

爱美客（300896）2023年报点评

毛利率稳步提升，濡白天使高速增长

2024年03月20日

【投资要点】

- ◆ 公司发布2023年年报。23年实现收入28.7亿元(+48.0%)；归母净利润18.6亿元(+47.1%)；扣非归母净利润18.3亿元(+53.0%)，业绩位于此前预告中值，全年超额完成股权激励目标。分季度看，Q2高增，Q3相对平淡，Q1-Q4营收同比各+46%/+83%/+18%/+56%，归母净利润同比各+51%/+77%/+13%/+59%。
- ◆ 毛利率稳步提升，核心品类结构优化。①毛利率：95.09%(+0.24pct)，受益于凝胶类注射产品占比和毛利率双升，溶液/凝胶类产品毛利率各+0.25pct/+0.97pct。②费率：销售费率9.07%(+0.68pct)，主要系新品推广及营销团队搭建；管理费率5.03%(-1.44pct)，主因港股上市费用减少等；研发费率8.72%(-0.21pct)，主要系研发人员支出。③归母净利率：64.77%(-0.4pct)，扣非后63.82%(+2.06pct)。
- ◆ 濡白天使延续高增长，如生天使配合补位再生矩阵。分产品看，23年溶液类注射产品收入16.71亿元(+29.2%，占比58.2%)，其中嗨体延续稀缺性增长动能。凝胶类注射产品收入11.58亿元(+81.43%，占比40.4%)，其中濡白天使继续放量，采取医生认证制度形成良好口碑基础，加速各类机构渗透；新品如生天使较濡白柔韧性更高、延展性更强，逐步培育后将提升业绩增量。截至23年末，公司拥有400余名销售和市场人员，覆盖国内约7000家医疗美容机构，直销占比62.26%。
- ◆ 在研管线丰富度进阶，23年补充能量源设备管线。用于纠正颈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、注射用A型肉毒素处于注册申报阶段；第二代面部埋植线、利多卡因丁卡因乳膏处于临床试验阶段；注射用透明质酸酶处于临床前在研阶段。体重管理与减脂方面，公司与北京质肽合作引入司美格鲁肽产品，23年投资5000万持有质肽4.89%股权。能量源设备方面，公司与Jeisys签订中国内地独家经销协议，引入其旗下2款已在韩国实现商业化的皮肤无创抗衰仪器Density和LinearZ。



挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

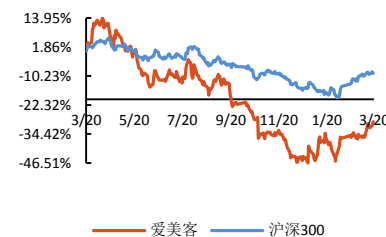
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：班红敏

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	76355.61
流通市值（百万元）	52666.93
52周最高/最低（元）	595.08/263.21
52周最高/最低（PE）	98.37/34.05
52周最高/最低（PB）	21.26/9.23
52周涨幅（%）	-29.25
52周换手率（%）	327.74

相关研究

- 《23Q3 增速放缓，期待再生针剂放量》
2023.10.26
- 《23Q1 归母净利+51%，股权激励彰显发展信心》
2023.04.27
- 《主打产品销量大幅增长，“濡白天使”开始正式商业化》
2021.10.19
- 《主打产品渗透率提升，童颜针下半年商业化上市》
2021.08.26

【投资建议】

- ◆ 整体来看，医美行业短期受合规化等因素影响加速出清，结合下游消费环境及在研管线布局进展，我们小幅下调 24-25 年并新增 26 年收入及盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润各 25.6/33.6/43.2 亿元；EPS 各 11.81/15.53/19.95 元，对应 PE 分别为 30/23/18 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2869.35	3969.02	5283.34	6814.51
增长率(%)	47.99%	38.32%	33.11%	28.98%
EBITDA（百万元）	2133.03	3013.20	3913.57	5029.42
归属母公司净利润（百万元）	1858.48	2555.69	3359.72	4315.36
增长率(%)	47.08%	37.52%	31.46%	28.44%
EPS(元/股)	8.60	11.81	15.53	19.95
市盈率 (P/E)	34.22	29.88	22.73	17.69
市净率 (P/B)	10.03	8.58	6.23	4.61
EV/EBITDA	28.74	23.85	17.58	12.85

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 行业监管趋严；
- ◆ 产品研发及批证进度不及预期；
- ◆ 消费环境变化影响线下客流等。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4251.30	6450.68	9882.52	14137.16
货币资金	2433.85	4551.31	7602.90	11783.32
应收及预付	239.46	274.00	397.60	424.19
存货	49.77	65.48	76.24	99.27
其他流动资产	1528.21	1559.88	1805.79	1830.38
非流动资产	2601.06	3022.99	3057.37	3242.74
长期股权投资	950.70	943.45	893.00	898.89
固定资产	219.48	203.01	199.53	221.90
在建工程	14.72	20.17	26.71	36.96
无形资产	114.92	174.36	233.91	293.05
其他长期资产	1301.24	1682.01	1704.23	1791.94
资产总计	6852.36	9473.66	12939.88	17379.90
流动负债	297.67	345.55	438.76	529.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	44.70	30.74	46.56	57.15
其他流动负债	252.97	314.80	392.20	472.57
非流动负债	69.65	74.54	70.94	82.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	69.65	74.54	70.94	82.94
负债合计	367.32	420.09	509.70	612.67
实收资本	216.36	216.36	216.36	216.36
资本公积	3459.41	3459.41	3459.41	3459.41
留存收益	3069.09	5624.78	8984.51	13299.87
归属母公司股东权益	6347.94	8903.63	12263.36	16578.72
少数股东权益	137.10	149.94	166.82	188.51
负债和股东权益	6852.36	9473.66	12939.88	17379.90

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2869.35	3969.02	5283.34	6814.51
营业成本	140.77	188.60	231.91	287.19
税金及附加	15.37	19.85	26.42	34.07
销售费用	260.32	357.21	486.07	681.45
管理费用	144.27	250.05	322.28	415.68
研发费用	250.13	250.05	401.53	483.83
财务费用	-54.19	-35.11	-66.85	-112.48
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-16.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	39.67	59.54	58.12	34.07
资产处置收益	0.01	0.00	0.00	0.00
其他收益	26.44	31.75	42.27	54.52
营业利润	2158.21	3026.62	3975.59	5105.33
营业外收入	1.23	0.30	0.35	0.28
营业外支出	3.89	5.12	3.46	3.20
利润总额	2155.55	3021.80	3972.48	5102.41
所得税	300.64	453.27	595.87	765.36
净利润	1854.92	2568.53	3376.61	4337.05
少数股东损益	-3.56	12.84	16.88	21.69
归属母公司净利润	1858.48	2555.69	3359.72	4315.36
EBITDA	2133.03	3013.20	3913.57	5029.42

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1954.07	2581.92	3335.37	4404.38
净利润	1854.92	2568.53	3376.61	4337.05
折旧摊销	52.61	75.14	49.39	54.62
营运资金变动	79.65	-11.48	-43.82	34.29
其它	-33.11	-50.28	-46.81	-21.58
投资活动现金流	-1279.13	-467.95	-278.76	-234.40
资本支出	-63.66	-105.64	-96.67	-132.87
投资变动	-1242.93	-419.29	-225.01	-131.90
其他	27.46	56.98	42.92	30.37
筹资活动现金流	-1379.85	3.49	-5.02	10.43
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	41.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1420.85	3.49	-5.02	10.43
现金净增加额	-705.74	2117.46	3051.59	4180.42
期初现金余额	3139.59	2433.85	4551.31	7602.90
期末现金余额	2433.85	4551.31	7602.90	11783.32

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	47.99%	38.32%	33.11%	28.98%
营业利润增长	45.02%	40.24%	31.35%	28.42%
归属母公司净利润增长	47.08%	37.52%	31.46%	28.44%
获利能力 (%)				
毛利率	95.09%	95.25%	95.61%	95.79%
净利率	64.65%	64.71%	63.91%	63.64%
ROE	29.28%	28.70%	27.40%	26.03%
ROIC	27.38%	27.41%	26.31%	25.12%
偿债能力				
资产负债率 (%)	5.36%	4.43%	3.94%	3.53%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	14.28	18.67	22.52	26.69
速动比率	12.95	17.43	21.55	25.80
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.42	0.41	0.39
应收账款周转率	13.92	16.93	15.04	18.58
存货周转率	57.65	60.61	69.30	68.64
每股指标 (元)				
每股收益	8.60	11.81	15.53	19.95
每股经营现金流	9.03	11.93	15.42	20.36
每股净资产	29.34	41.15	56.68	76.63
估值比率				
P/E	34.22	29.88	22.73	17.69
P/B	10.03	8.58	6.23	4.61
EV/EBITDA	28.74	23.85	17.58	12.85

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。