

改革元年费用及投入明显， 原料及医疗终端存多亮点

核心观点

2024 年公司收入下滑 11.61%，归母净利润 1.74 亿元，同比下降 70.59%，收入下降主要由于占比最大的化妆品业务调整，其他业务均有不同程度增长，利润下滑主要因管理变革、供应链改造&产能增加、创新业务投入及资产减值等因素影响。公司收入占比最大的护肤业务强化改革力度，目前已确立聚焦糖生物学和细胞生物学的技术路径。原料业务国际端表现突出，透明质酸创新产品及其他生物活性物销售收入占比超过 16%，PDRN 有望后续成为大单品。医美业务收入与盈利齐升，以格格针为主的新品预计将在 2025 年重点放量。

事件

公司公布 2024 年年报：全年公司实现营业收入 53.71 亿元，同比-11.61%，归属股东净利润 1.74 亿元，同比-70.59%；扣非净利润 1.07 亿元，同比-78.13%，其中 Q4 营业收入 14.96 亿元，同比-19.33%，归属股东净利润-1.88 亿元，扣非净利润-2.19 亿元。

公司计划每 10 股派息 1.1 元，合计派发现金红利 0.53 亿元（含税），占归母净利润的 30.19%，叠加回购金额总分红金额占归母净利润的 95.65%。

简评

变革元年收入承压，改革费用及长期投入增大影响利润

2024 年公司营收与此前业绩快报基本一致，利润略有提高。收入端下降主要由于占比最大的护肤业务持续调整，其他业务均有不同程度增长。利润端表现较弱主要由于：1、管理变革的组织架构升级、薪酬体系变革、咨询公司费用和股权激励费用等超过 7000 万元；2、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；3、战略性创新业务投入超过 1 亿元；4、公司对应收账款、存货、商誉等资产进行了减值测试共约 1.89 亿元。2024 年公司进入变革元年，启动了包括业务流程重塑、组织与人才变革、指标与绩效体系变革、推动企业数智化等多个变革项目，并着力推进变革项目的落地，变革费用+长期投入费用共同导致 2024 年利润率承压。

护肤业务全面调整改革，品牌梳理后期待拐点

公司目前已将“个人健康消费品事业线”更名为“皮肤科学创新转化事业线”，2024 年皮肤科学创新转化业务（原功能护肤）实现收入 25.69 亿元，-31.6%，毛利率 72.80%，-1.13pct，自 2023

华熙生物(688363.SH)

维持

买入

于佳琪

yujiqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

赖俊勇

lajunyong@csc.com.cn

010-56135324

SAC 编号:S1440523070007

发布日期：2025 年 04 月 12 日

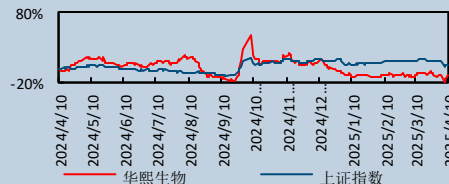
当前股价：49.10 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
2.04/6.45	-2.27/-2.65	-11.58/-17.32
12 月最高/最低价（元）		80.45/43.81
总股本（万股）		48,167.82
流通 A 股（万股）		48,167.82
总市值（亿元）		236.50
流通市值（亿元）		236.50
近 3 月日均成交量（万）		330.57
主要股东		
华熙昕宇投资有限公司		58.86%

股价表现



年开启调整后业务整体收入受到较明显影响。2024 年公司进一步对管理、组织、产品策略及品牌定位等多方面全面改革，润百颜持续推动“白纱布”系列的销售，2024 年销售收入占比超 50%；夸迪聚焦抗老赛道，构建夸迪 CT50 超弹系列，两品牌已逐步改善此前次抛产品的单一销售结构。后续公司将进一步聚焦糖生物学和细胞生物学，将科研创新转化为消费品级别的解决方案，护肤业务在心智逐步建设下有望企稳。

原料业务多元化产品&多地区发展，收入增长稳健

2024 年公司原料业务收入 12.36 亿元，+9.47%，毛利率（不含弗思特）65.57%，+0.86pct，结构性盈利提升。其中医药级透明质酸原料毛利率为 87.56%，同比增长 2pct+。地区来看，国际业务 6.08 亿元，+17.65%，占公司原料业务销售收入的 49.19%，其中美洲、欧洲、东南亚等地销售收入实现持续增长，同比增长均超过 20%。透明质酸创新产品及其他生物活性物销售收入稳步提升，2024 年收入已占比超过 16%。2024 年公司无菌级 HA 生产线已完成试产，同时 PDRN 原料产品表现优异，后续有望成为继透明质酸后第二大单品，多样化产品使得原料业务在市场格局已经较为稳定下仍获得了增量。

医美收入盈利双升，新品 2025 年将进入重点放量期

2024 年公司医疗终端业务实现收入 14.40 亿元，+32.03%，毛利率 84.4%，+2.27pct，其中皮肤类医疗产品实现收入 10.73 亿元，同比增长 43.57%，毛利率预计提升 2pct 左右；骨科 2.40 亿元，+16.7%，毛利率 79.96%，+1.47%。医美产品中，润致娃娃针收入同比增长超过 100%，润致填充剂系列收入同比增长超过 30%，2024 年 10 月，公司发布“润致·格格”与“润致·斐然”两款新品，“润致·格格”专注于颈部抗衰老市场，“润致·斐然”致力于满足消费者对唇部美容的多样化需求，2025 年两款产品将进入重点推广期，其中格格针有望突破 1 亿元销售后续成为公司第二大单品。此外公司 2 款透明质酸三类医疗器械水光产品均已完成临床试验，进入注册审评阶段，预计 2025 年上半年取得注册证，有望成为首批合规上市的水光适应症产品，管线内有多款新型交联技术产品已进入临床或注册阶段，与已上市润致系列产品形成“全部位、全层次”抗衰产品矩阵。重组人源胶原蛋白原料开发的第三类医疗器械胶原水光产品已进入临床试验阶段，并持续加强再生材料的基础与应用研究，公司基于六大类生物活性物质，通过加强物质应用研究和工艺创新，逐步树立产品的技术壁垒与市场竞争力。

盈利预测与投资建议：公司历史上多次主动对业务进行重新梳理后再度焕发活力（原料、医美均有迹可循），短期业绩有一定承压，考虑公司今年将部分释放改革成效，我们预计 25-27 年实现归母净利润 5.81/7.73/9.95 亿元，对应 PE 为 41/31/24 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,075.92	5,370.77	5,916.52	6,805.97	7,860.98
YOY(%)	-4.45	-11.61	10.16	15.03	15.50
净利润(百万元)	592.56	174.27	580.90	773.04	994.83
YOY(%)	-38.97	-70.59	233.34	33.08	28.69
毛利率(%)	73.32	74.07	74.30	74.09	74.24
净利率(%)	9.75	3.24	9.82	11.36	12.66
ROE(%)	8.53	2.56	8.08	10.05	11.93
EPS(摊薄/元)	1.23	0.36	1.21	1.60	2.07
P/E(倍)	39.91	135.71	40.71	30.59	23.77
P/B(倍)	3.41	3.47	3.29	3.08	2.84

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1、新产品市场推广风险。公司新产品研发成功后，不论是原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品还是功能性食品，均需要结合其产品特征、销售模式、客户结构等因素有针对性地开展市场推广活动，以获得市场的广泛认可，促进产品销量的提升。

2、境外经营风险。公司在境外地区拥有多家子公司。公司在境外设立机构并持续开展业务需要拥有一定的国际化管理能力，以及遵守所在国家地区的法律法规。所以在境外经营过程中存在管理风险，以及法律、政策环境带来的一系列风险。

3、医美业务安全风险。若医美业务不当引起纠纷或法律风险，可能影响公司的品牌声誉并对公司经营造成不利影响。

分析师介绍

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师等评选。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk