

华熙生物 (688363.SH) 变革深化致短期承压，期待 2025 年迎来发展拐点

2025 年 04 月 28 日

—公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

陈思（联系人）

huangzpeng@kysec.cn

chensi@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790124070031

日期 2025/4/25

当前股价(元) 47.60

一年最高最低(元)	84.59/42.51
-----------	-------------

总市值(亿元)	229.28
---------	--------

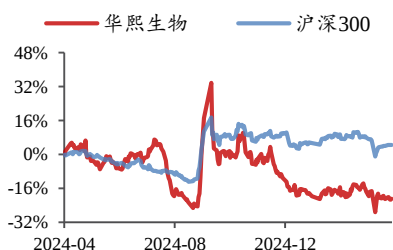
流通市值(亿元)	229.28
----------	--------

总股本(亿股)	4.82
---------	------

流通股本(亿股)	4.82
----------	------

近3个月换手率(%)	39.33
------------	-------

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《组织管理变革仍在有序推进，期待
重回增长轨道—公司信息更新报告》
-2024.10.31

《2024Q1 利润有所回暖，期待公司变革完成焕新生—公司信息更新报告》
-2024.4.30

● 组织管理变革持续致短期业绩承压，期待 2025 年经营拐点出现

公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 53.71 亿元（同比-11.6%，下同）、归母净利润 1.74 亿元（-70.6%）；2025Q1 实现营收 10.78 亿元（-20.8%）、归母净利润 1.02 亿元（-58.1%）。考虑业务暂处调整期，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.39/5.81/7.42 亿元（2025-2026 年原值为 7.22/9.01 亿元），对应 EPS 为 0.91/1.21/1.54 元，当前股价对应 PE 为 52.3/39.5/30.9 倍。公司是四轮驱动的玻尿酸全产业链龙头，期待公司战略调整完成后回归增长，估值合理，维持“买入”评级。

● 护肤品业务承压、原料业务稳健，娃娃针等带动医疗终端业务增势较好

2024 年分业务看，(1) 皮肤科学创新转化业务实现营收 25.69 亿元 (-31.6%)、毛利率 72.8% (-1.1pct)，市场竞争加剧及业务战略调整导致收入承压；(2) 医疗终端产品业务实现营收 14.40 亿元 (+32.0%)、毛利率 84.4% (+2.3pct)；(3) 原料业务实现营收 12.36 亿元 (+9.5%)、毛利率 65.6% (+0.9pct)，医药级透明质酸原料毛利率为 87.6%，保持较高水平。盈利能力方面，2024 年/2025Q1 毛利率分别为 74.1% (+0.8pct) /72.2% (-3.6pct)。费用方面，2024 年销售/管理/研发费用率同比分别-0.9pct/+4.2pct/+1.3pct，管理费用增加主要系变革中职工薪酬、折旧摊销费及机构咨询费增加所致。

●有序推进全面变革，未来重回增长可期

(1) 原料：医药级原料稳步增长，期待新品 PDRN、无菌 HA 产品贡献增量；化妆品原料保持增长态势。**(2) 医疗终端：**2024 年公司医美机构覆盖 7000 家，其中润致娃娃针覆盖机构数量超 5000 家，收入同比翻倍；10 月发布润致格格针新品，截至 2024 年底销售突破千万元。**(3) 功能性护肤品：**润百颜深耕屏障修护系列，2024 年该系列收入占比超 50%；此外联合润致发布颈部淡纹紧致系列，深化“日常功效护肤+术养结合械妆一体+定制化护肤”心智；夸迪聚焦抗老赛道，构建 CT50 超弹系列。期待护肤品业务调整完毕后为公司贡献弹性收入。

● **风险提示：**终端产品推广不及预期、核心人员流失风险、行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,076	5,371	5,932	6,585	7,379
YOY(%)	-4.5	-11.6	10.4	11.0	12.0
归母净利润(百万元)	593	174	439	581	742
YOY(%)	-39.0	-70.6	151.7	32.4	27.7
毛利率(%)	73.3	74.1	74.5	74.8	75.1
净利率(%)	9.6	3.1	7.3	8.7	10.0
ROE(%)	8.3	2.5	6.0	7.5	8.8
EPS(摊薄/元)	1.23	0.36	0.91	1.21	1.54
P/E(倍)	38.7	131.6	52.3	39.5	30.9
P/B(倍)	3.3	3.4	3.2	3.0	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3123	2741	3015	3311	3708
现金	1169	719	794	882	988
应收票据及应收账款	447	544	551	665	697
其他应收款	39	45	48	56	61
预付账款	150	81	174	110	208
存货	1135	1248	1345	1496	1650
其他流动资产	183	103	103	103	103
非流动资产	5347	5916	6116	6338	6624
长期投资	194	417	422	427	432
固定资产	2403	3336	3598	3872	4193
无形资产	497	491	491	486	477
其他非流动资产	2253	1673	1606	1552	1523
资产总计	8470	8657	9132	9649	10332
流动负债	1221	1341	1393	1506	1581
短期借款	0	50	171	124	149
应付票据及应付账款	701	820	835	979	1030
其他流动负债	520	471	388	404	401
非流动负债	266	476	464	452	441
长期借款	2	65	53	42	30
其他非流动负债	263	411	411	411	411
负债合计	1487	1817	1857	1959	2021
少数股东权益	39	30	25	20	12
股本	482	482	482	482	482
资本公积	3841	3853	3853	3853	3853
留存收益	2708	2700	3036	3490	4087
归属母公司股东权益	6944	6810	7249	7671	8298
负债和股东权益	8470	8657	9132	9649	10332

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	700	565	510	829	838
净利润	583	168	434	575	734
折旧摊销	233	269	279	318	361
财务费用	-31	-7	-8	-9	-10
投资损失	-1	13	-5	-5	-5
营运资金变动	-253	-130	-169	-29	-222
其他经营现金流	169	251	-21	-21	-21
投资活动现金流	-613	-461	-473	-534	-641
资本支出	1030	721	474	535	642
长期投资	-176	-288	-5	-5	-5
其他投资现金流	594	548	6	6	6
筹资活动现金流	-528	-311	-83	-161	-116
短期借款	-139	50	121	-47	25
长期借款	-106	63	-12	-12	-12
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	-191	-103	-129
现金净增加额	-430	-200	-46	134	81

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6076	5371	5932	6585	7379
营业成本	1621	1393	1516	1661	1839
营业税金及附加	67	66	72	80	90
营业费用	2842	2464	2699	2963	3284
管理费用	492	658	653	672	701
研发费用	446	466	498	540	598
财务费用	-31	-7	-8	-9	-10
资产减值损失	-54	-159	-30	-30	-30
其他收益	131	85	90	90	90
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资净收益	1	-13	5	5	5
资产处置收益	-3	-0	0	0	0
营业利润	708	216	548	724	923
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	10	5	8	8	8
利润总额	702	213	543	719	918
所得税	119	45	109	144	184
净利润	583	168	434	575	734
少数股东损益	-10	-6	-4	-6	-7
归属母公司净利润	593	174	439	581	742
EBITDA	900	469	809	1022	1261
EPS(元)	1.23	0.36	0.91	1.21	1.54

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.5	-11.6	10.4	11.0	12.0
营业利润(%)	-37.7	-69.5	153.7	32.1	27.5
归属于母公司净利润(%)	-39.0	-70.6	151.7	32.4	27.7
获利能力					
毛利率(%)	73.3	74.1	74.5	74.8	75.1
净利率(%)	9.6	3.1	7.3	8.7	10.0
ROE(%)	8.3	2.5	6.0	7.5	8.8
ROIC(%)	7.6	2.2	5.5	7.0	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	17.6	21.0	20.3	20.3	19.6
净负债比率(%)	-11.6	-3.8	-4.2	-5.8	-6.5
流动比率	2.6	2.0	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.5	1.0	1.0	1.1	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	10.8	10.8	10.8
应付账款周转率	2.1	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.23	0.36	0.91	1.21	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.17	1.06	1.72	1.74
每股净资产(最新摊薄)	14.42	14.14	15.05	15.92	17.23
估值比率					
P/E	38.7	131.6	52.3	39.5	30.9
P/B	3.3	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	24.5	48.4	28.0	22.0	17.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn