



# 爱美客 (300896.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩持续增长,销售渠道稳步扩张

### 业绩简评

2024年3月19日,公司发布2023年年度报告。2023年公司实现收入28.69亿元(+48%),归母净利润18.58亿元(+47%),扣非归母净利润18.31亿元(+53%);

单季度看,公司2023Q4实现收入6.99亿元(+56%),归母净利润4.40亿元(+62%),扣非归母净利润4.36亿元(+88%)。

### 经营分析

**毛利率稳步提升,销售渠道持续扩张。**利润端,2023年公司实现销售毛利率95.09%,同比增长0.24pct,主要系产品结构优化,高毛利凝胶类注射产品占比提升7.44pct。同时公司实现销售净利率64.65%,净利率稳健。渠道端,公司加强国内市场建设,截至2023年末,公司拥有超过400名(22年超300名)销售和市场人员,覆盖全国31个省、市、自治区,覆盖国内大约7000家医疗美容机构(22年为5000家)。

**注射凝胶类收入高增,注射溶液类收入稳步提升。**分产品来看,2023年凝胶类注射产品实现收入11.58亿元(+81.43%),销量100.68万支(+36.13%),其中濡白天使凭借强产品力,为公司产品矩阵带来有力支撑。2023年公司溶液类注射产品稳步增长,实现收入16.71亿元(+29.22%),销量514.13万支(+48.88%),核心产品为嗨体。此外2023年面部埋植线业务实现收入591.95万元(+10.06%),销量1.68万包(+5.45%),收入稳步提升。

**在研产品管线进展顺利,为后续发展奠定基础。**截至2023年末公司进入临床及注册程序的项目共计3项,分别为注射用A型肉毒毒素(注册申报阶段)、利拉鲁肽注射液(完成I期临床试验)、利多卡因丁卡因乳膏(III期临床试验阶段),公司在研管线进展顺利。同时公司正在开展重组蛋白和多肽等生物医药的开发,未来有望满足更多消费者需求。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为25.08、33.93、42.87亿元,分别同比增长34.96%、35.28%、26.34%,EPS分别为11.59、15.68、19.81元,现价对应PE为30、23、18倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

产品研发进度不及预期;市场竞争加剧风险;市场推广不及预期风险等。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币):352.91元

相关报告:

- 《爱美客公司点评:三季度业绩承压,产品端与营销端持续推进》,2023.10.25
- 《爱美客公司点评:二季度高增长,研发与销售端推进顺利》,2023.8.25
- 《爱美客公司点评:半年度业绩预告公布,二季度实现高增长》,2023.8.4



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,939	2,869	3,964	5,305	6,662
营业收入增长率	33.91%	47.99%	38.14%	33.83%	25.59%
归母净利润(百万元)	1,264	1,858	2,508	3,393	4,287
归母净利润增长率	31.92%	47.08%	34.96%	35.28%	26.34%
摊薄每股收益(元)	5.840	8.590	11.592	15.682	19.814
每股经营性现金流净额	5.52	9.03	12.05	15.86	19.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.61%	29.28%	28.50%	28.90%	27.53%
P/E	96.98	34.27	30.44	22.50	17.81
P/B	20.96	10.03	8.68	6.50	4.90

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,448</b>	<b>1,939</b>	<b>2,869</b>	<b>3,964</b>	<b>5,305</b>	<b>6,662</b>	货币资金	3,264	3,140	2,434	5,646	8,286	11,797
增长率		33.9%	48.0%	38.1%	33.8%	25.6%	应收款项	82	132	218	201	254	319
主营业务成本	-91	-100	-141	-189	-246	-301	存货	35	47	50	69	89	109
%销售收入	6.3%	5.2%	4.9%	4.8%	4.6%	4.5%	其他流动资产	423	815	1,550	1,327	1,336	1,344
毛利	1,357	1,839	2,729	3,775	5,059	6,362	流动资产	3,803	4,134	4,251	7,243	9,965	13,570
%销售收入	93.7%	94.8%	95.1%	95.2%	95.4%	95.5%	%总资产	72.2%	66.0%	62.0%	76.5%	79.5%	82.3%
营业税金及附加	-7	-10	-15	-20	-27	-33	长期投资	1,213	1,408	1,860	1,436	1,736	2,046
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	143	200	234	267	295	320
销售费用	-156	-163	-260	-329	-435	-533	%总资产	2.7%	3.2%	3.4%	2.8%	2.4%	1.9%
%销售收入	10.8%	8.4%	9.1%	8.3%	8.2%	8.0%	无形资产	22	401	395	396	397	399
管理费用	-65	-125	-144	-258	-355	-466	非流动资产	1,462	2,125	2,601	2,219	2,565	2,916
%销售收入	4.5%	6.5%	5.0%	6.5%	6.7%	7.0%	%总资产	27.8%	34.0%	38.0%	23.5%	20.5%	17.7%
研发费用	-102	-173	-250	-337	-440	-540	<b>资产总计</b>	<b>5,265</b>	<b>6,259</b>	<b>6,852</b>	<b>9,462</b>	<b>12,531</b>	<b>16,486</b>
%销售收入	7.1%	8.9%	8.7%	8.5%	8.3%	8.1%	短期借款	8	11	15	15	15	15
息税前利润 (EBIT)	1,026	1,368	2,058	2,831	3,801	4,790	应付款项	32	104	75	157	193	221
%销售收入	70.9%	70.6%	71.7%	71.4%	71.7%	71.9%	其他流动负债	139	108	208	267	356	445
财务费用	52	45	54	81	141	204	流动负债	179	224	298	439	564	681
%销售收入	-3.6%	-2.3%	-1.9%	-2.0%	-2.7%	-3.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-3	-5	-1	0	0	其他长期负债	57	89	70	84	90	95
公允价值变动收益	27	29	-16	0	0	0	负债	235	313	367	523	653	776
投资收益	18	33	40	30	40	40	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,029</b>	<b>5,846</b>	<b>6,348</b>	<b>8,802</b>	<b>11,740</b>	<b>15,573</b>
%税前利润	1.6%	2.2%	1.8%	1.0%	1.0%	0.8%	其中：股本	216	216	216	216	216	216
营业利润	1,127	1,488	2,158	2,951	3,992	5,043	未分配利润	1,298	2,107	2,961	5,015	7,953	11,786
营业利润率	77.8%	76.8%	75.2%	74.4%	75.2%	75.7%	少数股东权益	0	100	137	137	137	137
营业外收支	-5	0	-3	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,265</b>	<b>6,259</b>	<b>6,852</b>	<b>9,462</b>	<b>12,531</b>	<b>16,486</b>
税前利润	1,122	1,488	2,156	2,951	3,992	5,043	<b>比率分析</b>						
利润率	77.5%	76.8%	75.1%	74.4%	75.2%	75.7%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-165	-221	-301	-443	-599	-757	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.7%	14.8%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	4.427	5.840	8.590	11.592	15.682	19.814
净利润	957	1,268	1,855	2,508	3,393	4,287	每股净资产	23.246	27.020	29.340	40.680	54.262	71.976
少数股东损益	0	4	-4	0	0	0	每股经营现金净流	4.357	5.518	9.032	12.046	15.860	19.942
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>958</b>	<b>1,264</b>	<b>1,858</b>	<b>2,508</b>	<b>3,393</b>	<b>4,287</b>	每股股利	0.000	3.500	2.100	2.100	2.100	2.100
净利率	66.2%	65.2%	64.8%	63.3%	64.0%	64.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	19.04%	21.61%	29.28%	28.50%	28.90%	27.53%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	18.19%	20.19%	27.12%	26.51%	27.08%	26.00%
净利润	957	1,268	1,855	2,508	3,393	4,287	投入资本收益率	17.36%	19.44%	27.13%	26.76%	27.08%	25.82%
少数股东损益	0	4	-4	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	22	31	57	30	34	38	主营业务收入增长率	104.13%	33.91%	47.99%	38.14%	33.83%	25.59%
非经营收益	-38	-45	-38	-3	-37	-34	EBIT增长率	117.81%	33.30%	50.45%	37.55%	34.26%	26.00%
营运资金变动	2	-60	80	72	42	24	净利润增长率	117.81%	31.92%	47.08%	34.96%	35.28%	26.34%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>943</b>	<b>1,194</b>	<b>1,954</b>	<b>2,606</b>	<b>3,432</b>	<b>4,315</b>	总资产增长率	13.65%	18.87%	9.49%	38.08%	32.43%	31.57%
资本开支	-23	-156	-64	226	-59	-59	<b>资产管理能力</b>						
投资	-652	-813	-1,243	423	-300	-310	应收账款周转天数	12.9	18.8	21.2	17.0	16.0	16.0
其他	27	25	27	30	40	40	存货周转天数	123.5	149.1	125.1	135.0	135.0	135.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-648</b>	<b>-944</b>	<b>-1,279</b>	<b>680</b>	<b>-319</b>	<b>-329</b>	应付账款周转天数	26.2	50.9	83.0	45.0	45.0	45.0
股权募资	0	95	41	400	0	0	固定资产周转天数	36.0	36.7	27.9	23.0	19.0	16.4
债权募资	0	0	0	-3	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-487	-470	-1,421	-457	-458	-458	净负债/股东权益	-72.09%	-64.45%	-55.87%	-76.47%	-79.77%	-82.66%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-487</b>	<b>-374</b>	<b>-1,380</b>	<b>-61</b>	<b>-458</b>	<b>-458</b>	EBIT利息保障倍数	-19.8	-30.3	-38.0	-35.1	-27.0	-23.4
<b>现金净流量</b>	<b>-192</b>	<b>-124</b>	<b>-706</b>	<b>3,225</b>	<b>2,655</b>	<b>3,528</b>	资产负债率	4.47%	5.00%	5.36%	5.53%	5.21%	4.71%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	9	17	46	129
增持	0	1	1	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.06	1.12	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究