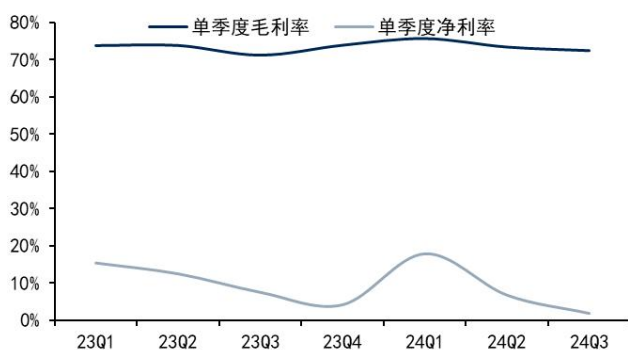


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务看，公司前三季度原料业务依旧增长稳健。医疗终端业务前三季度增长 45% 左右，其中医美业务增速领先，受益医美产品矩阵完善及医美机构覆盖率提升。功能性护肤品业务收入同比下降，受产品线梳理调整等因素影响，短期增长承压。

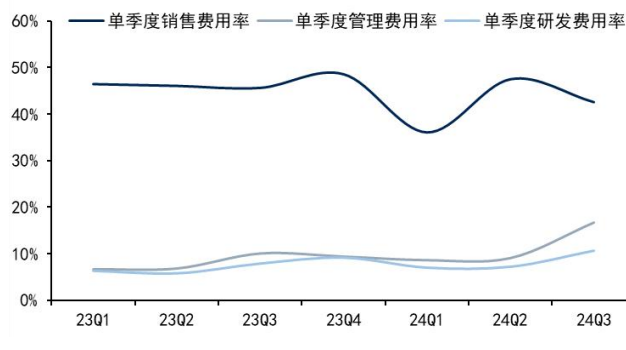
主要财务数据看，公司第三季度毛利率 72.38%，同比+1.25pct，受益高毛利的医美类产品占比提升。第三季度销售费用率 42.53%，同比-3.06pct，受益公司加强精细化投放管控。第三季度管理费用率 16.59%，同比+6.62pct，受报告期内支撑管理改革的咨询费增加、中后台费用增加影响。第三季度研发费用率 10.58%，同比+2.69pct，持续加大研发人员及技术投入。前三季度实现经营性现金流净额 2.74 亿元，同比+16.67%，现金流状况良好。

图3：华熙生物单季度毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华熙生物单季度费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

医美新品推广有望为公司中长期成长带来助力：10月13日，公司医美品牌润致推出两个医美针剂新品，分别为“润致·格格”与“润致·斐然”。

1) 润致·格格：专注纠正颈部皱纹的注射类产品，主要成分为非交联透明质酸甘

氨酸、脯氨酸、赖氨酸、亮氨酸；产品通过 MoPA 自交联技术，以“高粘度透明质酸魔方结构”为载体，包裹科学配比的功能性氨基酸簇，高效缓释利用，避免短时间内被人体迅速吸收代谢，提高成分利用率，有效改善颈部凹、松、暗、干等问题，具有低刺痛、低红肿，术后恢复快等优势。产品的发布将润致品牌产品理念从专注面部年轻化拓展进入面颈同龄时代。

2) 润致·斐然：专注唇部填充的玻尿酸针剂产品，主要成分为交联透明质 15mg/mL、盐酸利多卡因 3mg/mL、磷酸盐缓冲剂。主要功效为丰盈唇体，唇廓塑型，具有注射后柔软不肿胀，吸水性较低，注射后效果自然，兼顾层次感和立体感等优势；同时，产品含有麻药成分，可以降低注射的痛感。

润致品牌此前以分层抗衰的理念已推出多款针对不同皮肤层次需求的面部填充产品，包括针对皮肤年轻化、长效解决方案的明星产品润致·娃娃针，而润致·格格与润致·斐然的推出将产品矩阵扩展至颈部抗衰以及唇部领域，进一步完善润致品牌的产品矩阵，并形成综合抗衰解决方案，未来在渠道推广中形成新老产品的连带效果，进一步放大品牌整体增长势能。

图5：润致两大新品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司当前处于推动管理变革、产品线梳理的重要阶段，未来成效落地后有望实现稳步向上增长。其中原料业务在海外拓展及应用场景拓宽下预计保持稳健增长；医美业务聚焦优势产品及打造产品矩阵和机构覆盖深度，推动长期成长；功能性护肤品业务在品牌梳理及调整进一步推进下，通过积极优化渠道结构及开拓新品类、新产品，中长期仍有成长空间。考虑公司短期仍处于品牌梳理及组织调整期，预计带来收入承压及相关管理费用有所提升，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 5.34/6.36/7.75 亿元（前值分别为 7.51/9.15/10.96 亿元），对应 PE 分别为 54/45.3/37.2 倍，维持“优于大市”评级。

表1：华熙生物盈利预测主要调整项目

调整项	2024E		2025E		2026E		调整原因
	原值	现值	原值	现值	原值	现值	
营业收入增速	11.71%	-3.71%	16.02%	13.02%	16.6%	15.60%	收入占比最高的功能性护肤品业务短期仍处于品牌梳理及组织调整期，收入面临下滑压力
管理及研发费用率	13.10%	18.10%	12.28%	17.57%	12.05%	16.49%	人员调整带来一次性薪酬支出增加，业务咨询投入增长；战略性加大研发投入；以及收入下降下部分费用刚性影响

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-10-31)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300896.SZ	爱美客	212.76	643.47	8.59	7.03	8.26	9.50	34.27	30.27	25.77	22.40	29.28	2.13	优于 大市
688363.SH	华熙生物	59.88	288.43	1.23	1.11	1.32	1.61	54.41	53.99	45.33	37.20	8.53	-	优于 大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1606	1169	1200	1200	1200	营业收入	6359	6076	5851	6612	7644
应收款项	500	487	481	543	628	营业成本	1463	1621	1526	1711	2051
存货净额	1162	1135	974	1037	1254	营业税金及附加	77	67	117	132	153
其他流动资产	224	193	1470	1193	1199	销售费用	3049	2842	2498	2820	3245
流动资产合计	4023	3123	4648	4497	4804	管理费用	393	492	1079	1182	1280
固定资产	2730	3511	4039	4501	4908	财务费用	(49)	(31)	5	22	7
无形资产及其他	475	497	478	459	440	投资收益	12	1	0	0	0
投资性房地产	1386	1144	1144	1144	1144	资产减值及公允价值变动	15	56	0	0	0
长期股权投资	68	194	194	194	194	其他收入	(316)	(433)	0	0	0
资产总计	8682	8470	10503	10796	11490	营业利润	1136	708	626	745	908
短期借款及交易性金融负债	229	153	1381	940	694	营业外净收支	(0)	(7)	0	0	0
应付款项	848	701	602	744	952	利润总额	1136	702	626	745	908
其他流动负债	566	367	833	924	1065	所得税费用	175	119	100	119	145
流动负债合计	1644	1221	2816	2608	2711	少数股东损益	(10)	(10)	(9)	(10)	(13)
长期借款及应付债券	108	2	2	2	2	归属于母公司净利润	971	593	534	636	775
其他长期负债	247	263	313	353	383						
长期负债合计	355	266	316	356	386	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1999	1487	3131	2964	3096	净利润	971	593	534	636	775
少数股东权益	49	39	33	25	16	资产减值准备	(14)	39	31	10	9
股东权益	6634	6944	7339	7807	8378	折旧摊销	163	205	322	407	464
负债和股东权益总计	8682	8470	10503	10796	11490	公允价值变动损失	(15)	(56)	0	0	0
						财务费用	(49)	(31)	5	22	7
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(958)	22	(662)	434	82
每股收益	2.02	1.23	1.11	1.32	1.61	其它	7	(44)	(37)	(18)	(19)
每股红利	0.50	0.63	0.29	0.35	0.42	经营活动现金流	153	759	187	1470	1312
每股净资产	13.79	14.42	15.24	16.21	17.39	资本开支	0	(1061)	(861)	(861)	(861)
ROIC	21%	13%	7%	8%	10%	其它投资现金流	316	391	(383)	0	0
ROE	15%	9%	7%	8%	9%	投资活动现金流	267	(796)	(1244)	(861)	(861)
毛利率	77%	73%	74%	74%	73%	权益性融资	89	58	0	0	0
EBIT Margin	22%	17%	11%	12%	12%	负债净变化	(36)	(106)	0	0	0
EBITDA Margin	24%	21%	16%	18%	18%	支付股利、利息	(243)	(305)	(140)	(168)	(204)
收入增长	29%	-4%	-4%	13%	16%	其它融资现金流	(152)	364	1228	(441)	(246)
净利润增长率	24%	-39%	-10%	19%	22%	融资活动现金流	(621)	(400)	1088	(609)	(451)
资产负债率	24%	18%	30%	28%	27%	现金净变动	(201)	(437)	31	0	0
息率	0.8%	1.1%	0.5%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	1807	1606	1169	1200	1200
P/E	29.7	48.7	54.0	45.3	37.2	货币资金的期末余额	1606	1169	1200	1200	1200
P/B	4.3	4.2	3.9	3.7	3.4	企业自由现金流	370	41	(672)	625	453
EV/EBITDA	20.0	24.1	33.6	27.1	23.2	权益自由现金流	181	300	552	165	201

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032