



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

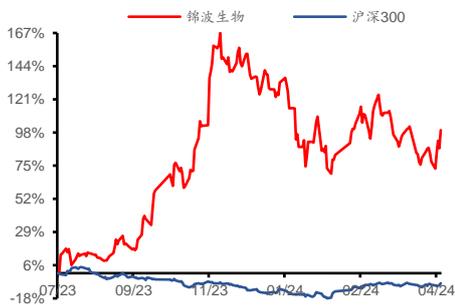
行业: 美容护理
日期: 2024年04月28日

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) | 224.00 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 112.60-299.98 |
| 总股本 (百万股) | 68.09 |
| 无限售 A 股/总股本 | 34.75% |
| 流通市值 (亿元) | 52.99 |

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《Q3 业绩超预期净利润同增 169%，胶原龙头新品不断接力》

——2023 年 10 月 27 日

《业绩超预期，医疗医美应用扩容驱动增长》

——2023 年 09 月 01 日

《重组人源化胶原蛋白先行者，医药医美双引擎》

——2023 年 07 月 28 日

Q1 业绩延续高增，验证胶原赛道高景气

■ 投资摘要

事件概述

公司发布24年第一季度报告。24Q1公司实现营收2.26亿元，同比+76.09%，归母净利润1.01亿元，同比+135.72%。

分析与判断

盈利能力大幅提升。24Q1公司毛利率达到91.90%，同比+1.96pcts；净利率为44.95%，同比+11.47pcts，公司盈利能力大幅改善。费用端，公司销售费用率23.93%，同比+0.29pcts；管理费用率为10.84%，同比-3.74pcts；研发费用率为4.56%，同比-4.50pcts；财务费用率为1.11%，同比-1.04pcts。

胶原蛋白植入剂薇旎美持续快速增长。2023年公司医疗器械实现收入6.80亿元，同比+122.66%；毛利率为93.18%，同比+4.89pcts。医疗器械产品的销售增长主要来自于单一材料医疗器械产品的销售增长，其中，重点医疗器械产品是以A型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品（三类医疗器械）及医用敷料产品（二类医疗器械）。植入剂方面，公司产品聚焦纠正眼周鱼尾纹、眉间纹、额头纹，坚持以直销为主，推广自主品牌“薇旎美®”，截至2023年底，拥有销售团队135人，已覆盖终端医疗机构约2000家。

积极推进胶原蛋白原料的出海，战略合作欧莱雅放量可期。公司擅长研发并产业化原始创新的功能蛋白新材料，尤其是A型重组人源化胶原蛋白，该等材料制备的原料产品具备较强的市场竞争力，目前公司的原料包含高端医疗植入级、医疗外用级、化妆品级原材料，客户覆盖国内医疗器械及化妆品生产企业，并积极布局海外业务。公司与欧莱雅建立战略合作，首次进入欧莱雅供应链体系，并实现向欧莱雅销售重组胶原蛋白原料，开启了公司原料进入国际知名品牌供应链的里程碑。

多场景、多型别拓展，看好公司胶原蛋白长期增长。公司的主营业务为以A型重组人源化胶原蛋白为核心原材料的各类终端医疗器械产品、功能性护肤品的研发、生产及销售。公司终端产品主要应用于医疗美容、皮肤科、妇科、外科、五官/口腔科、肛肠科、护肤等不同场景。通过不断创新，公司已完成包括I型、III型、XVII型等重组人源化胶原蛋白主要的基础研究，已在妇科、泌尿科、皮肤科、骨科、外科、口腔科、心血管科等领域持续开展应用研究。我们认为随着公司胶原蛋白产品的应用场景的拓展及更多新型别产品应用端落地，公司胶原蛋白销售有望保持较快增长趋势。

■ 投资建议

我们预计23-25年营收12.31/16.35/20.73亿元，同比+57.71%/+32.87%/+26.77%；归母净利润4.93/6.68/8.55亿元，同比+64.42%/+35.46%/+28.06%。对应EPS分别为7.24/9.81/12.56元/股；对应PE为31/23/18倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争风险；第三方数据统计口径差异；新品推出不及预期风险；产品质量问题风险；核心人才与技术流失风险。

■ 数据预测与估值

| 单位：百万元 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 780 | 1231 | 1635 | 2073 |
| 年增长率 | 100.0% | 57.7% | 32.9% | 26.8% |
| 归母净利润 | 300 | 493 | 668 | 855 |
| 年增长率 | 174.6% | 64.4% | 35.5% | 28.1% |
| 每股收益（元） | 4.40 | 7.24 | 9.81 | 12.56 |
| 市盈率（X） | 50.87 | 30.94 | 22.84 | 17.84 |
| 市净率（X） | 15.99 | 10.91 | 7.58 | 5.45 |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年04月26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 | 519 | 865 | 1447 | 2195 |
| 应收票据及应收账款 | 129 | 189 | 255 | 325 |
| 存货 | 66 | 96 | 129 | 169 |
| 其他流动资产 | 39 | 65 | 82 | 102 |
| 流动资产合计 | 753 | 1216 | 1913 | 2792 |
| 长期股权投资 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 361 | 361 | 361 | 361 |
| 在建工程 | 132 | 185 | 242 | 307 |
| 无形资产 | 25 | 28 | 31 | 35 |
| 其他非流动资产 | 164 | 172 | 137 | 94 |
| 非流动资产合计 | 682 | 747 | 772 | 799 |
| 资产总计 | 1435 | 1963 | 2685 | 3591 |
| 短期借款 | 69 | 96 | 127 | 159 |
| 应付票据及应付账款 | 54 | 70 | 99 | 130 |
| 合同负债 | 25 | 34 | 44 | 58 |
| 其他流动负债 | 114 | 147 | 188 | 234 |
| 流动负债合计 | 262 | 348 | 458 | 581 |
| 长期借款 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 188 | 189 | 189 | 189 |
| 非流动负债合计 | 219 | 220 | 220 | 220 |
| 负债合计 | 481 | 568 | 678 | 801 |
| 股本 | 68 | 89 | 89 | 89 |
| 资本公积 | 331 | 310 | 310 | 310 |
| 留存收益 | 555 | 998 | 1613 | 2399 |
| 归属母公司股东权益 | 954 | 1397 | 2012 | 2798 |
| 少数股东权益 | -1 | -3 | -5 | -8 |
| 股东权益合计 | 953 | 1395 | 2007 | 2790 |
| 负债和股东权益合计 | 1435 | 1963 | 2685 | 3591 |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流量 | 296 | 434 | 626 | 806 |
| 净利润 | 299 | 491 | 665 | 852 |
| 折旧摊销 | 49 | -5 | -6 | -8 |
| 营运资金变动 | -69 | -52 | -35 | -41 |
| 其他 | 16 | 0 | 2 | 3 |
| 投资活动现金流量 | -151 | -55 | -15 | -14 |
| 资本支出 | -152 | -48 | -16 | -15 |
| 投资变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1 | -6 | 0 | 1 |
| 筹资活动现金流量 | 245 | -32 | -29 | -44 |
| 债权融资 | 31 | 21 | 31 | 32 |
| 股权融资 | 258 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -44 | -54 | -60 | -75 |
| 现金净流量 | 389 | 347 | 582 | 748 |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 780 | 1231 | 1635 | 2073 |
| 营业成本 | 77 | 118 | 156 | 205 |
| 营业税金及附加 | 8 | 28 | 29 | 38 |
| 销售费用 | 165 | 272 | 365 | 480 |
| 管理费用 | 92 | 142 | 170 | 215 |
| 研发费用 | 85 | 135 | 183 | 234 |
| 财务费用 | 11 | -5 | -11 | -22 |
| 资产减值损失 | -3 | 1 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 348 | 568 | 773 | 991 |
| 营业外收支净额 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 351 | 571 | 776 | 994 |
| 所得税 | 52 | 80 | 111 | 142 |
| 净利润 | 299 | 491 | 665 | 852 |
| 少数股东损益 | -1 | -2 | -2 | -3 |
| 归属母公司股东净利润 | 300 | 493 | 668 | 855 |

主要指标

| 指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 盈利能力指标 | | | | |
| 毛利率 | 90.2% | 90.4% | 90.4% | 90.1% |
| 净利率 | 38.4% | 40.1% | 40.8% | 41.3% |
| 净资产收益率 | 31.4% | 35.3% | 33.2% | 30.6% |
| 资产回报率 | 20.9% | 25.1% | 24.9% | 23.8% |
| 投资回报率 | 25.6% | 29.2% | 28.4% | 26.6% |
| 成长能力指标 | | | | |
| 营业收入增长率 | 100.0% | 57.7% | 32.9% | 26.8% |
| EBIT 增长率 | 166.4% | 55.8% | 35.3% | 27.0% |
| 归母净利润增长率 | 174.6% | 64.4% | 35.5% | 28.1% |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 4.40 | 7.24 | 9.81 | 12.56 |
| 每股净资产 | 14.01 | 20.52 | 29.55 | 41.10 |
| 每股经营现金流 | 4.34 | 6.37 | 9.20 | 11.83 |
| 每股股利 | 1.50 | 0.56 | 0.60 | 0.77 |
| 营运能力指标 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.72 | 0.70 | 0.66 |
| 应收账款周转率 | 8.54 | 7.83 | 7.44 | 7.23 |
| 存货周转率 | 1.40 | 1.45 | 1.39 | 1.38 |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 33.6% | 28.9% | 25.3% | 22.3% |
| 流动比率 | 2.87 | 3.50 | 4.17 | 4.81 |
| 速动比率 | 2.48 | 3.07 | 3.75 | 4.37 |
| 估值指标 | | | | |
| P/E | 50.87 | 30.94 | 22.84 | 17.84 |
| P/B | 15.99 | 10.91 | 7.58 | 5.45 |
| EV/EBITDA | 43.35 | 26.14 | 18.59 | 13.89 |

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