



买入（维持）

所属行业：美容护理/医疗美容
当前价格(元)：164.07

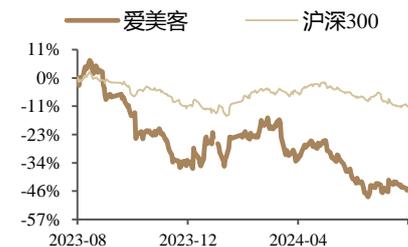
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.17	-7.31	-25.55
相对涨幅(%)	1.97	-2.33	-15.91

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《爱美客：归母净利润同增47%，管线成长持续验证》，2024.3.20
- 《爱美客：Q3出行短期扰动，看好全年业绩兑现度》，2023.10.5
- 《爱美客：23Q1业绩超预期，坚定看好后续表现》，2023.4.25

爱美客：中报业绩符合预期，25-26年储备多管线

投资要点

- **公司发布24年中报，业绩符合预期。(1) 24H1：**收入16.57亿元/yoy+13.53%，归母净利润11.21亿元/yoy+16.35%，扣非归母10.89亿元/yoy+16.58%，非经常性损益共3209万元，其中政府补助1550万元、投资收益1552万元；**(2) 24Q2：**收入8.49亿元、同比增长2.35%、环比增长5.04%，归母净利润5.93亿元/yoy+8.03%，扣非归母5.60亿元/yoy+2.46%，在23Q2同期高基数下增速有所放缓，我们认为二季度业绩符合预期。
- **单季度利润率持续提升。(1) 毛利率：**24H1为94.9%/同比-0.5pcts，24Q2为95.3%/同比-0.2pcts，主因溶液类产品毛利率下降；**(2) 期间费用率：**24H1同比-2.1pct，管理/销售费用率有所优化，同比分别-1.4/-1.7pcts，H1销售费用为1.41亿/-5.1%、主因会议费减少；24Q2期间费用率同比+0.3pcts；**(3) 归母净利率：**24H1为67.7%/+1.6pcts，24Q2为69.9%/+3.7pcts。
- **分产品看，凝胶类产品略有承压，但毛利率仍维持高位水平。(1) 溶液类产品：**24H1营收为9.8亿元，同比+11.7%，占比为58.9%，毛利率为93.98%/-1.12pcts，我们认为以嗨体系为核心的溶液类产品整体基数不低，且23年底已经覆盖7000家医美机构，在宏观环境偏弱背景下整体保持低双位数增长，我们预计产品结构调整带来毛利率下降；**(2) 凝胶类产品：**24H1营收为6.5亿元，同比分别+14.6%，占比为39.2%，毛利率为97.98%/+0.6pcts，预估以“濡白天使”+“如生天使”为代表的再生产品保持高增长，带动毛利率端提升。
- **多点布局管线储备丰富，长期维度贡献业绩增量。(1) 肉毒素：**独家代理的韩国Huons BioPharma公司的生产的注射用A型肉毒毒素在6月27日正式获国家药监局注册受理，若获批后持续丰富品类；**(2) 其他产品：**储备宝尼达二代产品（颞部后缩适应症）、第二代面部埋植线（软组织提升）、司美格鲁肽注射液（慢性体重管理）、可皮下注射的注射用透明质酸酶（溶解透明质酸）等产品。
- **投资建议：**按照公司此前披露激励计划，根据22年扣非净利润11.97亿，对应23-25年目标净利润为16.76亿/22.63亿/29.45亿（且不考虑股份支付），23年实际扣非归母净利润为18.31亿（达成率为109%）。看好24H2在同期低基数下的突破，且24-26年储备多个新产品，但当前宏观环境略有承压，调整24-26年收入至34.91亿/43.09亿/52.58亿，归母净利润至22.63亿/28.09亿/34.40亿，同比增速分别为21.8%/24.1%/22.4%，对应PE为21.9X/17.7X/14.4X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观环境承压带来消费者购买力下降、医美产品竞争加剧风险、新产品推行不及预期风险。

股票数据

总股本(百万股)：	302.44
流通A股(百万股)：	208.46
52周内股价区间(元)：	155.16-319.97
总市值(百万元)：	49,620.95
总资产(百万元)：	7,466.40
每股净资产(元)：	23.07

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,939	2,869	3,491	4,309	5,258
(+/-)YOY(%)	33.9%	48.0%	21.7%	23.4%	22.0%
净利润(百万元)	1,264	1,858	2,263	2,809	3,440
(+/-)YOY(%)	31.9%	47.1%	21.8%	24.1%	22.4%
全面摊薄EPS(元)	4.18	6.14	7.48	9.29	11.37
毛利率(%)	94.8%	95.1%	94.1%	93.8%	93.3%
净资产收益率(%)	21.6%	29.3%	30.7%	32.4%	33.2%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	8.60	7.48	9.29	11.37
每股净资产	29.34	24.36	28.69	34.28
每股经营现金流	9.03	7.41	9.21	11.13
每股股利	4.17	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	34.22	21.92	17.66	14.43
P/B	10.03	6.73	5.72	4.79
P/S	12.37	14.22	11.52	9.44
EV/EBITDA	28.74	17.86	14.08	11.13
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	95.1%	94.1%	93.8%	93.3%
净利润率	64.6%	65.0%	65.4%	65.6%
净资产收益率	29.3%	30.7%	32.4%	33.2%
资产回报率	27.1%	28.6%	30.4%	31.4%
投资回报率	27.4%	29.2%	30.7%	31.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	48.0%	21.7%	23.4%	22.0%
EBIT 增长率	50.7%	23.4%	23.6%	22.0%
净利润增长率	47.1%	21.8%	24.1%	22.4%
偿债能力指标				
资产负债率	5.4%	5.2%	4.4%	4.0%
流动比率	14.3	15.2	19.0	22.1
速动比率	13.0	14.1	17.8	20.9
现金比率	8.2	9.9	13.7	17.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	20.9	21.9	16.6	13.1
存货周转天数	123.4	93.7	75.9	61.1
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	13.8	14.9	16.5	18.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,858	2,263	2,809	3,440
少数股东损益	-4	7	8	10
非现金支出	57	22	24	27
非经营收益	-38	-56	-63	-78
营运资金变动	80	3	7	-33
经营活动现金流	1,954	2,240	2,785	3,367
资产	-64	-80	-80	-70
投资	-1,243	-50	-50	0
其他	27	112	65	79
投资活动现金流	-1,279	-17	-65	9
债权募资	0	2	0	0
股权募资	41	22	0	0
其他	-1,421	-1,266	-1,501	-1,751
融资活动现金流	-1,380	-1,243	-1,501	-1,751
现金净流量	-706	980	1,219	1,624

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,869	3,491	4,309	5,258
营业成本	141	205	267	350
毛利率%	95.1%	94.1%	93.8%	93.3%
营业税金及附加	15	17	22	26
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	260	310	375	449
营业费用率%	9.1%	8.9%	8.7%	8.5%
管理费用	144	172	208	249
管理费用率%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%
研发费用	250	298	361	431
研发费用率%	8.7%	8.5%	8.4%	8.2%
EBIT	2,080	2,568	3,175	3,874
财务费用	-54	-72	-101	-138
财务费用率%	-1.9%	-2.1%	-2.3%	-2.6%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	40	52	65	79
营业利润	2,158	2,640	3,276	4,012
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	2,156	2,640	3,276	4,012
EBITDA	2,133	2,590	3,200	3,901
所得税	301	370	459	562
有效所得税率%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	-4	7	8	10
归属母公司所有者净利润	1,858	2,263	2,809	3,440

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,434	3,414	4,633	6,257
应收账款及应收票据	206	218	180	204
存货	50	57	56	63
其它流动资产	1,562	1,540	1,569	1,599
流动资产合计	4,251	5,230	6,436	8,123
长期股权投资	951	951	951	951
固定资产	219	248	273	296
在建工程	15	15	15	15
无形资产	115	145	175	195
非流动资产合计	2,601	2,695	2,801	2,844
资产总计	6,852	7,924	9,237	10,967
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	45	57	48	49
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	253	286	290	319
流动负债合计	298	343	338	368
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	70	69	69	69
非流动负债合计	70	69	69	69
负债总计	367	412	406	436
实收资本	216	302	302	302
普通股股东权益	6,348	7,369	8,678	10,368
少数股东权益	137	144	152	163
负债和所有者权益合计	6,852	7,924	9,237	10,967

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 21 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。