

公司研究

利润端延续修复，强化创新研发基因，夯实生物制造领先优势

——华熙生物（688363.SH）2025 年报点评

买入（维持）

当前价：42.63 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

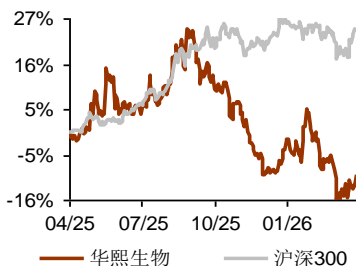
021-52523872

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.82
总市值(亿元)	205.34
一年最低/最高(元)	40.10/61.85
近3月换手率	44.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.38	-10.78	-36.65
绝对	5.26	-8.72	-9.91

资料来源：Wind

相关研报

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 年三季度报点评（2025-10-31）

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）

要点

事件：

公司发布 2025 年报，2025 年公司实现营收/归母净利润分别为 42.0/2.9 亿元，分别同比-21.8%/+67.6%。其中，1Q/2Q/3Q/4Q 2025 实现营收 10.8/11.8/9.0/10.4 亿元，分别同比-20.8%/-18.4%/-15.2%/-30.8%；1Q/2Q/3Q/4Q 2025 实现归母净利润为 1.0/1.2/0.3/0.4 亿元，分别同比-58.1%/+20.9%/+55.6%/扭亏为盈。

点评：

原料业务稳中优化，医美短期承压，皮肤科学创新转化业务品牌升级中：2025 年，分产品看，公司原料产品/医疗终端产品/皮肤科学创新转化业务/营养科学创新转化业务分别实现营收 12.1/13.7/14.9/1.1 亿元，分别同比-2.2%/-4.9%/-42.1%/+31.2%。

原料业务稳中优化，海外市场持续增长。2025 年公司原料业务国际市场实现收入 6.3 亿元，同比增长 3.0%，全年新上市 13 种生物活性物，创新产品收入占比超过 18%，持续推进无菌级透明质酸、PDRN/PN 等创新产品的产业化布局，医药材料、皮肤科学材料、营养材料及创新原料四大板块协同升级，海外多区域市场与多场景应用拓展顺利，全球龙头地位持续巩固。

医疗终端业务短期承压、结构优化，其中，2025 年医美业务收入 9.4 亿元，同比-12.6%，主要由于公司微交联产品润致娃娃针受行业价格竞争、产品生命周期等多重因素影响，销售收入面临调整压力。公司积极研发新产品，持续夯实渠道布局，2025 年推出的合规水光“润百颜·玻玻”以及合规动能素“润致·缇透”，凭借精准的市场定位与差异化优势合计贡献近 1 亿元收入，有效对冲了部分老产品收入下滑的影响，两款产品 2026 年有望继续放量。

皮肤科学创新业务继续开展系统性结构优化，对 C 端品牌体系、产品结构及渠道模式进行调整，压缩以销售额为单一导向的市场投放，减少部分投入产出效率相对较低的品牌及项目，进一步将资源集中至具备技术基础与产品积累的润百颜和夸迪等核心品牌。

营养科学创新业务实现快速增长，公司以麦角硫因、透明质酸、燕窝酸等核心生物活性物为基础打造特色单品，通过线上线下全渠道协同推进市场拓展，持续强化技术传播与用户教育，逐步构建起公司新的业绩增长曲线。

销售费用率大幅下降，利润端延续同比提升：2025 年公司毛利率为 70.3%，同比-3.7pcts；4Q2025 公司毛利率为 69.2%，同比-5.2pcts；2025 年公司归母净利率为 7.0%，同比+3.7pcts；4Q2025 公司归母净利率为 3.8%，同比扭亏为盈。

分产品来看，2025 年公司原料业务/医疗终端业务/皮肤科学创新转化业务毛利率分别为 61.8%/80.6%/67.6%，同比-3.7/-3.8/-5.2pcts，公司对皮肤科学创新转化业务产品开展阶段性促销策略，面膜、水乳膏霜类产品受促销力度影响，导致毛利率短期下降幅度较大，原料业务及医疗终端业务毛利率则受到市场竞争加剧影响有所降低。

2025 年公司期间费用率为 60.1%，同比-6.6pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 36.1%/12.9%/11.2%/-0.1%，分别同比-9.8pcts/+0.6pcts/+2.6pcts/持平。4Q2025 期间费用率为 61.7%，同比-20.0pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 38.4%/11.9%/10.7%/0.7%，分别同比-17.3/-3.9/+0.5/+0.7pcts。公司持续推动品牌传播从“规模导向”向“效益导向”转型，渠道及推广宣传费用大幅降低，导致销售费用率明显降低。公司重视研发投入，研发费用率同比提升。

“减收增利”验证转型成色，科研生态持续夯实护城河：公司主动从“规模扩张”向“质量增长”转型，对内，2025 年 3 月公司董事长赵燕亲率管理团队重回业务一线，加速推进组织架构扁平化与人才体系重塑，强化责任意识与决策效率，推动经营重心向业务前端迁移，目前米蓓尔、BM 肌活等核心品牌的内部调整已率先显现成效，皮肤科学板块费效比显著改善；对外，公司围绕 ECM（细胞外基质）核心战略纵深布局：2025 年 10 月正式发布 ECM 战略并落地品牌场景联动，旗下润百颜基于透明质酸在 ECM 中对胶原蛋白、弹性蛋白等物质的引导与通讯机制重构品牌科研叙事，同步冠名北京、重庆两地华熙 LIVE 场馆为“润百颜 ECM 中心”，实现从“品牌曝光”到“科学叙事”的战略升维。当前公司正处转型深化阶段，短期收入筑底、长期势能积蓄，展望未来，随着渠道与品牌结构优化逐步完成、创新原料矩阵加速商业化落地，公司有望在“收入企稳+利润质量持续改善”的双重验证中重新获得市场重估。

合成生物驱动的生物科技领先企业，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 2026-2027 年归母净利润预测至 3.6/5.3 亿元（下调幅度为 33%/27%），并新增 2028 年归母净利润预测为 6.1 亿元，2026-2028 年 EPS 分别为 0.75/1.10/1.27 元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 57/39/34 倍。公司透明质酸市场份额常年全球第一，并以此优势为基础打开了对糖生物学和细胞生物学的前沿研究，公司致力于将生命科学成果转化为应用于衰老干预、组织再生等领域的创新解决方案，目前已构建起了一个从原料到终端产品，涵盖医药、医美、营养科学和皮肤科学的整合解决方案，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,371	4,199	4,318	4,636	5,047
营业收入增长率	-11.61%	-21.82%	2.84%	7.36%	8.87%
归母净利润（百万元）	174	292	363	528	612
归母净利润增长率	-70.59%	67.59%	24.40%	45.30%	16.01%
EPS（元）	0.36	0.61	0.75	1.10	1.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.56%	4.12%	4.97%	6.82%	7.48%
P/E	118	70	57	39	34
P/B	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-22

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,371	4,199	4,318	4,636	5,047
营业成本	1,393	1,246	1,280	1,276	1,382
折旧和摊销	239	310	337	380	415
税金及附加	66	56	58	62	68
销售费用	2,464	1,515	1,576	1,683	1,832
管理费用	658	542	557	584	616
研发费用	466	472	484	487	505
财务费用	-7	-5	-1	-4	-6
投资收益	-13	-5	-5	-5	-5
营业利润	216	333	419	614	713
利润总额	213	334	419	614	713
所得税	45	43	63	92	107
净利润	168	291	356	522	606
少数股东损益	-6	-1	-7	-6	-6
归属母公司净利润	174	292	363	528	612
EPS(元)	0.36	0.61	0.75	1.10	1.27

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	565	627	1,206	863	1,003
净利润	174	292	363	528	612
折旧摊销	239	310	337	380	415
净营运资金增加	-96	-252	-96	101	99
其他	247	278	602	-146	-124
投资活动产生现金流	-461	-265	-805	-610	-610
净资本支出	-721	-324	-700	-600	-600
长期投资变化	417	418	0	0	0
其他资产变化	-157	-360	-105	-10	-10
融资活动现金流	-311	-2	-236	-190	-134
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	51	95	-107	-100	0
无息负债变化	279	-335	29	27	94
净现金流	-200	364	165	63	258

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	74.1%	70.3%	70.4%	72.5%	72.6%
EBITDA 率	15.6%	21.7%	18.8%	22.1%	23.0%
EBIT 率	10.6%	13.5%	11.0%	13.9%	14.8%
税前净利润率	4.0%	7.9%	9.7%	13.2%	14.1%
归母净利润率	3.2%	7.0%	8.4%	11.4%	12.1%
ROA	1.9%	3.3%	4.0%	5.7%	6.2%
ROE (摊薄)	2.6%	4.1%	5.0%	6.8%	7.5%
经营性 ROIC	6.6%	7.4%	6.0%	7.8%	8.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	21%	18%	17%	16%	16%
流动比率	2.04	2.34	2.54	2.85	2.97
速动比率	1.11	1.52	1.65	1.89	2.06
归母权益/有息债务	32.94	23.47	37.57	81.71	86.52
有形资产/有息债务	36.45	24.87	40.79	86.53	91.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	8,657	8,693	8,835	9,177	9,721
货币资金	719	995	1,160	1,223	1,481
交易性金融资产	30	33	50	52	54
应收账款	543	564	499	535	583
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	45	42	43	46	50
存货	1,248	981	1,024	1,021	1,036
其他流动资产	73	45	51	67	88
流动资产合计	2,741	2,785	2,910	3,028	3,382
其他权益工具	53	59	59	59	59
长期股权投资	417	418	418	418	418
固定资产	3,336	3,538	3,851	4,034	4,171
在建工程	641	439	396	354	321
无形资产	491	518	596	678	759
商誉	174	178	178	178	178
其他非流动资产	68	97	85	85	85
非流动资产合计	5,916	5,908	5,925	6,150	6,340
总负债	1,817	1,577	1,499	1,426	1,520
短期借款	50	93	0	0	0
应付账款	820	657	704	702	746
应付票据	0	12	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	4	5	11	19
流动负债合计	1,341	1,190	1,146	1,061	1,139
长期借款	65	95	95	95	95
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	253	249	254	266	283
非流动负债合计	476	387	352	365	382
股东权益	6,840	7,115	7,336	7,751	8,201
股本	482	482	482	482	482
公积金	4,106	4,103	4,103	4,103	4,103
未分配利润	2,446	2,686	2,958	3,379	3,834
归属母公司权益	6,810	7,086	7,314	7,735	8,191
少数股东权益	30	29	22	16	10

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	45.88%	36.07%	36.50%	36.30%	36.30%
管理费用率	12.26%	12.90%	12.90%	12.60%	12.20%
财务费用率	-0.13%	-0.12%	-0.03%	-0.10%	-0.11%
研发费用率	8.68%	11.24%	11.20%	10.50%	10.00%
所得税率	21%	13%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.11	0.19	0.22	0.33	0.38
每股经营现金流	1.17	1.30	2.50	1.79	2.08
每股净资产	14.14	14.71	15.18	16.06	17.00
每股销售收入	11.15	8.72	8.97	9.62	10.48

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	118	70	57	39	34
PB	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	25.6	23.1	24.6	19.4	17.0
股息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%

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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼