



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

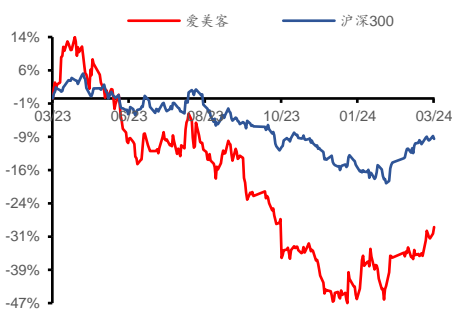
行业: 美容护理
日期: 2024年03月20日

分析师: 梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870523110001

基本数据

最新收盘价 (元)	352.91
12mth A 股价格区间 (元)	266.80-574.50
总股本 (百万股)	216.36
无限售 A 股/总股本	69.04%
流通市值 (亿元)	527.20

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《产品管线有序丰富, 期待 Q4 销售放量》
——2023 年 10 月 25 日

《Q2 业绩超预期, 期待下半年新品销售放量》
——2023 年 08 月 25 日

《Q2 业绩超预期, 新品发布增强成长势能》
——2023 年 08 月 04 日

业绩符合预期, 濡白天使延续良好增长态势

■ 投资摘要

事件概述

公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 28.69 亿元, 同比+47.99%; 归母净利润 18.58 亿元, 同比+47.08%。2023Q4 实现营收 6.99 亿元, 同比+55.55%, 归母净利润 4.40 亿元, 同比+59.00%。

分析与判断

公司溶液类与凝胶类注射产品均实现同比增长。其中, 以嗨体为核心的溶液类注射产品实现营收 16.71 亿元, 同比+29.22%; 经过长期的临床验证, “嗨体”的安全性和有效性得到了下游医疗机构与终端消费者的充分认可, 品牌价值日益增长, 产品销量稳步提升。凝胶类注射产品实现营收 11.58 亿元, 同比+81.43%; 濡白天使延续了良好的增长势头, 2023 年公司继续采取医生认证制度, 将培训与认证制度结合, 助力濡白天使在全国范围内、不同类型机构之间进行快速渗透。

公司毛利率有所提升。2023 年公司毛利率为 95.09%, 同比+0.24pcts, 我们认为主要受产品结构变化影响, 高毛利的凝胶类产品销售占比提升。其中溶液类注射产品为 94.48%, 同比+0.25pcts, 凝胶类注射产品实现营收 11.58 亿元, 同比+81.43%, 毛利率为 97.49%, 同比+0.97pcts; 净利率为 64.65%, 同比-0.73pcts。其中销售费用率同比+0.68pcts, 主要受人工费及营销活动费增加所致; 管理费用率同比-1.44pcts, 主要受人工费、折旧摊销费增加及港股上市费用减少综合所致; 研发费用率-0.21pcts。

在研产品矩阵丰富, 看好新产品持续接力。在研项目中, 用于纠正额部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶处于注册申报阶段; 用于改善眉间纹的注射用 A 型肉毒毒素处于注册申报阶段; 用于软组织提升的第二代面部埋植线处于临床试验阶段; 用于成人浅层皮肤手术前对皮肤局部麻醉的利多卡因丁卡因乳膏处于临床试验阶段; 用于溶解透明质酸的注射用透明质酸酶处于临床前在研阶段。公司体重管理产品线持续推进中, 利拉鲁肽注射液完成 I 期临床试验, 司美格鲁肽注射液和去氧胆酸注射液处于临床前阶段。此外, 公司与韩国 Jeisys 合作, 将两款在韩国已处于商业化阶段的皮肤无创抗衰老仪器引入国内, 将实现公司在能量源设备管线的突破。

■ 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营收 39.54/51.66/65.25 亿元, 同比+37.80%、+30.64%、+26.31%; 归母净利润分别为 25.11/32.48/41.19 亿元, 同比+35.09%、+29.37%、+26.83%。EPS 分别为 11.60/15.01/19.04, 对应 PE 分别 30/24/19X, 维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业政策变化风险; 行业竞争加剧风险; 新品销售不及预期; 产品研发上市效果不及预期等风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2869	3954	5166	6525
年增长率	48.0%	37.8%	30.6%	26.3%
归母净利润	1858	2511	3248	4119
年增长率	47.1%	35.1%	29.4%	26.8%
每股收益 (元)	8.59	11.60	15.01	19.04
市盈率 (X)	41.09	30.41	23.51	18.54
市净率 (X)	12.03	9.84	7.87	6.14

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 03 月 19 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2434	3598	5322	7880
应收票据及应收账款	206	206	352	354
存货	50	82	83	116
其他流动资产	1562	1566	1587	1595
流动资产合计	4251	5453	7345	9945
长期股权投资	951	1098	1165	1251
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	219	223	219	209
在建工程	15	21	29	36
无形资产	115	149	183	211
其他非流动资产	1301	1389	1472	1542
非流动资产合计	2601	2880	3069	3249
资产总计	6852	8333	10414	13194
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	45	18	66	37
合同负债	51	46	62	77
其他流动负债	202	304	373	449
流动负债合计	298	368	501	563
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	70	70	70	70
非流动负债合计	70	70	70	70
负债合计	367	437	571	633
股本	216	216	216	216
资本公积	3459	3459	3459	3459
留存收益	3069	4480	6428	9147
归属母公司股东权益	6348	7759	9707	12426
少数股东权益	137	137	137	135
股东权益合计	6485	7896	9843	12561
负债和股东权益合计	6852	8333	10414	13194

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	1954	2552	3218	4124
净利润	1855	2511	3248	4118
折旧摊销	53	76	87	90
营运资金变动	80	13	-55	0
其他	-33	-47	-62	-84
投资活动现金流量	-1279	-288	-194	-166
资本支出	-64	-211	-211	-187
投资变动	-1243	-127	-48	-65
其他	27	50	64	87
筹资活动现金流量	-1380	-1100	-1300	-1400
债权融资	0	0	0	0
股权融资	41	0	0	0
其他	-1421	-1100	-1300	-1400
现金净流量	-706	1164	1724	2558

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2869	3954	5166	6525
营业成本	141	182	228	276
营业税金及附加	15	19	26	32
销售费用	260	364	465	555
管理费用	144	237	336	456
研发费用	250	348	462	578
财务费用	-54	-49	-36	-37
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	40	70	84	107
公允价值变动损益	-16	-20	-20	-20
营业利润	2158	2934	3792	4805
营业外收支净额	-3	-3	-3	-3
利润总额	2156	2932	3790	4803
所得税	301	421	542	685
净利润	1855	2511	3248	4118
少数股东损益	-4	0	0	-1
归属母公司股东净利润	1858	2511	3248	4119

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	95.1%	95.4%	95.6%	95.8%
净利率	64.8%	63.5%	62.9%	63.1%
净资产收益率	29.3%	32.4%	33.5%	33.2%
资产回报率	27.1%	30.1%	31.2%	31.2%
投资回报率	27.4%	30.6%	32.0%	31.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	48.0%	37.8%	30.6%	26.3%
EBIT 增长率	50.7%	36.3%	30.2%	26.8%
归母净利润增长率	47.1%	35.1%	29.4%	26.8%
每股指标 (元)				
每股收益	8.59	11.60	15.01	19.04
每股净资产	29.34	35.86	44.86	57.43
每股经营现金流	9.03	11.79	14.87	19.06
每股股利	1.85	1.85	1.85	1.85
营运能力指标				
总资产周转率	0.42	0.47	0.50	0.49
应收账款周转率	13.92	19.15	14.67	18.43
存货周转率	2.83	2.20	2.73	2.39
偿债能力指标				
资产负债率	5.4%	5.2%	5.5%	4.8%
流动比率	14.28	14.83	14.66	17.66
速动比率	12.95	13.59	13.69	16.69
估值指标				
P/E	41.09	30.41	23.51	18.54
P/B	12.03	9.84	7.87	6.14
EV/EBITDA	28.74	25.01	18.81	14.36

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断