



华熙生物 (688363.CH): 调整初见成效, 但业绩恢复有待进一步确认

在功能性护肤品业务调整的背景下, 华熙生物 2023 年收入录得上市以来首次负增长 (-4.5%), 归母净利率跌至 9.8%, 与 2023 年的业绩快报基本一致。我们欣喜地看到 1Q24 收入和利润率重回增长通道, 但我们认为仍有待时间来确认业务情况的恢复。我们维持华熙生物“持有”评级, 下调目标价至人民币 58.5 元。

- 功能性护肤品业务调整初见成效:** 2023 年, 功能性护肤品增长乏力促使公司主动进行调整, 全年功能性护肤品业务收入同比下降 18.5%, 令公司收入同比下降 4.5%。我们认为, 进入 1Q24, 公司的业务调整效果初显。1Q24 单季收入在经历 2 个季度的负增长后重返正增长通道, 但同比增速 (4.2%) 在低基数下是较低水平。根据公司公布的“提质增效重回报”专项行动方案, 我们认为 2024 年华熙生物护肤品业务在聚焦大单品、强化产品特性、夯实渠道力和深化品牌价值的带动下, 收入将持续增长。
- 原料和医疗终端业务仍具备较强抵御能力:** 尽管功能性护肤品业务承压, 但原料和医疗终端业务仍为公司提供较强的收入支撑, 2023 年收入分别同比增长 15.2% 以及 59.0%, 收入占比也分别增长 3.2pct 和 7.2pct 至 18.6% 以及 17.9%。其中, 原料业务中毛利较高的医药级原料同比增长 19%; 在娃娃针和润致填充剂收入超 200% 增长的带动下, 医疗终端业务中的皮肤类医疗产品同比增长 60.3%。
- 精细化费用投放促使利润率回升:** 1Q24 销售费用率同比减少 10.4pct 至 36% (1Q20 以来的低位)。我们认为, 这主要是由于 (1) 功能性护肤品业务条线调整使公司根据业务节奏减少 1Q24 投放力度, 同时公司更加注重费用的精细化投放使投放效率提升; (2) 医美板块销售费用率持续下降。虽然员工和设备的增加令 1Q24 管理费用率同比增长 1.9pct, 但仍拉动核心经营利润率同比提升 9.3pct 至 23% 的高位。展望 2024 年, 虽然护肤品销售费用将随着大促的营销投放而增加, 但公司费用管理的改善和资源利用效率的提升将会带动全年费用率的优化。
- 业绩趋势向好, 但业务恢复有待进一步明确:** 尽管 1Q24 的收入和利润率双回升, 但考虑到 1Q24 在低基数下仅达成中单位数的增长率, 我们认为现在确认经营情况已恢复为时尚早。我们认为功效型护肤品业务调整尚未完成, 期待公司改革效果的进一步释放, 带动业绩恢复。
- 下调盈利预期, 维持“持有”评级:** 考虑到华熙生物功能性护肤品的调整仍需时间完全达成, 我们下调盈利预期, 给予华熙生物 34x 2024E PE, 下调目标价至人民币 58.5 元, 维持“持有”评级。
- 投资风险:** 行业需求放缓; 线上竞争加剧; 子品牌增长不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,359	6,076	6,946	8,040	9,368
同比变动 (%)	28.5%	-4.5%	14.3%	15.8%	16.5%
归母净利润	971	593	823	987	1,171
同比变动 (%)	24.1%	-39.0%	38.9%	20.0%	18.6%
PE (X)	30.6	50.0	35.8	29.8	25.1
ROE (%)	15.7%	8.7%	11.3%	12.5%	13.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2024 年 4 月 30 日

评级

持有

目标价 (人民币)	58.5
潜在升幅/降幅	-4.9%
目前股价 (人民币)	61.5
52 周内股价区间 (人民币)	50.2-99.5
总市值 (百万人民币)	29,623
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	115.7

注: 截至 2024 年 4 月 30 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 华熙生物

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,359	6,076	6,946	8,040	9,368
同比	28.5%	-4.5%	14.3%	15.8%	16.5%
销售成本	-1,463	-1,621	-1,727	-1,913	-2,162
税金	-77	-67	-77	-89	-103
毛利	4,819	4,388	5,142	6,038	7,103
毛利率	75.8%	72.2%	74.0%	75.1%	75.8%
销售费用	-3,049	-2,842	-3,165	-3,708	-4,368
管理费用	-393	-492	-589	-676	-779
研发费用	-388	-446	-490	-568	-662
核心经营溢利	988	607	898	1,086	1,294
经营利润率	15.5%	10.0%	12.9%	13.5%	13.8%
净融资成本	49	31	35	43	54
其他经营收入和损失	99	71	50	50	50
经营溢利	1,136	708	983	1,179	1,398
营业外收入	6	3	3	4	4
营业外支出	-6	-10	-11	-13	-15
税前盈利	1,136	702	975	1,170	1,388
所得税开支	-175	-119	-166	-199	-236
所得税率	15.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东权益	-10	-10	-14	-16	-19
归母净利润	971	593	823	987	1,171
归母净利率	15.3%	9.8%	11.8%	12.3%	12.5%
同比	24.1%	-39.0%	38.9%	20.0%	18.6%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	1,899	2,403	2,637	2,839	3,009
使用权资产	99	102	90	65	28
投资资产	130	287	287	287	287
预付款	303	337	337	337	337
无形资产	475	497	524	549	572
在建工程	830	1,109	1,109	1,109	1,109
其他	922	613	613	613	613
非流动资产	4,659	5,347	5,596	5,798	5,954
存货	1,162	1,135	1,223	1,355	1,531
应收贸易款项	510	490	567	656	764
预付款	172	150	171	198	231
金融资产	531	140	140	140	140
现金及等同现金项目	1,606	1,169	1,445	1,775	2,242
其他	43	40	40	40	40
流动资产	4,023	3,123	3,586	4,165	4,948
短期借款	139	0	0	0	0
应付贸易款项	916	756	906	1,011	1,151
应付职工薪酬及其他	491	306	306	306	306
一年内到期的非流动负债	90	153	153	153	153
其他	8	6	6	6	6
流动负债	1,644	1,221	1,370	1,476	1,615
长期借款	108	2	2	2	2
租赁负债	52	53	53	53	53
其他	194	211	211	211	211
非流动负债	355	266	266	266	266
股本	481	482	482	482	482
储备	6,153	6,462	7,039	7,730	8,550
非控制性权益	49	39	26	9	-10
权益	6,683	6,983	7,546	8,221	9,021

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	961	583	809	971	1,152
折旧	196	244	288	333	376
摊销	32	49	23	25	27
融资开支净额	-11	8	-35	-43	-54
存货减少/(增加)	-438	14	-89	-132	-176
应收贸易款项(增加)/减少	-98	54	-99	-116	-141
其他应收款项减少/(增加)	-73	-322	150	105	139
递延所得税资产	-60	-34	0	0	0
其他	125	104	50	50	50
经营活动所得(所用)现金净额	635	700	1,098	1,194	1,374
购入物业、机器及设备	-695	-1,030	-610	-610	-610
收到投资现金	3,509	1,806	0	0	0
支付投资现金	-3,650	-1,389	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-836	-613	-610	-610	-610
收到投资现金	89	58	0	0	0
收到借款现金	138	0	0	0	0
支付利息	-243	-305	-212	-253	-297
其他	-155	-280	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-170	-528	-212	-253	-297
现金及现金等价物变动	-371	-441	276	331	467
于年初的现金及现金等价物	1,767	1,243	1,169	1,445	1,775
现金及现金等价物汇兑差额	30	11	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,425	813	1,445	1,775	2,242

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	2.01	1.23	1.72	2.06	2.45
每股销售额	13.16	12.61	14.51	16.80	19.57
每股股息	0.61	0.38	0.52	0.62	0.73
同比变动					
收入	28.5%	-4.5%	14.3%	15.8%	16.5%
经营溢利	26.5%	-38.6%	48.0%	20.9%	19.2%
归母净利润	24.1%	-39.0%	38.9%	20.0%	18.6%
费用与利润率					
毛利率	75.8%	72.2%	74.0%	75.1%	75.8%
经营利润率	15.5%	10.0%	12.9%	13.5%	13.8%
归母净利率	15.3%	9.8%	11.8%	12.3%	12.5%
回报率					
平均股本回报率	15.7%	8.7%	11.3%	12.5%	13.6%
平均资产回报率	11.2%	7.0%	9.0%	9.9%	10.7%
资产效率					
库存周转天数	233.3	258.5	258.5	258.5	258.5
应收账款周转天数	26.7	29.6	29.6	29.6	29.6
应付账款周转天数	207.0	187.1	187.1	187.1	187.1
财务杠杆					
流动比率(x)	2.4	2.6	2.6	2.8	3.1
速动比率(x)	1.1	1.5	1.4	1.5	1.6
现金比率(x)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4
负债/权益(%)	29.9%	21.3%	21.7%	21.2%	20.9%
估值					
市盈率(x)	30.6	50.0	35.8	29.8	25.1
市销率(x)	4.7	4.9	4.2	3.7	3.1
股息率	1.0%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%

图表 2：华熙生物 2023 年全年及 1Q24 经营情况

(百万人民币)	2022	2023	YoY	1Q23	1Q24	YoY
营业收入	6,359	6,076	-4.5%	1,305	1,361	4.2%
营业成本	-1,463	-1,621	10.8%	-342	-330	-3.5%
毛利润	4,896	4,455	-9.0%	963	1,030	7.0%
毛利率	77.0%	73.3%		73.8%	75.7%	
税金及附加	-77	-67	-13.1%	-9	-15	60.1%
毛利润(含税金)	4,819	4,388	-8.9%	954	1,015	6.5%
毛利率(含税金)	75.8%	72.2%		73.1%	74.6%	
销售费用	-3,049	-2,842	-6.8%	-606	-490	-19.0%
销售费用率	48.0%	46.8%		46.4%	36.0%	
管理费用	-393	-492	25.3%	-86	-116	35.1%
管理费用率	6.2%	8.1%		6.6%	8.5%	
研发费用	-388	-446	15.0%	-83	-96	15.1%
研发费用率	6.1%	7.3%		6.4%	7.0%	
经营利润	988	607	-38.6%	179	313	75.0%
经营利润率	15.5%	10.0%		13.7%	23.0%	
财务费用	49	31	-36.7%	6	5	-22.8%
其他收益	122	131	7.0%	59	14	-76.0%
投资净收益	12	1	-88.9%	2	-2	n.m.
公允价值变动收益	0	1	n.m.	0	0	-100.0%
资产减值损失	-15	-54	252.2%	1	-7	n.m.
信用减值损失	-19	-5	-72.9%	-4	-23	n.m.
资产处置收益	0	-3	n.m.	0	0	n.a.
营业利润	1,136	708	-37.7%	243	300	23.5%
营业外收入	6	3	-53.2%	1	1	-38.0%
营业外支出	-6	-10	50.7%	-2	0	-88.5%
利润总额	1,136	702	-38.2%	242	301	24.3%
所得税	-175	-119	-31.9%	-41	-57	40.3%
净利润	961	583	-39.4%	201	243	21.1%
净利率	15.1%	9.6%		15.4%	17.9%	
少数股东损益	-10	-10	2.9%	0	0	-95.8%
归母净利润	971	593	-39.0%	200	243	21.4%
归母净利率	15.3%	9.8%		15.4%	17.9%	

资料来源：公司资料、浦银国际

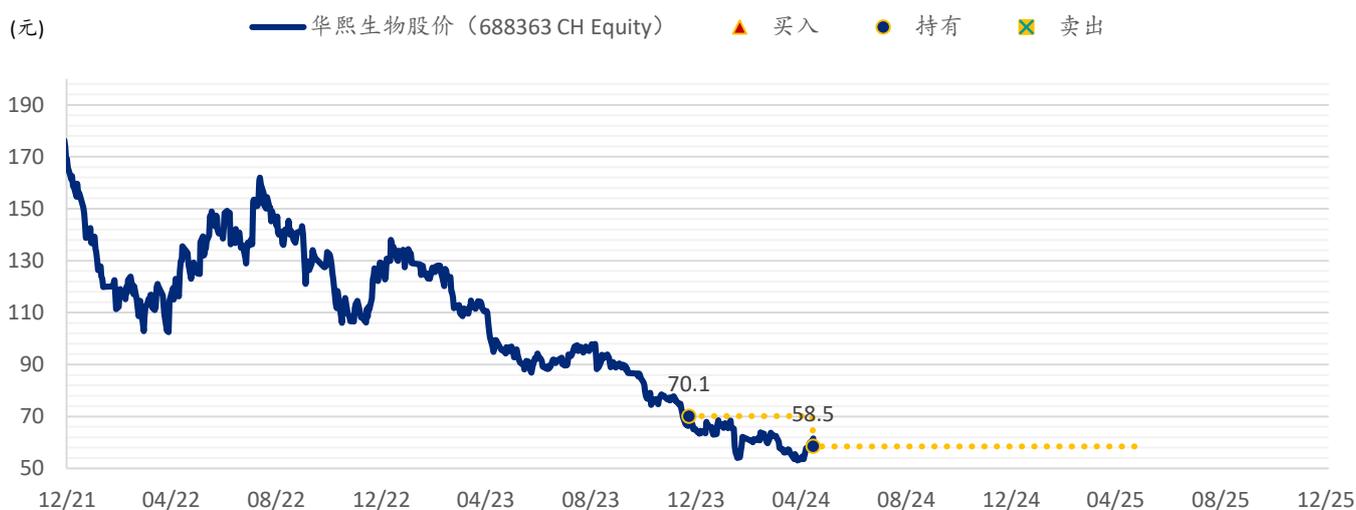
图表 3：SPDBI 财务预测变动：华熙生物（688363.CH）

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	7,079	8,901	n.a
新预测	6,946	8,040	9,368
变动	-1.9%	-9.7%	n.a.
归母净利润			
旧预测	1,013	1,307	n.a
新预测	823	987	1,171
变动	-18.8%	-24.5%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 4：SPDBI 目标价：华熙生物（688363.CH）



注：截至 2024 年 4 月 30 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

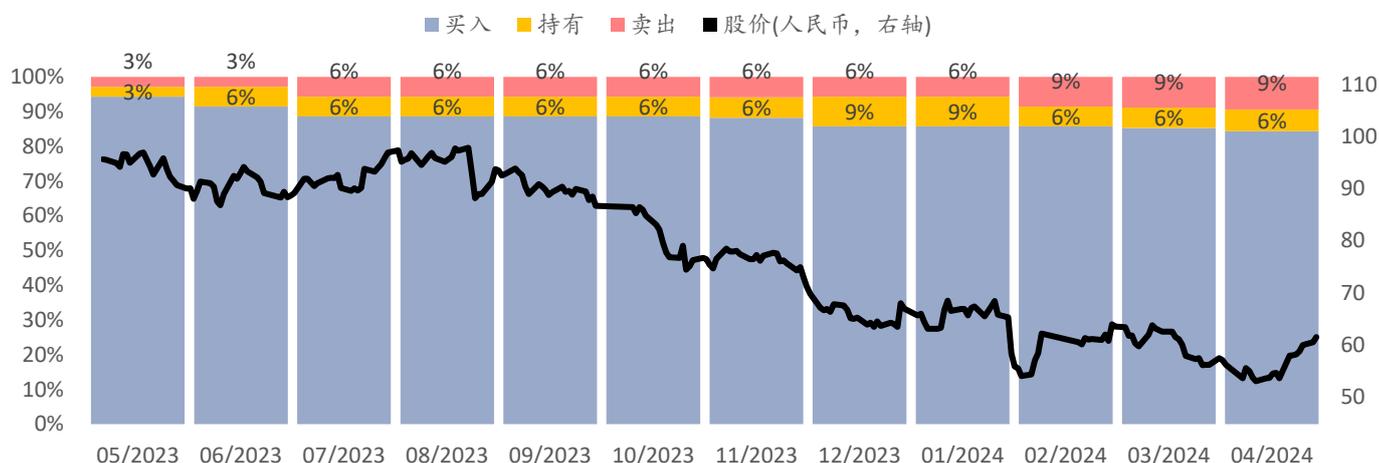
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	20.9	持有	23.0	2024 年 4 月 30 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.7	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.5	买入	7.0	2024 年 4 月 12 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.8	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	40.0	买入	49.9	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	294.4	买入	389.3	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.9	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.3	买入	18.6	2024 年 4 月 9 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.0	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.0	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	36.0	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	70.4	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	11.0	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	56.8	买入	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	82.0	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.9	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.6	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.4	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.3	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.4	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	109.5	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	48.0	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	61.5	持有	58.5	2024 年 4 月 30 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	57.2	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品

注: 截至 2024 年 4 月 30 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

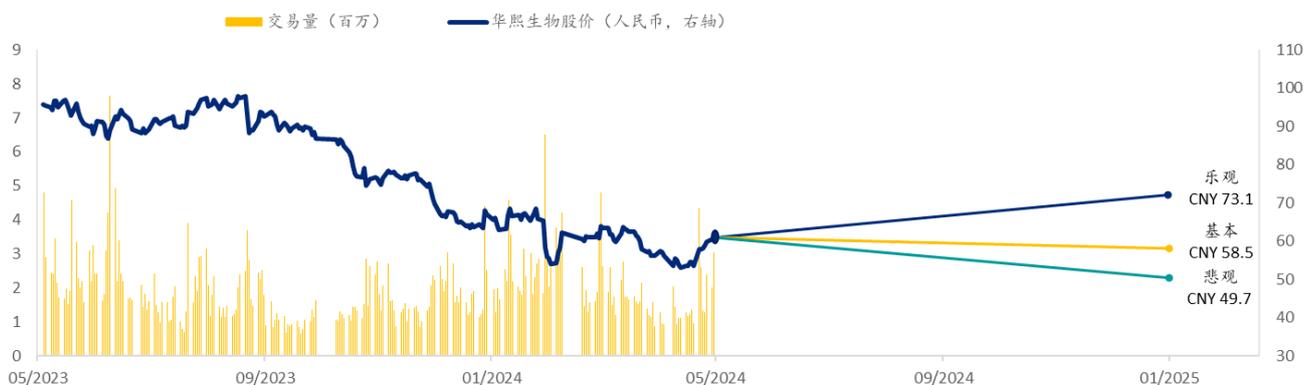
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 华熙生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 华熙生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 人民币 73.1 元

概率: 25%

- 护肤品品类 2024 年收入同比增长 30%;
- 线上收入 2024 年收入同比增长超 30%;
- 集团毛利率 2024 年同比持平;
- 市场营销费用占比 2024 年同比降低 350bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 49.7 元

概率: 20%

- 护肤品品类 2024 年收入同比增长 10%左右;
- 线上收入 2024 年收入同比增长 5%以下;
- 集团毛利率 2024 年下跌 2pct;
- 市场营销费用占比 2024 年同比下降 140bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

