

公司研究

改革阶段性成果显现，Q3 利润延续同比正增

——华熙生物（688363.SH）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：53.99 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

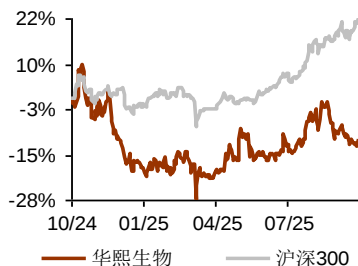
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.82
总市值(亿元):	260.06
一年最低/最高(元):	42.42/69.35
近 3 月换手率:	55.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.58	-9.68	-28.91
绝对	-2.58	4.19	-9.64

资料来源：Wind

相关研报

董事长亲赴一线，Q2 利润显著改善——华熙生物（688363.SH）2025 年半年报点评（2025-08-28）

变革进行时，“润百颜·玻玻”获批进一步丰富医美产品矩阵——华熙生物（688363.SH）2025 年一季报点评（2025-04-27）

要点

事件：

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营收/归母净利润分别为 31.6/2.5 亿元，分别同比-18.4%/-30.3%。其中，1Q/2Q/3Q 2025 实现营收 10.8/11.8/9.0 亿元，分别同比-20.8%/-18.4%/-15.2%；1Q/2Q/3Q 2025 实现归母净利润为 1.0/1.2/0.3 亿元，分别同比-58.1%/+20.9%/+55.6%。

点评：

原料业务稳健增长，医美新品快速放量，护肤品业务转型深化中：原料业务方面，公司实现稳健增长，3Q2025 公司医药材料原料业务收入同比增长 2.69%，毛利率为 84.8%，保持较高水平，凸显公司在高端原料领域的核心壁垒。

医疗终端业务方面，3Q2025 实现收入 3.59 亿元，同比增长 14.51%，其中医美业务贡献收入 2.29 亿元，同比增长 7.88%，上半年推出的新品合规水光产品“润百颜·玻玻”与合规动能素“润致·缇透”Q3 增速显著，其中“润百颜·玻玻”收入环比增速超过 100%，新品放量驱动医美业务收入逆势快速增长。

皮肤科学创新转化业务，目前尚处于转型深化阶段，3Q2025，公司皮肤科学业务销售费用率降幅接近 10 个百分点，费用结构优化带动整体经营质量改善，其中，米蓓尔与 BM 肌活等率先进行组织与人才调整，经营利润较去年同期显著改善，相关调整正在由小到大、有序展开。

营养科学业务，3Q2025 收入端持续增长，利润端扭亏为盈，公司通过与原料技术体系的融合应用，推动透明质酸、麦角硫因、红景天苷等活性物研究与功能化开发，经营质量持续改善。

销售费用率大幅下降，利润端延续同比提升：2025 年前三季度，公司毛利率为 70.7%，同比-3.2pcts；3Q 2025 公司毛利率为 69.9%，同比-2.5pcts；2025 年前三季度，公司归母净利率为 8.0%，同比-1.4pcts；3Q 2025 公司归母净利率为 3.5%，同比+1.6pcts。

2025 年前三季度，由于皮肤科学创新转化业务尚处于调整阶段、以及医疗终端业务的市场竞争加剧，公司毛利率同比有所下滑。

2025 年前三季度公司期间费用率为 59.6%，同比-1.3pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 35.3%/13.2%/11.4%/-0.4%，分别同比 -6.8/+2.3/+3.3/-0.2pcts。3Q2025 期间费用率为 64.9%，同比-4.9pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 34.3%/15.9%/14.4%/0.3%，分别同比-8.3/-0.7/+3.8/+0.2pcts。公司持续推动品牌传播从“规模导向”向“效益导向”转型，销售费用率大幅降低。

对内精益改革、提升效能，对外大力投资、布局前沿：一方面，年初公司董事长已亲赴一线管理，积极推进组织架构的调整、品牌传播的优化，推动品牌传播从“规模导向”向“效益导向”转型，目前已取得阶段性显著成果；另一方面，公司积极外延布局，今年 9 月公司认购圣诺医药-B 战略配股，加码小核酸药物，布局定向减脂增量赛道，今年 10 月参与禾元生物科创板 IPO 战略配售，拓展植物源生物活性物产品布局。公司积极推动全球科研合作——ECM 相关研究已与全球头部实验室达成战略合作，PDRN 项目与国际领先医美企业联合开发，在透明质酸基本盘稳健发展的同时，公司积极布局 PDRN、麦角硫因、小核酸、植物源重组蛋白等创新型原料和终端产品应用，持续强化合成生物学科研发实力+中试平台转化能力+全产业链延伸能力，核心竞争力有望不断夯实、提升。

全面布局 ECM 领域的领先企业，维持“买入”评级：考虑到公司皮肤科学转化业务仍处于阶段性调整中，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测至 3.8/5.4/7.2 亿元(下调幅度为 19%/9%/10%)，2025-2027 年 EPS 分别为 0.79/1.13/1.50 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 68/48/36 倍。公司在战略端高度重视基础研究的底层基因和终端产品的协同转化，目前是全球少有的布局 ECM 领域几乎全部关键物质的企业，我们坚定看好公司在经历营销和管理变革的阵痛期后，依托于扎实的研发实力和产品布局，所释放的发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：公司业务变革不及预期风险，行业竞争加剧，行业政策变化风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,076	5,371	4,536	5,239	6,271
营业收入增长率	-4.45%	-11.61%	-15.55%	15.51%	19.70%
净利润（百万元）	593	174	380	543	722
净利润增长率	-38.97%	-70.59%	118.29%	42.87%	32.77%
EPS（元）	1.23	0.36	0.79	1.13	1.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.53%	2.56%	5.33%	7.18%	8.88%
P/E	44	149	68	48	36
P/B	3.7	3.8	3.6	3.4	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-31

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,076	5,371	4,536	5,239	6,271
营业成本	1,621	1,393	1,279	1,452	1,675
折旧和摊销	205	239	336	383	423
税金及附加	67	66	55	64	77
销售费用	2,842	2,464	1,701	1,965	2,320
管理费用	492	658	612	681	784
研发费用	446	466	431	524	627
财务费用	-31	-7	9	-3	-2
投资收益	1	-13	5	5	5
营业利润	708	216	462	672	895
利润总额	702	213	461	671	894
所得税	119	45	88	134	179
净利润	583	168	373	536	716
少数股东损益	-10	-6	-7	-7	-6
归属母公司净利润	593	174	380	543	722
EPS(元)	1.23	0.36	0.79	1.13	1.50

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	700	565	1,490	776	1,066
净利润	593	174	380	543	722
折旧摊销	205	239	336	383	423
净营运资金增加	235	-53	-538	192	198
其他	-333	204	1,312	-343	-277
投资活动产生现金流	-613	-461	-1,115	-700	-700
净资本支出	-1,030	-721	-800	-700	-700
长期投资变化	194	417	0	0	0
其他资产变化	223	-157	-315	0	0
融资活动现金流	-528	-311	-142	-181	-117
股本变化	1	0	0	0	0
债务净变化	-182	51	-42	-100	0
无息负债变化	-330	279	-288	138	202
净现金流	-430	-200	233	-105	248

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	73.3%	74.1%	71.8%	72.3%	73.3%
EBITDA 率	16.9%	15.6%	20.4%	18.8%	20.6%
EBIT 率	13.0%	10.6%	13.0%	11.5%	13.8%
税前净利润率	11.5%	4.0%	10.2%	12.8%	14.3%
归母净利润率	9.8%	3.2%	8.4%	10.4%	11.5%
ROA	6.9%	1.9%	4.3%	5.9%	7.3%
ROE (摊薄)	8.5%	2.6%	5.3%	7.2%	8.9%
经营性 ROIC	10.3%	6.9%	7.4%	6.9%	9.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	18%	21%	17%	17%	18%
流动比率	2.56	2.04	2.06	2.13	2.22
速动比率	1.63	1.11	1.23	1.19	1.32
归母权益/有息债务	44.67	32.94	43.20	116.15	124.76
有形资产/有息债务	46.88	36.45	46.46	121.77	130.46

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,470	8,657	8,643	9,106	9,862
货币资金	1,169	719	952	848	1,096
交易性金融资产	140	30	50	52	54
应收账款	447	543	338	354	401
应收票据	0	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	39	45	23	26	31
存货	1,135	1,248	993	1,131	1,226
其他流动资产	43	73	31	66	118
流动资产合计	3,123	2,741	2,472	2,573	3,037
其他权益工具	45	53	53	53	53
长期股权投资	194	417	417	417	417
固定资产	2,403	3,336	3,698	3,947	4,121
在建工程	1,109	641	548	467	407
无形资产	497	491	669	863	1,044
商誉	251	174	182	182	182
其他非流动资产	264	68	151	151	151
非流动资产合计	5,347	5,916	6,172	6,533	6,826
总负债	1,487	1,817	1,488	1,526	1,728
短期借款	0	50	0	0	0
应付账款	694	820	755	813	904
应付票据	7	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6	7	3	17	37
流动负债合计	1,221	1,341	1,199	1,209	1,369
长期借款	2	65	65	65	65
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	206	253	220	248	289
非流动负债合计	266	476	289	317	358
股东权益	6,983	6,840	7,156	7,580	8,135
股本	482	482	482	482	482
公积金	4,095	4,106	4,106	4,106	4,106
未分配利润	2,454	2,446	2,774	3,205	3,766
归属母公司权益	6,944	6,810	7,133	7,564	8,125
少数股东权益	39	30	23	16	10

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	46.78%	45.88%	37.50%	37.50%	37.00%
管理费用率	8.10%	12.26%	13.50%	13.00%	12.50%
财务费用率	-0.51%	-0.13%	0.20%	-0.06%	-0.04%
研发费用率	7.35%	8.68%	9.50%	10.00%	10.00%
所得税率	17%	21%	19%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.38	0.11	0.23	0.33	0.45
每股经营现金流	1.45	1.17	3.09	1.61	2.21
每股净资产	14.42	14.14	14.81	15.70	16.87
每股销售收入	12.61	11.15	9.42	10.88	13.02

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	44	149	68	48	36
PB	3.7	3.8	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	25.6	32.0	27.4	25.8	19.7
股息率	0.7%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP