

华熙生物（688363.SH）

二季度利润端重回增长，积极变革调整效果初现

优于大市

核心观点

单二季度营收降幅收窄，利润实现增长。公司 2025 上半年实现营收 22.61 亿元，同比-19.57%，归母净利润 2.21 亿元，同比-35.38%，实现扣非归母净利润 1.74 亿元，同比-45%。非经常性损益主要政府补助 4786.8 万元等。单二季度看，营收同比-18.44%至 11.83 亿元，降幅较一季度收窄 2.33pct，归母净利润同比+20.89%至 1.19 亿元，扣非归母净利润同比+8.75%至 0.92 亿元，较一季度下滑 65%的数据实现显著好转。公司收入端在核心功能护肤业务调整期仍有所承压，但二季度利润实现正增长，反映组织管理调整及业务提效优化等措施已逐步见效。

业务优化调整持续推进，重点新品有效贡献增量。分业务看，上半年皮肤科学创新转化业务收入 9.12 亿元，同比-33.97%，收入端仍有所承压。不过整体战略从流量驱动向品牌逻辑转变，相关综合费用实现优化，经营质量提升。医疗终端业务收入 6.73 亿元，同比-9.44%，受医美行业层面需求增速放缓及短期竞争加剧等影响。公司持续产品创新，发布了合规水光产品及渠道侧构建“直销精耕头部+经销覆盖长尾”的渠道体系等。原料业务收入 6.26 亿元，同比基本稳定。营养科学创新转化业务收入 0.38 亿元，同比+32.4%。

毛利率有所下滑，渠道及推广等费用优化。公司上半年毛利率 70.99%，同比-3.52pct，受行业竞争加剧及护肤品业务调整影响。销售费用率 35.74%，同比-6.19pct，其中二季度销售费用率-12.46pct，实现显著改善，受益于“内容种草-品牌建设-销售转化”的营销闭环建设，优化了投放效率。管理费用率 12.17%，同比+3.4pct，因组织架构升级带来约 2900 万管理费用影响。研发费用率 10.22%，同比+3.09pct，预计未来随着研发项目聚焦，研发费用与效率有望进一步优化。现金流方面，上半年实现经营性现金流净额 2.18 亿元，同比-17.49%，受收入端下滑等因素影响。

风险提示：皮肤科学创新转化业务调整不及预期；竞争环境恶化；医美产品推广不及预期等。

投资建议：自年初公司总经理重回业务一线以来，公司持续对业务方向、经营理念及人才组织模式进行系统性调整。包括聚焦效益优先导向、构建高效品牌营销体系及产品创新等，二季度利润端已有所成效，未来有望进一步延续改革成效。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.52/5.45/6.37 亿元，对应 PE 分别为 60.9/50.5/43.2 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,075.92	5,370.77	6,070.23	6,998.35	8,095.17
(+/-%)	-4.45%	-11.61%	13.02%	15.29%	15.67%
净利润(百万元)	592.56	174.27	452.48	545.13	637.16
(+/-%)	-38.97%	-70.59%	159.65%	20.48%	16.88%
每股收益(元)	1.23	0.36	0.94	1.13	1.32
EBIT Margin	9.99%	6.03%	8.99%	10.92%	13.04%
净资产收益率 (ROE)	8.53%	2.56%	6.43%	7.46%	8.35%
市盈率 (PE)	46.50	158.10	60.89	50.54	43.24
EV/EBITDA	35.75	52.15	31.27	24.66	19.97
市净率 (PB)	3.97	4.05	3.92	3.77	3.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·医疗美容

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongrui@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	57.20 元
总市值/流通市值	27552/27552 百万元
52 周最高价/最低价	84.59/42.51 元
近 3 个月日均成交额	225.93 百万元

市场走势

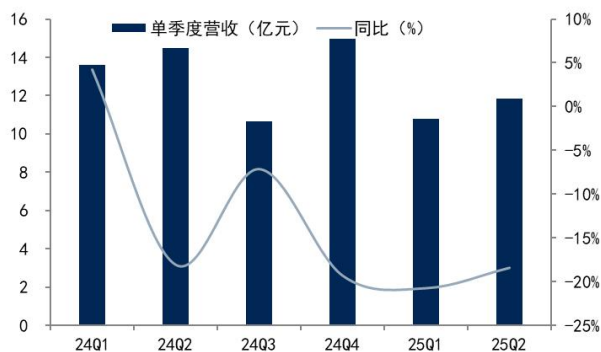


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

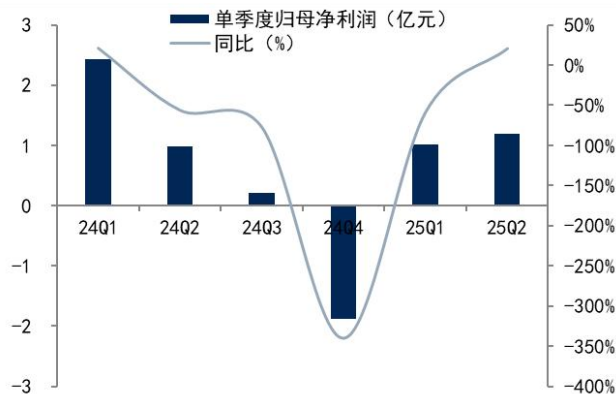
- 《华熙生物（688363.SH）——季度盈利端环比改善，深化业务变革静待经营拐点》——2025-04-27
- 《华熙生物（688363.SH）——医疗终端业务增长较好，坚持研发和创新的长期战略》——2024-11-01
- 《华熙生物（688363.SH）——护肤品业务调整致营收下滑 8.6%，医疗终端业务表现优异》——2024-08-25
- 《华熙生物（688363.SH）——季度盈利能力拐点初显，医疗终端业务增长领先》——2024-04-30
- 《华熙生物（688363.SH）——护肤品业务阶段性调整承压，医疗终端业务增长较好》——2023-08-31

图1: 华熙生物单季度营收及增速 (亿元、%)



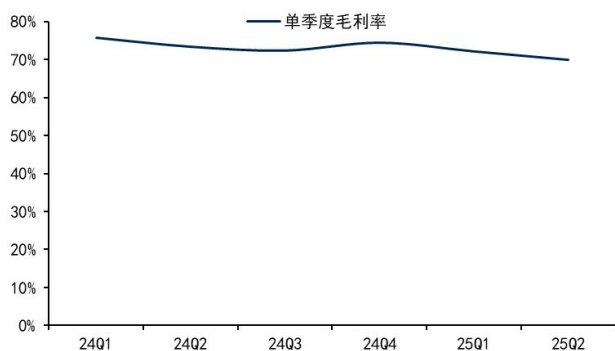
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 华熙生物单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



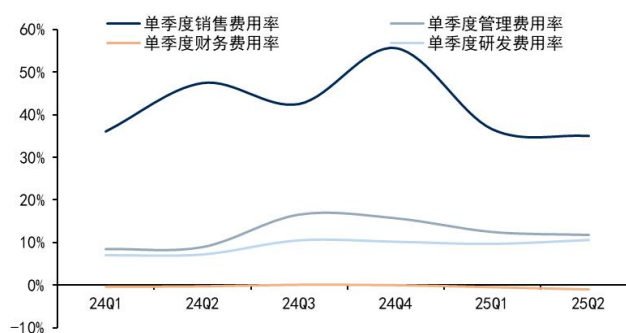
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 华熙生物单季度毛利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 华熙生物单季度费用率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1169	719	1165	1165	1165	营业收入	6076	5371	6070	6998	8095
应收款项	487	589	543	575	665	营业成本	1621	1393	1543	1765	2010
存货净额	1135	1248	1027	1084	1040	营业税金及附加	67	66	72	82	96
其他流动资产	193	154	194	215	247	销售费用	2842	2464	2743	3067	3438
流动资产合计	3123	2741	2959	3070	3147	管理费用	492	658	664	747	842
固定资产	3511	3977	5477	8766	13697	研发费用	446	466	502	574	653
无形资产及其他	497	491	471	451	432	财务费用	(31)	(7)	23	126	303
投资性房地产	1144	1032	1032	1032	1032	投资收益	1	(13)	0	0	0
长期股权投资	194	417	550	710	882	资产减值及公允价值变动	(53)	(158)	10	10	10
资产总计	8470	8657	10489	14029	19189	其他收入	(324)	(411)	(502)	(574)	(653)
短期借款及交易性金融负债	153	142	1786	4971	9645	营业利润	708	216	533	648	762
应付款项	701	820	688	705	736	营业外净收支	(7)	(3)	0	0	0
其他流动负债	367	379	429	432	488	利润总额	702	213	533	648	762
流动负债合计	1221	1341	2903	6107	10869	所得税费用	119	45	95	121	146
长期借款及应付债券	2	65	65	65	65	少数股东损益	(10)	(6)	(15)	(18)	(21)
其他长期负债	263	411	462	534	624	归属于母公司净利润	593	174	452	545	637
长期负债合计	266	476	527	599	689	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1487	1817	3430	6707	11559	净利润	593	174	452	545	637
少数股东权益	39	30	22	13	3	资产减值准备	39	105	84	116	196
股东权益	6944	6810	7036	7309	7628	折旧摊销	205	239	445	625	902
负债和股东权益总计	8470	8657	10489	14029	19189	公允价值变动损失	53	158	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(31)	(7)	23	126	303
每股收益	1.23	0.36	0.94	1.13	1.32	营运资本变动	22	319	280	97	297
每股红利	0.63	0.39	0.47	0.57	0.66	其它	(44)	(104)	(92)	(125)	(207)
每股净资产	14.42	14.14	14.61	15.17	15.84	经营活动现金流	868	891	1160	1248	1816
ROIC	8.27%	4.19%	6%	5%	4%	资本开支	0	(627)	(2000)	(4000)	(6000)
ROE	8.53%	2.56%	6%	7%	8%	其它投资现金流	391	110	0	0	0
毛利率	73%	74%	75%	75%	75%	投资活动现金流	265	(740)	(2133)	(4161)	(6172)
EBIT Margin	10%	6%	9%	11%	13%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	16%	20%	24%	负债净变化	(106)	63	0	0	0
收入增长	-4%	-12%	13%	15%	16%	支付股利、利息	(305)	(186)	(226)	(273)	(319)
净利润增长率	-39%	-71%	160%	20%	17%	其它融资现金流	(758)	(355)	1645	3185	4674
资产负债率	18%	21%	33%	48%	60%	融资活动现金流	(1570)	(601)	1418	2912	4356
股息率	1.1%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	现金净变动	(437)	(449)	445	0	0
P/E	46.5	158.1	60.9	50.5	43.2	货币资金的期初余额	1606	1169	719	1165	1165
P/B	4.0	4.0	3.9	3.8	3.6	货币资金的期末余额	1169	719	1165	1165	1165
EV/EBITDA	35.8	52.1	31.3	24.7	20.0	企业自由现金流	0	187	(827)	(2656)	(3947)
						权益自由现金流	0	(104)	799	426	482

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032