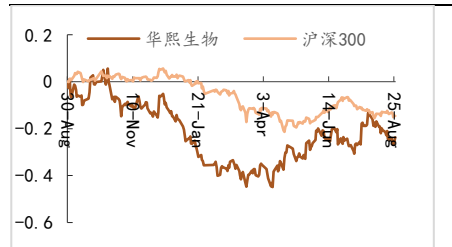


评级： 买入

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)	141.88
一年内最高/最低价(元)	200.51/100.51
市盈率(当前)	82.27
市净率(当前)	11.35
总股本(亿股)	4.81
总市值(亿元)	682.56

资料来源：聚源数据

相关研究

- **事件：**公司发布 2022 年中报。22H1 公司实现营收 29.35 亿元，同比+51.58%，归母净利润 4.73 亿元，同比+31.25%，扣非归母净利润 4.13 亿元，同比+34.91%；22Q2 公司实现营收 16.81 亿元，同比+44.89%，归母净利润 2.73 亿元，同比+31.38%，扣非归母 2.30 亿元，同比+38.01%。
- **功能性护肤品营收高增，大单品持续放量，四大品牌矩阵成型。**22H1 功能性护肤品业务实现营收 21.27 亿元，同比+77.17%，润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活营收分别达 6.45/6.04/2.60/4.85 亿元，同比分别+31.22%/+65.38%/+67.54%/+445.75%。上半年品牌肌活的“糙米肌底精华水”单品销售超过 2 亿元，“糙米发酵液”等产品在科技及强产品力加持下迅速破圈放量，带动肌活同比高增。此外，润百颜及夸迪品牌下多款次抛精华液在上半年均实现单品销售达亿元，公司旗下多款核心大单品放量，品牌矩阵成型、进入高速增长期。公司拥有 12 个专注护肤品的研发工作室，22H1 公司推出新品 SKU 199 个，同比增加 56 个，研发加持下推新能力显著增强。渠道方面，线上抖音直播运营成果显著，渠道占比提升至约 30%，四大品牌形成以天猫、抖音为核心线上平台，微信、有赞、京东、快手等多平台运营的渠道布局；线下打造区域性地标店铺、发展商场专柜等。
- **原料、医疗终端、功能性食品多业务并进，多轮驱动业绩稳增。**1) **原料业务** 22H1 实现营收 4.61 亿元，同比+10.97%。目前公司整体透明质酸产能 770 吨，其中济南工厂 320 吨，东营工厂 150 吨，天津厂区新增 300 吨，此外公司在东营佛思特厂区开工建设无菌 HA 生产线，产能进一步扩张。公司通过底层研发不断推出新的生物活性物产品，2022 年 4 月，公司成功获批行业首个“HA+锌”透明质酸类化妆品新原料，具有保湿和保护皮肤的功效，可用于面膜、精华、膏霜、牙膏、漱口水、洗发水等个人护理品，并于 2022 年 5 月上市。2022 年 4 月，公司 Bioyouth™-EGT Pro 超活麦角硫因荣获 2022PCHi 芳典奖。2) **医疗终端业务** 22H1 实现营收 3.00 亿元，同比-4.53%，其中皮肤类医疗产品/骨科注射液产品营收分别为 2.08 /0.69 亿元，同比-5.37% /+21.66%。因疫情及公司产品策略调整的影响，皮肤类医疗产品增速有所下滑；受益于八省二区带量采购的落地执行，骨科注射液产品实现大幅增长，“海力达”已在全国覆盖超过 5000 家医院，其中三级医院超过 460 家，占有率进一步提升。3) **功能性食品业务** 22H1 实现营收 4436.58 万元，多款新型健康食品的推出带动低基数下营收大幅增长，业务格局初步打开。水肌泉进一步丰富产品体系推出玻尿酸苏打气泡水，黑零推出浆果醋植物饮、玉油柑高膳食植物饮等 4 款产品，休想角落推出 2.0 “夜帽子精华饮”等 5 款产品。

- **毛利环比改善，品宣强化产品触达。**22H1 公司毛利率为 77.43%，同比-0.48pct，功能性护肤品/原料/医疗终端的毛利率分别为 78.74%/72.39%/81.93%；22Q2 毛利率为 77.66%，同比+0.27pct，22Q2 毛利率环比改善。22H1 销售/管理/研发/财务费用率同比+0.95pct/-0.60pct/+0.60pct/-1.27pct。因团队扩张及线上渠道宣传推广，销售费用率有所增加；研发持续发力推进，本期研发项目数量达 265 个，同比+65.63%。
- **研发持续推进，深化渠道布局。**产品研发方面，原料业务板块分别于 2022 年 4 月、7 月完成化妆品新原料“水解透明质酸锌”和“水解透明质酸钙”的备案，护肤品板块报告期内推出新品 199 个，对应多样化的消费者需求。渠道布局方面，公司重点关注海外市场拓展及国内市场客户维护，持续扩大机构覆盖的广度和深度，将线上线下相融合，长期有望依托产品研发及多维度渠道布局实现营收快速增长。
- **盈利预测：**预计公司 22-24 年归母净利润 10.2/13.4/16.9 亿元，对应 EPS 2.11/2.79/3.51 元，对应 PE 69/52/41 倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新品销售不及预期，品牌推广不及预期；市场竞争加剧，疫情反复影响，行业监管政策超预期。

盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	49.48	69.51	91.06	114.46
营收增速(%)	87.9%	40.5%	31.0%	25.7%
净利润(亿元)	7.83	10.17	13.43	16.91
净利润增速(%)	21.1%	30.0%	32.0%	25.9%
EPS(元/股)	1.63	2.11	2.79	3.51
PE	89	69	52	41

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)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,984	5,098	6,133	7,535	经营活动现金流	1,276	273	1,152	1,773
现金	1,807	2,101	2,340	3,059	净利润	782	1,017	1,343	1,691
应收账款	397	1,027	1,285	1,464	折旧摊销	127	199	283	365
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	3	-4	-8	-5
预付账款	88	125	170	207	投资损失	-21	-27	-24	-26
存货	709	1,217	1,568	1,826	营运资金变动	541	-1,136	-453	-258
其他	978	592	750	950	其它	-150	226	15	12
非流动资产	3,520	3,872	4,744	5,590	投资活动现金流	-990	-216	-1,224	-1,313
长期投资	19	17	18	18	资本支出	-1,049	-1,038	-1,088	-1,141
固定资产	1,609	2,601	3,560	4,492	长期投资	-1	2	-1	0
无形资产	467	421	378	341	其他	60	820	-135	-172
其他	908	423	490	558	筹资活动现金流	-71	238	312	258
资产总计	7,504	8,970	10,877	13,125	短期借款	206	81	82	41
流动负债	1,401	1,859	2,322	2,799	长期借款	230	81	82	41
短期借款	0	0	0	0	其他	-86	149	221	209
应付账款	644	889	1,141	1,427	现金净增加额	215	294	239	719
其他	51	51	51	51					
非流动负债	401	369	474	559	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	144	216	288	360	成长能力				
其他	257	153	186	199	营业收入	87.9%	40.5%	31.0%	25.7%
负债合计	1,802	2,228	2,796	3,358	营业利润	19.6%	35.2%	30.0%	25.5%
少数股东权益	3	1	-3	-8	归属母公司净利润	21.1%	30.0%	32.0%	25.9%
归属母公司股东权益	5,699	6,741	8,084	9,775	获利能力				
负债和股东权益	7,504	8,970	10,877	13,125	毛利率	78.1%	78.5%	78.9%	79.0%
					净利率	15.7%	14.6%	14.7%	14.7%
					ROE	13.7%	15.1%	16.6%	17.3%
					ROIC	17.9%	16.9%	18.3%	19.2%
					偿债能力				
					资产负债率	24.0%	24.0%	25.9%	25.8%
					净负债比率	8.5%	6.9%	7.1%	6.5%
					流动比率	2.8	2.7	2.6	2.7
					速动比率	2.3	2.1	2.0	2.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
					应收账款周转率	12.9	9.8	7.9	8.3
					应付账款周转率	2.6	2.0	1.9	1.9
					每股指标(元)				
					每股收益	1.6	2.1	2.8	3.5
					每股经营现金	3.1	0.6	2.4	3.7
					每股净资产	11.8	14.0	16.8	20.3
					估值比率				
					P/E	89.2	68.8	52.1	41.4
					P/B	12.2	10.4	8.7	7.2
利润表 (百万元)									
	2021	2022E	2023E	2024E					
营业收入	4,948	6,951	9,106	11,446					
营业成本	1,085	1,498	1,924	2,406					
营业税金及附加	58	115	158	166					
营业费用	2,436	3,371	4,398	5,583					
研发费用	284	386	542	658					
管理费用	303	426	558	702					
财务费用	0	-4	-8	-5					
资产减值损失	-30	-17	-21	-22					
公允价值变动收益	7	0	0	0					
投资净收益	21	27	24	26					
营业利润	906	1,225	1,592	1,997					
营业外收入	1	3	3	3					
营业外支出	17	8	13	10					
利润总额	890	1,220	1,582	1,990					
所得税	114	205	243	305					
净利润	776	1,015	1,339	1,685					
少数股东损益	-7	-2	-4	-6					
归属母公司净利润	783	1,017	1,343	1,691					
EBITDA	1,017	1,414	1,856	2,349					
EPS (元)	1.63	2.11	2.79	3.51					

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