



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 业绩超预期，研发与新品管线布局加速

### 买入（维持）

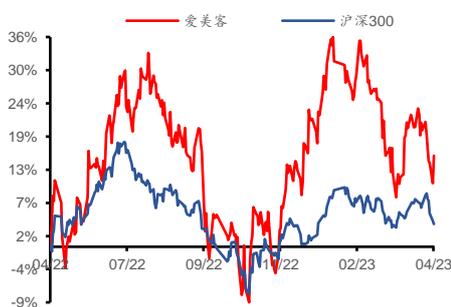
行业：美容护理  
日期：2023年04月25日

分析师：王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523030001

#### 基本数据

最新收盘价（元）	537.00
12mth A 股价格区间（元）	421.00-631.00
总股本（百万股）	216.36
无限售 A 股/总股本	40.60%
流通市值（亿元）	471.74

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

- 《研发布局前瞻，股权激励彰显信心》  
——2023 年 03 月 09 日
- 《业绩延续高增，核心产品持续放量》  
——2022 年 10 月 27 日
- 《业绩增幅亮眼，核心产品持续放量》  
——2022 年 08 月 25 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

4月25日，公司发布23年一季度报，23Q1实现营收6.30亿元，同增46.30%；实现归母净利润4.14亿元，同增51.17%，扣非归母净利润3.87亿元，同增49.26%，基本每股收益1.91元/股。

##### 分析与判断

**23Q1 业绩超预期，持续加码研发及新品管线布局。**23Q1 营收同增46.30%，主要系期间销量增长；归母净利润同增50.77%，主因Q1收入大幅增长，营业利润大幅上升，拉动净利润增长超预期。1) **利润率**：23Q1 毛利率/净利率分别95.29%/65.54%，分别同增0.84pcts/0.51pcts。2) **费用方面**：研发投入持续增加，预港股上市费用增加。23Q1 销售/管理/研发费用分别为0.66/0.50/0.44亿元，分别同增22.22%/129.99%/49.94%。持续加码研发创新，加强多领域战略布局，研发驱动下，提高产品竞争力及品牌影响力。

**全方位、差异化产品矩阵推动业绩增长。**分产品看，溶液类与凝胶类注射产品均实现较大幅度增长。22年溶液类注射产品/凝胶类注射产品/面部埋植线/化妆品收入分别为12.93、6.38、0.05、0.03亿元，占比营收66.68%、32.91%、0.28%、0.13%，同比分别为+23.57%、+65.61%、+1.49%、-76.82%。凝胶类产品中，濡白天使增长迅速，产品安全性与有效性逐渐获得下游医疗机构与终端消费者认可。医生培训与认证制度结合，高效稳定的渠道建设与完善的学习平台制度为新品推广带来先发优势，加速濡白天使终端渗透，截至22年末已进入逾600家医美机构，授权700余名医生。

**研发布局前瞻，产品储备丰富。**立足于生物医用材料和生物医药的研发和产品转化，同时开展重组蛋白和多肽等生物医药的开发，致力于将公司打造成医疗美容、代谢疾病治疗等领域内技术领先、产品具有国际竞争力的知名企业。公司持续加大研发创新投入，通过自研+合作的方式提升研发实力，22年公司研发投入同比+69.20%，研发费用率为8.93%（同比+1.86pcts），研发人员占公司总人数25.39%，拥有专利49项，其中发明专利25项。

**在研项目中，**用于纠正面部后缩的凝胶产品、第二代面部埋植线、利多卡因丁卡因乳膏等产品均处于临床试验阶段；A型肉毒毒素处于III期临床试验阶段。公司在体重管理与减脂领域加强战略布局，与北京质肽生物签订司美格鲁肽注射液项目独家合作协议，该项目已处于临床前研究阶段，该产品可延长代谢周期，且给药周期方便、体重管理效果明显，能够更好地满足市场需求。**研发中心布局上，**昌平研发中心已顺利投入使用，有利于公司增强生物医药研发平台实力，提升产学研转化效率。

**股权激励发布，彰显长期信心。**公司发布2023年第一期限限制性股票激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过41.73万股，约占总股本的0.19%。其中，首次授予限制性股票及预留限制性股票各占

80%、20%，计划授予价格为 282.99 元/股。本次激励计划首次授予的激励对象总人数共计 141 人，为公司董事、高管、中层管理及核心技术人员。考核目标以 2022 年营收为基数，2023-2025 年营收增长率不低于 45%/103%/174%；或以 2022 年净利润为基数，2023-2025 年营收增长率不低于 40%/89%/146%。通过激励机制，吸引并绑定核心人才，为公司长远发展提供强有力的人才资源和动力。

### ■ 投资建议

轻医美赛道景气度较高，消费粘性较强，线下消费复苏带动医美消费频次提升。在医美行业监管政策趋严背景下，爱美客作为国内医美领域合规优质龙头，凭借全方位且具有差异化的产品矩阵，清晰的产品定位，产品组合优势，较强的拿证壁垒，前瞻性的产品布局储备以及从客户需求出发的深度运营，产品竞争力、品牌影响力日益增强，多维增长曲线丰富，市场占有率与渗透率有望稳步提升。预计 23-25 年公司实现营收 29.21、42.10、56.93 亿元，同比+50.7%、+44.1%、+35.2%；归母净利润分别为 18.98、26.95、35.76 亿元，同比+50.2%、+42.0%、+32.7%。EPS 分别为 8.77、12.45、16.53 元，对应 PE 分别 61、43、32X，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1939	2921	4210	5693
年增长率	33.9%	50.7%	44.1%	35.2%
归母净利润	1264	1898	2695	3576
年增长率	31.9%	50.2%	42.0%	32.7%
每股收益（元）	5.84	8.77	12.45	16.53
市盈率（X）	91.95	61.22	43.12	32.49
市净率（X）	19.87	15.00	11.13	8.29

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 04 月 25 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	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3140	4591	6773	9993
应收票据及应收账款	128	122	252	261
存货	47	68	107	132
其他流动资产	820	837	851	878
流动资产合计	4134	5617	7984	11265
长期股权投资	935	1230	1517	1748
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	195	192	178	148
在建工程	5	8	10	14
无形资产	117	169	231	297
其他非流动资产	873	1017	1181	1354
非流动资产合计	2125	2616	3118	3561
<b>资产总计</b>	<b>6259</b>	<b>8233</b>	<b>11102</b>	<b>14825</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19	13	38	33
合同负债	15	25	36	49
其他流动负债	190	264	402	539
流动负债合计	224	303	476	622
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	89	89	89	89
非流动负债合计	89	89	89	89
<b>负债合计</b>	<b>313</b>	<b>391</b>	<b>564</b>	<b>710</b>
股本	216	216	216	216
资本公积	3412	3412	3412	3412
留存收益	2215	4113	6808	10384
归属母公司股东权益	5846	7744	10439	14015
少数股东权益	100	98	99	101
<b>股东权益合计</b>	<b>5946</b>	<b>7842</b>	<b>10538</b>	<b>14115</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6259</b>	<b>8233</b>	<b>11102</b>	<b>14825</b>
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>1194</b>	<b>1963</b>	<b>2708</b>	<b>3680</b>
净利润	1268	1896	2696	3577
折旧摊销	29	73	94	114
营运资金变动	-60	46	-11	86
其他	-42	-52	-70	-97
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-944</b>	<b>-512</b>	<b>-526</b>	<b>-460</b>
资本支出	-156	-269	-309	-326
投资变动	-813	-295	-287	-231
其他	25	52	70	97
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-374</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	95	0	0	0
其他	-470	0	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>-124</b>	<b>1451</b>	<b>2183</b>	<b>3220</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1939</b>	<b>2921</b>	<b>4210</b>	<b>5693</b>
营业成本	100	147	226	306
营业税金及附加	10	14	20	27
销售费用	163	204	307	438
管理费用	125	175	253	398
研发费用	173	228	339	462
财务费用	-45	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	33	52	70	97
公允价值变动损益	29	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1488</b>	<b>2220</b>	<b>3160</b>	<b>4193</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1488</b>	<b>2220</b>	<b>3160</b>	<b>4193</b>
所得税	221	324	464	615
净利润	1268	1896	2696	3577
少数股东损益	4	-2	1	2
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1264</b>	<b>1898</b>	<b>2695</b>	<b>3576</b>
<b>主要指标</b>				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	94.8%	95.0%	94.6%	94.6%
净利率	65.2%	65.0%	64.0%	62.8%
净资产收益率	21.6%	24.5%	25.8%	25.5%
资产回报率	20.2%	23.1%	24.3%	24.1%
投资回报率	19.6%	23.4%	24.9%	24.7%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	33.9%	50.7%	44.1%	35.2%
EBIT 增长率	34.2%	57.1%	42.5%	32.6%
归母净利润增长率	31.9%	50.2%	42.0%	32.7%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.84	8.77	12.45	16.53
每股净资产	27.02	35.79	48.25	64.77
每股经营现金流	5.52	9.07	12.52	17.01
每股股利	3	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.31	0.35	0.38	0.38
应收账款周转率	15.18	23.89	16.69	21.79
存货周转率	2.14	2.17	2.11	2.32
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	5.0%	4.8%	5.1%	4.8%
流动比率	18.44	18.56	16.78	18.12
速动比率	17.73	17.95	16.27	17.67
<b>估值指标</b>				
P/E	91.95	61.22	43.12	32.49
P/B	19.87	15.00	11.13	8.29
EV/EBITDA	84.78	49.82	34.39	25.24

### 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

<b>股票投资评级：</b>	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
<b>行业投资评级：</b>	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