

医疗器械

爱美客 (300896.SZ)

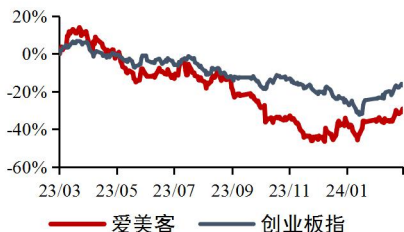
买入-B(维持)

管线布局日趋完善，产品市场渗透率进一步提升

2024年3月20日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年3月19日

收盘价(元):	352.91
年内最高/最低(元):	595.08/263.21
流通A股/总股本(亿):	1.49/2.16
流通A股市值(亿):	526.67
总市值(亿):	763.56

基础数据：2023年12月31日

基本每股收益:	8.60
摊薄每股收益:	8.60
每股净资产(元):	29.97
净资产收益率:	28.60

资料来源：最闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年报，期内实现营收28.69亿元(+47.99%)，归母净利润18.58亿元(+47.08%)，扣非归母净利润18.31亿元(+52.95%)，完成2023年股权激励目标；EPS8.6元。拟向全体股东每10股派23.23元现金红利(含税)、每10股转增4股。2023Q4实现营收6.99亿元(+55.55%)，归母净利润4.4亿元(+59%)，扣非归母净利润4.36亿元(+87.73%)。

事件点评

➢ 溶液类产品高基数下获近30%增速，凝胶类产品实现收入、高毛利率双突破，化妆品业务放量明显。期内溶液类注射产品实现营收16.7亿元(+29.22%)，占收入比重58.21%(-8.46pct)，产销比104.39%(+19.36pct)，毛利率94.48%(+0.25pct)。凝胶类注射产品实现营收11.58亿元(+81.43%)，占比40.35%(+7.44pct)，毛利率97.49%(+0.97pct)。面部埋植线营收592万元(+10.06%)，其他产品主要为化妆品增长显著，实现营收0.35亿元(+1265.8%)系公司期内推出3款护肤品牌爱芙源、嗨体护肤和嗨体熊猫护肤，覆盖面部、颈部和眼周护肤重点部位，作为医美治疗后专业的皮肤修复护理产品使用。

➢ 公司持续增加研发投入，研发人员及研发费用均有明显提升，丰富产品管线。研发人员同比增加34.25%，研发费用同比增长44.490%、基本与营收增速同步。期内公司新增2款获得注册证医疗器械，分别为III类医疗器械生物蛋白海绵、用于创面等组织修复愈合，II类医疗器械止血愈合辅料、用于手术切口等止血及愈合。3款进入临床及注册程序项目，目前注射用A型肉毒素进入注册申报阶段，利拉鲁肽注射液完成I期临床试验，利多卡因丁卡因乳膏处在III期临床试验阶段。3款临床前项目，分别为去氧胆酸注射液、透明质酸酶、司美格鲁肽注射液，2024年预期提交临床试验申请。

➢ 覆盖医美机构数持续提升，华南市场营收增速超60%。期末公司拥有超过400名销售和市场人员(较上年同期增加约100名)，覆盖国内约7000家医美机构(较上年同期增加约2000家)，直销/经销模式占比为62.26%/37.74%。分区域来看，华东地区仍为公司主要销售区域，实现营收12.31亿元(+40.36%)，西南营收3.68亿元(+55.41%)，华北营收3.57亿元(+36.33%)，华南营收3.57亿元(+60.5%)提升显著，华中营收3.36亿元(+58.72%)。

➢ 期内公司毛利率95.09%(+0.25pct)继续保持高位，净利率64.65%(-0.73pct)略有下滑。整体费用率12.21%(-0.32pct)，其中销售费用率9.07%



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



(+0.68pct)系期内人工费用及营销活动费增加;管理费用率 5.03%(-1.44pct)系本期港股上市费用减少等综合所致;研发费用率 8.72% (-0.21pct);财务费用率-1.89% (+0.44pct)系定期存款利息收入增加。经营活动现金流净额 19.54 亿元 (+63.67%)系本期销售额增加、回款增加。

投资建议

➤ 轻医美消费热度持续攀升，国人抗衰和皮肤管理需求持续释放，公司获证产品、在研项目丰富，可满足不同医美需求。嗨体等溶液类产品深耕医美市场多年，拥有广泛消费基础和认可度；凝胶类产品濡白天使市场渗透率不断提升，逐渐为公司贡献第二业绩增长，年内搭配如生天使有望满足高端求美者差异化面部提升诉求；注射用 A 型肉毒毒素已进入注册申报阶段；仪器方面，公司与韩国 Jeisys 合作，预计引入 2 款皮肤无创抗衰仪器，实现能量源设备管线突破。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 11.46\15.52\18.99 元，对应公司 3 月 19 日收盘价 352.91 元，2024-2026 年 PE 分别为 30.8\22.7\18.6 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 政策管控风险；产品研发注册进度不及预期风险；产品质量安全问题风险；市场竞争加剧风险；消费者购买力不及预期风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,939	2,869	3,944	5,310	6,395
YoY(%)	33.9	48.0	37.5	34.6	20.4
净利润(百万元)	1,264	1,858	2,480	3,357	4,109
YoY(%)	31.9	47.1	33.4	35.4	22.4
毛利率(%)	94.8	95.1	95.1	95.1	95.1
EPS(摊薄/元)	5.84	8.59	11.46	15.52	18.99
ROE(%)	21.3	28.6	27.7	28.3	26.3
P/E(倍)	60.4	41.1	30.8	22.7	18.6
P/B(倍)	13.1	12.0	8.6	6.5	4.9
净利率(%)	65.2	64.8	62.9	63.2	64.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4134	4251	6430	9145	12774
现金	3140	2434	4527	7090	10682
应收票据及应收账款	128	206	253	365	379
预付账款	21	33	41	59	62
存货	47	50	83	95	119
其他流动资产	799	1528	1527	1536	1533
非流动资产	2125	2601	2971	3186	3347
长期投资	935	951	1154	1199	1246
固定资产	195	219	364	507	589
无形资产	117	115	133	155	180
其他非流动资产	878	1316	1320	1325	1331
资产总计	6259	6852	9401	12331	16121
流动负债	224	298	368	397	459
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19	45	43	75	67
其他流动负债	205	253	325	322	392
非流动负债	89	70	70	70	70
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	89	70	70	70	70
负债合计	313	367	437	467	528
少数股东权益	100	137	136	134	132
股本	216	216	216	216	216
资本公积	3412	3459	3459	3459	3459
留存收益	2215	3069	4364	6518	9275
归属母公司股东权益	5846	6348	8828	11730	15461
负债和股东权益	6259	6852	9401	12331	16121

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1194	1954	2282	2947	3743
净利润	1268	1855	2479	3355	4107
折旧摊销	16	37	24	36	47
财务费用	-45	-54	-183	-280	-394
投资损失	-33	-40	-27	-29	-32
营运资金变动	-60	33	-1	-122	24
其他经营现金流	49	123	-11	-13	-9
投资活动现金流	-944	-1279	-357	-210	-167
筹资活动现金流	-374	-1380	168	-174	16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.84	8.59	11.46	15.52	18.99
每股经营现金流(最新摊薄)	5.52	9.03	10.55	13.62	17.30
每股净资产(最新摊薄)	27.02	29.34	40.80	54.22	71.46

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1939	2869	3944	5310	6395
营业成本	100	141	193	259	311
营业税金及附加	10	15	20	26	32
营业费用	163	260	335	451	544
管理费用	125	144	197	266	288
研发费用	173	250	343	467	563
财务费用	-45	-54	-183	-280	-394
资产减值损失	-3	-5	79	106	128
公允价值变动收益	29	-16	11	13	9
投资净收益	33	40	27	29	32
营业利润	1488	2158	2997	4057	4965
营业外收入	0	1	0	1	1
营业外支出	0	4	2	3	2
利润总额	1488	2156	2995	4055	4963
所得税	221	301	517	699	856
税后利润	1268	1855	2479	3355	4107
少数股东损益	4	-4	-1	-2	-2
归属母公司净利润	1264	1858	2480	3357	4109
EBITDA	1410	2120	2915	3917	4744

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	33.9	48.0	37.5	34.6	20.4
营业利润(%)	32.1	45.0	38.9	35.4	22.4
归属于母公司净利润(%)	31.9	47.1	33.4	35.4	22.4
获利能力					
毛利率(%)	94.8	95.1	95.1	95.1	95.1
净利率(%)	65.2	64.8	62.9	63.2	64.3
ROE(%)	21.3	28.6	27.7	28.3	26.3
ROIC(%)	20.1	28.0	27.0	27.3	25.1
偿债能力					
资产负债率(%)	5.0	5.4	4.7	3.8	3.3
流动比率	18.4	14.3	17.5	23.0	27.9
速动比率	17.7	13.0	16.3	21.9	26.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	19.4	17.2	17.2	17.2	17.2
应付账款周转率	7.2	4.4	4.4	4.4	4.4
估值比率					
P/E	60.4	41.1	30.8	22.7	18.6
P/B	13.1	12.0	8.6	6.5	4.9
EV/EBITDA	51.5	34.4	24.3	17.4	13.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

