

➤ **事件概述:** 公司于 3 月 19 日发布 2023 年报, 实现营业收入 28.69 亿元, 同比+47.99%; 实现归母净利润 18.58 亿元, 同比+47.08%; 扣非归母净利润为 18.31 亿元, 同比+52.95%。其中, Q4 实现营业收入 6.99 亿元, 同比+55.55%; 实现归母净利润 4.40 亿元, 同比+59.00%; 实现扣非归母净利润 4.36 亿元, 同比+87.73%。

➤ **产品矩阵差异化布局, 拉动收入持续上行。**从产品角度, 公司凭借全方位且具备差异化的产品矩阵与清晰的产品定位, 产品竞争力与影响力日益增强。2023 年, 溶液类注射产品营业收入为 16.71 亿元, 同比+29.22%, 在营收中占比 58.22%, 其中, 以“嗨体”为核心的溶液类注射产品稳步增长, “嗨体”系列产品上市以来在医美机构端较充分渗透, 主要由机构复购拉动收入增长; 凝胶类注射产品收入 11.58 亿元, 同比+81.43%, 在营收中的比重同比+7.44 pct 至 40.35%, 主要系濡白天使保持良好增长势头, 成为公司构筑现象级产品矩阵的有力支撑点, 品牌影响力日益提升, 此外, 如生天使 23 年 7 月上市以来, 处在机构拓展期, 有望在机构加快渗透, 与濡白天使构筑新的增长极。从渠道看, 截至 23 年末, 公司已拥有超过 400 名销售和市场人员, 覆盖终端约 7000 家医美机构; 公司坚持“直销为主、经销为辅”的模式, 直销与经销模式收入占比为 62.26%与 37.74%。

➤ **毛利率稳健上行, 费率控制良好。**①**毛利率端,** 2023 年, 公司毛利率达 95.09%, 同比+0.25 pct; 溶液类注射产品、凝胶类注射产品的毛利率分别为 94.48%与 97.49%, 同比+0.25 与+0.97 pct。其中, 23Q4, 毛利率为 94.45%, 同比-1.18 pct。毛利率呈现稳中向上态势, 主要系公司收入持续上行, 规模效应的作用下成本下行; 及高端线产品濡白天使占比提升, 拉动产品结构优化, 未来随再生材料濡白天使与如生天使收入快速增长, 有望继续拉动公司的整体毛利率上行。②**费率端,** 2023 年, 公司销售费率、管理费率、研发费率分别为 9.07%、5.03%、8.72%, 同比+0.68、-1.44、-0.21 pct; 23Q4, 销售费率、管理费率、研发费率为 6.90%、4.62%、12.97%, 同比+0.45、-9.50、+0.06 pct, Q4 管理费用率同比明显下滑主要系去年同期港股申报的上市服务费和人工费较高。随公司加大销售费用管控、优化管理效率, 收入保持快速增长趋势下, 我们预计销售费率与管理费率有望继续摊薄; 同时公司高度重视研发投入, 预计研发费率将维持稳定区间。结合毛利率与费率情况, 2023 年, 公司净利率为 64.65%, 同比-0.73 pct, 其中 Q4 净利率为 62.83%, 同比+1.51 pct。

➤ **产品先发优势突出, 持续接棒放量拉动公司高增长。**①**核心产品嗨体:** 嗨体 2.5 与夸活泡泡针作为水光针合规产品, 受益行业监管趋严, 实现市场份额持续上行; 祛预纹市场, 消费者复购与渠道下沉拉动销售增长; 熊猫针在医美机构的铺货加速, 眼周年轻化市场需求促增长。目前, 嗨体系列产品在机构端渗透率已相对充分, 我们认为未来拉动收入增长的更多来自于机构复购, 预计嗨体系列产品收入增速将趋近医美行业市场规模的整体增速水平。②**再生材料:** 濡白天使延续良好增长态势, 加快机构渗透; 如生天使于 23 年 7 月末发布, 其兼具填充与紧致效果, 且对医生的技术手法要求更低, 有望承接更多再生材料类产品的客户需求, 与濡白天使共同构筑新的增长极。③**后续产品矩阵带来新看点:** 用于纠正颈部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶 (宝尼达二代) 处于注册申报阶段, 用于改善眉间纹的注射用 A 型肉毒毒素处于注册申报阶段, 第二面部埋植线处于临床试验阶段, 去氧胆酸注射液、透明质酸酶、司美格鲁肽注射液处于临床前在研阶段, 预计 2024 年提交临床试验申请, 产品矩阵有望持续丰富; 公司进一步强化在体重管理与减脂领域的战略布局, 与质肽生物合作引入司美格鲁肽产品的基础上, 以总金额 0.5 亿元投资持有质肽生物 4.89%的股权; 公司通过经销方式布局光电类产品, 获得 Jeisys 旗下 Density (射频皮肤医美设备) 和 LinearZ (超声皮肤医美设备) 在中国内地的推广、分销、销售和 related 服务的授权, 实现在能量源设备管线的突破。

➤ **投资建议:** 预计 2024-2026 年公司实现营业收入 39.49、53.27、66.71 亿元, 分别同比+37.6%、+34.9%、+25.2%; 归母净利润分别为 25.23、34.01 与 42.67 亿元, 同比+35.7%、+34.8%与+25.5%, 对应 PE 为 30/22/18 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 渠道拓展不达预期; 新品推出不达预期; 行业竞争加剧。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,869	3,949	5,327	6,671
增长率 (%)	48.0	37.6	34.9	25.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,858	2,523	3,401	4,267
增长率 (%)	47.1	35.7	34.8	25.5
每股收益 (元)	8.59	11.66	15.72	19.72
PE	41	30	22	18
PB	12.0	9.0	6.6	5.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 19 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**352.91 元**

**分析师 刘文正**

执业证书: S0100521100009

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

**分析师 郑紫舟**

执业证书: S0100522080003

邮箱: zhengzizhou@mszq.com

**研究助理 褚菁菁**

执业证书: S0100123060038

邮箱: zhujingjing@mszq.com

### 相关研究

- 爱美客 (300896.SZ) 事件点评: 与韩国 Jeisys 签订经销协议, 扩展光电医美业务-2023/11/08
- 爱美客 (300896.SZ) 2023 年三季度点评: 水光产品销售稳步增长, 看好再生材料产品放量-2023/10/25
- 爱美客 (300896.SZ) 2023 年中报点评: 23H1 收入与利润表现亮眼, 利润分配方案坚定发展信心-2023/08/25
- 爱美客 (300896.SZ) 2023 年一季报点评: 收入与利润同比高增长, 盈利能力持续上行-2023/04/25
- 爱美客 (300896.SZ) 2022 年年报点评: 医美龙头发展稳健, 股权激励彰显信心-2023/03/09

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,869	3,949	5,327	6,671
营业成本	141	180	224	270
营业税金及附加	15	19	27	33
销售费用	260	346	468	574
管理费用	144	199	267	334
研发费用	250	344	463	579
EBIT	2,080	2,861	3,878	4,882
财务费用	-54	-18	-34	-56
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	40	36	35	35
营业利润	2,158	2,938	3,970	4,994
营业外收支	-3	-2	-3	-4
利润总额	2,156	2,936	3,967	4,990
所得税	301	411	563	724
净利润	1,855	2,525	3,404	4,267
归属于母公司净利润	1,858	2,523	3,401	4,267
EBITDA	2,133	2,942	3,946	4,968

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,434	4,511	7,419	11,256
应收账款及票据	206	292	382	469
预付款项	33	39	50	60
存货	50	70	85	101
其他流动资产	1,528	1,621	1,663	1,706
流动资产合计	4,251	6,532	9,599	13,591
长期股权投资	951	951	951	951
固定资产	219	234	265	279
无形资产	115	115	115	120
非流动资产合计	2,601	2,615	2,647	2,665
资产合计	6,852	9,147	12,246	16,257
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	45	43	58	70
其他流动负债	253	407	470	583
流动负债合计	298	450	527	654
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	70	70	70	70
非流动负债合计	70	70	70	70
负债合计	367	520	597	724
股本	216	216	216	216
少数股东权益	137	140	143	143
股东权益合计	6,485	8,628	11,649	15,533
负债和股东权益合计	6,852	9,147	12,246	16,257

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	47.99	37.62	34.91	25.22
EBIT 增长率	50.71	37.52	35.53	25.90
净利润增长率	47.08	35.74	34.80	25.47
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	95.09	95.43	95.79	95.96
净利润率	64.65	63.95	63.90	63.96
总资产收益率 ROA	27.12	27.58	27.77	26.25
净资产收益率 ROE	29.28	29.72	29.56	27.72
<b>偿债能力</b>				
流动比率	14.28	14.52	18.20	20.78
速动比率	13.03	13.63	17.40	20.10
现金比率	8.18	10.02	14.07	17.21
资产负债率 (%)	5.36	5.68	4.88	4.45
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	26.21	17.16	21.33	20.75
存货周转天数	129.05	141.50	138.40	136.70
总资产周转率	0.42	0.43	0.44	0.41
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	8.59	11.66	15.72	19.72
每股净资产	29.34	39.23	53.18	71.13
每股经营现金流	9.03	11.65	15.53	19.84
每股股利	1.85	1.85	1.85	1.85
<b>估值分析</b>				
PE	41	30	22	18
PB	12.0	9.0	6.6	5.0
EV/EBITDA	34.68	24.44	17.48	13.11
股息收益率 (%)	0.52	0.52	0.52	0.52

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,855	2,525	3,404	4,267
折旧和摊销	53	81	68	86
营运资金变动	80	-44	-73	-21
经营活动现金流	1,954	2,520	3,359	4,293
资本开支	-64	-47	-53	-59
投资	-1,243	-10	-10	-10
投资活动现金流	-1,279	-11	-18	-24
股权募资	41	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,380	-433	-433	-433
现金净流量	-706	2,077	2,909	3,837

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026