

爱美客 (300896.SZ)

优于大市

上半年归母净利润同比增长 16%，医美产品矩阵有望持续丰富

核心观点

上半年业绩整体增长稳健。公司 2024 上半年实现营收 16.57 亿元，同比+13.53%，归母净利润 11.21 亿元，同比+16.35%，扣非净利润 10.89 亿元，同比+16.58%。单二季度看，营收同比增长 2.35%，归母净利润 5.93 亿元，同比增长 8.03%，扣非净利润同比增长 2.46%，在去年医美消费复苏高基数，以及今年终端因消费力需求承压背景下仍实现了稳健正增长。

医美产品管线进一步丰富，在研项目助力中长期成长。分产品看，上半年溶液类注射产品实现营业收入 9.76 亿元，同比+11.65%，凝胶类注射产品实现营业收入 6.49 亿元，同比+14.57%。上半年公司增资控股艾美创医疗科技(珠海)有限公司，该公司旗下拥有“嗨爆水”水光仪，拓展了公司在医美设备领域的布局。在研项目看，公司肉毒研发项目已获注册上市许可受理，进入审评阶段，利拉鲁肽注射液完成 I 期临床试验。

费用率优化，现金流状况良好。公司 2024 上半年毛利率 94.91%，同比-0.5pct，其中主要系溶液类注射产品毛利率同比下降 1.12pct 影响。销售费用率/管理费用率分别为 8.52%/4.09%，分别同比-1.67pct/-1.4pct，降本增效下费用率管控良好。研发费用率 7.59%，同比+0.44pct，继续保持研发投入。上半年存货周转天数 115，较去年略降 3 天。上半年实现经营性现金流净额 11.5 亿元，同比+17.76%，现金流状况良好。

风险提示：在研项目进度不及预期；终端销售不及预期；竞争环境恶化。

投资建议：中长期看，医美行业中长期渗透率仍有较大提升空间，合规监管趋势下龙头企业的优势也将进一步凸显。公司着眼未来持续完善旗下产品管线，有望打开远期增长空间；渠道端精细化布局终端优质医美机构，进一步夯实医美龙头地位。出于当前消费力承压背景下，对短期终端医美消费的景气度的谨慎考虑，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 23.9/28.94/33.97 亿元（前值分别为 25.01/32.77/40.93 亿元），对应 PE 分别为 20.8/17.1/14.6 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,938.84	2,869.35	3,735.97	4,568.12	5,394.68
(+/-%)	33.91%	47.99%	30.20%	22.27%	18.09%
净利润(百万元)	1263.56	1858.48	2389.50	2894.31	3397.29
(+/-%)	31.92%	47.08%	28.57%	21.13%	17.38%
每股收益(元)	5.84	8.59	7.90	9.57	11.23
EBIT Margin	79.50%	80.46%	71.99%	71.29%	70.55%
净资产收益率 (ROE)	21.61%	29.28%	31.15%	31.24%	30.78%
市盈率 (PE)	28.09	19.10	20.77	17.14	14.61
EV/EBITDA	23.03	15.34	18.48	15.32	13.15
市净率 (PB)	6.07	5.59	6.47	5.36	4.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·医疗美容

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

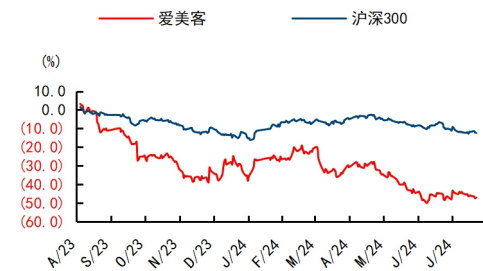
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	164.07 元
总市值/流通市值	49621/34203 百万元
52 周最高价/最低价	454.60/154.10 元
近 3 个月日均成交额	411.15 百万元

市场走势



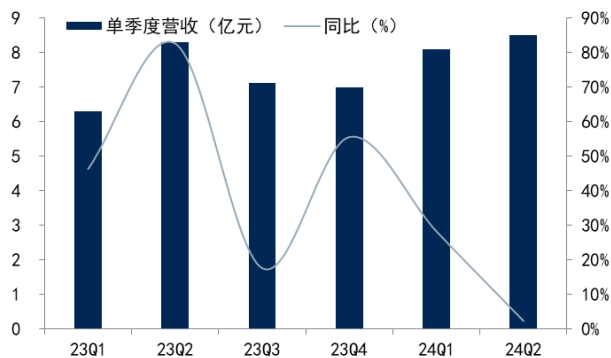
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《爱美客 (300896.SZ) 一季度归母净利润增长 27%，产品矩阵建设稳步推进》——2024-04-25
- 《爱美客 (300896.SZ) 一季度业绩增长稳健，持续强化品牌影响力》——2024-04-09
- 《爱美客 (300896.SZ) 2023 年归母净利润增长 47%，持续推进建设产品矩阵》——2024-03-20
- 《爱美客 (300896.SZ) 2023 年归母净利润预计增长 43%-50%，重点产品增长良好》——2024-01-08
- 《爱美客 (300896.SZ) 拟引入皮肤无创抗衰老仪器，进一步丰富医美产品管线》——2023-11-09

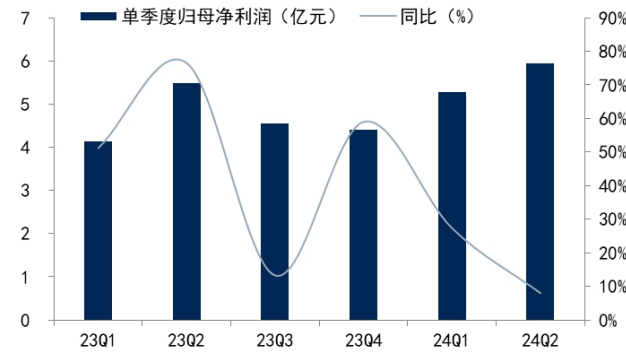
公司 2024 上半年实现营收 16.57 亿元，同比+13.53%，归母净利润 11.21 亿元，同比+16.35%，扣非净利润 10.89 亿元，同比+16.58%。单二季度看，营收同比增长 2.35%，归母净利润 5.93 亿元，同比增长 8.03%，扣非净利润 5.6 亿元，在去年医美消费复苏高基数及今年终端因消费力需求承压下仍实现了稳健正增长。

图1: 爱美客单季度营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 爱美客单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品看，上半年溶液类注射产品实现营业收入 9.76 亿元，同比+11.65%，凝胶类注射产品实现营业收入 6.49 亿元，同比+14.57%。上半年公司增资控股艾美创医疗科技（珠海）有限公司，该公司旗下拥有“嗨爆水”水光仪，拓展了公司在医美设备领域的布局。在研项目看，公司肉毒研发项目已获注册上市许可受理，进入审评阶段，利拉鲁肽注射液完成 I 期临床试验。

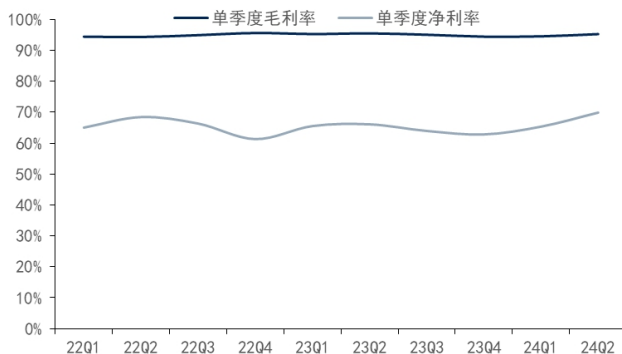
此外，公司“美丽健康产业化创新建设项目”目前正按照建设计划进行现场施工，位于北京市昌平区，项目总投资 8.1 亿元，占地面积 5.35 万平方米。该项目于 2023 年 12 月施工，拟建设产业化生产线及创新转化平台，新建生产楼、仓储楼、质检楼等生产配套设施，项目建成后，将进一步扩大公司目前现有产品的产能，丰富新产品供给，提升公司的对外合作能力，进一步满足医美市场需求。

表1: 爱美客分产品收入及增速 (万元、%)

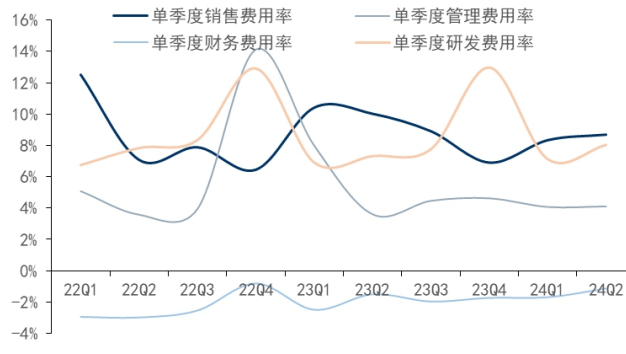
产品类别	2022 年			2023 年			2024 上半年		
	销售收入	营收占比	同比增速	销售收入	营收占比	同比增速	销售收入	营收占比	同比增速
溶液类注射产品	129,274.75	66.68%	23.57%	167,052.66	58.22%	29.22%	97,628.16	58.92%	11.65%
凝胶类注射产品	63,813.99	32.91%	65.61%	115,776.51	40.35%	81%	64,897.36	39.17%	14.57%
面部埋植线	537.84	0.28%	1.49%	591.95	0.21%	10.06%	347.96	0.21%	-
其他	257.26	0.13%	-76.82%	3,513.61	1.22%	1265.80%	2,817.51	1.70%	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面，公司 2024 上半年毛利率 94.91%，同比-0.5pct，其中主要系溶液类注射产品毛利率同比下降 1.12pct 影响。销售费用率/管理费用率分别为 8.52%/4.09%，分别同比-1.67pct/-1.4pct，降本增效下费用率管控良好。研发费用率 7.59%，同比+0.44pct，继续保持研发投入。上半年存货周转天数 115，较去年略降 3 天。上半年实现经营性现金流净额 11.5 亿元，同比+17.76%，现金流状况良好。

图3: 爱美客单季度毛利率/净利率 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 爱美客单季度费用率 (%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 中长期看, 医美行业远期渗透率仍有较大提升空间, 合规监管趋势下龙头企业的优势也将进一步凸显。公司产品管线在进一步完善下, 仍有望推动中长期的持续增长, 渠道端精细化布局终端优质医美机构, 进一步夯实医美龙头地位。出于对终端医美消费的景气度的谨慎考虑, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 23.9/28.94/33.97 亿元 (前值分别为 25.01/32.77/40.93 亿元), 对应 PE 分别为 20.8/17.1/14.6 倍, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (24-08-21)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300896.SZ	爱美客	164.07	496.21	8.59	7.90	9.57	11.23	34.27	20.77	17.14	14.61	29.28	0.73	优于大市
688363.SH	华熙生物	54.50	262.51	1.23	1.73	2.15	2.59	54.41	31.53	25.34	21.05	8.53	0.78	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测 注: 华熙生物为 wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3140	2434	3995	5586	7343	营业收入	1939	2869	3736	4568	5395
应收款项	132	218	154	225	266	营业成本	100	141	182	222	266
存货净额	47	50	56	70	83	营业税金及附加	10	15	30	37	43
其他流动资产	111	57	93	114	135	销售费用	163	260	257	298	343
流动资产合计	4134	4251	5791	7487	9320	管理费用	125	144	578	755	937
固定资产	200	234	270	304	372	财务费用	(45)	(54)	(80)	(120)	(161)
无形资产及其他	117	115	110	106	101	投资收益	33	40	30	20	20
投资性房地产	873	1301	1301	1301	1301	资产减值及公允价值变动	29	(16)	6	2	2
长期股权投资	935	951	953	955	965	其他收入	(161)	(228)	0	0	0
资产总计	6259	6852	8425	10153	12059	营业利润	1488	2158	2806	3398	3989
短期借款及交易性金融负债	11	15	5	5	5	营业外净收支	0	(3)	0	0	0
应付款项	19	45	39	57	73	利润总额	1488	2156	2806	3398	3989
其他流动负债	194	238	501	616	735	所得税费用	221	301	421	510	598
流动负债合计	224	298	545	678	813	少数股东损益	4	(4)	(5)	(6)	(7)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1264	1858	2390	2894	3397
其他长期负债	89	70	75	80	85						
长期负债合计	89	70	75	80	85	现金流量表 (百万元)					
负债合计	313	367	620	757	897	净利润	1264	1858	2390	2894	3397
少数股东权益	100	137	135	130	125	资产减值准备	0	2	1	1	1
股东权益	5846	6348	7671	9266	11037	折旧摊销	14	29	29	33	37
负债和股东权益总计	6259	6852	8425	10153	12059	公允价值变动损失	(29)	16	(6)	(2)	(2)
						财务费用	(45)	(54)	(80)	(120)	(161)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(614)	(410)	285	32	66
每股收益	5.84	8.59	7.90	9.57	11.23	其它	3	(3)	(3)	(5)	(6)
每股红利	2.10	4.64	3.53	4.30	5.38	经营活动现金流	636	1492	2695	2952	3494
每股净资产	27.02	29.34	25.36	30.64	36.49	资本开支	0	(41)	(55)	(60)	(100)
ROIC	33%	48%	72%	120%	140%	其它投资现金流	(333)	(789)	0	0	0
ROE	22%	29%	31%	31%	31%	投资活动现金流	(267)	(846)	(57)	(62)	(110)
毛利率	95%	95%	95%	95%	95%	权益性融资	95	41	0	0	0
EBIT Margin	79%	80%	72%	71%	71%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	80%	81%	73%	72%	71%	支付股利、利息	(454)	(1005)	(1067)	(1299)	(1626)
收入增长	34%	48%	30%	22%	18%	其它融资现金流	320	616	(10)	0	0
净利润增长率	32%	47%	29%	21%	17%	融资活动现金流	(493)	(1352)	(1077)	(1299)	(1626)
资产负债率	7%	7%	9%	9%	8%	现金净变动	(124)	(706)	1561	1591	1758
息率	1.3%	2.8%	3.0%	3.7%	4.6%	货币资金的期初余额	3264	3140	2434	3995	5586
P/E	28.1	19.1	20.8	17.1	14.6	货币资金的期末余额	3140	2434	3995	5586	7343
P/B	6.1	5.6	6.5	5.4	4.5	企业自由现金流	712	1565	2545	2773	3238
EV/EBITDA	23.0	15.3	18.5	15.3	13.1	权益自由现金流	1033	2181	2603	2875	3375

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032