



# 华熙生物 (688363.CH): 2024 年业绩承压, 静待护肤品板块拐点

华熙生物早前发布 2024 年年度业绩预告, 预计全年归母净利润同比减少 70.47%-75.36%。归母净利润的大幅减少主要是由于公司的业务处于转型阶段, 收入占比最大的化妆品业务收入同比下降幅度较大, 且年内变革相关管理费用、减值计提等一次性支出较多所致。我们下调 2024E-2026E 盈利预测, 并下调目标价至人民币 52.2 元; 维持“持有”评级。

- 功能性护肤品板块拐点未至:** 华熙生物在 2024 年将改革放在首位。尽管 2024 年原料以及医疗终端业务仍较为稳健, 但收入占比最大的功能性护肤品业务的改革使公司整体陷入负增长困境。这一改革主要包括组织运营、人才培养以及产品体系构建等方面。目前, 随着功能性护肤品各品牌的主要负责人到位, 公司将围绕糖生物学以及细胞生物学推出新品, 管理层预计进入 2025 年公司功能性护肤品业务有望触底, 但我们认为何时迎来拐点仍需观察新品成功推出的确定性。
- 多项一次性费用拖累业绩表现, 2025 年核心经营利润率有望改善:** 华熙生物管理变革引致公司在 2024 年录得多项一次性费用, 超过人民币 7000 万元: (1) 管理咨询费用: 因组织结构升级、薪酬体系变革 (包括人员优化费用)、股权激励等事项支付给管理咨询公司的费用; (2) 股权激励: 公司 2021 年推出的股权激励计划在 2024 年度进行摊销, 在 2025 年将不会有相应支出。除此之外, 2024 年度公司也录得其他一次性费用, 包括公司对应应收账款、存货以及商誉等资产计提人民币 2.1 亿元, 以及创新业务投入以及生产供应链改造升级等。我们认为, 在公司改革期间的相应费用支出是必须的, 并期待随着收入的提升以及没有上述一次性费用的影响下, 公司 2025 年核心经营利润率有所改善。
- 下调盈利预测和目标价, 维持“持有”评级:** 由于公司改革成效尚未具体展现, 叠加多项一次性费用拖累业绩表现, 我们按照公司业绩预告下调公司 2024E 盈利预测; 考虑到功能性护肤品收入的回升确定性尚不清晰, 下调 2025E-2026E 盈利预测, 并下调目标价至人民币 52.2 元。
- 投资风险:** 行业需求放缓; 线上竞争加剧; 管理变革成效不及预期。

图表 1: 盈利预测变动

	2024E			2025E			2026E		
	人民币百万	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测
营业收入	5,188	5,741	-9.6%	5,727	6,872	-16.7%	6,420	8,007	-19.8%
归母净利润	159	411	-61.3%	457	712	-35.8%	520	863	-39.7%
归母净利率	3.1%	7.2%	-4.1 pct	8.0%	10.4%	-2.4 pct	8.1%	10.8%	-2.7 pct

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2025 年 2 月 4 日

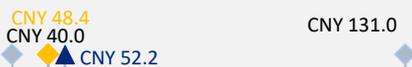
## 评级

持有

目标价 (人民币)	52.2
潜在升幅/降幅	+7.9%
目前股价 (人民币)	48.4
52 周内股价区间 (人民币)	44.7-84.6
总市值 (百万人民币)	23,289
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	203.7

注: 截至 2025 年 1 月 27 日收盘价

## 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 华熙生物

### 利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>6,359</b>	<b>6,076</b>	<b>5,188</b>	<b>5,727</b>	<b>6,420</b>
同比	28.5%	-4.5%	-14.6%	10.4%	12.1%
销售成本	-1,463	-1,621	-1,396	-1,522	-1,685
税金	-77	-67	-57	-63	-71
<b>毛利</b>	<b>4,819</b>	<b>4,388</b>	<b>3,735</b>	<b>4,142</b>	<b>4,665</b>
毛利率	75.8%	72.2%	72.0%	72.3%	72.7%
销售费用	-3,049	-2,842	-2,424	-2,580	-2,924
管理费用	-393	-492	-508	-486	-549
研发费用	-388	-446	-483	-528	-585
<b>核心经营溢利</b>	<b>988</b>	<b>607</b>	<b>320</b>	<b>546</b>	<b>608</b>
经营利润率	15.5%	10.0%	6.2%	9.5%	9.5%
净融资成本	49	31	11	13	14
其他经营收入和损失	99	71	-135	-5	10
<b>经营溢利</b>	<b>1,136</b>	<b>708</b>	<b>196</b>	<b>554</b>	<b>631</b>
营业外收入	6	3	2	3	3
营业外支出	-6	-10	-8	-9	-10
税前盈利	<b>1,136</b>	<b>702</b>	<b>191</b>	<b>548</b>	<b>624</b>
所得税开支	-175	-119	-34	-99	-112
所得税率	15.4%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东权益	-10	-10	-3	-8	-9
<b>归母净利润</b>	<b>971</b>	<b>593</b>	<b>159</b>	<b>457</b>	<b>520</b>
归母净利率	15.3%	9.8%	3.1%	8.0%	8.1%
同比	24.1%	-39.0%	-73.2%	187.3%	13.9%

### 资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	1,899	2,403	2,587	2,809	3,009
使用权资产	99	102	90	65	28
投资资产	130	287	287	287	287
预付款	303	337	337	337	337
无形资产	475	497	524	549	572
在建工程	830	1,109	1,109	1,109	1,109
其他	922	613	613	613	613
<b>非流动资产</b>	<b>4,659</b>	<b>5,347</b>	<b>5,546</b>	<b>5,768</b>	<b>5,954</b>
存货	1,162	1,135	989	1,078	1,193
应收贸易款项	510	490	424	468	524
预付款	172	150	128	141	158
金融性资产	531	140	140	140	140
现金及等同现金项目	1,606	1,169	1,413	1,457	1,557
其他	43	40	40	40	40
<b>流动资产</b>	<b>4,023</b>	<b>3,123</b>	<b>3,134</b>	<b>3,324</b>	<b>3,613</b>
短期借款	139	0	0	0	0
应付贸易款项	916	756	720	790	879
应付职工薪酬及其他	491	306	306	306	306
一年内到期的非流动负债	90	153	153	153	153
其他	8	6	6	6	6
<b>流动负债</b>	<b>1,644</b>	<b>1,221</b>	<b>1,185</b>	<b>1,254</b>	<b>1,344</b>
长期借款	108	2	2	2	2
租赁负债	52	53	53	53	53
其他	194	211	211	211	211
<b>非流动负债</b>	<b>355</b>	<b>266</b>	<b>266</b>	<b>266</b>	<b>266</b>
股本	481	482	482	482	482
储备	6,153	6,462	6,711	7,061	7,455
非控制性权益	49	39	37	29	21
<b>权益</b>	<b>6,683</b>	<b>6,983</b>	<b>7,230</b>	<b>7,572</b>	<b>7,958</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

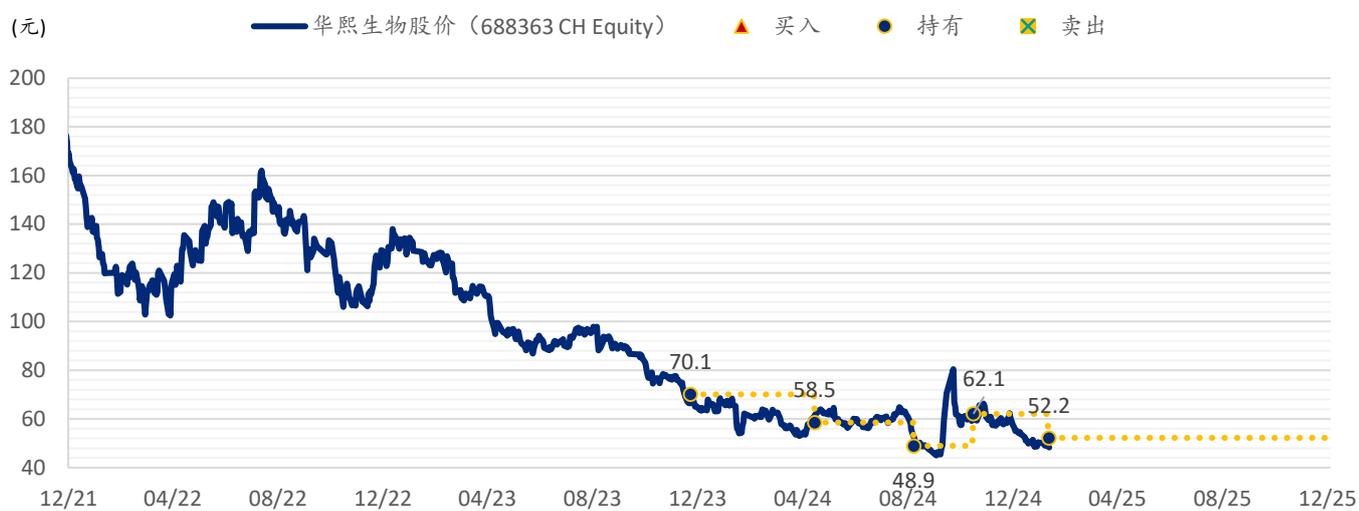
### 现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	961	583	156	449	512
折旧	196	244	288	333	376
摊销	32	49	23	25	27
融资开支净额	-11	8	-11	-13	-14
存货减少 / (增加)	-438	14	146	-89	-115
应收贸易款项 (增加) / 减少	-98	54	87	-57	-73
其他应收款项减少 / (增加)	-73	-322	-36	70	90
递延所得税资产	-60	-34	0	0	0
其他	125	104	195	65	50
<b>经营活动所得 (所用) 现金净额</b>	<b>635</b>	<b>700</b>	<b>848</b>	<b>783</b>	<b>853</b>
购入物业、机器及设备	-695	-1,030	-610	-610	-610
收到投资收益	3,509	1,806	-5	-5	0
支付投资现金	-3,650	-1,389	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-836</b>	<b>-613</b>	<b>-615</b>	<b>-615</b>	<b>-610</b>
收到投资现金	89	58	0	0	0
收到借款现金	138	0	0	0	0
支付利息	-243	-305	11	-124	-143
其他	-155	-280	0	0	0
<b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b>	<b>-170</b>	<b>-528</b>	<b>11</b>	<b>-124</b>	<b>-143</b>
现金及现金等价物变动	-371	-441	245	43	100
于年初的现金及现金等价物	1,767	1,243	1,169	1,413	1,457
现金及现金等价物汇兑差额	30	11	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>1,425</b>	<b>813</b>	<b>1,413</b>	<b>1,457</b>	<b>1,557</b>

### 财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	2.01	1.23	0.33	0.95	1.08
每股销售额	13.16	12.61	10.77	11.89	13.33
每股股息	0.61	0.38	0.00	0.28	0.32
<b>同比变动</b>					
收入	28.5%	-4.5%	-14.6%	10.4%	12.1%
经营溢利	26.5%	-38.6%	-47.3%	70.7%	11.2%
归母净利润	24.1%	-39.0%	-73.2%	187.3%	13.9%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	75.8%	72.2%	72.0%	72.3%	72.7%
经营利润率	15.5%	10.0%	6.2%	9.5%	9.5%
归母净利率	15.3%	9.8%	3.1%	8.0%	8.1%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	15.7%	8.7%	2.2%	6.2%	6.7%
平均资产回报率	11.2%	7.0%	1.8%	5.0%	5.4%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	233.3	258.5	258.5	258.5	258.5
应收账款周转天数	26.7	29.6	29.6	29.6	29.6
应付账款周转天数	207.0	187.1	187.1	187.1	187.1
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	2.4	2.6	2.6	2.7	2.7
速动比率 (x)	1.1	1.5	1.3	1.3	1.4
现金比率 (x)	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2
负债 / 权益 (%)	29.9%	21.3%	20.1%	20.1%	20.2%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	24.1	39.3	146.5	51.0	44.8
市销率 (x)	3.7	3.8	4.5	4.1	3.6
股息率	1.3%	0.8%	0.0%	0.6%	0.7%

图表 2: SPDBI 目标价: 华熙生物 (688363.CH)



注: 截至 2025 年 1 月 27 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.6	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	82.4	买入	93.0	2025 年 1 月 8 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.8	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	50.0	买入	61.5	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	353.4	买入	479.7	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.0	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	19.1	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.6	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.6	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	28.2	买入	34.1	2025 年 1 月 13 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.8	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.2	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.3	买入	9.85	2024 年 10 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	48.8	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.5	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.8	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	15.2	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.3	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	18.2	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.5	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	92.7	买入	108.0	2024 年 11 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	83.6	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	56.9	买入	66.0	2025 年 1 月 16 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	37.2	买入	44.0	2024 年 11 月 20 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	48.4	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	39.4	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	27.1	买入	31.5	2024 年 11 月 20 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	24.8	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	31.8	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.4	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.4	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2025 年 2 月 3 日收盘价, A 股截至 2025 年 1 月 27 日收盘价, 港股截至 2025 年 2 月 3 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

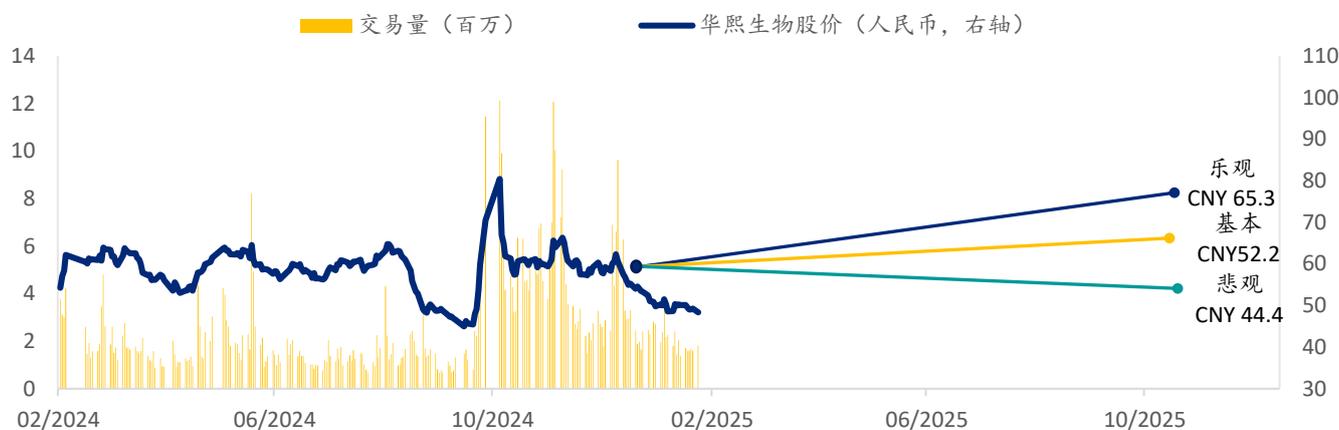
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 华熙生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 华熙生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 人民币 65.3 元

概率: 25%

- 护肤品品类 2025 年收入同比增加 15%;
- 集团毛利率 2025 年同比增长 60bps;
- 市场营销费用占比 2025 年同比持平。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 44.4 元

概率: 20%

- 护肤品品类 2025 年收入同比持平;
- 集团毛利率 2025 年同比持平;
- 市场营销费用占比 2025 年同比提升 80bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

