

华熙生物 (688363.SH)

业绩阶段性承压，期待变革逐步落地显效

事件: 2024 年公司实现营业收入 53.71 亿元 (yoy-11.61%)，归母净利润为 1.74 亿元 (yoy-70.59%)，归母扣非净利润为 1.07 亿元 (yoy-78.13%)。公司经营成果承压主要原因包括：1) 公司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) 推进供应链改造及落地产能布局的相关费用增加超过 1 亿元；3) 再生医学、营养科学创新转化业务等战略性创新业务投入超过 1 亿元；4) 资产减值计提了大额减值准备约 1.89 亿元；5) 收入占比比较高的消费品相关业务仍在持续调整。

原料/医疗终端业务稳健同增 9.47%/32.03%，皮肤科学创新转化业务承压。 2024 年分业务板块来看：

1) 原料业务: 实现收入 12.36 亿元 (yoy+9.47%)，其中国际市场原料实现收入 6.08 亿元 (yoy+17.65%)，美洲、欧洲、东南亚等地销售收入同比增长均超过 20%。毛利率方面，原料业务 (不含弗思特) 整体毛利率为 65.57%，同比+0.86pcts，医药级透明质酸原料毛利率为 87.56%。公司原料产品不断丰富，2024 年进行原料及合成生物研发项目 96 个，10 种生物活性物原料新产品完成上市。

2) 医疗终端业务: 实现收入 14.40 亿元 (yoy+32.03%)，毛利率同比+2.27pcts 至 84.37%，医美业务变革效果显著，运营能力提升，费用率稳步下降。皮肤类医疗产品实现收入 10.73 亿元 (yoy+43.57%)，公司医美机构覆盖数量为 7000 家，同增 30%+。其中差异化优势品类微交联润致娃娃针收入同增 100%+，覆盖机构数量超 5000 家；坚持产品家族化组合应用，润致填充剂收入同增 30%+，覆盖机构数量超 3000 家，2024 年 10 月发布新品“润致·格格”与“润致·斐然”，分别聚焦颈部抗衰和唇部美容市场，公司多款新型交联技术产品已进入临床或注册阶段，未来 1-2 年内将推出更多适用于鼻背、下颏、颧部、眼周等高价值部位产品。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。

3) 皮肤科学创新转化业务: 实现收入 25.69 亿元 (yoy-31.62%)，毛利率同比-1.13pcts 至 72.80%。润百颜聚焦修护赛道，屏障修护系列收入占比已超品牌整体的 50%，推出紧致充盈次抛及紧塑霜，强化产品组合的竞争力。夸迪打造细胞级精准抗衰品牌，推出 CT50 超弹系列 (包括超弹霜、精华水乳等)。BM 肌活聚焦油皮人群，在糙米系列 2.0 版的基础上推出油敏精华和祛痘乳，构建“油皮代谢平衡的全方位解决方案”。米蓓尔品牌定位升级为“专注皮肤神经免疫学的受损肌肤护理品牌”，完善“蓝绷带”产品系列 (包括面膜、精华、面霜 PRO 等)。

4) 营养科学创新转化业务: 实现收入 0.82 亿元 (yoy+40.97%)，聚焦“营养与免疫、营养与代谢、营养与抗衰、营养与情绪”四大核心方向。

盈利预测与投资建议。 公司定位于生物科技材料平台型企业，随着管理变革逐步推进，多元业务板块未来有望稳健增长。考虑到公司业绩阶段性受到管理变革、战略性投入增加、资产计提减值等因素的影响，并结合年报表现，我们调整预计公司 2025-2027 年营收分别为 58.5/65.2/73.9 亿元，同增 8.9%/11.5%/13.3%，归母净利润分别为 4.7/6.2/7.8 亿元，同增 169.2%/33.0%/24.7%，当前市值对应 2025 年 49 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧；新品推广不及预期；监管政策风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,076	5,371	5,848	6,522	7,387
增长率 yoy (%)	-4.5	-11.6	8.9	11.5	13.3
归母净利润 (百万元)	593	174	469	624	778
增长率 yoy (%)	-39.0	-70.6	169.2	33.0	24.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.23	0.36	0.97	1.30	1.61
净资产收益率 (%)	8.5	2.6	6.6	8.2	9.6
P/E (倍)	38.8	132.0	49.0	36.9	29.6
P/B (倍)	3.3	3.4	3.2	3.0	2.8

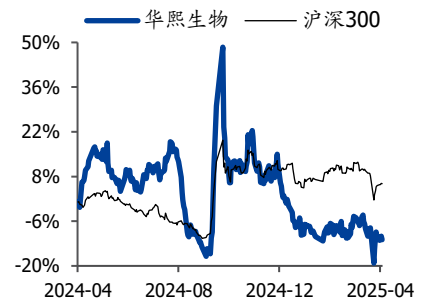
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 17 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	医疗美容
前次评级	买入
04 月 17 日收盘价 (元)	47.77
总市值 (百万元)	23,009.77
总股本 (百万股)	481.68
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	3.53

股价走势



作者

分析师 萧灵

执业证书编号: S0680523060002

邮箱: xiaoling@gszq.com

相关研究

- 1、《华熙生物 (688363.SH): 一季度医美业务回暖，护肤品后续增长可期》 2023-05-01
- 2、《华熙生物 (688363.SH): 多业务板块稳健增长，盈利模型有望优化》 2023-03-31
- 3、《华熙生物 (688363.SH): 研产驱动多元发展，盈利能力拐点渐显》 2023-01-14

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3123	2741	2661	2761	3652
现金	1169	719	683	593	1150
应收票据及应收账款	447	544	461	529	622
其他应收款	39	45	45	49	58
预付账款	150	81	138	136	144
存货	1135	1248	1230	1351	1573
其他流动资产	183	103	105	104	105
非流动资产	5347	5916	6393	6768	6634
长期投资	194	417	550	666	740
固定资产	2403	3336	3695	4123	4154
无形资产	497	491	492	497	479
其他非流动资产	2253	1673	1656	1482	1261
资产总计	8470	8657	9054	9529	10287
流动负债	1221	1341	1413	1466	1701
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款	701	820	824	878	1036
其他流动负债	520	471	539	539	615
非流动负债	266	476	476	476	476
长期借款	2	65	65	65	65
其他非流动负债	263	411	411	411	411
负债合计	1487	1817	1889	1942	2177
少数股东权益	39	30	20	6	-15
股本	482	482	482	482	482
资本公积	3841	3853	3853	3853	3853
留存收益	2708	2700	3035	3471	4014
归属母公司股东权益	6944	6810	7145	7581	8124
负债和股东权益	8470	8657	9054	9529	10287

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	700	565	1148	1154	1323
净利润	583	168	460	609	758
折旧摊销	292	330	519	611	582
财务费用	8	2	0	0	0
投资损失	-1	13	0	5	8
营运资金变动	-211	-118	97	-148	-109
其他经营现金流	28	169	72	77	84
投资活动现金流	-613	-461	-1051	-1056	-531
资本支出	-1030	-721	-917	-935	-449
长期投资	-176	-288	-133	-116	-74
其他投资现金流	594	548	0	-5	-8
筹资活动现金流	-528	-311	-142	-188	-235
短期借款	-139	50	0	0	0
长期借款	-106	63	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	88	12	0	0	0
其他筹资现金流	-372	-435	-142	-188	-235
现金净增加额	-430	-200	-36	-90	557

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6076	5371	5848	6522	7387
营业成本	1621	1393	1544	1694	1895
营业税金及附加	67	66	69	76	88
营业费用	2842	2464	2778	3000	3324
管理费用	492	658	468	522	591
研发费用	446	466	468	522	591
财务费用	-31	-7	0	0	0
资产减值损失	-54	-159	-50	-60	-70
其他收益	131	85	110	122	132
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资净收益	1	-13	0	-5	-8
资产处置收益	-3	0	-1	-2	-1
营业利润	708	216	562	753	941
营业外收入	3	3	4	3	3
营业外支出	10	5	7	7	7
利润总额	702	213	559	749	937
所得税	119	45	100	139	180
净利润	583	168	460	609	758
少数股东损益	-10	-6	-9	-15	-20
归属母公司净利润	593	174	469	624	778
EBITDA	991	625	1078	1359	1520
EPS (元/股)	1.23	0.36	0.97	1.30	1.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.5	-11.6	8.9	11.5	13.3
营业利润(%)	-37.7	-69.5	160.5	33.8	25.0
归属母公司净利润(%)	-39.0	-70.6	169.2	33.0	24.7
获利能力					
毛利率(%)	73.3	74.1	73.6	74.0	74.3
净利率(%)	9.8	3.2	8.0	9.6	10.5
ROE(%)	8.5	2.6	6.6	8.2	9.6
ROIC(%)	8.1	3.2	6.1	7.7	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	17.6	21.0	20.9	20.4	21.2
净负债比率(%)	-13.8	-5.3	-4.5	-3.1	-9.7
流动比率	2.6	2.0	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.5	1.0	0.9	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	13.6	10.8	11.7	13.2	12.9
应付账款周转率	2.1	1.8	1.9	2.0	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	0.36	0.97	1.30	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.17	2.38	2.40	2.75
每股净资产(最新摊薄)	14.42	14.14	14.83	15.74	16.87
估值比率					
P/E	38.8	132.0	49.0	36.9	29.6
P/B	3.3	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	31.6	38.8	21.0	16.8	14.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com