

爱美客(300896)

报告日期: 2023年04月25日

# 超预期, 看好 Q2 及全年持续强兑现

## ——爱美客 23Q1 季报点评

### 投资要点

#### 业绩概览: 收入/净利润同比+46%/51%, 均超预期。

业绩亮眼, 收入利润均超预期。23Q1 收入 6.3 亿元 (同比+46%)、净利润 4.1 亿元 (同比+51%)、扣非净利润 3.9 亿元 (同比+49%)。

我们认为, 超预期主要系再生类产品增量明显+3 月修复超预期。

1) 再生系列正值风口, 濡白迎黄金增长期。濡白天使: 上市时间超 1 年, 培育期已过, 终端认知度和接受度提升, 预计 3 月加速放量带动 23Q1 销售额超预期。其它产品: 嗨体熊猫针、颈纹针等明星产品疫后修复持续向好。

2) 3 月增长亮眼, 受益于疫后递延需求+五一旺季前置需求+新品推广加速等。复盘今年 1-3 月医美行业发展趋势, 1 月为疫后恢复期, 行业修复较为滞后, 但医美项目复购高、粘性强, 主要面向中高消费人群, 行业需求并没有消失。2 月随着线下出行逐步恢复, 环比提升。3 月行业重回发展快车道, 受益于延迟需求落地+五一出行需求前置+新品推出。爱美客作为医美上游龙头, 拥有濡白天使+嗨体熊猫针+嗨体颈纹针的明星产品矩阵, 持续领跑行业。

#### 盈利能力: 高毛利产品放量+规模效应, 净利率同比提升

各季度来看, 盈利能力趋势依然向上, 公司 22Q1-23Q1:

1) 毛利率提升: 分别为 94.5%、94.3%、94.9%、95.6%、95.3%, 主要系高毛利濡白天使针、熊猫针占比提升;

2) 净利率提升: 分别为 65.0%、68.4%、66.3%、61.3%、65.5%;

3) 扣非净利率提升: 分别为 60.2%、67.2%、65.3%、53.0%、61.4%;

23Q1 费用率来看, 23Q1 销售/管理/研发费用率分别为 10.4%/8.0%/6.9%, 同比-2.1pp/+2.9pp/+0.2pp, 管理费用率短期提升主要系港股上市费用增加。

#### 展望: 持续看好, 疫情扰动消退+管线丰富成长动能充沛

展望 Q2: 低基数背景下, 延迟需求及新增需求双重驱动, 预计增速可观。爱美客 22 年华东区域销售占比约 45%, 去年 4-5 月受疫情影响为低基数。4-5 月随出行进一步修复+春夏季来临+机构端大力推广, 延迟需求+新增需求有望双重爆发, 预计 23Q2 增速可观。

展望全年: 持续看好, 股权激励彰显发展信心。据股权激励目标, 23-25 年收入/利润 CAGR 分别为 40%/35%, 其中 23 年收入/利润增速分别为 45%/40%。我们认为, 股权激励目标并不代表实际业绩指引, 预计公司实际净利润复合增速有望提速。

布局胶原+减肥热门赛道, 后续产品看点颇多: 1) 胶原蛋白: 22 年公司通过控股的北京原之美科技收购了胶原蛋白公司沛奇隆 (投资 3.5 亿), 布局生物蛋白海绵、止血愈合敷料产品。2) 减脂塑形: 储备有减肥产品利拉鲁肽 (完成 I 期临床)、司美格鲁肽 (与北京质肽生物医药科技签订独家合作协议, 临床前在研)、去氧胆酸注射液 (临床前在研)。3) 其他待上市 (括号内为我们预计的上市时间): 第二代理线 (2023E)、A 型肉毒素 (23 年年底-24 年)、利多卡因丁卡因乳膏 (2024E)、逸美 1+1 颧部新适应症/宝尼达颧部适应症 (2024-2025E) 等。

#### 盈利预测及估值

公司处于高速增长的美容行业中最具备议价能力的环节, 爱美客作为产品稀缺性+矩阵完整性均突出的行业龙头, 潜力大空间广。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 19.2/27.7/38.4 亿元, 增速分别为 52% / 44% / 39%, 当前市值 PE 对应 PE 仅 60 / 42 / 30 倍, 仍有较大提升空间, 维持“买入”评级。

#### 风险提示

市场竞争加剧的风险; 产品推广不及预期等。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

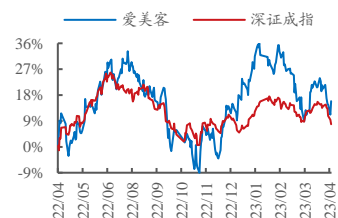
分析师: 汤秀洁  
 执业证书号: S1230522070001  
 tangxiujie@stocke.com.cn

分析师: 王长龙  
 执业证书号: S1230521020001  
 wangchanglong@stocke.com.cn

### 基本数据

|          |            |
|----------|------------|
| 收盘价      | ¥ 537.00   |
| 总市值(百万元) | 116,185.32 |
| 总股本(百万股) | 216.36     |

### 股票走势图



### 相关报告

- 《三大亮点: 股权激励、赛道开拓、疫后提速》2023.03.09
- 《疫情扰动收入仍高增 55%, 彰显业绩韧性——爱美客 2022 年三季度报点评》2022.10.26
- 《Q2 增速超 20%, 医美龙头韧性凸显——爱美客 2022 年中报点评》2022.08.26

## 财务摘要

| (百万元)     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1939  | 2983  | 4396  | 6399  |
| (+/-) (%) | 33.9% | 53.9% | 47.4% | 45.6% |
| 归母净利润     | 1264  | 1922  | 2772  | 3841  |
| (+/-) (%) | 31.2% | 52.1% | 44.2% | 38.6% |
| 每股收益(元)   | 5.84  | 8.88  | 12.81 | 17.75 |
| P/E       | 92    | 60    | 42    | 30    |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 4134  | 5507  | 7606  | 10759 |
| 现金             | 3140  | 4353  | 6370  | 9412  |
| 交易性金融资产        | 704   | 850   | 850   | 851   |
| 应收账款           | 128   | 181   | 231   | 307   |
| 其它应收款          | 5     | 12    | 21    | 27    |
| 预付账款           | 21    | 18    | 23    | 27    |
| 存货             | 47    | 62    | 82    | 105   |
| 其他             | 91    | 30    | 30    | 30    |
| <b>非流动资产</b>   | 2125  | 2022  | 2126  | 2271  |
| 金额资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 935   | 950   | 950   | 950   |
| 固定资产           | 195   | 199   | 209   | 225   |
| 无形资产           | 117   | 151   | 198   | 260   |
| 在建工程           | 5     | 6     | 8     | 8     |
| 其他             | 873   | 716   | 761   | 828   |
| <b>资产总计</b>    | 6259  | 7529  | 9731  | 13030 |
| <b>流动负债</b>    | 224   | 190   | 231   | 287   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 19    | 16    | 20    | 31    |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 205   | 174   | 211   | 257   |
| <b>非流动负债</b>   | 89    | 76    | 69    | 74    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 89    | 76    | 69    | 74    |
| <b>负债合计</b>    | 313   | 265   | 300   | 361   |
| 少数股东权益         | 100   | 102   | 104   | 106   |
| 归属母公司股东权       | 5846  | 7162  | 9328  | 12563 |
| <b>负债和股东权益</b> | 6259  | 7529  | 9731  | 13030 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1194  | 1831  | 2663  | 3703  |
| 净利润            | 1268  | 1924  | 2774  | 3843  |
| 折旧摊销           | 16    | 14    | 16    | 18    |
| 财务费用           | (45)  | (26)  | (41)  | (61)  |
| 投资损失           | (33)  | (25)  | (20)  | (18)  |
| 营运资金变动         | (71)  | 10    | (7)   | (16)  |
| 其它             | 60    | (66)  | (59)  | (62)  |
| <b>投资活动现金流</b> | (944) | (27)  | (81)  | (116) |
| 资本支出           | (57)  | (18)  | (25)  | (33)  |
| 长期投资           | 66    | (15)  | 0     | 0     |
| 其他             | (952) | 6     | (56)  | (83)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | (374) | (591) | (565) | (544) |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (374) | (591) | (565) | (544) |
| <b>现金净增加额</b>  | (124) | 1213  | 2017  | 3043  |

### 利润表

| (百万元)           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1939  | 2983  | 4396  | 6399  |
| 营业成本            | 100   | 136   | 288   | 561   |
| 营业税金及附加         | 10    | 15    | 22    | 32    |
| 营业费用            | 163   | 268   | 440   | 800   |
| 管理费用            | 125   | 179   | 171   | 173   |
| 研发费用            | 173   | 221   | 308   | 429   |
| 财务费用            | (45)  | (26)  | (41)  | (61)  |
| 资产减值损失          | 3     | 0     | (0)   | (0)   |
| 公允价值变动损益        | 29    | 25    | 10    | 10    |
| 投资净收益           | 33    | 25    | 20    | 18    |
| 其他经营收益          | 15    | 10    | 5     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 1488  | 2250  | 3244  | 4495  |
| 营业外收支           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 1488  | 2250  | 3244  | 4495  |
| 所得税             | 221   | 326   | 470   | 652   |
| <b>净利润</b>      | 1268  | 1924  | 2774  | 3843  |
| 少数股东损益          | 4     | 2     | 2     | 2     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1264  | 1922  | 2772  | 3841  |
| EBITDA          | 1479  | 2235  | 3218  | 4450  |
| EPS (最新摊薄)      | 5.84  | 8.88  | 12.81 | 17.75 |

### 主要财务比率

|                | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 33.91% | 53.85% | 47.38% | 45.56% |
| 营业利润           | 31.49% | 51.20% | 44.17% | 38.56% |
| 归属母公司净利润       | 31.21% | 52.10% | 44.22% | 38.58% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 94.85% | 95.45% | 93.45% | 91.24% |
| 净利率            | 65.38% | 64.49% | 63.09% | 60.05% |
| ROE            | 23.03% | 29.10% | 33.20% | 34.76% |
| ROIC           | 21.10% | 26.29% | 29.19% | 30.05% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 5.00%  | 3.53%  | 3.08%  | 2.77%  |
| 净负债比率          | 3.61%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 流动比率           | 18.44  | 29.00  | 32.90  | 37.44  |
| 速动比率           | 18.23  | 28.67  | 32.55  | 37.08  |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.34   | 0.43   | 0.51   | 0.56   |
| 应收账款周转率        | 19.38  | 21.00  | 25.00  | 28.00  |
| 应付账款周转率        | 7.17   | 7.68   | 15.99  | 22.08  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 5.84   | 8.88   | 12.81  | 17.75  |
| 每股经营现金         | 5.52   | 8.46   | 12.31  | 17.12  |
| 每股净资产          | 27.02  | 33.10  | 43.11  | 58.07  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 91.95  | 60.46  | 41.92  | 30.25  |
| P/B            | 19.87  | 16.22  | 12.46  | 9.25   |
| EV/EBITDA      | 80.35  | 49.72  | 33.91  | 23.84  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>