

## 公司研究

## 原料业务稳健发展，功能型护肤重塑理念，医美业务高速奔跑

——华熙生物（688363.SH）2024年业绩预告点评

## 买入（维持）

当前价：49.24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

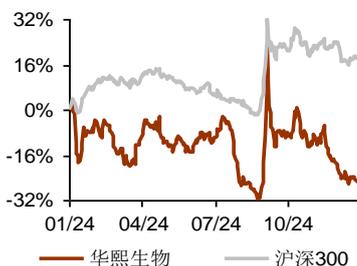
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.82
总市值(亿元)	237.18
一年最低/最高(元)	44.72/84.59
近3月换手率	50.78%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.03	-15.08	-43.36
绝对	-9.82	-17.52	-26.40

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2024-10-31）

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）

## 要点

## 事件：

公司发布2024年业绩预告，预计2024全年实现归母净利润1.46~1.75亿元，同比减少70.47%~75.36%；实现归母扣非净利润0.80~1.09亿元，同比减少77.78%~83.69%。4Q2024预计实现归母净利润-1.87~-2.16亿元，同比由盈转亏。

## 点评：

**功能型护肤承压，战略性投入增多，计提减值，影响当年经营表现：**公司2024全年利润端承压主要原因系：1、功能性护肤品业务受市场竞争加剧、产业周期波动和战略调整等因素影响，目前尚处于调整阶段；2、因管理变革的组织架构升级、薪酬体系变革产生的咨询公司费用和股权激励费用等超过7000万元；3、公司推进供应链改造，落地包括海口、天津、东营、湘潭等产能布局，相关费用增加超过1亿元；4、计提大额资产减值准备约2.1亿元。

**原料业务保持稳健，医美业务高速增长，功能性护肤品业务有望触底：**原料业务方面，受益于在国际化战略中推进的本土化运营，公司在欧洲、日本、美洲等地销量实现持续增长，在全球生物活性物市场的领先地位进一步巩固，预估2024年全年原料业务实现高单位数增长。公司依托六大研发平台，原料版图不断扩容，2024年12月旗下化妆品新原料N-透明质酰谷氨酸钠备案成功，目前已有5款有效化妆品原料完成备案。与此同时，2025年公司自研的PDRN原料将进入市场，我们认为PDRN原料有望成为继玻尿酸之后，下一款爆品的原料。

医美业务，华熙生物旗下的医美板块自2021年起，重新启航。品牌方面，确立润致为自主品牌；产品方面，通过润致系列的重新梳理，确立了润致natural到润致5号、分子量由小到大、注射层面由浅到深的产品矩阵。尤其是明星级大单品——润致娃娃针，凭借原料和交联技术上研发实力，成为国内400-800元价格带唯一一款交联玻尿酸，极强的性价比驱动华熙生物医美业务收入实现连续数年的高增长，即便在2024年，行业竞争加剧的背景下，娃娃针收入依然保持快速增长。2024年10月，为了进一步增强医美业务的竞争力，公司推出两款医美剂剂新品“润致·格格”和“润致·斐然”，主打颈部和唇部适应症，目前“格格针”在机构端作为利润型产品，发展势头强劲；“斐然”定位高端，采取“慢火细炖”的策略，销售节奏徐徐展开。我们认为两款新品的上市，将有效拉动公司2025年医美业务收入的增速，而随着医美业务在公司营收和利润占比的提升，2025年医美业务线收入的增长，将对公司整体业绩的拉动，起到更加显著的作用。

除自有研发外，公司外延投资项目亦取得显著进展。2025年1月瑞吉明生物已率先完成全球首款人工合成PDRN原料的中试，与此同时，瑞吉明的医美级PDRN产品已完成医疗器械主文档备案，亦有望在国内第一批取得三类械证书。瑞吉明生物A轮融资由华熙生物持股的汇熙产投生科创业投资（湖州）合伙企业领投，目前国内PDRN尚无三类械合规产品，一旦瑞吉明的产品获批，将有望为华熙生物带来可观的投资收益。

功能性护肤品业务方面，持续推进战略升级，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，从流程到组织运营、人才培养、产品体系建设等方面不断夯实业务基础，2024年旗下子品牌润百颜和夸迪分别推出“润百颜胶原紧塑霜”和“夸迪 CT50 抗垮面霜”两大单品，提出从细胞层级出发、解决皮肤问题的理念，公司通过更为高阶的再生理念，重塑功能型护肤的产品，我们预计公司功能性护肤业务有望于 2025 年下半年开始重拾升势。

**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调整阶段，我们下调 2024-2026 年的营收预测至 53.7/61.5/73.0 亿元（下调幅度分别为 5%/6%/5%），考虑到 2024 年战略性投入产生的费用以及计提减值影响，下调 2024 年归母净利润至 1.6 亿元（下调幅度为 66%），基本维持 2025 年归母净利润预测，考虑到管理变革后的组织效能提升，上调 2026 年归母净利润至 7.7 亿元（上调幅度为 7%），当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 145/40/31 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，虽然管理变革带来了短期利润承压，但长期来看，公司在功能性护肤品业务的优化升级、前瞻性的战略投入，将进一步增强公司的竞争实力，与此同时，盈利能力更强、门槛更高的医美业务收入占比持续提升，有助于公司的内在估值合理化上行，我们坚定看好公司依托于扎实的科技实力，所带来的发展前景，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	5,368	6,146	7,300
营业收入增长率	28.53%	-4.45%	-11.66%	14.49%	18.78%
净利润（百万元）	971	593	163	595	768
净利润增长率	24.11%	-38.97%	-72.49%	265.25%	29.04%
EPS（元）	2.02	1.23	0.34	1.24	1.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.64%	8.53%	2.36%	8.00%	9.56%
P/E	24	40	145	40	31
P/B	3.6	3.4	3.4	3.2	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-01-24

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	5,368	6,146	7,300
营业成本	1,463	1,621	1,394	1,489	1,655
折旧和摊销	163	205	246	300	367
税金及附加	77	67	70	80	95
销售费用	3,049	2,842	2,346	2,729	3,314
管理费用	393	492	623	676	788
研发费用	388	446	548	522	584
财务费用	-49	-31	-12	-7	-5
投资收益	12	1	-5	5	5
营业利润	1,136	708	188	706	913
利润总额	1,136	702	187	705	912
所得税	175	119	31	116	150
净利润	961	583	156	588	761
少数股东损益	-10	-10	-7	-7	-7
归属母公司净利润	971	593	163	595	768
EPS(元)	2.02	1.23	0.34	1.24	1.60

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	635	700	1,386	841	1,098
净利润	971	593	163	595	768
折旧摊销	163	205	246	300	367
净营运资金增加	667	232	-575	139	182
其他	-1,166	-331	1,552	-192	-219
投资活动产生现金流	-836	-613	-1,205	-1,500	-1,600
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	-105	0	0
融资活动现金流	-170	-528	-281	512	675
股本变化	1	1	0	0	0
债务净变化	107	-182	-53	520	801
无息负债变化	90	-330	-28	124	206
净现金流	-342	-430	-100	-147	173

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	77.0%	73.3%	74.0%	75.8%	77.3%
EBITDA 率	20.5%	16.9%	17.2%	16.7%	18.0%
EBIT 率	17.7%	13.0%	12.6%	11.9%	12.9%
税前净利润率	17.9%	11.5%	3.5%	11.5%	12.5%
归母净利润率	15.3%	9.8%	3.0%	9.7%	10.5%
ROA	11.1%	6.9%	1.9%	6.2%	6.9%
ROE (摊薄)	14.6%	8.5%	2.4%	8.0%	9.6%
经营性 ROIC	16.7%	10.2%	8.9%	8.0%	8.7%

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	2.18	1.44	1.07
速动比率	1.74	1.63	1.41	0.90	0.70
归母权益/有息债务	19.66	44.67	67.39	11.96	5.65
有形资产/有息债务	22.35	46.88	67.25	11.86	5.77

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	8,333	9,519	11,111
货币资金	1,606	1,169	1,068	922	1,095
交易性金融资产	531	140	200	202	204
应收账款	448	447	283	301	361
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	52	39	27	31	36
存货	1,162	1,135	942	987	1,015
其他流动资产	53	43	7	46	104
流动资产合计	4,023	3,123	2,668	2,638	2,982
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	150	150	150
非流动资产合计	4,659	5,347	5,665	6,881	8,129
总负债	1,999	1,487	1,405	2,049	3,056
短期借款	139	0	0	620	1,421
应付账款	817	694	627	670	745
应付票据	32	7	56	60	66
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	6	2	18	41
流动负债合计	1,644	1,221	1,221	1,834	2,795
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	177	209	255
非流动负债合计	355	266	184	215	261
股东权益	6,683	6,983	6,928	7,469	8,054
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	2,434	2,982	3,574
归属母公司权益	6,634	6,944	6,896	7,444	8,036
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%	43.70%	44.40%	45.40%
管理费用率	6.18%	8.10%	11.60%	11.00%	10.80%
财务费用率	-0.77%	-0.51%	-0.22%	-0.12%	-0.07%
研发费用率	6.10%	7.35%	10.20%	8.50%	8.00%
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	0.10	0.37	0.47
每股经营现金流	1.32	1.45	2.88	1.75	2.28
每股净资产	13.79	14.42	14.32	15.45	16.68
每股销售收入	13.22	12.61	11.14	12.76	15.16

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	24	40	145	40	31
PB	3.6	3.4	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	17.7	23.3	25.1	23.3	18.9
股息率	1.2%	0.8%	0.2%	0.7%	1.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		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的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