



# 爱美客 (300896.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 在研管线储备丰富，注射产品收入有韧性

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：164.07 元

相关报告：

- 《爱美客公司点评：业绩符合预期，增长势能持续释放》，2024.4.25
- 《爱美客公司点评：业绩持续增长，销售渠道稳步扩张》，2024.3.20
- 《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

### 业绩简评

2024年8月21日，公司发布2024年半年度报告。2024H1公司实现收入16.57亿元(同比+14%)；实现归母净利润11.21亿元(同比+16%)；实现扣非归母净利润10.89亿元(+17%)。

单季度来看，2024年Q2公司实现收入8.49亿元(同比+2%)，归母净利润为5.93亿元(同比+8%)，扣非归母净利润为5.60亿元(同比+2%)。

### 经营分析

**在研管线储备丰富，肉毒进入审评阶段。**2024H1公司销售费用率为8.52%(同比-1.67pct)，管理费用率为4.09%(同比-1.41pct)，研发费用率为7.59%(同比+0.4pct)。公司整体经营指标较为健康，同时持续扩大研发投入。在研产品包括用于治疗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、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。其中，公司“注射用A型肉毒毒素”研发项目获得国家药监局药品注册上市许可受理通知，进入审评阶段。公司丰富的产品线及研发储备，为公司业务可持续发展提供保障。

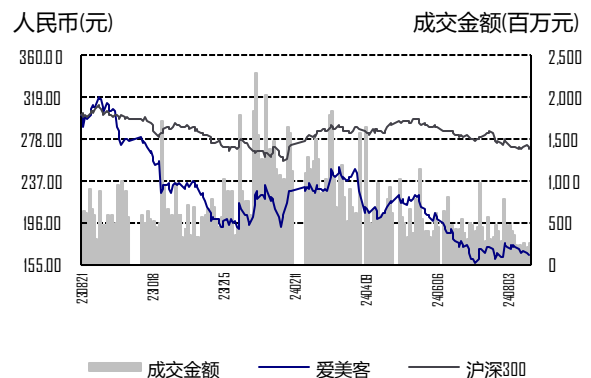
**注射产品收入有韧性，产品矩阵进一步丰富。**拆解来看2024H1溶液类注射产品收入9.76亿元(同比+11.65%)；凝胶类注射产品收入6.49亿元(同比+14.57%)，2023H1高基数下，2024H1整体注射产品业绩有韧性。此外，2024H1公司增资控股艾美创，其旗下拥有“嗨爆水”水光仪、一次性使用无菌注射针等产品，进一步丰富公司产品矩阵。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好公司产品矩阵进一步丰富为业绩持续贡献增量，预计2024-2026年公司归母净利润分别为23.87、32.24、41.26亿元，分别同比增长28.46%、35.05%、27.97%，EPS分别为7.89、10.66、13.64元，现价对应PE为21、15、12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。



### 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	3,770	5,090	6,668
营业收入增长率	33.91%	47.99%	31.40%	35.00%	31.00%
归母净利润(百万元)	1,264	1,858	2,387	3,224	4,126
归母净利润增长率	31.92%	47.08%	28.46%	35.05%	27.97%
摊薄每股收益(元)	5.840	8.590	7.894	10.660	13.642
每股经营性现金流净额	5.52	9.03	11.34	15.08	19.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.61%	29.28%	28.83%	29.18%	28.02%
P/E	96.98	34.27	20.79	15.39	12.03
P/B	20.96	10.03	5.99	4.49	3.37

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>3,770</b>	<b>5,090</b>	<b>6,668</b>	货币资金	3,264	3,140	2,434	4,287	6,829	10,300	
增长率		33.9%	48.0%	31.4%	35.0%	31.0%	应收款项	82	132	218	191	244	320	
<b>主营业务成本</b>	<b>-91</b>	<b>-100</b>	<b>-141</b>	<b>-180</b>	<b>-242</b>	<b>-317</b>	存货	35	47	50	65	88	115	
%销售收入	6.3%	5.2%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%	其他流动资产	423	815	1,550	1,576	1,565	1,547	
<b>毛利</b>	<b>1,357</b>	<b>1,839</b>	<b>2,729</b>	<b>3,591</b>	<b>4,848</b>	<b>6,351</b>	流动资产	3,803	4,134	4,251	6,120	8,726	12,281	
%销售收入	93.7%	94.8%	95.1%	95.2%	95.3%	95.3%	%总资产	72.2%	66.0%	62.0%	68.6%	73.8%	78.4%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-25</b>	<b>-33</b>	长期投资	1,213	1,408	1,860	1,996	2,246	2,496	
%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	
<b>销售费用</b>	<b>-156</b>	<b>-163</b>	<b>-260</b>	<b>-313</b>	<b>-425</b>	<b>-573</b>	%总资产	2.7%	3.2%	3.4%	3.0%	2.5%	2.0%	
%销售收入	10.8%	8.4%	9.1%	8.3%	8.4%	8.6%	无形资产	22	401	395	396	397	399	
<b>管理费用</b>	<b>-65</b>	<b>-125</b>	<b>-144</b>	<b>-245</b>	<b>-331</b>	<b>-507</b>	非流动资产	1,462	2,125	2,601	2,804	3,100	3,391	
%销售收入	4.5%	6.5%	5.0%	6.5%	6.5%	7.6%	%总资产	27.8%	34.0%	38.0%	31.4%	26.2%	21.6%	
<b>研发费用</b>	<b>-102</b>	<b>-173</b>	<b>-250</b>	<b>-320</b>	<b>-435</b>	<b>-587</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,265</b>	<b>6,259</b>	<b>6,852</b>	<b>8,924</b>	<b>11,826</b>	<b>15,672</b>	
%销售收入	7.1%	8.9%	8.7%	8.5%	8.6%	8.8%	短期借款	8	11	15	18	18	18	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,026</b>	<b>1,368</b>	<b>2,058</b>	<b>2,693</b>	<b>3,632</b>	<b>4,651</b>	应付款项	32	104	75	149	187	237	
%销售收入	70.9%	70.6%	71.7%	71.4%	71.4%	69.8%	其他流动负债	139	108	208	254	343	462	
<b>财务费用</b>	<b>52</b>	<b>45</b>	<b>54</b>	<b>67</b>	<b>112</b>	<b>174</b>	流动负债	179	224	298	421	548	718	
%销售收入	-3.6%	-2.3%	-1.9%	-1.8%	-2.2%	-2.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	57	89	70	84	90	95	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	235	313	367	506	638	813	
<b>投资收益</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,029</b>	<b>5,846</b>	<b>6,348</b>	<b>8,281</b>	<b>11,051</b>	<b>14,722</b>	
%税前利润	1.6%	2.2%	1.8%	1.4%	1.1%	0.4%	其中：股本	216	216	216	216	216	216	
<b>营业利润</b>	<b>1,127</b>	<b>1,488</b>	<b>2,158</b>	<b>2,809</b>	<b>3,793</b>	<b>4,854</b>	未分配利润	1,298	2,107	2,961	4,894	7,664	11,335	
营业利润率	77.8%	76.8%	75.2%	74.5%	74.5%	72.8%	少数股东权益	0	100	137	137	137	137	
<b>营业外收支</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,265</b>	<b>6,259</b>	<b>6,852</b>	<b>8,924</b>	<b>11,826</b>	<b>15,672</b>	
<b>税前利润</b>	<b>1,122</b>	<b>1,488</b>	<b>2,156</b>	<b>2,809</b>	<b>3,793</b>	<b>4,854</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	77.5%	76.8%	75.1%	74.5%	74.5%	72.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-165</b>	<b>-221</b>	<b>-301</b>	<b>-421</b>	<b>-569</b>	<b>-728</b>	每股收益	4.427	5.840	8.590	7.894	10.660	13.642	
所得税率	14.7%	14.8%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	23.246	27.020	29.340	27.381	36.538	48.678	
<b>净利润</b>	<b>957</b>	<b>1,268</b>	<b>1,855</b>	<b>2,387</b>	<b>3,224</b>	<b>4,126</b>	每股经营现金净流	4.357	5.518	9.032	11.344	15.081	19.433	
少数股东损益	0	4	-4	0	0	0	每股股利	0.000	3.500	2.100	2.100	2.100	2.100	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>958</b>	<b>1,264</b>	<b>1,858</b>	<b>2,387</b>	<b>3,224</b>	<b>4,126</b>	<b>回报率</b>							
净利率	66.2%	65.2%	64.8%	63.3%	63.3%	61.9%	净资产收益率	19.04%	21.61%	29.28%	28.83%	29.18%	28.02%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	18.19%	20.19%	27.12%	26.75%	27.26%	26.33%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	17.36%	19.44%	27.13%	27.01%	27.45%	26.50%	
<b>净利润</b>	<b>957</b>	<b>1,268</b>	<b>1,855</b>	<b>2,387</b>	<b>3,224</b>	<b>4,126</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	0	4	-4	0	0	0	主营业务收入增长率	104.13%	33.91%	47.99%	31.40%	35.00%	31.00%	
<b>非现金支出</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>57</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	EBIT增长率	117.81%	33.30%	50.45%	30.83%	34.85%	28.06%	
<b>非经营收益</b>	<b>-38</b>	<b>-45</b>	<b>-38</b>	<b>-28</b>	<b>-37</b>	<b>-14</b>	净利润增长率	117.81%	31.92%	47.08%	28.46%	35.05%	27.97%	
<b>营运资金变动</b>	<b>2</b>	<b>-60</b>	<b>80</b>	<b>66</b>	<b>42</b>	<b>55</b>	总资产增长率	13.65%	18.87%	9.49%	30.23%	32.52%	32.53%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>943</b>	<b>1,194</b>	<b>1,954</b>	<b>2,454</b>	<b>3,263</b>	<b>4,205</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-23</b>	<b>-156</b>	<b>-64</b>	<b>-34</b>	<b>-39</b>	<b>-29</b>	应收账款周转天数	12.9	18.8	21.2	17.0	16.0	16.0	
<b>投资</b>	<b>-652</b>	<b>-813</b>	<b>-1,243</b>	<b>-137</b>	<b>-250</b>	<b>-250</b>	存货周转天数	123.5	149.1	125.1	135.0	135.0	135.0	
<b>其他</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	应付账款周转天数	26.2	50.9	83.0	45.0	45.0	45.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-648</b>	<b>-944</b>	<b>-1,279</b>	<b>-130</b>	<b>-249</b>	<b>-259</b>	固定资产周转天数	36.0	36.7	27.9	24.2	19.8	16.4	
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>95</b>	<b>41</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-72.09%	-64.45%	-55.87%	-65.02%	-71.64%	-77.30%	
<b>其他</b>	<b>-487</b>	<b>-470</b>	<b>-1,421</b>	<b>-457</b>	<b>-458</b>	<b>-458</b>	EBIT利息保障倍数	-19.8	-30.3	-38.0	-40.4	-32.5	-26.8	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-487</b>	<b>-374</b>	<b>-1,380</b>	<b>-458</b>	<b>-458</b>	<b>-458</b>	资产负债率	4.47%	5.00%	5.36%	5.67%	5.40%	5.19%	
<b>现金净流量</b>	<b>-192</b>	<b>-124</b>	<b>-706</b>	<b>1,866</b>	<b>2,556</b>	<b>3,488</b>								

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	2	5	15	25	123
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.12</b>	<b>1.07</b>	<b>1.00</b>

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