

爱美客 (300896.SZ)

业绩稳健增长，盈利能力不断提升

投资要点:

► **Q2 高基数背景下稳健增长，盈利能力不断提升。**爱美客 24H1 实现收入 16.57 亿/+13.53%，归母净利润实现 11.21 亿/+16.35%，其中单 Q2 实现收入 8.49 亿/+2.35%，归母净利润实现 5.93 亿/+8.03%。毛利率 94.91%，同比略有下滑 0.5pct，净利率 67.68%，同比提升 1.82pct，主要系费用管控良好，其中销售费用为 8.52%/yoy-1.67pct，管理费用为 4.09%/yoy-1.41pct。

► **凝胶类产品增速优于溶液类，在研产品管线丰富：**分品类来看，24H1 溶液类产品（核心产品为“嗨体”）收入 9.76 亿/+11.65%，毛利率为 93.98%/yoy-1.12pct，24H1 凝胶类产品（核心产品为“濡白天使”）收入 6.49 亿/+14.57%，毛利率 97.98%/yoy+0.6pct。公司已拥有十款获得国家药监局批准的 III 类医疗器械产品，包含五款基于透明质酸钠的系列皮肤填充剂、一款基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂、一款 PPDO 面部埋植线产品、一款适用于组织修复与愈合的产品、二款一次性使用无菌注射针。

► **在研产品储备丰富，打造医美平台型公司。**公司在研产品包括用于治疗颞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（注册申报阶段）、米诺地尔搽剂（注册申报阶段）、用于去除动态皱纹的 A 型肉毒毒素（审评阶段）、用于软组织提升的第二代面部埋植线（临床试验阶段）、用于成人浅层皮肤手术前对皮肤局部麻醉的利多卡因丁卡因乳膏（临床试验阶段）、用于慢性体重管理的司美格鲁肽注射液（临床前在研阶段）、去氧胆酸注射液（临床前在研阶段）等。

► **公司具备产品端、营销端和机构端的优势。**在产品端，公司依托丰富的产品管线，通过差异化的产品功能定位和产品组合，在打造整体解决方案，满足用户多元需求，为医疗机构提供多样化运营思路等方面优势明显，产品协同效应显著；在营销端，公司通过不同品类错位竞争的营销策略，有效拓宽市场空间；在机构端，公司加强学术推广培训和运营管理输出，不断提升品牌影响力使公司产品矩阵的整体竞争力和竞争优势得到充分体现。

盈利预测与投资建议

考虑到公司 Q2 业绩增速承压，我们下调对公司 2024-2026 年收入的预期为 34.86/43.28/54.83 亿元（前值 24-25 年的预期为 42.19/57.14 亿元），下调归母净利润为 22.67/28.26/35.71 亿元（前值 24-25 年的预期为 27.03/36.68 亿元），对应 PE 为 18.5/15/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧的风险；新产品开发和注册风险；新品表现不及预期风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,939	2,869	3,486	4,328	5,483
增长率	34%	48%	21%	24%	27%
归母净利润（百万元）	1,264	1,858	2,267	2,826	3,571
增长率	32%	47%	22%	25%	26%
EPS（元/股）	4.18	6.14	7.50	9.35	11.81
市盈率（P/E）	33.2	22.5	18.5	14.8	11.7
市净率（P/B）	7.2	6.6	5.2	3.9	2.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

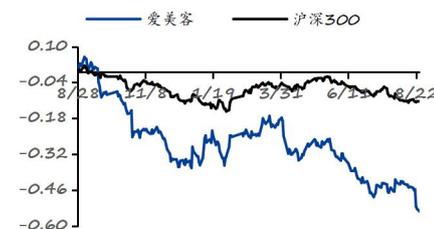
买入（维持评级）

当前价格：137.96 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	302.44/208.46
流通 A 股市值(百万元)	28,759.73
每股净资产(元)	23.07
资产负债率(%)	4.50
一年内最高/最低价(元)	454.60/136.84

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：赵雅楠(S0210524050007)
zyn30541@hfzq.com.cn
分析师：高兴(S0210522110002)
GX3970@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、【华福商业】爱美客 2023Q3 点评：Q3 业绩增速承压，毛利率维持高位——2023.10.26
- 2、【华福商业】爱美客中报中报点评：产品矩阵不断完善，业绩保持高增——2023.08.28
- 3、【华福商业】爱美客：公司回购股权，坚守高景气赛道——2023.06.14



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,434	4,447	7,098	10,458	营业收入	2,869	3,486	4,328	5,483
应收票据及账款	206	199	247	312	营业成本	141	185	236	313
预付账款	33	44	56	74	税金及附加	15	16	20	25
存货	50	64	82	109	销售费用	260	307	377	477
合同资产	0	0	0	0	管理费用	144	167	208	263
其他流动资产	1,528	1,248	1,258	1,269	研发费用	250	307	377	477
流动资产合计	4,251	6,001	8,741	12,223	财务费用	-54	-61	-103	-157
长期股权投资	951	1,046	1,150	1,265	信用减值损失	-5	0	0	0
固定资产	219	227	234	240	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	15	15	15	15	公允价值变动收益	-16	14	9	2
无形资产	115	104	95	86	投资收益	40	30	34	35
商誉	245	245	245	245	其他收益	26	20	20	20
其他非流动资产	1,056	1,061	1,066	1,072	营业利润	2,158	2,630	3,278	4,142
非流动资产合计	2,601	2,698	2,805	2,923	营业外收入	2	0	0	0
资产合计	6,852	8,699	11,546	15,147	营业外支出	4	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	2,156	2,630	3,278	4,142
应付票据及账款	45	55	71	96	所得税	301	367	457	578
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,855	2,263	2,821	3,564
合同负债	51	63	78	99	少数股东损益	-4	-4	-5	-7
其他应付款	30	30	30	30	归属母公司净利润	1,859	2,267	2,826	3,571
其他流动负债	172	188	216	254	EPS (按最新股本摊薄)	6.14	7.50	9.35	11.81
流动负债合计	298	336	395	478					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	70	70	70	70					
非流动负债合计	70	70	70	70					
负债合计	367	406	465	548					
归属母公司所有者权益	6,348	8,131	10,884	14,359					
少数股东权益	137	163	197	241					
所有者权益合计	6,485	8,293	11,081	14,599					
负债和股东权益	6,852	8,699	11,546	15,147					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,954	2,208	2,686	3,372
现金收益	1,838	2,242	2,759	3,449
存货影响	-3	-15	-18	-27
经营性应收影响	-91	-3	-60	-84
经营性应付影响	-30	11	16	24
其他影响	240	-27	-11	10
投资活动现金流	-1,279	225	-65	-74
资本支出	-70	-38	-39	-40
股权投资	-16	-95	-105	-115
其他长期资产变化	-1,193	358	79	81
融资活动现金流	-1,380	-420	30	62
借款增加	4	0	0	0
股利及利息支付	-1,005	-73	-96	-117
股东融资	41	21	0	0
其他影响	-420	-368	126	179

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	48.0%	21.5%	24.2%	26.7%
EBIT 增长率	45.6%	22.2%	23.6%	25.5%
归母公司净利润增长率	47.1%	22.0%	24.7%	26.3%
获利能力				
毛利率	95.1%	94.7%	94.5%	94.3%
净利率	64.6%	64.9%	65.2%	65.0%
ROE	28.7%	27.3%	25.5%	24.5%
ROIC	73.6%	52.8%	42.1%	36.4%
偿债能力				
资产负债率	5.4%	4.7%	4.0%	3.6%
流动比率	14.3	17.8	22.1	25.6
速动比率	14.1	17.6	21.9	25.3
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	21	21	19	18
存货周转天数	123	111	112	110
每股指标 (元)				
每股收益	6.14	7.50	9.35	11.81
每股经营现金流	6.46	7.30	8.88	11.15
每股净资产	20.99	26.88	35.99	47.48
估值比率				
P/E	23	18	15	12
P/B	7	5	4	3
EV/EBITDA	69	56	46	37

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn