

业绩持续高增长，产品管线日益完善

买入(维持)

——爱美客(300896)点评报告

2024年03月20日

报告关键要素:

2024年3月19日，公司发布2023年年度报告。2023年，公司实现营业收入28.69亿元(同比+47.99%)，归母净利润18.58亿元(同比+47.08%)，扣非归母净利润18.31亿元(同比+52.95%)。其中，2023Q4实现营业收入6.99亿元(同比+55.55%)，归母净利润4.40亿元(同比+62.20%)，扣非归母净利润4.36亿元(同比+87.73%)。

投资要点:

医疗美容行业复苏态势明显，带动公司业绩高增长: 受益于中国医疗美容行业复苏态势明显、合规产品市场加速扩容，消费场景修复，医美需求逐渐释放。同时公司在产品端和营销端持续发力，丰富产品管线，助力增长品牌价值，业绩取得较大增幅。2023年，公司实现营业收入28.69亿元(同比+47.99%)，归母净利润18.58亿元(同比+47.08%)，扣非归母净利润18.31亿元(同比+52.95%)。其中2023Q4单季度公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+55.55%/62.20%/87.73%至6.99/4.40/4.36亿元，增速环比2023Q3有明显提升。

产品管线丰富，核心产品增长势头良好: 公司已上市及获批的注射类皮肤填充剂分为凝胶类和溶液类注射产品，2023年均实现同比增长。其中，溶液类注射产品实现营业收入16.71亿元，较上年同期增长29.22%；凝胶类注射产品实现营业收入11.58亿元，较上年同期增长81.43%。溶液类产品中占比最大的是嗨体(包括熊猫针)，经过长期的临床验证，“嗨体”的安全性和有效性得到了下游医疗机构与终端消费者的充分认可，品牌价值日益增长。凝胶类产品中占比最大的是再生类产品濡白天使，其2021年下半年投放以来延续了良好的增长势头，成为公司构筑现象级产品矩阵的有力支撑点，目前已经形成了良好的口碑基础，品牌影响力日益提升。同时公司在研产品储备丰富，包括用于治疗额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、用于去除动态皱纹的A型肉毒毒素、用于软组织提升的第二代面部埋植线、用于慢性体重管理的司美格鲁肽注射液、用于溶解透明质酸可皮下注射的注射用透明质酸酶等。此外，公司与韩国Jeisys Medical Inc.签署了《经销协

基础数据

总股本(百万股)	216.36
流通A股(百万股)	149.24
收盘价(元)	342.24
总市值(亿元)	740.47
流通A股市值(亿元)	510.75

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

Q3业绩增速放缓，产品管线持续丰富
再生类产品发力，公司业绩增长提速
业绩高增长，产品结构升级增强盈利能力

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2869.35	3937.35	5307.89	6588.53
增长比率(%)	47.99	37.22	34.81	24.13
归母净利润(百万 元)	1858.48	2555.17	3454.30	4360.05
增长比率(%)	47.08	37.49	35.19	26.22
每股收益(元)	8.59	11.81	15.97	20.15
市盈率(倍)	39.84	28.98	21.44	16.98
市净率(倍)	11.66	9.37	7.29	5.69

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

议》，将两款在韩国已处于商业化阶段的皮肤无创抗衰仪器引入国内，将实现公司在能量源设备管线的突破。

产品结构优化带动毛利率提升，费用增加导致净利率微降但仍处于高位：2023年溶液类产品毛利率为94.48%，同比+0.25pct；凝胶类产品毛利率为97.49%，同比+0.97pct。高毛利率凝胶类产品占比持续提升，由去年同期32.91%增加7.44pcts至40.35%，带动公司整体毛利率提升。2023年公司毛利率为95.09%，同比+0.24pct。费用端增加，致使净利率微降0.73pct，但仍处于高位为64.65%。其中由于人工费及营销活动费增加，销售费用同比增长60.03%，销售费用率增加0.68pct至9.07%；由于人工费、港股上市费用确认及房租物业费增加，管理费用同比增长15.02%，但由于营收增长较快，管理费用率不增反降，同比降低1.44pcts至5.03%；公司持续保证研发创新投入，通过自主研发与对外合作的方式来提升研发产出，研发费用同比增长44.49%，研发费用率微降0.21pct至8.72%。

完善中长期激励机制，支撑长期战略发展：公司实施了2023年第一期限制性股票激励计划，于2023年3月31日和10月17日分别向符合授予条件的激励对象授予33.39万股和1.6778万股限制性股票，授予价格分别为282.99元/股和278.35元/股。业绩考核目标为，以2022年为基数，2023-2025年营业收入增长率不低于45%/103%/174%（CAGR3=40%），或2023-2025年归母净利润增长率不低于40%/89%/146%（CAGR3=35%）。该激励计划有助于进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动员工的积极性。

盈利预测与投资建议：短期，“嗨体”持续增长，再生类新品“濡白天使”放量和“如生天使”投放，有望推动公司业绩高增长；长期，医美行业高景气度将延续，国产替代和监管趋严将有利于合规医美龙头发展，公司主打产品仍处于增长阶段，储备产品也将逐步推出，预计仍有可观成长空间。我们根据公司最新数据调整盈利预测，预计2024-2026年，公司归母净利润分别为25.55/34.54/43.60亿元（调整前为2024-2025年为24.79/31.62亿元），同比增长37%/35%/26%，对应3月20日收盘价的PE估值分别为29/21/17倍。目前估值已极具性价比，综合考虑公司自身实力以及行业发展趋势，维持公司“买入”投资评级。

风险因素：行业政策变化、产品研发和注册风险、市场竞争加剧

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2869	3937	5308	6589
同比增速 (%)	47.99	37.22	34.81	24.13
营业成本	141	185	246	295
毛利	2729	3752	5062	6294
营业收入 (%)	95.09	95.30	95.36	95.53
税金及附加	15	20	27	34
营业收入 (%)	0.54	0.50	0.51	0.51
销售费用	260	371	502	621
营业收入 (%)	9.07	9.42	9.45	9.43
管理费用	144	210	298	350
营业收入 (%)	5.03	5.32	5.61	5.32
研发费用	250	345	467	577
营业收入 (%)	8.72	8.75	8.80	8.76
财务费用	-54	-99	-155	-229
营业收入 (%)	-1.89	-2.52	-2.91	-3.48
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
其他收益	26	27	42	52
投资收益	40	55	73	91
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-16	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	2158	2988	4038	5084
营业收入 (%)	75.22	75.90	76.08	77.17
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	2156	2988	4038	5084
营业收入 (%)	75.12	75.90	76.08	77.17
所得税费用	301	433	582	726
净利润	1855	2556	3456	4358
营业收入 (%)	64.65	64.91	65.11	66.15
归属于母公司的净利润	1858	2555	3454	4360
同比增速 (%)	47.08	37.49	35.19	26.22
少数股东损益	-4	1	2	-2
EPS (元/股)	8.59	11.81	15.97	20.15

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	8.59	11.81	15.97	20.15
BVPS	29.34	36.53	46.95	60.17
PE	39.84	28.98	21.44	16.98
PEG	0.85	0.77	0.61	0.65
PB	11.66	9.37	7.29	5.69
EV/EBITDA	28.74	24.36	17.91	13.97
ROE	29.28%	32.33%	34.01%	33.49%
ROIC	27.38%	29.67%	31.16%	30.58%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2434	3351	4865	6751
交易性金融资产	1204	1754	2444	3326
应收票据及应收账款	206	246	354	442
存货	50	74	100	114
预付款项	33	37	53	64
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	324	359	346	377
流动资产合计	4251	5823	8164	11075
长期股权投资	951	939	937	931
固定资产	219	235	244	242
在建工程	15	15	15	15
无形资产	115	149	171	196
商誉	245	327	381	444
递延所得税资产	18	18	18	18
其他非流动资产	1039	1005	966	930
资产总计	6852	8509	10895	13852
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	45	37	59	74
预收账款	0	0	0	0
合同负债	51	40	59	80
应付职工薪酬	97	145	183	217
应交税费	59	78	88	126
其他流动负债	46	98	140	130
流动负债合计	298	398	529	627
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	29	29	29	29
其他非流动负债	41	41	41	41
负债合计	367	468	598	697
归属于母公司的所有者权益	6348	7903	10157	13017
少数股东权益	137	138	140	138
股东权益	6485	8041	10297	13155
负债及股东权益	6852	8509	10895	13852

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1954	2597	3477	4336
投资	-1243	-538	-687	-876
资本性支出	-64	-193	-146	-162
其他	27	55	73	91
投资活动现金流净额	-1279	-677	-760	-947
债权融资	0	0	0	0
股权融资	41	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-1005	-1003	-1203	-1503
其他	-416	0	0	0
筹资活动现金流净额	-1380	-1003	-1203	-1503
现金净流量	-706	917	1514	1886

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场