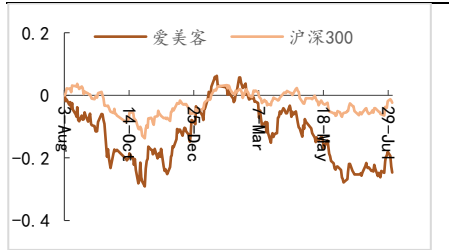


评级： 买入

核心观点

于那
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522070001
yuna3@sczq.com.cn
电话：021-58820297

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	445.22
一年内最高/最低价（元）	643.20/407.99
市盈率（当前）	68.62
市净率（当前）	15.41
总股本（亿股）	2.16
总市值（亿元）	963.28

资料来源：聚源数据

相关研究

- 2023 年一季报点评：核心产品放量高增，盈利能力再提升
- 22 年报点评：疫情下业绩延续高增，股权激励彰显长期发展信心
- 22Q3 季报点评：Q3 业绩符合预期，龙头彰显经营韧性

- **事件：**公司发布 2023H1 业绩预告，23H1 预计归母净利润 9.35-9.95 亿元，同比 59.80%-70.06%；扣非归母 9.08-9.68 亿元，同比 60.77%-71.40%。
- **营销产品齐发力，23Q2 业绩延续高增。**23Q2 单季度，公司实现归母净利润 5.21-5.81 亿元，同比 67.40%-86.68%，扣非归母 5.21-5.81 亿元，同比 70.55%-90.19%。公司 Q2 持续发力营销推广，加强下游机构的合作，再生针剂等产品延续高增势头。
- **发布重磅新品“如生天使”，打造再生产品系列，引领新材料发展趋势。**公司近期推出重磅新品“如生天使”，与现有再生针剂“濡白天使”形成联动互补。如生天使核心成分与濡白一致，左旋乳酸-乙二醇共聚物微球（18%）、交联透明质酸钠（81.7%）、盐酸利多卡因（0.3%），单支规格 1.0ml，每盒 2 支，产品定位高端市场，单支剂量较濡白（0.75ml*1 支/盒）提升，利于提升单价。产品优势包括延展性良好、具备较好塑型能力以及粘附性强不位移，兼具再生及填充作用，硬度上弱于濡白，更适用于浅层注射，与现有濡白天使形成有效互补，双生针剂联手塑造内外轮廓。相较于传统的玻尿酸材料，如生的填充效果更为紧致轻薄，解决了馒化、位移、丁达尔等传统材料填充痛点。产品主要面向有填充塑形抗衰需求，或需改善以往填充导致馒化等问题的群体。
- **积极推动内生外延，产品储备丰富。**除如生天使针外，公司有多款在研新品及外延收购产品储备，在肉毒毒素、体重管理等领域有望陆续上市新品，同时通过收购沛奇隆布局胶原蛋白赛道，未来各项产品的陆续推出将有效形成业绩接力。
- **医美消费景气度高居不下，监管常态化推动龙头份额提升。**疫后医美终端的客流、客单情况恢复良好，医美消费需求具备强韧性，在供给端材料、技术的不断推新升级驱动下，市场需求持续增长。医美市场监管常态化将推动合规产品的市场份额稳步提升，利好龙头企业的长期发展。
- **投资建议：**公司的再生产品增长动力强劲，此次通过对进行产品系列化升级以及组合打法的推广战略，将形成有效的产品联动效应，带动现有产品的销量增长，预计公司新品将于近期上市，首批合作 200 家机构，全年有望贡献增量业绩。我们预计 23-25 年 EPS 分别为 8.96/13.09/17.78 元，对应 PE 为 50/34/25 倍，维持“买入”评级。

-
- **风险提示：**行业竞争加剧；新品拓展不及预期；产品拿证不及预期；产品安全风险；行业政策监管超预期；股东减持抛压。

盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	19.39	29.29	42.85	58.38
同比增速(%)	33.9	51.1	46.3	36.2
归母净利润(亿元)	12.64	19.39	28.32	38.47
同比增速(%)	31.9	53.4	46.1	35.9
EPS(元/股)	5.84	8.96	13.09	17.78
PE(倍)	76.5	49.9	34.1	25.1

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4134	5247	6907	9092	经营活动现金流	1181	1944	2779	3752
现金	3140	4197	5667	7632	净利润	1268	1944	2840	3859
应收账款	128	154	241	340	折旧摊销	16	55	55	35
其它应收款	5	13	19	22	财务费用	-45	-11	-16	-22
预付账款	21	29	44	60	投资损失	-33	-26	-26	-28
存货	47	61	85	118	营运资金变动	-60	2	-55	-72
其他	794	791	850	919	其它	36	-20	-20	-19
非流动资产	2125	2070	2015	1982	投资活动现金流	-944	46	46	45
长期投资	935	935	935	937	资本支出	132	0	0	0
固定资产	253	238	223	208	长期投资	-813	0	0	0
无形资产	117	97	78	58	其他	-263	46	46	45
其他	820	800	779	778	筹资活动现金流	-374	-932	-1355	-1833
资产总计	6259	7316	8922	11073	短期借款	0	0	0	0
流动负债	224	281	417	564	长期借款	8	-14	-13	-11
短期借款	0	0	0	0	其他	-382	-919	-1342	-1822
应付账款	19	17	27	40	现金净增加额	-137	1058	1470	1965
其他	205	264	389	524					
非流动负债	89	75	62	51	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	48	35	21	11	成长能力				
其他	40	40	40	40	营业收入	33.9%	51.1%	46.3%	36.2%
负债合计	313	356	478	615	营业利润	32.1%	52.7%	46.5%	35.8%
少数股东权益	100	105	114	126	归属母公司净利润	31.9%	53.4%	46.1%	35.9%
归属母公司股东权益	5846	6855	8329	10332	获利能力				
负债和股东权益	6259	7316	8922	11073	毛利率	94.8%	95.2%	95.4%	95.5%
					净利率	65.2%	66.2%	66.1%	65.9%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	ROE	21.6%	28.3%	34.0%	37.2%
营业收入	1939	2929	4285	5838	ROIC	23.7%	31.9%	40.1%	45.1%
营业成本	100	140	199	266	偿债能力				
营业税金及附加	10	14	21	28	资产负债率	5.0%	4.9%	5.4%	5.6%
营业费用	163	233	307	419	净负债比率	-52.0%	-59.8%	-66.9%	-72.9%
研发费用	125	107	162	222	流动比率	18.4	18.7	16.6	16.1
管理费用	173	231	342	465	速动比率	17.7	18.0	15.9	15.4
财务费用	-45	-11	-16	-22	营运能力				
资产减值损失	0	0	0	0	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
公允价值变动收益	29	29	29	29	应收账款周转率	15.2	19.0	17.8	17.2
投资净收益	33	26	26	28	应付账款周转率	5.2	8.2	7.3	6.6
营业利润	1488	2272	3328	4520	每股指标(元)				
营业外收入	0	0	0	0	每股收益	5.8	9.0	13.1	17.8
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金	5.5	9.0	12.8	17.3
利润总额	1488	2272	3328	4520	每股净资产	27.0	31.7	38.5	47.8
所得税	221	328	487	661	估值比率				
净利润	1268	1944	2840	3859	P/E	76.5	49.9	34.1	25.1
少数股东损益	4	6	9	12	P/B	16.5	14.1	11.6	9.4
归属母公司净利润	1264	1939	2832	3847					
EBITDA	1459	2316	3367	4533					
EPS (元)	5.84	8.96	13.09	17.78					

分析师简介

于那，社服行业首席分析师。毕业于剑桥大学金融与经济学，曾就职于方正证券、东方财富证券、德邦证券等，曾获 2017-2018 年新财富第 4/2 名，2017-2019 年水晶球第 4/3/5（公募）名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，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。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现