



# 爱美客 (300896.SZ): 业绩保持高增, 产品布局有序推进

2024年3月25日

强烈推荐/维持

爱美客

公司报告

**事件:** 发布 2023 年报。全年: 2023 年实现营收 28.7 亿/yoy+48%, 归母净利润 18.6 亿/yoy+47%, 扣非归母净利润 18.31 亿/yoy+53%。单季度: 23Q4 实现营收 6.99 亿/yoy+55.6%, 归母净利润 4.4 亿/yoy+59%, 扣非归母净利润 4.36 亿/yoy+88%。全年业绩略超股权激励目标, 处于业绩预告中位, 整体符合预期。

**嗨体系列稳健增长, 高端再生产品延续高增势头, 构建新增长极。**2023 年公司溶液类注射产品 (以嗨体为主) 营收占比 58%, 实现收入 16.71 亿元/yoy+29.2%, 实现销量 514.13 万支/yoy+48.9%。嗨体系列渠道渗透相对充分, 未来颈纹针复购、熊猫针眼周市场持续渗透、泡泡针受益水光市场规范化, 共同驱动嗨体系列稳健增长。2023 年凝胶类注射产品 (濡白天使、宝尼达、爱美莱等) 营收占比 40%, 实现收入 11.58 亿元/yoy+81.4%, 实现销量 100.68 万支/yoy+36%。其中濡白天使作为高端再生类填充剂, 产品力强, 市场认知度和认可度大幅提升, 延续了良好的增长势头, 成为构筑现象级产品矩阵的有力支撑点。未来随着培训和机构的进一步渗透, 以及新品“如生天使”的协同和放量, 有望继续保持快速增长。

**产品力优势保证议价能力, 叠加高单价、高毛利产品占比提升, 公司保持高盈利水平。**2023 年公司毛利率 95.1%/yoy+0.25pct, 核心产品嗨体在差异化适应症方面仍具独特性和稀缺性, 且再生类产品获批竞品少、赛道处于快速成长期, 保证了公司整体的高议价能力和毛利水平。其中溶液类填充产品毛利率 94.5%/yoy+0.25pct, 凝胶类填充产品毛利率 97.5%/yoy+0.97pct, 濡白天使等高单价、高毛利产品销售高增, 拉动毛利率稳步提升。23 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别 9.1%/5.0%/8.7%, 同比分别 +0.7pct/-1.4pct/-0.2pct, 整体管控稳定良好。

**在研产品有序推进, 市场空间广阔, 支撑公司中长期发展。**公司在研产品储备丰富: 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; 用于纠正额部后缩的医用含聚乙醇醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶处于注册申报阶段; 以总金额 0.5 亿元投资持有质肽生物 4.89% 的股权, 合作引入的司美格鲁肽注射液处于临床前在研阶段; 以经销方式引入韩国 Jeisys 旗下 Density (射频设备) 与 LinearZ (超声设备) 两款光电医美设备产品, 主要定位皮肤抗衰、年轻化等功效。多款在研产品处于市场空间大、竞争格局清晰的优质赛道, 注册审批稳中有进, 且产品获批后, 有望在功效、渠道、培训等方面形成协同, 完善公司业务矩阵, 打造营收和利润的新增长点。

**公司盈利预测及投资评级:** 公司作为医美中游龙头, 品类矩阵完善, 技术实力强, 获证经验丰富, 产品力领先, 渠道销售广泛而稳健。上市产品持续放量, 在研管线丰富并有序推进, 成长曲线清晰, 有望充分享受医美市场扩容及合理化红利。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 25/34/42 亿元, 对应 EPS 分别为 11.6/15.8/19.5 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 28.8/21.2/17.1 倍, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 行业政策出现重大变化、市场竞争加剧、重大安全风险事件。

## 公司简介:

爱美客是国内医美器械及药物生产商龙头, 根据弗若斯特沙利文报告, 按 2021 年的销量计, 公司是中国最大的基于透明质酸的皮肤填充剂供应商。

资料来源: 公司公告、恒生聚源

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

无

资料来源: 公司公告、恒生聚源

## 发债及交叉持股介绍:

无

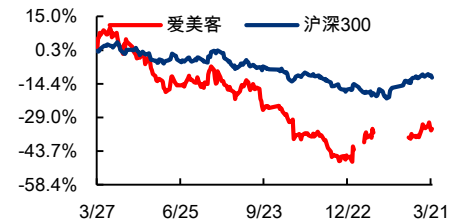
资料来源: 公司公告、恒生聚源

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	574.5-266.8
总市值 (亿元)	732.59
流通市值 (亿元)	505.31
总股本/流通 A 股 (万股)	21,636/21,636
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	2.2

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090005

## 分析师: 魏宇萌

010-66554446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090004

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,938.84	2,869.35	3,956.96	5,331.64	6,591.24
增长率 (%)	33.91%	47.99%	37.90%	34.74%	23.63%
归母净利润 (百万元)	1,263.56	1,858.48	2,507.99	3,412.75	4,219.50
增长率 (%)	32.41%	46.33%	34.95%	36.08%	23.64%
净资产收益率 (%)	21.61%	29.28%	27.69%	27.99%	26.25%
每股收益 (元)	5.84	8.60	11.59	15.77	19.50
PE	57.18	38.83	28.81	21.17	17.12
PB	12.36	11.38	7.98	5.93	4.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	4134	4251	6961	10128	14034	<b>营业收入</b>	1939	2869	3957	5332	6591
货币资金	3140	2434	6608	9735	13601	<b>营业成本</b>	100	141	177	222	265
应收账款	128	206	272	375	459	营业税金及附加	10	15	20	28	34
其他应收款	5	12	17	22	28	营业费用	163	260	396	533	659
预付款项	21	33	47	65	86	管理费用	125	144	267	322	382
存货	47	50	73	85	105	财务费用	-45	-54	-75	-101	-124
其他流动资产	91	23	-55	-154	-245	研发费用	173	250	345	465	575
<b>非流动资产合计</b>	2125	2601	2532	2509	2487	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	935	951	951	951	951	公允价值变动收益	29.41	-16.08	13.57	8.96	2.15
固定资产	195	219	202	184	167	投资净收益	33.13	39.67	47.49	56.86	68.08
无形资产	117	115	108	102	95	加: 其他收益	14.89	26.44	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	50	47	0	0	0	<b>营业利润</b>	1488	2158	2902	3943	4886
<b>资产总计</b>	6259	6852	9493	12638	16521	营业外收入	0.31	1.23	25.00	27.50	30.25
<b>流动负债合计</b>	224	298	296	314	323	营业外支出	0.20	3.89	3.05	2.38	3.11
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1488	2156	2924	3968	4913
应付账款	19	45	45	63	71	所得税	221	301	421	562	701
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1268	1855	2503	3406	4211
一年内到期的非流动负债	11	15	15	15	15	少数股东损益	4	-4	-5	-7	-8
<b>非流动负债合计</b>	89	70	3	3	3	归属母公司净利润	1264	1858	2508	3413	4219
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	313	367	300	318	326	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	100	137	132	126	118	营业收入增长	33.91%	47.99%	37.90%	34.74%	23.63%
实收资本(或股本)	216	216	216	216	216	营业利润增长	32.09%	45.02%	34.46%	35.89%	23.90%
资本公积	3412	3459	3459	3459	3459	归属于母公司净利润增长	31.92%	47.08%	34.95%	36.08%	23.64%
未分配利润	2107	2961	5274	8407	12290	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	5846	6348	9058	12191	16074	毛利率(%)	94.85%	95.09%	95.52%	95.84%	95.98%
<b>负债和所有者权益</b>	6259	6852	9493	12638	16521	净利率(%)	65.38%	64.65%	63.26%	63.89%	63.89%
<b>现金流量表</b>						<b>单位: 百万元</b>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产净利润(%)	20.19%	27.12%	26.42%	27.00%	25.54%
						ROE(%)	21.61%	29.28%	27.69%	27.99%	26.25%
<b>经营活动现金流</b>	1194	1954	2338	3248	4015	<b>偿债能力</b>					
净利润	1268	1855	2503	3406	4211	资产负债率(%)	5%	5%	3%	3%	2%
折旧摊销	15.98	37.13	29.75	29.59	29.42	流动比率	18.44	14.28	23.49	32.23	43.51
财务费用	-45	-54	-75	-101	-124	速动比率	18.23	14.11	23.25	31.96	43.18
应收账款减少	-55	-78	-66	-103	-84	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.34	0.44	0.48	0.48	0.45
<b>投资活动现金流</b>	-944	-1279	1556	59	63	应收账款周转率	19	17	17	16	16
公允价值变动收益	29	-16	14	9	2	应付账款周转率	139.06	89.62	88.52	99.34	98.71
长期投资减少	0	0	289	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	33	40	47	57	68	每股收益(最新摊薄)	5.84	8.60	11.59	15.77	19.50
<b>筹资活动现金流</b>	-374	-1380	280	-179	-212	每股净现金流(最新摊薄)	-0.57	-3.26	19.29	14.46	17.87
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	27.02	29.34	41.87	56.35	74.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	57.18	38.83	28.81	21.17	17.12
资本公积增加	1	48	0	0	0	P/B	12.36	11.38	7.98	5.93	4.49
<b>现金净增加额</b>	-124	-705	4174	3128	3866	EV/EBITDA	47.45	32.74	23.03	16.17	12.26

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	爱美客 (300896): 持续丰富产品矩阵, 布局光电及医美后市场	2023-12-14
公司普通报告	爱美客 (300896): 业绩符合预期, 股权激励彰显发展信心	2023-03-10
公司深度报告	爱美客 (300896): 产品接力打造增长曲线, 尽享医美市场扩容红利	2023-02-07
行业深度报告	合成生物学: 绿色造物, 智创未来	2022-09-27

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究员, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究员, 主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526