

## 推行变革调整，业绩短期承压，建议关注调整后提质增效

2024 年 11 月 01 日

➤ **事件：华熙生物发布 2024 年三季度报。** 24Q1-3，公司实现营收 38.75 亿元，同比-8.21%；归母净利润 3.62 亿元，同比-29.62%；扣非归母净利润 3.27 亿元，同比-24.58%。单 Q3 看，公司实现营收 10.64 亿元，同比-7.14%；归母净利润 0.20 亿元，同比-77.44%；扣非归母净利 0.11 亿元，同比-85.37%。

➤ **销售费用率优化，组织管理变革期管理费用率提升。** 1) 毛利率方面，24Q1-3/Q3，公司毛利率为 73.93%/72.38%，同比+0.86/+1.25pct；2) 费用率方面，24Q1-3/Q3，公司销售费用率为 42.09%/42.53%，同比-3.92/-3.06pct；管理费用率为 10.92%/16.59%，同比+3.34/+6.62pct；研发费用率为 8.08%/10.58%，同比+1.52/+2.69pct；3) 净利率方面，24Q1-3/Q3，公司归母净利率为 9.34%/1.90%，同比-2.84/-5.93pct；扣非归母净利率 8.43%/0.99%，同比-1.83/-5.32pct。

➤ **推行变革调整，业绩短期承压，建议关注调整后提质增效。** 1) **护肤品业务：**基于最新科研成果进行产品升级和推新，提升产品竞争力；9 月润百颜推出新品胶原紧塑霜，新品首次采用独家 BloomCell 细胞超塑新生科技，从根源激活细胞活力，提升全皮层胶原自生力；10 月夸迪上新 CT50 抗垮面霜，采用新一代 CT50 细胞能量液，能够自主定位成纤维细胞实现精准抗垮；2) **医疗终端业务：**持续丰富医美业务产品管线，10 月上新纹绣针润致·格格和唇部注射的润致·斐然，其中润致·斐然是专用于唇部注射的玻尿酸，与润致 Natrual、2 号、3 号和 5 号协同形成较为完善的面部抗衰解决方案；格格针主要适用于纠正颈部中重度皱纹，补充品牌在颈部抗衰领域的空白，开启“面颈同龄”新时代。3) **原料业务：**医药级原料无菌级 HA 生产线已完成试产，新增用于修护和润滑产品的医疗器械级透明质酸钠，有望进一步巩固公司在 HA 高端市场的领先地位。

➤ **研发聚焦糖生物学和细胞生物学，持续引领科技转化生态。** 华熙生物成立以来坚持合成生物创新驱动的生物科技公司和生物材料全产业链平台公司的整体定位，截至目前已构建起透明质酸生物合成和产业化体系，并不断提高透明质酸发酵水平、质量和生产规模，推动透明质酸在公司各业务的广泛应用。近年来，公司主要的基础研发开始向以透明质酸为基础的糖生物学和细胞生物学两大方向聚集，而衰老干预和再生医学为这两大方向提供了应用研究的丰富场景，这些基础研究和应用研究成为华熙生物技术创新和产品创新的源泉，最终合成生物为最终的产品转化提供先进制造能力支持，持续助力华熙成为业内头部的科技转化生态企业。

➤ **投资建议：**公司为透明质酸龙头，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 2024-2026 年归母净利润分别为 5.11/7.45/9.97 亿元，同比增速分别为-13.7%/+45.7%/+33.8%，当前股价对应 PE 分别为 57x、39x、29x，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	5,711	6,324	7,289
增长率 (%)	-4.5	-6.0	10.7	15.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	593	511	745	997
增长率 (%)	-39.0	-13.7	45.7	33.8
每股收益 (元)	1.23	1.06	1.55	2.07
PE	49	57	39	29
PB	4.2	4.0	3.7	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 11 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

60.00 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

- 华熙生物 (688363.SH) 事件点评：“润致·格格”与“润致·斐然”新品发布，华熙生物开启面颈同龄、妆械同行新时代-2024/10/14
- 华熙生物 (688363.SH) 事件点评：夸迪推出“械字号”护肤品，湘潭生产基地投产，发力医美构筑新增长曲线-2024/09/23
- 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
- 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
- 华熙生物 (688363.SH) 2023 年三季度报点评：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

## 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	5,711	6,324	7,289
营业成本	1,621	1,482	1,546	1,693
营业税金及附加	67	63	70	80
销售费用	2,842	2,644	2,897	3,317
管理费用	492	543	538	583
研发费用	446	445	455	510
EBIT	698	639	935	1,241
财务费用	-31	-12	-10	-10
资产减值损失	-54	-38	-38	-44
投资收益	1	8	7	8
营业利润	708	619	912	1,212
营业外收支	-7	-21	-34	-34
利润总额	702	598	878	1,178
所得税	119	90	132	177
净利润	583	508	747	1,001
归属于母公司净利润	593	511	745	997
EBITDA	991	956	1,303	1,654

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,169	902	884	1,417
应收账款及票据	447	411	452	524
预付款项	150	147	154	166
存货	1,135	1,036	1,087	1,177
其他流动资产	222	133	138	145
流动资产合计	3,123	2,629	2,716	3,429
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	5,967	6,465	6,611
资产合计	8,470	8,596	9,180	10,040
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	701	638	601	635
其他流动负债	520	383	409	458
流动负债合计	1,221	1,021	1,011	1,093
长期借款	2	93	93	93
其他长期负债	263	288	293	298
非流动负债合计	266	381	386	391
负债合计	1,487	1,402	1,397	1,484
股本	482	482	482	482
少数股东权益	39	36	38	42
股东权益合计	6,983	7,194	7,783	8,556
负债和股东权益合计	8,470	8,596	9,180	10,040

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-4.45	-6.01	10.74	15.26
EBIT 增长率	-35.11	-8.55	46.43	32.69
净利润增长率	-38.97	-13.69	45.66	33.79
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	73.32	74.05	75.55	76.78
净利润率	9.75	8.96	11.78	13.67
总资产收益率 ROA	7.00	5.95	8.11	9.93
净资产收益率 ROE	8.53	7.15	9.62	11.71
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.56	2.58	2.69	3.14
速动比率	1.47	1.35	1.40	1.85
现金比率	0.96	0.88	0.88	1.30
资产负债率 (%)	17.55	16.31	15.22	14.78
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	26.54	27.06	24.57	24.10
存货周转天数	254.95	263.64	247.12	240.73
总资产周转率	0.71	0.67	0.71	0.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.23	1.06	1.55	2.07
每股净资产	14.42	14.86	16.08	17.68
每股经营现金流	1.45	1.85	2.15	2.81
每股股利	0.38	0.33	0.47	0.63
<b>估值分析</b>				
PE	49	57	39	29
PB	4.2	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	28.96	30.00	22.02	17.35
股息收益率 (%)	0.63	0.54	0.79	1.06

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	583	508	747	1,001
折旧和摊销	292	318	368	413
营运资金变动	-211	-9	-163	-154
经营活动现金流	700	892	1,037	1,352
资本开支	-1,030	-1,028	-833	-525
投资	-176	106	0	0
投资活动现金流	-613	-785	-826	-517
股权募资	58	0	0	0
债务募资	-106	-28	0	0
筹资活动现金流	-528	-374	-228	-302
现金净流量	-430	-267	-17	532

## 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