

美容护理

2025 年 04 月 30 日

华熙生物 (688363)

——环比 24Q4 业绩改善，战略变革大刀阔斧

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布 25Q1 财报，业绩符合市场预期。**25Q1 公司营收 10.8 亿元，同比下滑 20.8%；归母净利润 1.0 亿元，同比下滑 58.1%。扣非归母净利润 0.8 亿元，同比下滑 64.6%。25Q1 环比 24Q4 归母净利润增加 2.9 亿元，剔除减值损失后，归母净利润增加 1.8 亿元，因此业绩虽然因皮肤科学创新转化（护肤）业务下滑而承压，但环比改善。
- **盈利能力与运营能力面临考验，期待变革深入。**1) **盈利能力**：25Q1 毛利率 72.2%，同比下降 3.6pct。净利率 9.4%，同比下行 8.5pct。2) **费用端**：销售费用率 36.6%，同比上升 0.5pct；管理费用率 12.5%，同比上升 4.0pct；研发费用率 9.7%，同比上升 2.7pct。3) **运营能力**：25Q1 应收帐款 5.2 亿元，同比下滑 8.5%；存货 12.3 亿元，同比增长 5.7%；25Q1 经营活动现金流量净额减少 5782.8 万元，主要为 25Q1 营业收入减少以及销售回款减少所致。
- **聚焦糖生物学和细胞生物学两大方向，公司第三次战略升级进行时。**公司推进内部管理变革，逐步解决多项关键运营管理问题，变革将为公司未来持续发展奠定坚实基础。第三次战略升级和管理变革虽然带来了短期的业绩压力，但从长期来看，这些举措将为公司带来更大的发展空间。预计公司将继续坚持科技创新，推动合成生物技术在更多领域的应用，同时优化业务结构，提升运营效率，最终实现高质量发展的目标。
- **皮肤科学创新转化（护肤）业务坚持三大方向调整。**1) **管理架构调整**：公司高层开展下沉管理，直接接管品牌与传播管理中心，以及 BM 肌活、米蓓尔两大品牌，将核心精力聚焦于企业品牌维护。2) **品牌升级**：在 BM 肌活和米蓓尔品牌率先应用全球大组学研发前沿技术，重新定位品牌，强化品牌科技属性与竞争力。3) **营销战略革新**：叫停低效投放活动，构建以科技实力和 AI 辅助认知为基础的全新品牌内容体系，从长远看，为财务指标的健康增长奠定基础，同时也为润百颜、夸迪等品牌后续的优化调整积累经验、探索可行路径。
- **公司是生物活性物平台型企业，以合成生物学研发优势为根，催生原料+医疗终端+皮肤科学创新转化+营养科学创新转化 4 条枝干。**维持 25-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 4.5/5.2/6.1 亿元，对应 PE 分别为 52/45/38 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示**：行业竞争加剧，居民收入预期下行，医美板块合规监管趋严，费用管控不及预期，管理变革进展不及预期，在研项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5,371	1,078	5,680	6,295	7,272
同比增长率 (%)	-11.6	-20.8	5.7	10.8	15.5
归母净利润 (百万元)	174	102	451	520	606
同比增长率 (%)	-70.6	-58.1	159.1	15.2	16.6
每股收益 (元/股)	0.36	0.21	0.94	1.08	1.26
毛利率 (%)	74.1	72.2	74.8	75.3	76.5
ROE (%)	2.6	1.5	6.3	6.9	7.5
市盈率	134		52	45	38

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 04 月 29 日

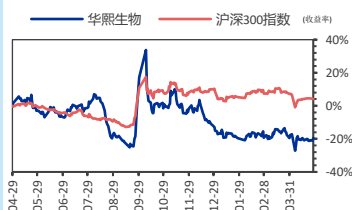
收盘价 (元)	48.39
一年内最高/最低 (元)	84.59/42.51
市净率	3.4
股息率% (分红/股价)	0.79
流通 A 股市值 (百万元)	23,308
上证指数/深证成指	3,286.65/9,849.80

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	14.38
资产负债率%	18.50
总股本/流通 A 股 (百万)	482/482
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

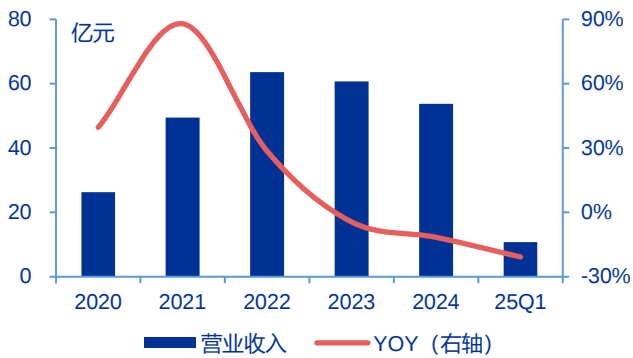
联系人

王立平
(8621)23297818x
wanglp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

图 1: 25Q1 营收 10.8 亿元, 同比下滑 20.8%



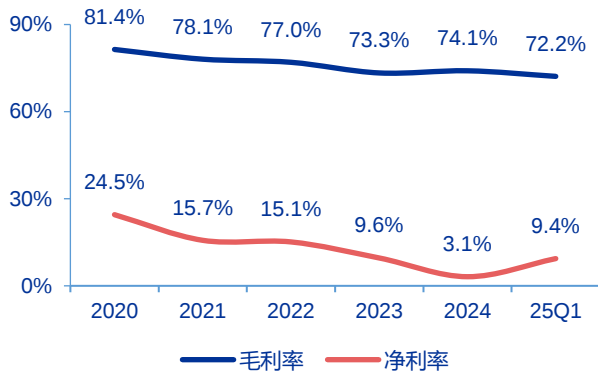
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润 1.0 亿元, 同比下滑 58.1%



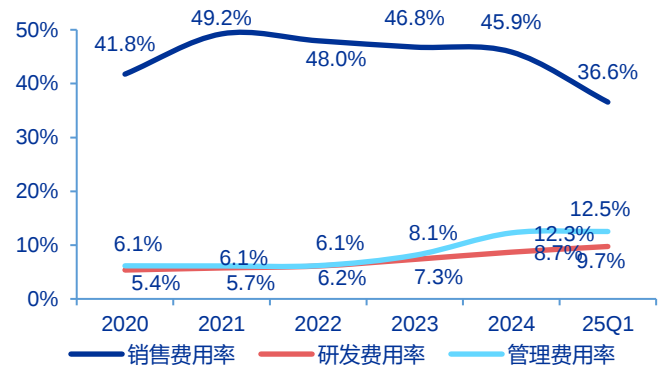
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25Q1 毛利率 72.2%, 净利率 9.4%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25Q1 销售费用率 36.6%, 管理费用率 12.5%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,076	5,371	5,680	6,295	7,272
其中: 营业收入	6,076	5,371	5,680	6,295	7,272
减: 营业成本	1,621	1,393	1,429	1,556	1,711
减: 税金及附加	67	66	69	77	89
主营业务利润	4,388	3,912	4,182	4,662	5,472
减: 销售费用	2,842	2,464	2,669	3,022	3,563
减: 管理费用	492	658	568	598	654
减: 研发费用	446	466	497	558	654
减: 财务费用	-31	-7	-16	-23	-29
经营性利润	639	331	464	507	630
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-5	-30	-3	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-54	-159	-20	0	0
加: 投资收益及其他	132	72	85	85	85
营业利润	708	216	545	613	714
加: 营业外净收入	-7	-3	-1	-1	-1
利润总额	702	213	544	612	713
减: 所得税	119	45	92	92	107
净利润	583	168	451	520	606
少数股东损益	-10	-6	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	593	174	451	520	606

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。