

盈利边际改善，期待经营拐点

—— 华熙生物 2025 年中报业绩点评

2025 年 8 月 26 日

核心观点

- 事件：**2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 半年度业绩报告。2025H1 实现营业收入 22.61 亿元，同比-19.57%；归母净利润 2.21 亿元，同比-35.38%；扣非净利润约 1.74 亿元，同比-45%。
- Q2 收入承压，盈利边际改善。**Q2 单季营收 11.83 亿元，同比-18.44%；Q2 单季归母净利润 1.19 亿元，同比+20.89%，扣非净利润 0.92 亿元，同比+8.57%，利润端自 2024 年 Q1 以来首次实现回升，边际改善明显，拐点显现。费用率优化显著，销售费用率 H1 同比下降 6.19pct，Q2 单季度下降 12.46pct，公司重构品牌传播模式，压缩非核心投放成效显著；研发费用率为 10.22%（同比+3.09pct），研发项目较 2024 年减少 88 个，研发进一步聚焦原料与医疗终端。现金流与资产质量改善，H1 经营性现金流 2.2 亿元，盈利现金比率 98.6%，应收账款周转效率提升，Q2 存货周转天数降至 321 天，库存原值环比降 5.72%，去库存成效显著。剔除一次性费用影响（人员优化约 2900 万元、供应链战略投入 2000 万元、计提减值 4837 万元），核心盈利能力稳健。
- 原料与医美稳健，皮肤科学阶段性成果落地。**原料业务实现收入 6.26 亿元（yoy-0.58%），毛利率 66.34%，医药级透明质酸毛利率 85.09%，行业领先。海外收入 3.31 亿元，占比 52.93%，日韩市场增速超 20%，弗思特品牌收入 5,959 万元（同比+87.86%），净利改善显著；医疗终端业务收入 6.73 亿元（yoy-9.44%），注射用透明质酸钠凝胶毛利率达 89.90%，推出合规水光“润百颜·玻玻”、动能素“润致·缇透”，直销渠道占比超 80%，强化渠道优化；功能性护肤品业务收入 9.12 亿元（yoy-33.97%），公司全面压缩低效投放，聚焦技术支撑品牌，BM 肌活、米蓓尔调整后 Q2 净利润率由-3.6%提升至 12.9%，剔除一次性因素实际利润率可达 19.3%。
- 投资建议：**公司战略成效初显，盈利迎来拐点，建议关注长期上行空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.97/6.08/8.50 亿元，同比增长 13.01%、208.76%、39.82%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 142.3/46.09/32.96 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**皮肤科学业务恢复不及预期的风险，医美市场竞争加剧与价格下滑的风险，海外政策变化的风险，新品商业化不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5370.77	4656.72	5416.99	6406.77
收入增长率 (%)	-11.61	-13.30	16.33	18.27
归母净利润 (百万元)	174.27	196.94	608.08	850.19
利润增速 (%)	-70.59	13.01	208.76	39.82
毛利率 (%)	74.07	71.40	73.37	74.27
摊薄 EPS(元)	0.36	0.41	1.26	1.77
PE	160.81	142.30	46.09	32.96

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

华熙生物 (688363.SH)

推荐 维持评级

分析师

程培

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

李璐昕

✉: liluxin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521040001

市场数据 2025-8-26

股票代码	688363.SH
A 股收盘价(元)	58.18
总股本 (亿股)	4.82
实际流通 A 股(亿股)	4.82
总市值(亿元)	280

相对指数表现图 2025-8-26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】行业深度报告_国潮崛起，科学护肤的靶向通路时代

【银河医药】公司深度_华熙生物_HA 龙头革新启航，生命科技引领成长

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2740.66	3260.34	4238.56	5116.90
现金	719.27	1608.40	2413.71	3007.34
应收账款	542.88	317.70	378.71	458.14
其它应收款	45.27	39.25	45.66	54.00
预付账款	81.42	77.87	84.32	96.39
存货	1247.76	1113.65	1212.05	1396.09
其他	104.07	103.47	104.11	104.94
非流动资产	5916.07	5538.44	5065.97	4683.45
长期投资	417.15	417.15	417.15	417.15
固定资产	3335.72	3153.47	2935.84	2689.90
无形资产	490.63	466.08	441.54	417.00
其他	1672.58	1501.75	1271.45	1159.40
资产总计	8656.73	8798.78	9304.54	9800.35
流动负债	1341.03	1292.74	1394.47	1575.41
短期借款	49.92	49.92	49.92	49.92
应付账款	819.97	784.27	849.25	970.79
其他	471.14	458.55	495.30	554.70
非流动负债	475.90	471.45	471.45	471.45
长期借款	65.12	65.12	65.12	65.12
其他	410.78	406.33	406.33	406.33
负债合计	1816.93	1764.19	1865.93	2046.86
少数股东权益	29.63	23.01	2.56	-26.04
归属母公司股东权益	6810.17	7011.58	7436.05	7779.53
负债和股东权益	8656.73	8798.78	9304.54	9800.35

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	564.51	921.29	976.50	1102.22
净利润	168.41	190.32	587.63	821.60
折旧摊销	330.19	436.96	439.47	352.52
财务费用	2.46	12.00	12.00	12.00
投资损失	12.54	-9.31	-27.08	-12.81
营运资金变动	-118.43	177.17	-71.18	-103.77
其它	169.35	114.16	35.67	32.69
投资活动现金流	-461.37	-34.39	24.42	10.12
资本支出	-721.18	-22.65	-2.67	-2.69
长期投资	-287.98	0.00	0.00	0.00
其他	547.79	-11.74	27.08	12.81
筹资活动现金流	-310.52	-10.56	-195.61	-518.72
短期借款	49.92	0.00	0.00	0.00
长期借款	62.81	0.00	0.00	0.00
其他	-423.25	-10.56	-195.61	-518.72
现金净增加额	-199.57	889.13	805.31	593.63

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5370.77	4656.72	5416.99	6406.77
营业成本	1392.56	1331.94	1442.30	1648.70
营业税金及附加	65.52	56.81	66.09	78.16
营业费用	2464.09	1861.76	2153.80	2527.47
管理费用	658.39	661.25	585.04	640.68
财务费用	-6.96	1.21	-12.13	-24.21
资产减值损失	-159.09	-40.00	-33.00	-30.00
公允价值变动收益	1.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-12.54	9.31	27.08	12.81
营业利润	215.94	243.71	747.15	1043.62
营业外收入	2.82	2.82	2.82	2.82
营业外支出	5.37	5.37	5.37	5.37
利润总额	213.39	241.16	744.60	1041.07
所得税	44.99	50.84	156.98	219.48
净利润	168.41	190.32	587.63	821.60
少数股东损益	-5.86	-6.62	-20.45	-28.60
归属母公司净利润	174.27	196.94	608.08	850.19
EBITDA	624.86	679.34	1171.95	1369.39
EPS (元)	0.36	0.41	1.26	1.77

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-11.61%	-13.30%	16.33%	18.27%
营业利润	-69.52%	12.86%	206.58%	39.68%
归属母公司净利润	-70.59%	13.01%	208.76%	39.82%
毛利率	74.07%	71.40%	73.37%	74.27%
净利率	3.24%	4.23%	11.23%	13.27%
ROE	2.56%	2.81%	8.18%	10.93%
ROIC	3.23%	2.58%	7.40%	9.87%
资产负债率	20.99%	20.05%	20.05%	20.89%
净负债比率	-5.26%	-17.55%	-27.42%	-33.97%
流动比率	2.04	2.52	3.04	3.25
速动比率	1.00	1.55	2.06	2.26
总资产周转率	0.63	0.53	0.60	0.67
应收账款周转率	10.85	10.82	15.56	15.31
应付账款周转率	1.84	1.66	1.77	1.81
每股收益	0.36	0.41	1.26	1.77
每股经营现金	1.17	1.91	2.03	2.29
每股净资产	14.14	14.56	15.44	16.15
P/E	160.81	142.30	46.09	32.96
P/B	4.12	4.00	3.77	3.60
EV/EBITDA	38.77	39.43	22.17	18.54
P/S	5.22	6.02	5.17	4.37

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，医药行业首席分析师。上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

李璐昕，医药团队分析师，悉尼大学硕士，2019年加入中国银河证券，主要从事医疗服务、医美美妆、AI医疗研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn