

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

爱美客(300896)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhousixin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

爱美客(300896.SZ) 23H1 业绩点评: 产品结构优化推动毛利率提升, 看好如生未来成长为第三成长曲线

2023年08月25日

事件: 公司发布 2023 年半年度业绩: 公司 23H1 实现营收 14.59 亿元/yoy+64.93%, 实现归母净利润 9.63 亿元/yoy+64.66%, 实现扣非归母净利润 9.34 亿元/yoy+65.37%, 毛利率/净利率分别为 95.41%/65.86%, 同比分别+1.03/-0.93pct; 单 Q2 来看, 实现营收 8.29 亿元/yoy+82.60%, 实现归母净利润 5.49 亿元/yoy+76.53%, 实现扣非归母净利润 5.47 亿元/yoy+79.23%, 毛利率/净利率分别为 95.51%/66.10%, 同比分别+1.18/-2.35pct。

➤ **两类注射产品继续打造大单品系列, 产品组合优化持续推升毛利水平。** 公司围绕溶液类以及凝胶类产品, 以“嗨体”&“天使”为核心的系列大单品逐渐清晰, 产品组合优化继续推动毛利率提升。①溶液类注射产品: 23H1 年实现营业收入 8.74 亿元/yoy+ 35.90%/占比 59.9%。随着熊猫针稳步渗透放量、冻活&嗨体 2.5 受益于 III 类合规水光监管趋严, 市占率不断提升, 溶液注射类毛利率提升 1.03pct 至 95.10%。②凝胶类注射产品: 23H1 年实现营业收入 5.66 亿元/yoy+139.0%/占比 38.8%。高毛利大单品濡白天使继续维持高速增长, 我们预计 23H1 濡白天使销售占比或达 25%+, 推动凝胶注射类毛利率同比提升 1.33pct 至 97.38%; 7 月末如生天使上市后逐步开始销售放量, 预计 9 月起销售占比或有明显提升, 基于产品高端独的定位以及优异的临床表现, 我们预计 24 全年销售占比有望达到 5-10%。③面部埋植线产品: 23H1 年实现营业收入 0.03 亿元/yoy+12.3%/占比 0.2%。

➤ **23Q2 毛利率&净利率环比继续提升, 均处于历史较高水平。** 23H1 公司毛利率/净利率/期间费用率分别为 95.41%/65.86%/20.91%, 同比分别+1.03/-0.93/+2.53pct; 单 Q2 来看, 毛利率/净利率/期间费用率分别为 95.51%/66.10%/19.44%, 同比分别+1.18/-2.35/+3.94pct, 毛利率在产品组合优化带动下稳步提升。费用端来看, 23H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.19%/5.50%/-1.93%/7.15%, 同比分别+0.47/+1.18/+1.04/-0.16pct, 因同期存在上海疫情管控(22Q2 费用端低基数)、叠加当期新品销售推广需求, 期间费用率同比有所上升影响净利率表现, 但环比来看 23Q2 毛利率、净利率端均呈现向好趋势, 环比分别提升 0.21、0.56pct。

➤ **首次在中报进行利润分配, 或增强股东对于公司投资回报信心。** 2021 与 2022 年中报公司均未进行利润分配, 2021/2022 年年报分别全体股东每 10 股派发现金红利 21/28 元(含税), 本次为公司首次在中报进行利润分配, 每 10 股派发现金红利 18.48 元(含税), 持续的利润分配或增强股东对于公司投资回报信心。

➤ **投资建议:** 公司 Q2 收入&业绩表现持续超预期, 在嗨体系列稳健增长、濡白迅速放量的情况下, 7 月末如生上市有望进一步提升未来公司增长的确切性, 随着产品组合优化推升毛利率, 为公司持续投入研发与销售费用的同时保持稳定盈利水平提供更多可能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.4/27.4/39.5 亿元, 同比分别增长 53.4%/41.5%/43.9%, EPS 分别为 8.96/12.67/18.23 元, 对应 PE 分别为 53/37/26X, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 消费力恢复不及预期、产品获批上市不及预期, 细分赛道竞争加剧。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,448	1,939	3,035	4,305	6,509
增长率 YoY %	104.1%	33.9%	56.5%	41.9%	51.2%
归属母公司净利润(百万元)	958	1,264	1,938	2,741	3,945
增长率 YoY%	117.8%	31.9%	53.4%	41.5%	43.9%
毛利率%	93.7%	94.8%	95.0%	95.3%	92.7%
净资产收益率ROE%	19.0%	21.6%	26.7%	29.4%	31.9%
EPS(摊薄)(元)	4.43	5.84	8.96	12.67	18.23
市盈率 P/E(倍)	106.98	81.11	52.88	37.38	25.98
市净率 P/B(倍)	20.38	17.53	14.11	10.98	8.28

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年08月24日收盘价

图目录

图 1: 公司 23H1 实现营业收入 14.59 亿元/yoy+64.93%	4
图 2: 23Q2 实现营业收入 8.29 亿元/yoy+82.60%	4
图 3: 凝胶类注射产品实现高增长	4
图 4: 濡白高增长带动凝胶类产品占比提升	4
图 5: 23H1 实现归母净利润 9.63 亿元/yoy+64.66%	5
图 6: 23Q2 实现归母净利润 5.49 亿元/yoy+76.53%	5
图 7: 公司产品结构优化推动毛利率稳定提升	5
图 8: 疫情影响消除, 期间费用率呈现提升趋势	5
图 9: 各项费率稳定在相对低位	6
图 10: 23Q2 销售费率有所提升	6
图 11: 爱美客盈利拆分	6

事件：爱美客发布 2023 年半年报：公司 23H1 实现营收 14.59 亿元/yoy+64.93%，实现归母净利润 9.63 亿元/yoy+64.66%，实现扣非归母净利润 9.34 亿元/yoy+65.37%，毛利率/净利率分别为 95.41%/65.86%，同比分别+1.03/-0.93pct；单 Q2 来看，实现营收 8.29 亿元/yoy+82.60%，实现归母净利润 5.49 亿元/yoy+76.53%，实现扣非归母净利润 5.47 亿元/yoy+79.23%，毛利率/净利率分别为 95.51%/66.10%，同比分别+1.18/-2.35pct。

公司 23H1 实现营业收入 14.59 亿元/yoy+64.93%，单季度看，23Q2 实现营业收入 8.29 亿元/yoy+82.60%。具体拆分来看：

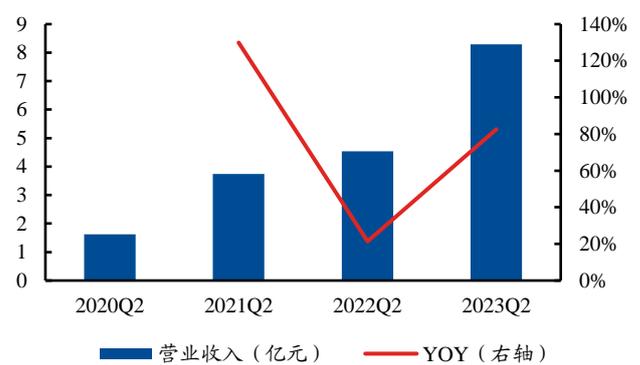
- ✓ **溶液类注射产品：**23H1 年实现营业收入 8.74 亿元/yoy+35.90%/占比 59.9%。随着熊猫针稳步渗透放量、太活&嗨体 2.5 受益于 III 类合规水光监管趋严，市占率不断提升，溶液注射类毛利率提升 1.03pct 至 95.10%。
- ✓ **凝胶类注射产品：**23H1 年实现营业收入 5.66 亿元/yoy+139.0%/占比 38.8%。高毛利大单品濡白天使继续维持高速增长，我们预计 23H1 濡白天使销售占比或达到 25%+，推动凝胶注射类毛利率同比提升 1.33pct 至 97.38%；7 月末如生天使上市后逐步开始销售放量，预计 9 月开始销售占比会有明显提升，基于产品高端独特的定位以及优异的临床表现，我们预计 24 全年年销售占比有望达到 5-10%。
- ✓ **面部埋植线产品：**23H1 年实现营业收入 0.03 亿元/yoy+12.3%/占比 0.2%。

图1：公司 23H1 实现营业收入 14.59 亿元/yoy+64.93%



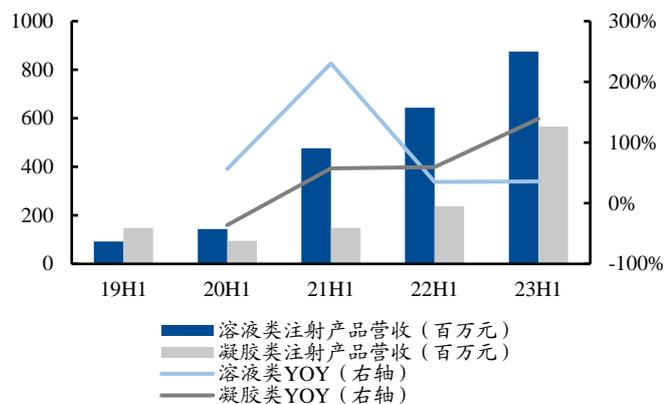
资料来源：wind，信达证券研发中心

图2：23Q2 实现营业收入 8.29 亿元/yoy+82.60%



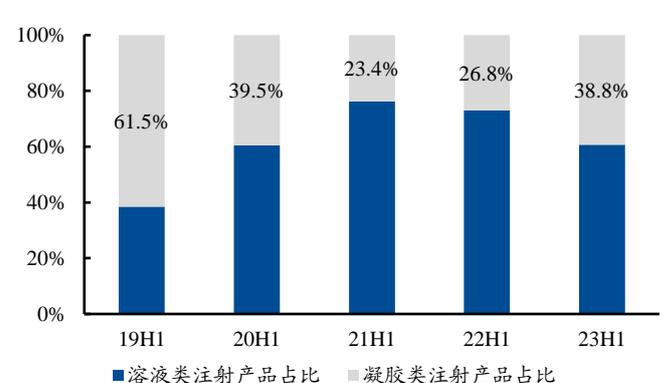
资料来源：wind，信达证券研发中心

图3：凝胶类注射产品实现高增长



资料来源：wind，信达证券研发中心

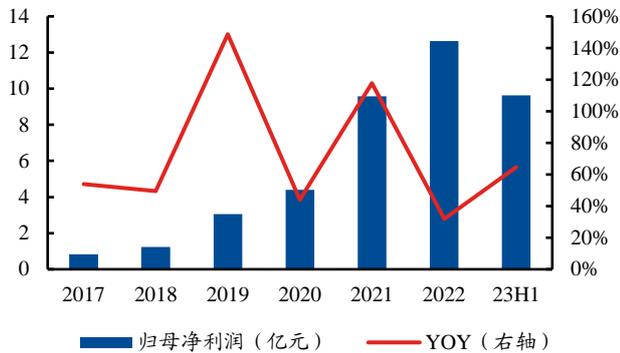
图4：濡白高增长带动凝胶类产品占比提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

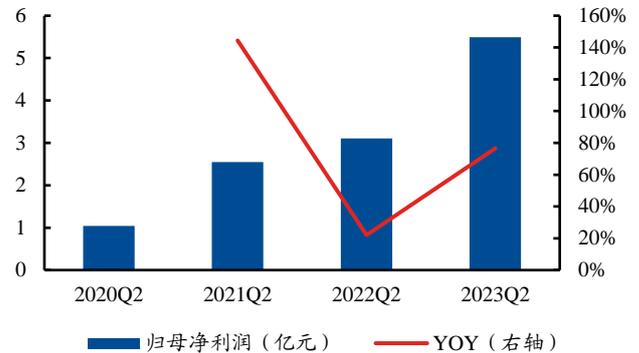
公司 23H1 实现归母净利润 9.63 亿元/yoy+64.66%，净利率达 65.86%/yoy-0.93pct；23Q2 实现归母净利润 5.49 亿元/yoy+76.53%，净利率达 66.10%/yoy-2.35pct。

图5：23H1 实现归母净利润 9.63 亿元/yoy+64.66%



资料来源：wind，信达证券研发中心

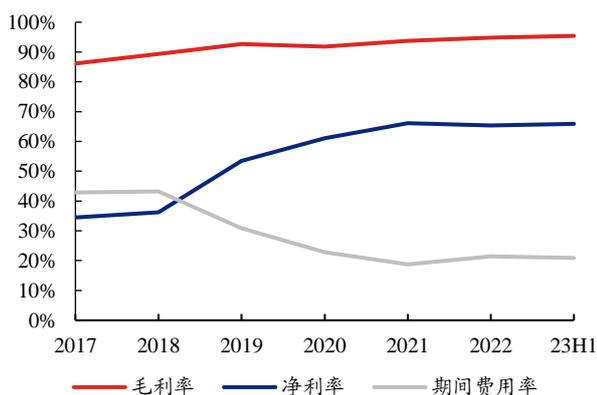
图6：23Q2 实现归母净利润 5.49 亿元/yoy+76.53%



资料来源：wind，信达证券研发中心

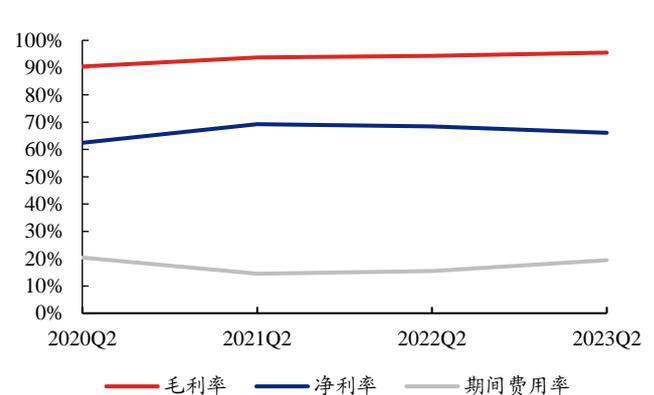
23Q2 毛利率&净利率环比提升，均处于历史较高水平。23H1 公司毛利率/净利率分别为 95.41%/65.86%，同比分别+1.03/-0.93pct；单 Q2 来看，毛利率/净利率分别为 95.51%/66.10%，同比分别+1.18/-2.35pct，毛利率在产品组合优化带动下稳步提升。**费用端来看**，23H1 年期间费用率同比+2.53pct，其中 23Q2 费用率同比+3.94pct，部分源于同期存在上海疫情管控导致的 22Q2 费用端低基数、叠加当期新品销售推广需求推升销售费用率，分拆来看，1) 销售费用率：23H1/23Q2 同比+0.47/+2.95pct，主要系本报告期人工费及营销活动费增加所致；2) 管理费用率：23H1/23Q2 同比+1.18/+0.02pct，主要系本报告期人工费、港股上市费用确认及房租物业费增加综合所致；3) 研发费用率：23H1/23Q2 同比-0.16/-0.51pct；4) 财务费用率：23H1/23Q2 同比+1.04/+1.48pct。期间费用率同比有所上升，以及部分非经常性损益（公允价值变动收益自 23Q1 的 2219 万元下降至 23H1 的 494 万元）影响净利率表现，但环比来看 23Q2 毛利率、净利率端均呈现向好趋势，环比分别提升 0.21、0.56pct。

图7：公司产品结构优化推动毛利率稳定提升

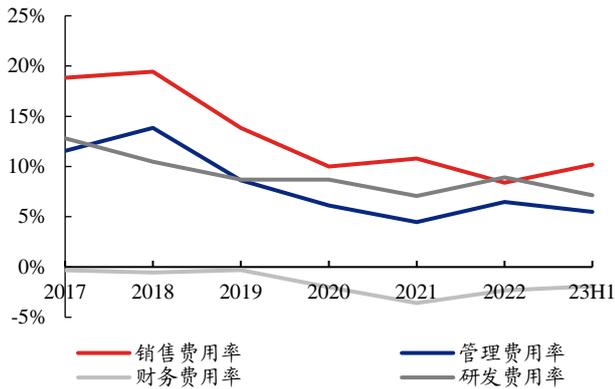


资料来源：wind，信达证券研发中心

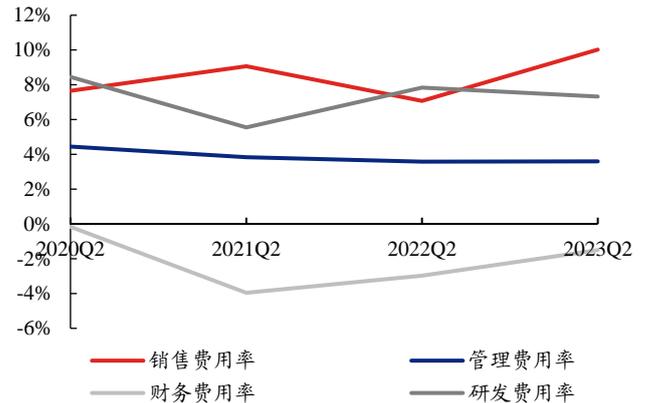
图8：疫情影响消除，期间费用率呈现提升趋势



资料来源：wind，信达证券研发中心

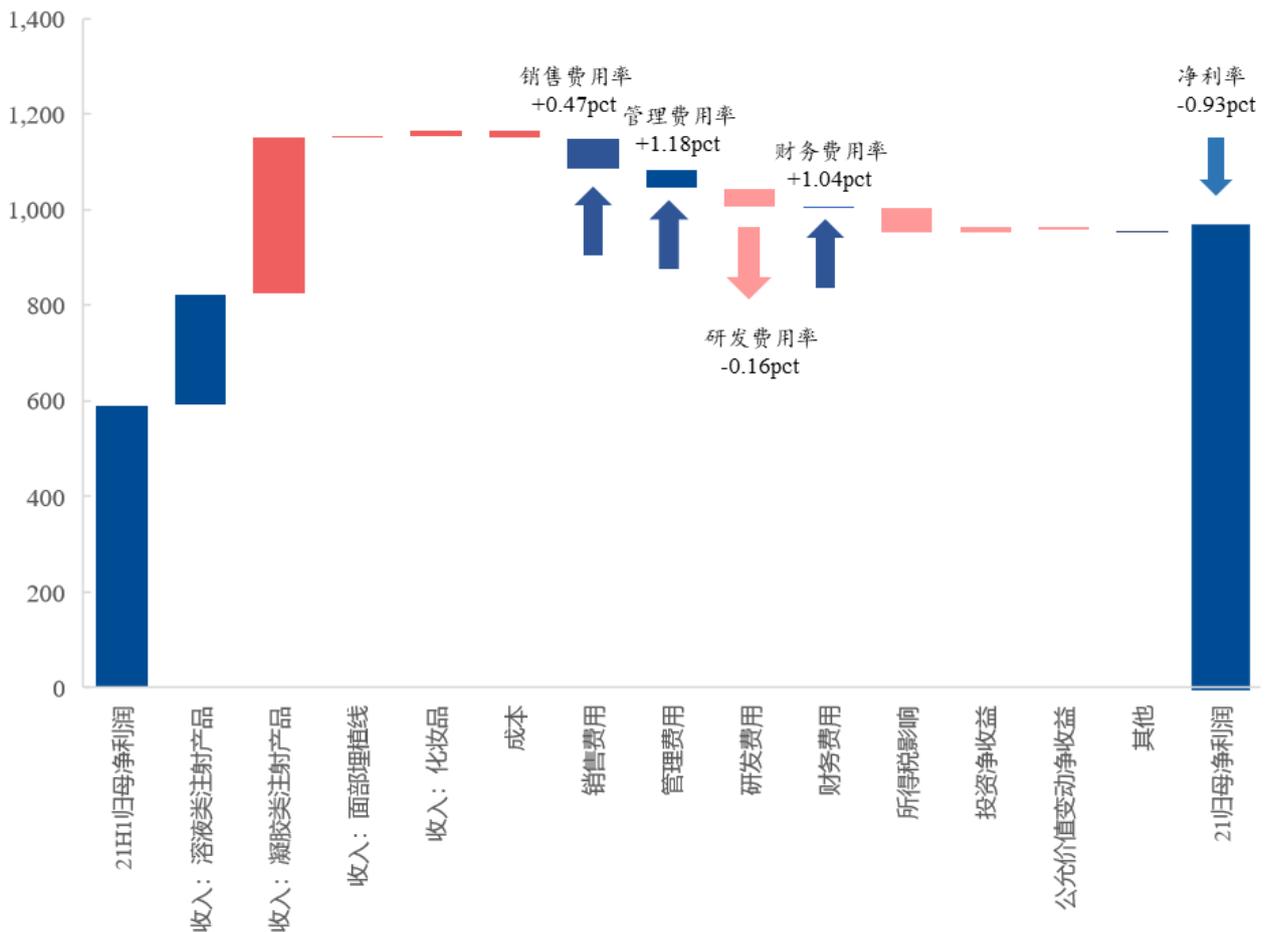
图9：各项费率稳定在相对低位


资料来源：wind，信达证券研发中心

图10：23Q2 销售费率有所提升


资料来源：wind，信达证券研发中心

首次在中报进行利润分配，或增强股东对于公司投资回报信心。2021与2022年中报公司均未进行利润分配，2021/2022年年报分别全体股东每10股派发现金红利21/28元（含税），本次为公司首次在中报进行利润分配，每10股派发现金红利18.48元（含税），持续的利润分配或增强股东对于公司投资回报信心。

图11：爱美客盈利拆分


资料来源：wind，信达证券研究开发中心

盈利预测：公司 Q2 收入&业绩表现持续超预期，在嗨体系列稳健增长、濡白迅速放量的情况下，7 月末如生上市有望进一步提升未来公司增长的确定性，随着产品组合优化推升毛利率，为公司持续投入研发与销售费用的同时保持稳定盈利水平提供更多可能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 19.4/27.4/39.5 亿元，同比分别增长 53.4%/41.5%/43.9%，EPS 分别为 8.96/12.67/18.23 元，对应 PE 分别为 53/37/26X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观因素带动消费情绪下降、监管政策变动风险、新品表现不及预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3,803	4,134	5,623	7,858	11,472	
货币资金	3,264	3,140	3,650	4,809	7,088	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	72	128	167	215	322	
预付账款	15	21	33	30	71	
存货	35	47	54	86	244	
其他	418	799	1,718	2,717	3,746	
非流动资产	1,469	2,125	2,126	2,125	2,121	
长期股权投资	1,001	935	935	935	935	
固定资产(合计)	143	195	196	199	200	
无形资产	12	117	118	119	120	
其他	313	878	876	871	865	
资产总计	5,272	6,259	7,749	9,983	13,593	
流动负债	179	224	283	440	995	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	9	19	6	28	51	
其他	170	205	277	413	943	
非流动负债	64	89	104	114	124	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	64	89	104	114	124	
负债合计	242	313	387	554	1,118	
少数股东权益	0	100	100	100	100	
归属母公司股东权益	5,030	5,846	7,262	9,329	12,375	
负债和股东权益	5,272	6,259	7,749	9,983	13,593	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,448	1,939	3,035	4,305	6,509	
同比(%)	104.1	33.9%	56.5%	41.9%	51.2%	
归属母公司净利润	958	1,264	1,938	2,741	3,945	
同比(%)	117.8	31.9%	53.4%	41.5%	43.9%	
毛利率(%)	93.7%	94.8%	95.0%	95.3%	92.7%	
ROE%	19.0%	21.6%	26.7%	29.4%	31.9%	
EPS(摊薄)(元)	4.43	5.84	8.96	12.67	18.23	
P/E	106.98	81.11	52.88	37.38	25.98	
P/B	20.38	17.53	14.11	10.98	8.28	
EV/EBITDA	107.55	84.78	45.34	31.67	21.25	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,448	1,939	3,035	4,305	6,509	
营业成本	91	100	152	202	475	
营业税金及附加	7	10	15	22	33	
销售费用	156	163	319	474	735	
管理费用	65	125	184	223	300	
研发费用	102	173	228	344	521	
财务费用	-52	-45	-69	-99	-112	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	18	33	30	30	30	
其他	30	42	10	10	0	
营业利润	1,127	1,488	2,247	3,180	4,587	
营业外收支	-5	0	0	0	0	
利润总额	1,122	1,488	2,247	3,180	4,588	
所得税	164	221	309	439	642	
净利润	958	1,268	1,938	2,741	3,945	
少数股东损益	0	4	0	0	0	
归属母公司净利	958	1,264	1,938	2,741	3,945	
EBITDA	1,049	1,409	2,181	3,087	4,494	
EPS(当年)(元)	4.43	5.84	8.96	12.67	18.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	943	1,194	1,926	2,834	4,182	
净利润	958	1,268	1,938	2,741	3,945	
折旧摊销	20	29	33	36	39	
财务费用	2	3	6	7	8	
投资损失	-18	-18	-33	-30	-30	
营运资金变动	2	-60	-19	81	205	
其它	-20	-12	0	0	5	
投资活动现金流	-648	-944	-903	-1,005	-1,005	
资本支出	-23	-156	-32	-35	-35	
长期投资	-652	-813	-903	-1,000	-1,000	
其他	27	25	31	30	30	
筹资活动现金流	-487	-374	-512	-671	-898	
吸收投资	0	95	-13	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-421	-454	-506	-687	-908	
现金流净增加额	-192	-124	511	1,158	2,279	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。