

## 溶液+凝胶类产品盈利能力稳定，在研产品储备丰富

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2024年年报，2024年实现营收30.3亿元，同比+5.5%，实现归母净利润19.6亿元，同比+5.3%，其中Q4实现营收6.5亿元，环比-9.5%，实现归母净利润3.7亿元，环比-19.9%。
- **溶液类与凝胶类产品同比增速有所放缓，毛利率水平略有波动、整体较为稳定。** 2024年溶液类产品收入17.4亿元，同比+4.4%，毛利率为93.8%，较2023年下滑0.7pct，从销量来看，2024年销量634.6万支（同比+23.4%），平均单价274.8元/支（同比-15.4%），价格下滑较多、或为市场竞争较为激烈；凝胶类产品收入12.2亿元，同比+5.0%，毛利率为98.0%，较2023年提升0.5pct，从销量来看，2024年销量89.4万支（同比-11.2%），平均单价1360.5元/支（同比+18.3%）。
- **加大研发投入，在研医疗器械、药品等管线产品进展顺利。** 2024年公司研发费用率为10.0%，较2023年提升1.3pct，公司研发实力突出，目前在研产品进展顺利，用于纠正颈部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶获得III类医疗器械注册证；重组透明质酸酶、司美格鲁肽注射液、去氧胆酸注射液获得国家药品监督管理局临床试验批件；米诺地尔搽剂利多卡因丁卡因乳膏、注射用A型肉毒素的上市许可申请获得受理，进入审评阶段，后续均有望为公司带来新的业绩增量。
- **收购韩国 REGEN Biotech, Inc. 85% 股权，发力国际市场。** 据公司三月十日公告，爱美客国际拟以现金方式支付对价，以1.90亿美元收购 Mount Beacon Holdings Ltd.、IRC Limited、MR. KWANG SIK CHOI 持有的标的公司85%的股权。REGEN 为童颜针艾塑菲韩国原研企业，REGEN 核心产品包括 AestheFill 和 PowerFill 已在全球多地获批，此次收购有望为公司国际拓展带来技术优势和打造海外营销网络。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为6.94元、8.54元、10.61元，对应动态PE分别为27倍、22倍、18倍。公司在研产品进展顺利，看好后续全球营销网络搭建，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新品进展不及预期风险，价格下降风险，海外拓展不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3025.67	3473.86	4298.09	5407.88
增长率	5.45%	14.81%	23.73%	25.82%
归属母公司净利润(百万元)	1957.60	2099.91	2583.14	3211.06
增长率	5.33%	7.27%	23.01%	24.31%
每股收益EPS(元)	6.47	6.94	8.54	10.61
净资产收益率ROE	24.61%	22.99%	23.95%	24.91%
PE	29	27	22	18
PB	7.38	6.41	5.41	4.52

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汪翌雯  
执业证号: S1250522120002  
电话: 13761961340  
邮箱: wangyw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.03
流通A股(亿股)	2.09
52周内股价区间(元)	134.05-349.92
总市值(亿元)	575.23
总资产(亿元)	83.40
每股净资产(元)	25.77

### 相关研究

1. 爱美客(300896): 业绩符合预期, 产品管线丰富 (2024-03-25)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：得益于海外市场开拓，公司溶液类注射产品 2025-2027 年销量维持高增长，分别为 825.0/1047.8/1309.7 万支，单价下降幅度收窄分别为 261.1/253.2/250.7 元/支，对应实现溶液类收入增速 24%/23%/24%，毛利率小幅下降为 93.5%/93.0%/92.5%；

假设 2：得益于海外市场持续开拓，公司凝胶类注射产品 2025-2027 年销量分别为 84.9/89.1/96.3 万支，单价分别为 1428.5/1499.9/1574.9 元/支，对应凝胶类收入增速 -0.2%/10.3%/13.4%；

假设 3：公司面部埋植线 2025-2027 年销量分别为 2/2.1/2.2 万支，单价为 370/375/380 元/支，对应收入增速为 8.8%/6.4%/6.2%，毛利率小幅提升，分别为 85%/86%/87%；

假设 4：考虑到收购 REGEN 及在研产品上市周期，我们预计公司其他主营业务表现或较为良好，预计 2025-2027 年实现收入增速 68.9%/200%/100%，毛利率为 50%/50%/50%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
溶液类注射产品	收入	1744.0	2153.8	2653.2	3283.4
	增速	4.4%	23.5%	23.2%	23.8%
	毛利率	93.8%	93.5%	93.0%	92.5%
凝胶类注射产品	收入	1215.7	1212.7	1337.0	1516.1
	增速	5.0%	-0.2%	10.3%	13.4%
	毛利率	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
面部埋植线	收入	6.8	7.4	7.9	8.4
	增速	14.9%	8.8%	6.4%	6.2%
	毛利率	84.6%	85.0%	86.0%	87.0%
其他主营业务	收入	59.2	100.0	300.0	600.0
	增速	68.4%	68.9%	200.0%	100.0%
	毛利率	53.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	3025.7	3473.9	4298.1	5407.9
	增速	5.4%	14.8%	23.7%	25.8%
	毛利率	94.6%	93.8%	91.5%	89.3%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 34.7 亿元（+15%）、43.0 亿元（+24%）和 54.1 亿元（+26%），归母净利润分别为 21.0 亿元（+7.3%）、25.8 亿元（+23.0%）、32.1 亿元（+24.3%），EPS 分别为 6.94 元、8.54 元、10.61 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、22 倍、18 倍。

综合考虑业务范围，选取了医美行业华熙生物、昊海生科、贝泰妮 3 家上市公司作为估值参考（其中贝泰妮未披露 24 年业绩，华熙生物和昊海生科已披露），可以看到行业平均估值 25E 为 28x。

公司透明质酸市场份额居全国首位，明星产品嗨体、濡白天使市场认可度高、盈利能力突出，历史业绩增速放缓主要是由于未有新品推出、海外拓展不及预期，后续随着韩国 REGEN 收购有望提升公司新品实力、助力海外渠道搭建，同时公司注射类 A 型肉毒素已进入审理阶段，有望带来新的业绩增量，公司边际变化较为显著，给予 2025 年 33 倍估值，对应目标价 229.02 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E/24A	25E	26E	23A	24E/24A	25E	26E
688363.SH	华熙生物	241.71	50.18	1.23	0.34	1.30	1.61	40.8	147.6	38.6	31.2
688366.SH	昊海生科	126.32	59.89	2.43	1.80	2.37	2.86	24.6	33.3	25.3	20.9
300957.SZ	贝泰妮	192.78	45.51	1.79	1.72	2.26	2.67	25.4	26.5	20.1	17.0
平均值								30.3	69.1	28.0	23.1
300896.SZ	爱美客	575.23	190.1	8.59	6.47	6.94	8.54	22.1	29.4	27.4	22.3

数据来源：Wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3025.67	3473.86	4298.09	5407.88	净利润	1956.34	2097.91	2581.14	3209.06
营业成本	162.22	225.80	300.87	405.59	折旧与摊销	39.74	54.77	59.99	66.17
营业税金及附加	20.02	18.50	23.04	29.81	财务费用	-31.28	-39.88	-49.33	-61.69
销售费用	276.76	330.02	416.91	535.38	资产减值损失	0.00	10.00	1.00	1.00
管理费用	122.82	494.57	611.92	769.92	经营营运资本变动	61.80	-93.42	2.74	1.10
财务费用	-31.28	-39.88	-49.33	-61.69	其他	-99.42	26.08	9.47	-7.78
资产减值损失	0.00	10.00	1.00	1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1927.17	2055.47	2605.01	3207.85
投资收益	65.86	0.00	0.00	0.00	资本支出	-285.45	-255.00	-265.00	-275.00
公允价值变动损益	33.16	16.75	22.22	20.39	其他	-2071.94	-460.54	-1277.78	-1479.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-2357.39	-715.54	-1542.78	-1754.61
<b>营业利润</b>	2290.52	2451.59	3015.90	3748.27	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.48	-5.49	-6.37	-6.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	2281.04	2446.10	3009.54	3741.68	股权融资	16.68	0.00	0.00	0.00
所得税	324.70	348.20	428.40	532.62	支付股利	-499.90	-946.88	-925.85	-1106.33
净利润	1956.34	2097.91	2581.14	3209.06	其他	-6.91	43.32	49.33	61.69
少数股东损益	-1.26	-2.00	-2.00	-2.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-490.13	-903.56	-876.52	-1044.63
归属母公司股东净利润	1957.60	2099.91	2583.14	3211.06	<b>现金流量净额</b>	-919.88	436.36	185.70	408.61
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1514.67	1951.03	2136.73	2545.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	198.96	260.29	321.48	403.70	销售收入增长率	5.45%	14.81%	23.73%	25.82%
存货	72.84	101.40	135.10	182.13	营业利润增长率	6.13%	7.03%	23.02%	24.28%
其他流动资产	3258.69	3741.30	5051.10	6564.30	净利润增长率	5.47%	7.24%	23.03%	24.33%
长期股权投资	914.64	914.64	914.64	914.64	EBITDA 增长率	7.37%	7.29%	22.71%	23.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	479.74	690.86	906.75	1126.47	毛利率	94.64%	93.50%	93.00%	92.50%
无形资产和开发支出	388.43	331.03	293.63	276.23	三费率	12.17%	22.59%	22.79%	23.00%
其他非流动资产	1512.52	1509.03	1505.54	1502.04	净利率	64.66%	60.39%	60.05%	59.34%
<b>资产总计</b>	8340.49	9499.57	11264.98	13514.87	ROE	24.61%	22.99%	23.95%	24.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	23.46%	22.08%	22.91%	23.74%
应付和预收款项	206.77	282.68	377.21	502.61	ROIC	190.84%	160.77%	163.21%	171.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	75.98%	71.00%	70.42%	69.39%
其他负债	183.60	93.36	108.95	130.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	390.37	376.04	486.16	633.31	总资产周转率	0.40	0.39	0.41	0.44
股本	302.59	302.59	302.59	302.59	固定资产周转率	13.36	14.54	17.02	20.01
资本公积	3389.85	3389.85	3389.85	3389.85	应收账款周转率	15.35	17.07	16.86	17.21
留存收益	4526.79	5679.82	7337.10	9441.84	存货周转率	2.64	2.59	2.54	2.56
归属母公司股东权益	7797.06	8972.48	10629.76	12734.50	销售商品提供劳务收到现金营业收入	108.05%	—	—	—
少数股东权益	153.06	151.06	149.06	147.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	7950.12	9123.53	10778.81	12881.55	资产负债率	4.68%	3.96%	4.32%	4.69%
负债和股东权益合计	8340.49	9499.57	11264.98	13514.87	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.67	18.37	17.39	16.52
					速动比率	14.46	18.06	17.08	16.21
					股利支付率	25.54%	45.09%	35.84%	34.45%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	6.47	6.94	8.54	10.61
					每股净资产	25.77	29.65	35.13	42.08
					每股经营现金	6.37	6.79	8.61	10.60
					每股股利	1.65	3.13	3.06	3.66
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	2298.98	2466.48	3026.57	3752.75					
PE	29.38	27.39	22.27	17.91					
PB	7.38	6.41	5.41	4.52					
PS	19.01	16.56	13.38	10.64					
EV/EBITDA	22.48	20.43	16.16	12.52					
股息率	0.87%	1.65%	1.61%	1.92%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---