

评级：买入（维持）

市场价格：173.31 元/股

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师：宋瀚清

执业证书编号：S0740524060001

Email: songhq@zts.com.cn

分析师：张前

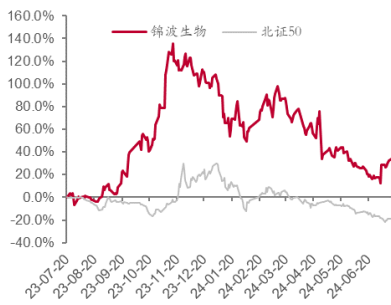
执业证书编号：S0740524080002

Email: zhangq08@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	89
流通股本(百万股)	31
市价(元)	173.31
市值(亿元)	150
流通市值(亿元)	47

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	390	780	1405	1978	2483
增长率 yoy%	67%	100%	80%	41%	26%
净利润 (百万元)	109	300	603	849	1078
增长率 yoy%	90%	175%	101%	41%	27%
每股收益 (元)	1.23	3.39	6.81	9.59	12.17
每股现金流量	1.40	3.34	10.28	10.85	13.23
净资产收益率	25%	31%	38%	35%	31%
P/E	91.29	77.14	25.46	18.06	14.24
PEG	1.01	0.44	0.25	0.44	0.53
P/B	22.64	24.25	9.73	6.32	4.38

备注：股价选取日期为 24 年 8 月 28 日。

投资要点

■ 公司发布 24H1 业绩报告：1) 24Q2：公司 24Q2 实现营收 3.8 亿/YOY+100%，环比 Q1 的 76%再提速；实现归母净利润 2.08 亿/YOY+213%，此前预告增长 186%~217%，贴近上限。2) 24H1：实现收入 6 亿/+91%，归母净利润 3.1 亿/+183%；扣非归母净利 3 亿元/YOY+193%。在整体消费偏弱、且医美 23Q2 高基数的背景下，公司仍能持续超预期增长，充分验证赛道景气，以及公司产品在院线以及 C 端的认可，在消费者认可、不断复购的支持下未来增长趋势仍然可期。

■ 分产品来看，医疗器械类产品上半年收入 5.3 亿元，同比+92%；功能性护肤品收入 0.48 亿，同比+54%；原料及其他收入 0.24 亿/+180%。

23 全年薇琦美销量 57.6 万瓶，截至 24/6/12，薇琦美上市 1000 天，产销破 100 万支，继续加快放量。另外，截至 23 年底，公司覆盖终端医疗机构 2000 家，24H1 该数量已经增加至 3000 家，看好终端医疗机构覆盖数量的提升带动消费群体进一步扩容~

此外，原料端增速 180%同样表现亮眼，公司此前与欧莱雅达成战略合作，在小蜜罐中添加重组人源化胶原蛋白原料，通过知名度较高的国际品牌进一步提升胶原认知，一方面将有助于增加客户覆盖数量，另外也是未来中国先进的重组胶原技术出海的好抓手。

■ 毛利率同比+2.4pct，盈利能力继续优化。公司上半年毛利率为 91.58%，同比+2.4pct，说明公司在直销为主的渠道布局、以及规模化的销售取得较好的成绩。销售费率 17.87%/-3pct，管理费用率 9.25%/-2.9pct，研发费用率 4.1%/-9pct，主要系本期研发支出中资本化项目增多所致；财务费用率 0.8%/-1pct。整体归母净利率 51.4%，较 23H1 提升 16.8pct。

■ 投资建议：公司增长动力充足，除 4mg 极纯外，公司去年推出 10mg 至真扩展高端客群，市场反馈或仍积极。同时率先推出 3+17 倍护系列强化抗衰市场品牌势能。此外，公司在研管线丰富，建议重点关注后续凝胶类产品等多款产品拿证进展带来的催化。预计 2024-26 年公司归母净利润为 6.0/8.5/10.8 亿元，对应 2024-26 年 PE 为 25/18/14X，维持“买入”评级。

■ 风险提示：宏观影响消费恢复不及预期、产品获批进度不及预期等

**盈利预测表**

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业收入</b>	780	1,405	1,978	2,483
每股收益	3.39	6.81	9.59	12.17	营业成本	77	104	130	150
每股净资产	10.77	17.81	27.41	39.58	毛利率%	90.2%	92.6%	93.4%	94.0%
每股经营现金流	3.34	10.28	10.85	13.23	营业税金及附加	8	14	20	25
每股股利	1.15	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	165	302	435	546
P/E	77.14	25.46	18.06	14.24	营业费用率%	21.1%	21.5%	22.0%	22.0%
P/B	24.25	9.73	6.32	4.38	管理费用	92	142	198	248
P/S	12.51	9.03	6.42	5.11	管理费用率%	11.8%	10.1%	10.0%	10.0%
EV/EBITDA	43.55	19.28	13.17	9.67	研发费用	85	141	198	248
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					EBIT	353	703	997	1,266
毛利率	90.2%	92.6%	93.4%	94.0%	财务费用	11	18	26	33
净利润率	38.4%	42.9%	42.9%	43.4%	财务费用率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
净资产收益率	31.4%	38.2%	35.0%	30.8%	资产减值损失	-3	0	0	0
资产回报率	20.9%	28.8%	28.1%	26.0%	投资收益	0	0	0	0
投资回报率	24.9%	32.9%	31.6%	28.6%	<b>营业利润</b>	<b>348</b>	<b>703</b>	<b>993</b>	<b>1,260</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	3	3	4	5
营业收入增长率	100.0%	80.1%	40.8%	25.5%	<b>利润总额</b>	<b>351</b>	<b>705</b>	<b>997</b>	<b>1,265</b>
EBIT增长率	169.4%	99.0%	41.9%	26.9%	EBITDA	402	745	1,032	1,304
净利润增长率	174.6%	101.0%	40.9%	26.9%	所得税	52	105	150	190
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	14.9%	14.9%	15.0%	15.0%
资产负债率	33.6%	24.8%	20.0%	15.8%	少数股东损益	-1	-2	-2	-2
流动比率	2.9	4.0	5.3	7.0	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>300</b>	<b>603</b>	<b>849</b>	<b>1,078</b>
速动比率	2.5	4.0	5.3	7.0					
现金比率	2.0	4.0	5.3	7.0	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	519	1,222	2,014	2,991
应收帐款周转天数	59.4	0.0	0.0	0.0	应收账款及应收票据	129	0	0	0
存货周转天数	315.1	0.0	0.0	0.0	存货	66	0	0	0
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.6	其它流动资产	39	19	20	20
固定资产周转率	2.2	2.9	3.5	3.9	流动资产合计	753	1,241	2,034	3,012
					长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	361	481	563	631
					在建工程	132	176	216	281
					无形资产	25	27	32	35
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	非流动资产合计	682	851	992	1,140
净利润	300	603	849	1,078	<b>资产总计</b>	<b>1,435</b>	<b>2,092</b>	<b>3,026</b>	<b>4,152</b>
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	短期借款	69	69	69	69
非现金支出	57	42	34	38	应付票据及应付账款	54	68	89	100
非经营收益	9	6	7	8	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-69	261	71	49	其它流动负债	139	172	223	261
<b>经营活动现金流</b>	<b>296</b>	<b>910</b>	<b>961</b>	<b>1,171</b>	流动负债合计	262	309	381	430
资产	-152	-201	-168	-181	长期借款	31	21	35	37
投资	0	0	0	0	其它长期负债	188	188	188	188
其他	1	-13	-11	-11	非流动负债合计	219	209	223	225
<b>投资活动现金流</b>	<b>-151</b>	<b>-214</b>	<b>-179</b>	<b>-192</b>	<b>负债总计</b>	<b>481</b>	<b>518</b>	<b>604</b>	<b>655</b>
债权募资	104	-10	14	2	实收资本	68	89	89	89
股权募资	258	20	0	0	普通股股东权益	954	1,577	2,426	3,504
其他	-118	-3	-3	-4	少数股东权益	-1	-3	-4	-7
<b>融资活动现金流</b>	<b>245</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>-2</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1,435</b>	<b>2,092</b>	<b>3,026</b>	<b>4,152</b>
现金净流量	389	703	792	978					

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
<b>股票评级</b>	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
<b>行业评级</b>	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。