

华熙生物 (688363.SH)

买入 (首次评级)

短期调整，厚积薄发

| 财务指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 5,371 | 4,199 | 4,347 | 4,582 | 4,807 |
| 增长率 yoy (%) | -11.6 | -21.8 | 3.5 | 5.4 | 4.9 |
| 归母净利润 (百万元) | 174 | 292 | 383 | 474 | 560 |
| 增长率 yoy (%) | -70.6 | 67.6 | 31.1 | 23.9 | 18.2 |
| ROE (%) | 2.5 | 4.1 | 5.2 | 6.1 | 6.8 |
| EPS 最新摊薄 (元) | 0.36 | 0.61 | 0.79 | 0.98 | 1.16 |
| P/E (倍) | 114.9 | 68.5 | 52.3 | 42.2 | 35.7 |
| P/B (倍) | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。 2025 年公司营业收入 41.99 亿元，同比-21.82%；归母净利润 2.92 亿元，同比+67.59%；扣非后归母净利润 1.86 亿元，同比+73.76%。2025Q4 公司营业收入 10.36 亿元，同比-30.77%；归母净利润 0.40 亿元，同比+121.13%；扣非后归母净利润 0.01 亿元，同比+100.44%。2026Q1 公司营业收入 8.29 亿元，同比-23.06%；归母净利润 0.65 亿元，同比-36.55%；扣非后归母净利润 0.58 亿元，同比-29.76%。根据华熙生物 2026 年一季报，公司 2026Q1 业绩承压，主要是围绕新一轮增长周期所进行的前置性投入所致，为保障后续更高质量发展，公司对部分生产装置实施集中停产检修，多个工厂同步推进，部分生产产线的固定资产折旧摊销费用计入管理费用而非存货，影响利润约 2500 万元，同时政府补助较 25 年 Q1 减少，对利润端影响约 900 万元；展望后续发展，公司基于已明确的战略方向，对产品逻辑、品牌体系及业务结构进行战略性重构，随着检修完成、产能恢复，有望逐步进入新一轮增长周期。

品牌筑基，核心品牌建设进一步深化，体系化建设有望构建长期发展抓手。 根据华熙生物 2026 年一季报，以润百颜为例，公司转向围绕“重建细胞赖以生存的土壤环境”核心逻辑，由单点功能满足向系统性皮肤解决方案升级，形成白纱布线、美白线、维稳线、水光线、小紫弹线等多维产品布局。相匹配的，品牌与营销层面，公司推进由单一产品传播转向以统一科学逻辑为核心的系统性表达。

销售费用率优化，投放效率提升。 2025Q4、2026Q1 公司归母净利率为 3.83%、7.80%，同比+16.38pct、-1.66pct；毛利率为 69.24%、67.84%，同比-5.20pct、-4.31pct；销售费用率为 38.39%、31.76%，同比-17.30pct、-4.81pct，根据华熙生物 2026 年一季报，主要得益于费用结构持续优化、投放效率不断提升。

盈利预测及投资建议。 公司当前处于阶段性业务结构重构、费用投放的调整阶段，奠定了后续业绩增长的基础，我们看好公司后续修复及发展，预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 3.83 亿元、4.74 亿元、5.60 亿元，对应 PE 52.3X、42.2X、35.7X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示： 新品推广不及预期，产能恢复不及预期，折旧摊销等项目超预期，渠道费用管控不及预期，营销投放效果不及预期，原材料成本大幅提升，市场竞争加剧。

股票信息

| | |
|-------------------|-----------|
| 行业 | 医药 |
| 2026年05月07日收盘价(元) | 41.56 |
| 总市值(百万元) | 20,018.55 |
| 流通市值(百万元) | 20,018.55 |
| 总股本(百万股) | 481.68 |
| 流通股本(百万股) | 481.68 |
| 近3月日均成交额(百万元) | 132.23 |

作者



分析师 郭庆龙

SAC: S1070525120002

邮箱: guoqinglong@cgws.com



分析师 吕科佳

SAC: S1070526010001

邮箱: lvkejia@cgws.com



分析师 黄淑妍

SAC: S1070514080003

邮箱: huangsy@cgws.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2741 | 2785 | 3254 | 3560 | 4286 |
| 现金 | 719 | 995 | 1266 | 1568 | 2155 |
| 应收票据及应收账款 | 544 | 564 | 439 | 665 | 477 |
| 其他应收款 | 45 | 42 | 40 | 50 | 43 |
| 预付账款 | 81 | 92 | 90 | 101 | 100 |
| 存货 | 1248 | 981 | 1312 | 1068 | 1403 |
| 其他流动资产 | 103 | 110 | 108 | 109 | 108 |
| 非流动资产 | 5916 | 5908 | 5846 | 5761 | 5673 |
| 长期股权投资 | 417 | 418 | 478 | 514 | 558 |
| 固定资产 | 3336 | 3538 | 3471 | 3433 | 3377 |
| 无形资产 | 491 | 518 | 512 | 502 | 492 |
| 其他非流动资产 | 1673 | 1434 | 1384 | 1312 | 1247 |
| 资产总计 | 8657 | 8693 | 9100 | 9321 | 9959 |
| 流动负债 | 1341 | 1190 | 1290 | 1164 | 1352 |
| 短期借款 | 50 | 93 | 79 | 83 | 82 |
| 应付票据及应付账款 | 820 | 668 | 839 | 734 | 897 |
| 其他流动负债 | 471 | 429 | 373 | 347 | 373 |
| 非流动负债 | 476 | 387 | 404 | 371 | 354 |
| 长期借款 | 65 | 95 | 72 | 52 | 31 |
| 其他非流动负债 | 411 | 293 | 332 | 319 | 323 |
| 负债合计 | 1817 | 1577 | 1695 | 1534 | 1706 |
| 少数股东权益 | 30 | 29 | 28 | 27 | 25 |
| 股本 | 482 | 482 | 482 | 482 | 482 |
| 资本公积 | 3853 | 3850 | 3850 | 3850 | 3850 |
| 留存收益 | 2700 | 2940 | 3202 | 3526 | 3910 |
| 归属母公司股东权益 | 6810 | 7086 | 7377 | 7760 | 8229 |
| 负债和股东权益 | 8657 | 8693 | 9100 | 9321 | 9959 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 565 | 627 | 661 | 625 | 898 |
| 净利润 | 168 | 291 | 382 | 473 | 559 |
| 折旧摊销 | 269 | 343 | 293 | 312 | 330 |
| 财务费用 | -7 | -5 | -16 | -27 | -40 |
| 投资损失 | 13 | 5 | 8 | 9 | 9 |
| 营运资金变动 | -130 | -205 | -141 | -294 | -116 |
| 其他经营现金流 | 251 | 197 | 136 | 153 | 157 |
| 投资活动现金流 | -461 | -265 | -223 | -230 | -241 |
| 资本支出 | 721 | 326 | 102 | 215 | 191 |
| 长期投资 | -288 | -69 | -60 | -35 | -44 |
| 其他投资现金流 | 548 | 130 | -60 | 20 | -6 |
| 筹资活动现金流 | -311 | -2 | -168 | -93 | -69 |
| 短期借款 | 50 | 43 | -14 | 5 | -2 |
| 长期借款 | 63 | 30 | -22 | -21 | -21 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 12 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -435 | -72 | -131 | -77 | -47 |
| 现金净增加额 | -200 | 364 | 271 | 302 | 587 |

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5371 | 4199 | 4347 | 4582 | 4807 |
| 营业成本 | 1393 | 1246 | 1301 | 1344 | 1398 |
| 营业税金及附加 | 66 | 56 | 58 | 61 | 64 |
| 销售费用 | 2464 | 1515 | 1500 | 1558 | 1610 |
| 管理费用 | 658 | 542 | 543 | 550 | 553 |
| 研发费用 | 466 | 472 | 478 | 495 | 510 |
| 财务费用 | -7 | -5 | -16 | -27 | -40 |
| 资产和信用减值损失 | -189 | -146 | -151 | -159 | -167 |
| 其他收益 | 85 | 91 | 107 | 104 | 97 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 20 | 10 | 10 | 10 |
| 投资净收益 | -13 | -5 | -8 | -9 | -9 |
| 资产处置收益 | -0 | 0 | -1 | -1 | -0 |
| 营业利润 | 216 | 333 | 440 | 545 | 642 |
| 营业外收入 | 3 | 4 | 4 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 5 | 3 | 6 | 6 | 5 |
| 利润总额 | 213 | 334 | 438 | 542 | 640 |
| 所得税 | 45 | 43 | 56 | 69 | 82 |
| 净利润 | 168 | 291 | 382 | 473 | 559 |
| 少数股东损益 | -6 | -1 | -1 | -1 | -2 |
| 归属母公司净利润 | 174 | 292 | 383 | 474 | 560 |
| EBITDA | 471 | 674 | 714 | 827 | 929 |
| EPS (元/股) | 0.36 | 0.61 | 0.79 | 0.98 | 1.16 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | -11.6 | -21.8 | 3.5 | 5.4 | 4.9 |
| 营业利润 (%) | -69.5 | 54.3 | 32.0 | 23.8 | 17.9 |
| 归属母公司净利润 (%) | -70.6 | 67.6 | 31.1 | 23.9 | 18.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 74.1 | 70.3 | 70.1 | 70.7 | 70.9 |
| 净利率 (%) | 3.1 | 6.9 | 8.8 | 10.3 | 11.6 |
| ROE (%) | 2.5 | 4.1 | 5.2 | 6.1 | 6.8 |
| ROIC (%) | 2.2 | 3.8 | 4.7 | 5.5 | 6.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 21.0 | 18.1 | 18.6 | 16.5 | 17.1 |
| 净负债比率 (%) | -3.8 | -6.2 | -11.4 | -14.9 | -21.5 |
| 流动比率 | 2.0 | 2.3 | 2.5 | 3.1 | 3.2 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.4 | 1.4 | 2.0 | 2.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 10.8 | 7.6 | 8.7 | 8.3 | 8.4 |
| 应付账款周转率 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.36 | 0.61 | 0.79 | 0.98 | 1.16 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.17 | 1.30 | 1.37 | 1.30 | 1.86 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 14.14 | 14.71 | 15.32 | 16.11 | 17.08 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 114.9 | 68.5 | 52.3 | 42.2 | 35.7 |
| P/B | 2.9 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 42.0 | 29.1 | 26.9 | 22.8 | 19.6 |

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|----------------------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上 | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性 | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上 | | |
| 行业指中信一级行业，市场指沪深300指数 | | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686