

功能性护肤品爆发增长，医美业务战略升级

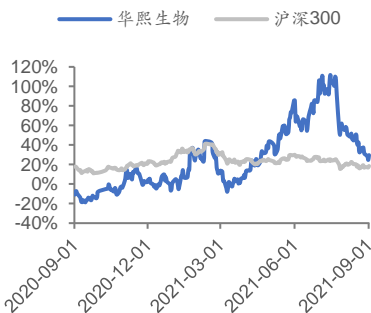
投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-09-01

主要观点：

收盘价(元)	187.98
近12个月最高/最低(元)	117.86/307.00
总股本(百万股)	480
流通股本(百万股)	93
流通股比例(%)	19.45
总市值(亿元)	902
流通市值(亿元)	175

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

● 事件

公司发布2021年半年度报告，实现营业收入19.37亿元，同比增长104.44%；实现归母净利润3.61亿元，同比增长35.01%；基本每股收益0.75元。

● 加大营销及研发投入，巩固品牌竞争力

报告期内，公司通过线上营销及业务拓展，叠加线下楼宇广告投放等形式强化品牌建设。因此，销售费用较上年同期增长138.78%。考虑到公司以研发为核心驱动力，打造深耕透明质酸等生物活性物的全产业链平台，报告期内公司的研发费用同比增长78.98%。

● 细分赛道+差异化定位，功能性护肤品爆发性增长

公司功能性护肤品业务实现收入12亿元，同比增长197.55%。其中，“润百颜”实现收入4.91亿元，同比增长199.91%；“夸迪”实现收入3.65亿元，同比增长249.63%；“米蓓尔”实现收入1.56亿元，同比增长149.03%；“BM肌活”实现收入0.89亿元，同比增长86.12%。**1) “润百颜”以次抛为核心，切入补水、去油控油、屏障调理等细分赛道，同时注重深入开发玻尿酸功效。2021年“618”活动期间，“润百颜”排名天猫平台“618”全时段新锐国货护肤品牌No.1；同时排名京东国货精华类目No.1。2) “夸迪”差异化定位“冻龄抗初老”，并且实现了良好的私域运营，上半年“夸迪晶钻眼膜”销售收入(含税)约6700万元，成为公司报告期内销售收入最高的单品。3) “米蓓尔”瞄准“Z时代”，70%的用户是“Z时代”人群，面膜品类实现约400%的增长。4) “BM肌活”打造品牌专属大单品，定位“活性成分管控大师”，产品体系逐渐形成。**

● 开启医美业务战略升级，原料业务护城河稳固

公司上半年医疗终端业务实现收入3.14亿元，同比增长51.43%。2021年是公司医美业务的战略升级元年，**公司推出战略爆品体系和医美共生联盟赋能计划**。以“御龄双子针”为首款爆品产品，通过品牌、渠道、产品三方面的创新，打通线上传播渠道，有望快速提高品牌声量，打造更多的大单品和爆品。原料业务稳健增长，上半年原料业务实现收入4.15亿元，同比增长25.18%。**医药级透明质酸原料上半年收入增14.90%**，其他生物活性物原料业务，包括透明质酸衍生物、GABA、依克多因、麦角硫因等收入较上年同期收入大幅增长约106.10%。随着下半年天津厂区投产，公司原料产能提升，HA原料护城河壁垒坚固。

● 拓展功能性食品赛道，筑造四轮驱动格局

2021年HA作为食品原料获批，**公司率先推出首个透明质酸食品品牌“黑零”、透明质酸饮品品牌“水肌泉”**，有望引领功能性食品新趋势。**“原料+终端+护肤+食品”的多元化业务架构逐步构成**，新老业务在

业绩贡献的排布上实现“短期与中长期”相应结合的分配，发挥协同作用，形成更加稳固的 HA 全产业链优势。

● **投资建议**

公司依托两大技术平台，多点布局 HA 业务，构筑“原料+终端+护肤+食品”四轮业务驱动格局，原料业务龙头地位稳固，医美终端增长确定性强，功能性护肤业务高增长，功能性食品潜在市场空间大。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.69/2.23/2.86 元/股，对应当前股价 PE 分别为 111.01、84.40、65.67 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

HA 原料竞争加剧风险；润致等医美终端产品销售不及预期的风险；护肤品行业竞争激烈，品牌建设不及预期的风险；功能性食品市场教育进展不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2633	4011	5484	7074
收入同比 (%)	39.6%	52.3%	36.7%	29.0%
归属母公司净利润	646	813	1069	1374
净利润同比 (%)	10.3%	25.8%	31.5%	28.5%
毛利率 (%)	81.4%	81.1%	80.3%	80.5%
ROE (%)	12.9%	13.9%	15.5%	16.6%
每股收益 (元)	1.35	1.69	2.23	2.86
P/E	108.83	111.01	84.40	65.67
P/B	14.00	15.47	13.07	10.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022	2023	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3664	4168	4996	6104	营业收入	2633	4011	5484	7074
现金	1390	1386	1633	2179	营业成本	489	760	1079	1376
应收账款	372	654	886	1123	营业税金及附加	34	52	71	92
其他应收款	35	38	54	73	销售费用	1099	1729	2364	3077
预付账款	45	67	98	124	管理费用	162	401	548	707
存货	477	666	970	1245	财务费用	-1	0	0	0
其他流动资产	1345	1356	1355	1361	资产减值损失	-16	0	0	0
非流动资产	2053	2615	3180	3759	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	34	32	46	64
固定资产	627	801	957	1121	营业利润	757	964	1266	1626
无形资产	427	549	661	764	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	982	1248	1544	1856	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	5717	6783	8176	9863	利润总额	759	966	1268	1628
流动负债	553	808	1133	1447	所得税	114	155	200	256
短期借款	24	24	24	24	净利润	645	812	1068	1372
应付账款	197	246	364	473	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他流动负债	332	537	745	950	归属母公司净利润	646	813	1069	1374
非流动负债	146	146	146	146	EBITDA	782	960	1205	1522
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.35	1.69	2.23	2.86
其他非流动负债	146	146	146	146					
负债合计	699	953	1279	1593					
少数股东权益	-2	-3	-4	-6					
股本	480	480	480	480					
资本公积	3452	3452	3452	3452					
留存收益	1088	1901	2970	4344					
归属母公司股东权	5020	5833	6902	8276					
负债和股东权益	5717	6783	8176	9863					

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	39.6%	52.3%	36.7%	29.0%
营业利润	8.2%	27.4%	31.2%	28.5%
归属于母公司净利	10.3%	25.8%	31.5%	28.5%
获利能力				
毛利率 (%)	81.4%	81.1%	80.3%	80.5%
净利率 (%)	24.5%	20.3%	19.5%	19.4%
ROE (%)	12.9%	13.9%	15.5%	16.6%
ROIC (%)	11.9%	12.5%	13.7%	14.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	12.2%	14.1%	15.6%	16.2%
净负债比率 (%)	13.9%	16.4%	18.5%	19.3%
流动比率	6.63	5.16	4.41	4.22
速动比率	5.68	4.25	3.47	3.27
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.59	0.67	0.72
应收账款周转率	7.07	6.13	6.19	6.30
应付账款周转率	2.49	3.09	2.96	2.91
每股指标 (元)				
每股收益	1.35	1.69	2.23	2.86
每股经营现金流	1.47	1.28	1.75	2.37
每股净资产	10.46	12.15	14.38	17.24
估值比率				
P/E	108.83	111.01	84.40	65.67
P/B	14.00	15.47	13.07	10.90
EV/EBITDA	88.16	92.57	73.53	57.87

现金流量表				
会计年度	2020	2021	2022	2023
经营活动现金流	705	616	841	1139
净利润	646	813	1069	1374
折旧摊销	75	92	77	80
财务费用	7	0	0	0
投资损失	-34	-32	-46	-64
营运资金变动	25	-254	-256	-248
其他经营现金流	608	1064	1322	1618
投资活动现金流	-1331	-620	-594	-594
资本支出	-763	-652	-640	-657
长期投资	-11	0	0	0
其他投资现金流	-558	32	46	64
筹资活动现金流	-160	0	0	0
短期借款	24	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-184	0	0	0
现金净增加额	-798	-4	247	546

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。