

公司研究

濡白天使持续高增，医美王者地位巩固

——爱美客（300896.SZ）2023 年年报点评

买入（维持）

当前价：352.91 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

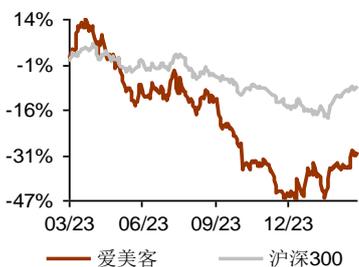
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.16
总市值(亿元):	763.56
一年最低/最高(元):	263.21/588.75
近3月换手率:	97.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.46	21.24	-20.82
绝对	10.35	29.73	-29.25

资料来源：Wind

相关研报

全年业绩基本符合预期，投资价值逐渐凸显——爱美客（300896.SZ）2023 年业绩预告点评（2024-01-07）

与韩国 Jeisys Medical 签订经销协议，布局医美光电领域——爱美客（300896.SZ）事件点评（2023-11-09）

行业景气下滑，拖累三季度业绩增长——爱美客（300896.SZ）2023 年三季度报点评（2023-10-25）

要点

事件：

公司发布 2023 年年报，实现营收 28.69 亿元，同比+48.0%；实现归母净利润为 18.58 亿元，同比增长 47.1%。4Q2023，实现营收 6.99 亿元，同比增长 55.5%，实现归母净利润 4.40 亿元，同比增长 62.2%。2023 年，公司经营性活动产生的现金流量净额为 19.54 亿元，同比增长 63.7%。

点评：

濡白天使放量增长，推动公司营收与净利润高增：2023 年，公司溶液类/凝胶类产品分别实现营收 16.71/11.58 亿元，同比+29.2%/+81.4%；溶液类/凝胶类产品的销量分别为 514.13/100.68 万支，同比+48.9%/+36.1%；溶液类/凝胶类产品的平均单价分别为 325/1150 元，同比分别-13.2%/+33.3%，溶液类产品的均价下滑，我们分析认为应该是产品结构变化，比如 2.5ML 产品收入占比提升以及产品拓量导致，凝胶类产品均价提升是由高单价的再生产品占比提升所致。2023 年，中国医美行业增长承压，但公司的基本盘——“嗨体”与高端再生产品“濡白天使”仍然实现增长。截至 2023 年末，公司产品已覆盖中国 31 个省、市、自治区，覆盖大约 7000 家医疗美容机构。2023 年，公司直销与经销模式的收入分别为 17.87/10.83 亿元，同比分别+43.1%/+56.9%；占比分别为 62.3%/37.7%，同比分别-2.1/+2.1pcts。

产品结构改善推动毛利率提升，期间费用管控严格：受益于高端产品“濡白天使”放量增长，2023 年公司毛利率为 95.1%，同比+0.2pcts；净利率为 64.8%，同比-0.4pcts。4Q2023，公司毛利率为 94.4%，同比-1.2pcts；净利率为 63.0%，同比+2.6pcts。2023 年，公司期间费用率同比-0.5pcts 至 20.9%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.1%/5.0%/8.7%/-1.9%，分别同比+0.7/-1.4/-0.2/+0.4pcts。疫情管控政策优化后，公司迅速加强市场推广，令销售费用率提升。2023 年，公司的会议费/差旅交通费/业务招待费分别为 2777.8/1826.0/1044.8 万元，分别同比+108.5%/+189.4%/+59.5%；组织学术培训与会议共计 1753 场，其中线上会议 337 场，线下会议 1416 场，涵盖 22 个主题方向。公司一如既往的注重研发，2023 年研发费用为 2.50 亿元，同比+44.5%。截至 2023 年末，公司研发人员占公司总人数的 26.7%，同比+1.3pcts；获得发明专利 35 项，相较 2022 年末增加 10 项。

“宝尼达 2.0”与肉毒毒素已开启注册申报，储备项目丰富：根据公司公告，“注射用 A 型肉毒毒素”与高端产品“宝尼达 2.0”（新增颈部填充适应症）已处于注册申报阶段。我们认为若公司 2024-2025 年顺利推出“注射用 A 型肉毒毒素”与“宝尼达 2.0”，将赋能下游医美机构更多联合治疗方案与差异化服务项目，有效巩固公司龙头地位。另外，公司具备多款储备项目，具体为：1) 用于软组织提升的第二代面部埋植线处于临床试验阶段；2) 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处于临床试验阶段；3) 用于溶解透明质酸的注射用透明质酸酶处于临床前在研阶段；4) 在与北京质肽生物医药科技有限公司合作引入司美格鲁肽产品的基础上，以总金额 5,000 万元投资持有质肽生物 4.89% 股权；5) 与韩国 Jeisys Medical Inc. 签署《经销协议》，布局医美光电赛道。

医美龙头企业，维持“买入”评级：考虑公司未来储备项目丰富，2024-2025 年或有多款新品贡献营收，我们预计公司 2024-2026 年的营收分别为 40.49/54.87/68.92 亿元；考虑公司未来新产品商业化推广及加大研发投入，我们上调公司的期间费用率，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 25.22/33.21/41.53 亿元（2024-2025 年归母净利润分别下调 1.9%/3.8%），对应 EPS 分别是 11.66、15.35、19.19 元，当前股价对应 PE 分别是 30、23、18 倍。公司作为医美龙头企业，当前估值水平较低，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，消费者购买力复苏不及预期，行业政策变化风险，新品商业推广不及预期风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,939	2,869	4,049	5,487	6,892
营业收入增长率	33.91%	47.99%	41.11%	35.52%	25.61%
净利润（百万元）	1,264	1,858	2,522	3,321	4,153
净利润增长率	31.92%	47.08%	35.69%	31.69%	25.04%
EPS（元）	5.84	8.59	11.66	15.35	19.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.61%	29.28%	30.14%	30.38%	29.48%
P/E	60	41	30	23	18
P/B	13.1	12.0	9.1	7.0	5.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-03-19

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,939	2,869	4,049	5,487	6,892
营业成本	100	141	190	245	302
折旧和摊销	14	29	51	53	55
税金及附加	10	15	19	25	32
销售费用	163	260	377	538	675
管理费用	125	144	186	252	310
研发费用	173	250	385	658	827
财务费用	-45	-54	-35	-49	-66
投资收益	33	40	40	35	55
营业利润	1,488	2,158	2,962	3,861	4,870
利润总额	1,488	2,156	2,960	3,859	4,868
所得税	221	301	439	538	716
净利润	1,268	1,855	2,521	3,321	4,153
少数股东损益	4	-4	0	0	0
归属母公司净利润	1,264	1,858	2,522	3,321	4,153
EPS(元)	5.84	8.59	11.66	15.35	19.19

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,194	1,954	2,148	3,117	3,917
净利润	1,264	1,858	2,522	3,321	4,153
折旧摊销	14	29	51	53	55
净营运资金增加	153	393	501	364	362
其他	-236	-326	-926	-621	-653
投资活动产生现金流	-944	-1,279	865	-40	-20
净资本支出	-156	-64	-75	-75	-75
长期投资变化	935	951	0	0	0
其他资产变化	-1,723	-2,166	940	35	55
融资活动现金流	-374	-1,380	-484	-709	-931
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3	4	-15	0	0
无息负债变化	74	51	20	98	92
净现金流	-124	-706	2,530	2,368	2,966

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	94.8%	95.1%	95.3%	95.5%	95.6%
EBITDA 率	72.2%	74.0%	73.0%	69.8%	69.8%
EBIT 率	71.3%	72.7%	71.7%	68.8%	69.0%
税前净利润率	76.8%	75.1%	73.1%	70.3%	70.6%
归母净利润率	65.2%	64.8%	62.3%	60.5%	60.3%
ROA	20.3%	27.1%	28.4%	28.8%	28.1%
ROE (摊薄)	21.6%	29.3%	30.1%	30.4%	29.5%
经营性 ROIC	118.2%	125.2%	124.1%	136.5%	146.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	5%	5%	4%	4%	4%
流动比率	18.44	14.28	20.97	22.24	24.38
速动比率	18.23	14.11	20.80	22.06	24.21
归母权益/有息债务	517.38	423.10	-	-	-
有形资产/有息债务	517.68	429.21	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	6,259	6,852	8,877	11,539	14,788
货币资金	3,140	2,434	4,964	7,331	10,297
交易性金融资产	704	1,204	1,204	1,229	1,247
应收账款	128	206	539	722	902
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	12	17	23	29
存货	47	50	60	77	94
其他流动资产	91	23	47	76	104
流动资产合计	4,134	4,251	7,164	9,805	13,034
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	935	951	951	951	951
固定资产	195	219	209	200	190
在建工程	5	15	25	32	37
无形资产	117	115	124	132	140
商誉	245	245	245	245	245
其他非流动资产	50	47	43	43	43
非流动资产合计	2,125	2,601	1,712	1,734	1,754
总负债	313	367	373	471	563
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	19	45	60	78	96
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	37	51	58
流动负债合计	224	298	342	441	535
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	3	2	1	0
非流动负债合计	89	70	31	30	29
股东权益	5,946	6,485	8,504	11,068	14,224
股本	216	216	216	216	216
公积金	3,520	3,568	3,568	3,568	3,568
未分配利润	2,107	2,961	4,980	7,545	10,701
归属母公司权益	5,846	6,348	8,367	10,932	14,088
少数股东权益	100	137	137	136	136

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	8.39%	9.07%	9.30%	9.80%	9.80%
管理费用率	6.47%	5.03%	4.60%	4.60%	4.50%
财务费用率	-2.33%	-1.89%	-0.86%	-0.89%	-0.96%
研发费用率	8.93%	8.72%	9.50%	12.00%	12.00%
所得税率	15%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	2.80	2.32	3.50	4.60	5.76
每股经营现金流	5.52	9.03	9.93	14.41	18.10
每股净资产	27.02	29.34	38.67	50.53	65.11
每股销售收入	8.96	13.26	18.71	25.36	31.85

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	60	41	30	23	18
PB	13.1	12.0	9.1	7.0	5.4
EV/EBITDA	51.6	34.3	23.7	17.7	13.6
股息率	0.8%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP