

华熙生物（688363.SH）

功效护肤业务驱动业绩增长，盈利能力稳步改善

增持

核心观点

2022 年归母净利润同比增长 24%，表现稳健。公司 2022 年全年营收 63.59 亿元，同比+28.53%，取得归母净利润 9.71 亿元，同比+24.11%，扣非净利润 8.52 亿元，同比+28.46%，与此前业绩快报基本一致。单四季度营收同比+5.34%，受疫情影响而环比表现较差，不过公司通过精细化管理，实现了利润率的明显改善，单四季度归母净利润同比+29.27%，扣非净利润同比+15.98%。此外，公司拟每 10 股派发现金红利 6.1 元（含税），分红率 30.23%。

功能护肤品业务继续强劲表现，渠道布局进一步优化。营收分业务看，2022 年原料业务平稳增长 8.31%，收入占比同比-2.88%至 15.41%。医疗终端业务同比略降 2%，其中皮肤类医疗产品业务同比-7.56%，系主动调整产品策略、优化产品结构所致。功能性护肤品业务同比+38.8%，收入占比同比+5.36%至 72.45%。其中润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活品牌分别增长 12.64%、39.73%、44.06%、106.4%。此外，功能性食品业务收入 0.7 亿元，同比增长 358.19%。

销售费用率进一步下降，净利率稳定。公司 2022 年综合毛利率同比-1.07pct，系产品结构变化影响。销售费用率同比-1.29pct 至 47.95%，受益整体营销投放效率有所提升，管理费用率基本持平，研发费用率同比+0.36pct。公司 2022 年整体净利率水平 15.12%，同比基本稳定。存货周转天数同比增加 33 天，系疫情下增加存货储备等因素影响。经营性现金流净额同比-50.22%，系存货采购款、费用款项增加等因素影响。

风险提示：电商增速不及预期；新品推广不及预期；营销费用优化不及预期。

投资建议：整体来看，2023 年随着疫情对消费的压制影响逐步消减，以及公司自身的运营调整效益逐步显现，公司四大业务线均有望实现积极成长。中长期公司旗下业务矩阵不断完善壮大，功能性护肤品牌积极开拓新兴渠道及新品类，未来仍具持续成长空间，并随着渠道运营效率的提升有望实现盈利能力的稳步上升；医疗终端业务优化并聚焦优势医美产品，持续扩大机构覆盖的广度和深度。我们维持公司 2023-2024 年归母净利润预测为 13/16.85 亿元，并新增 2025 年预测为 21.23 亿元，当前股价对应 PE 分别为 42.4/32.8/26x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,947.77	6,359.19	8,726.72	11,113.48	13,627.35
(+/-%)	87.93%	28.53%	37.23%	27.35%	22.62%
净利润(百万元)	782.33	970.92	1300.67	1684.78	2123.43
(+/-%)	21.13%	24.11%	33.96%	29.53%	26.04%
每股收益(元)	1.63	2.02	2.70	3.50	4.41
EBIT Margin	21.54%	21.65%	17.05%	17.78%	18.14%
净资产收益率(ROE)	13.73%	14.64%	17.13%	19.07%	20.42%
市盈率(PE)	70.37	56.83	42.42	32.75	25.98
EV/EBITDA	47.93	37.15	33.93	25.45	20.63
市净率(PB)	9.66	8.32	7.27	6.25	5.31

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

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

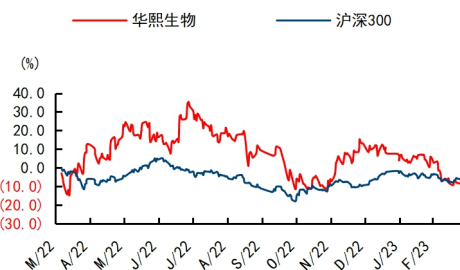
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	114.69 元
总市值/流通市值	55176/22661 百万元
52 周最高价/最低价	164.66/101.59 元
近 3 个月日均成交额	427.66 百万元

市场走势



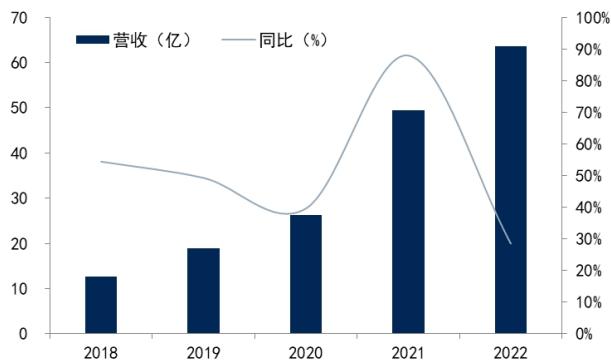
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华熙生物（688363.SH）-全年业绩增长稳健，功能性护肤品业务持续强劲》——2023-02-28
- 《华熙生物（688363.SH）-功能性护肤品业务表现优异，盈利能力积极向好》——2022-10-30
- 《华熙生物（688363.SH）-功能性护肤品业务驱动高增长，盈利能力稳中向好》——2022-08-30
- 《华熙生物（688363.SH）-疫情下业绩稳健增长，功能性护肤品业务持续强劲》——2022-07-21
- 《华熙生物（688363.SH）-归母净利润同比增长 31%，功能性护肤品业务持续优异》——2022-04-26

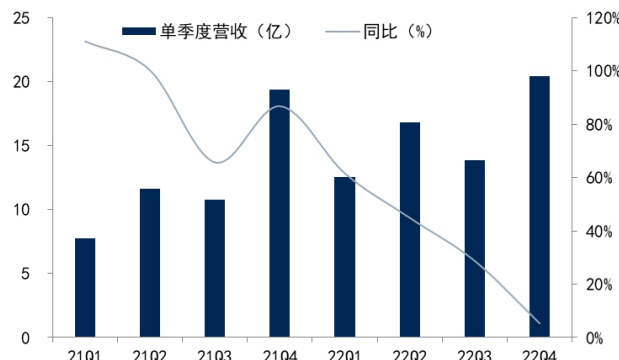
公司 2022 年全年营收 63.59 亿元，同比+28.53%，取得归母净利润 9.71 亿元，同比+24.11%，扣非净利润 8.52 亿元，同比+28.46%，与此前业绩快报基本一致。单四季度营收同比+5.34%，受疫情影响而环比表现较差，不过公司通过精细化管理，实现了利润率的明显改善，单四季度归母净利润同比+29.27%，扣非净利润同比+15.98%。此外，公司拟每 10 股派发现金红利 6.1 元（含税），分红率 30.23%。

图1：华熙生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



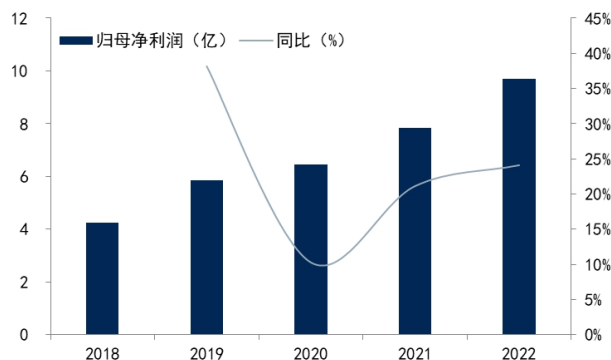
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华熙生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



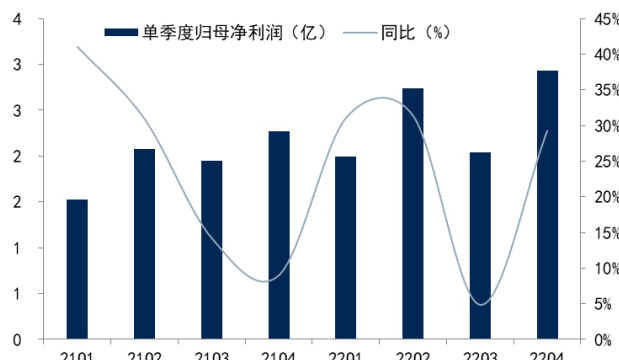
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华熙生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华熙生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

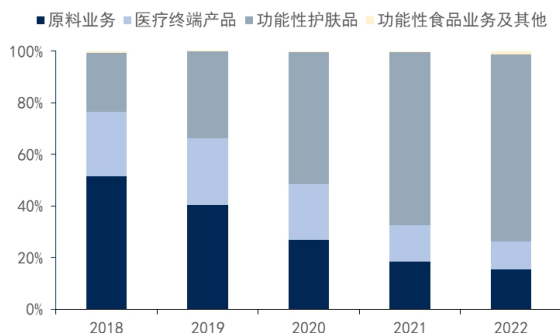


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营收分业务看，2022 年原料业务平稳增长 8.31%，收入占比同比-2.88%至 15.41%。医疗终端业务同比略降 2%，其中皮肤类医疗产品业务同比-7.56%，系主动调整产品策略、优化产品结构所致。功能性护肤品业务同比+38.8%，收入占比同比+5.36%至 72.45%。其中润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活品牌分别增长 12.64%、39.73%、44.06%、106.4%。此外，功能性食品业务收入 0.7 亿元，同比增长 358.19%。

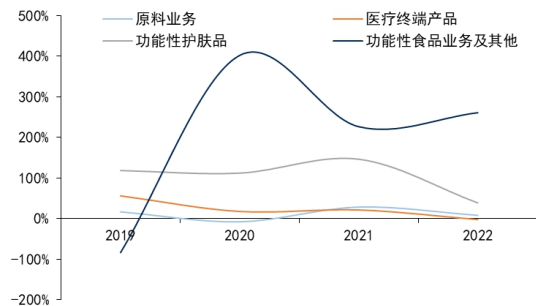
其中具体到功能性护肤品业务看，继润百颜品牌之后，夸迪成为第二个收入超过 10 亿元的品牌，同时，BM 肌活 2022 年实现收入 8.98 亿元，有望成为第三个收入迈入 10 亿元门槛的品牌。渠道投放方面，2022 年公司战略性提升品牌直营渠道份额占比，提升在官方旗舰店、品牌直播间、私域及线下门店等渠道的销售额稳定性。在大促期间做好直营和分销渠道联合运营，共同贡献爆发式增长，提高流量的集中转化效率。例如公司抓住抖音流量红利实现重点突破，抖音渠道销售在功能性护肤品业务占比上升约 14 个百分点至 31%左右。

图5: 华熙生物分业务收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

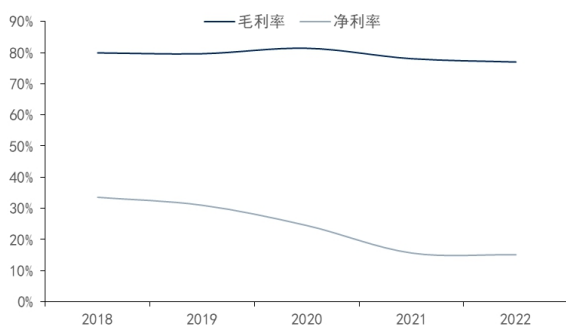
图6: 华熙生物分业务收入增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

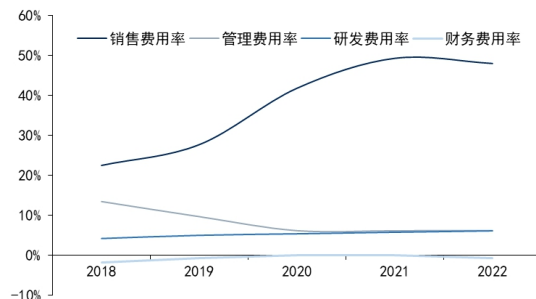
公司 2022 年综合毛利率同比-1.07pct, 系产品结构变化影响。销售费用率同比-1.29pct 至 47.95%, 受益整体营销投放效率有所提升, 管理费用率基本持平, 研发费用率同比+0.36pct。公司 2022 年整体净利率水平 15.12%, 同比基本稳定。存货周转天数同比增加 33 天, 系疫情下增加存货储备等因素影响。经营性现金流净额同比-50.22%, 系存货采购款、费用款项增加等因素影响。

图7: 华熙生物毛利率/净利率 (%)



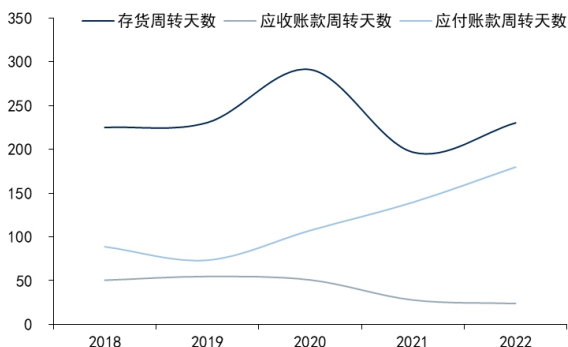
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 华熙生物费用率 (%)



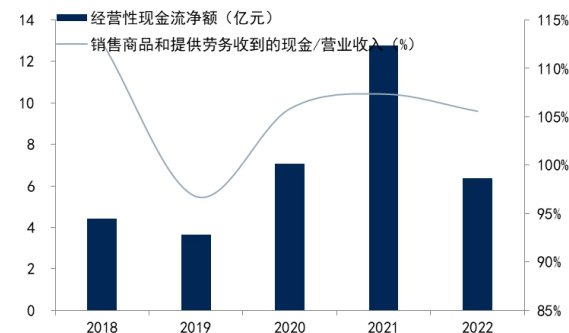
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 华熙生物存货/应收及应付账款周转天数 (天)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 华熙生物经营性现金流情况 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：整体来看，2023 年随着疫情对消费的压制影响逐步消减，以及公司自身的运营调整效益逐步显现，公司四大业务线均有望实现积极成长。中长期公司旗下业务矩阵不断完善壮大，功能性护肤品牌积极开拓新兴渠道及新品类，未来仍具持续成长空间，并随着渠道运营效率的提升有望实现盈利能力的稳步上升；医疗终端业务优化并聚焦优势医美产品，持续扩大机构覆盖的广度和深度。我们维持公司 2023-2024 年归母净利润预测为 13/16.85 亿元，并新增 2025 年预测为 21.23 亿元，当前股价对应 PE 分别为 42.4/32.8/26x，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
688363	华熙生物	114.69	551.76	1.63	2.02	2.70	3.50	95.28	67.03	42.42	32.75	13.73	2.78	增持
300896	爱美客	563.35	1218.86	4.43	5.84	8.57	12.03	121.10	96.46	65.74	46.83	19.04	3.04	买入
603605	珀莱雅	183.37	519.89	2.87	2.78	3.49	4.19	72.68	65.96	52.54	43.76	20.03	2.20	买入
300957	贝泰妮	127.37	539.54	2.04	2.48	3.03	3.85	94.39	51.36	42.04	33.08	18.15	2.76	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测 注：华熙生物、爱美客、贝泰妮 22 年为实际值

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	1807	1606	1200	1200	1927	营业收入	4948	6359	8727	11113	13627
应收款项	430	500	1295	1451	1662	营业成本	1085	1463	1892	2367	2905
存货净额	709	1162	1246	1495	1769	营业税金及附加	58	77	175	222	273
其他流动资产	191	224	2193	2005	2137	销售费用	2436	3049	4095	5180	6307
流动资产合计	3984	4023	6457	6675	8018	管理费用	303	393	1078	1368	1671
固定资产	2126	2730	3360	3906	4391	财务费用	(0)	(49)	14	25	(21)
无形资产及其他	467	475	457	439	421	投资收益	21	12	18	10	10
投资性房地产	907	1386	1386	1386	1386	资产减值及公允价值变动	37	15	20	5	0
长期股权投资	19	68	68	68	68	其他收入	(218)	(316)	0	0	0
资产总计	7504	8682	11728	12474	14283	营业利润	906	1136	1513	1966	2503
短期借款及交易性金融负债	86	229	1682	509	50	营业外净收支	(15)	(0)	20	20	0
应付款项	691	848	820	1161	1518	利润总额	890	1136	1533	1986	2503
其他流动负债	624	566	1187	1497	1830	所得税费用	115	175	245	318	400
流动负债合计	1401	1644	3689	3167	3398	少数股东损益	(7)	(10)	(13)	(17)	(21)
长期借款及应付债券	144	108	108	108	108	归属于母公司净利润	782	971	1301	1685	2123
其他长期负债	257	247	297	337	367						
长期负债合计	401	355	405	445	475	现金流量表（百万元）					
负债合计	1801	1999	4094	3611	3873	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	3	49	40	27	12	净利润	782	971	1301	1685	2123
股东权益	5699	6634	7594	8835	10398	资产减值准备	14	(14)	10	4	4
负债和股东权益总计	7504	8682	11728	12474	14283	折旧摊销	120	163	259	334	390
						公允价值变动损失	(37)	(15)	(20)	(5)	0
						财务费用	(0)	(49)	14	25	(21)
						营运资本变动	586	(958)	(2195)	477	109
						其它	(19)	7	(19)	(16)	(19)
						经营活动现金流	1447	153	(666)	2479	2607
						资本开支	0	(750)	(861)	(861)	(861)
						其它投资现金流	(124)	316	8	0	0
						投资活动现金流	(125)	(483)	(853)	(861)	(861)
						权益性融资	10	89	0	0	0
						负债净变化	144	(36)	0	0	0
						支付股利、利息	(201)	(243)	(340)	(444)	(560)
						其它融资现金流	(802)	598	1453	(1174)	(459)
						融资活动现金流	(905)	130	1113	(1618)	(1019)
						现金净变动	416	(201)	(406)	0	727
						货币资金的期初余额	1390	1807	1606	1200	1200
						货币资金的期末余额	1807	1606	1200	1200	1927
						企业自由现金流	1635	(381)	(1548)	1610	1715
						权益自由现金流	978	181	(106)	416	1273

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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