

功能性护肤品增长强劲，巩固品牌+研发壁垒

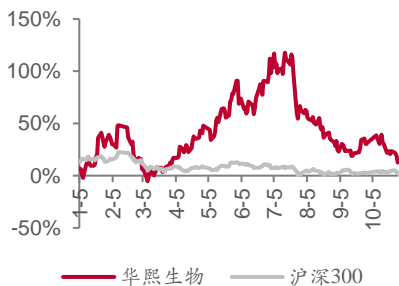
投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-31

主要观点：

收盘价(元)	166.00
近12个月最高/最低(元)	306.59/133.32
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)	797
流通市值(亿元)	155

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年第三季度报告，实现营业收入10.76亿元（+65.69%），实现归母净利润1.95亿元（+14.22%）；基本每股收益0.41元；2021年前三季度，公司共实现营业收入30.12亿元（+88.68%），实现归母净利润5.55亿元（+26.91%），基本每股收益1.16元。

● 功能性护肤品势头迅猛，原料和医疗终端业务平稳增长

功能性护肤品保持高增长，构建润百颜、米蓓尔、夸迪、肌活四大品牌矩阵。2021Q3均有新品上市，如润百颜推出了第三代水润次抛、夸迪推出硬核抗老成分CT50并推出系列单品，四大品牌都达到三位数的增长。**原料业务保持稳健增长**，2021Q3因推出新产品，化妆品原料业务快速增长。天津工厂投产，其他生物活性物包括透明质酸衍生物、GABA、依克多因等预计将逐步实现量产。**医疗终端御龄双子针上市放量**。2021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，快速提高品牌声量。功能性食品业务具有先发优势，率先推出水肌泉、黑零等品牌，抢占消费者心智，**功能性食品有望成为公司增长的又一驱动力**。

● 巩固品牌和研发壁垒，盈利能力有所下降

费用端，公司2021Q1~Q3销售费用率为46.38%（+5.95pct），管理费用率为6.69%（+0.76pct），研发费用率6.38%（+0.40pct）。2021Q3单季度销售费用率为46.53%（+4.95pct），管理费用率为6.93%（+1.52pct），研发费用率为7.93%（+2.41pct）。**主要是因为公司持续巩固品牌形象，实现全渠道布局，品牌投入继续增加；以及在研项目数量、研发团队规模、研发人员平均薪酬有所提升，并且积极加强拓展与外部单位合作研发，研发投入增加。因此销售和研发费用率同比提升，导致公司盈利能力有所下降**。2021Q1~Q3公司毛利率为77.79%（-3.09pct），净利率18.39%（-8.99pct）；2021Q3单季度公司毛利率为77.58%（-4.96pct），净利率为18.04%（-8.21pct）。

● 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，医美终端具备较大增长空间，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98.03、74.53、57.99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	98.03	74.53	57.99
P/B	14.00	13.66	11.55	9.63

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	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3664	4144	4972	6080	营业收入	2633	4011	5484	7074
现金	1390	1362	1609	2155	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	6759	8152	9839	利润总额	759	966	1268	1628
流动负债	553	784	1109	1423	所得税	114	155	200	256
短期借款	24	0	0	0	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	929	1255	1569					
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	6759	8152	9839					

现金流量表				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
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	-24	0	0
短期借款	24	-24	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	-28	247	546

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%	13.8%	14.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	12.2%	13.7%	15.4%	15.9%
净负债比率 (%)	13.9%	15.9%	18.2%	19.0%
流动比率	6.63	5.29	4.48	4.27
速动比率	5.68	4.35	3.52	3.31
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	98.03	74.53	57.99
P/B	14.00	13.66	11.55	9.63
EV/EBITDA	88.16	81.58	64.78	50.94

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

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述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 15%；
- 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。