

投资评级：增持（维持）

报告日期：2023年03月13日

**市场数据**

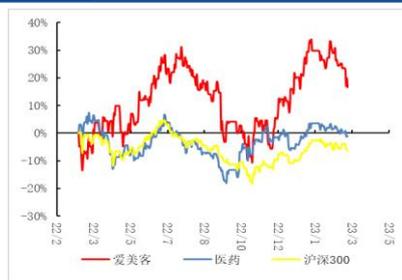
目前股价	537.16
总市值（亿元）	1,162.20
流通市值（亿元）	471.88
总股本（万股）	21,636
流通股本（万股）	8,785
12个月最高/最低	631.00/408.80

**分析师**

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

✉ huangsy@cgws.com

**股价表现**


数据来源：同花顺

**相关报告**

&lt;&lt;业绩保持快速增长，Q3 归母净利润同比+42%&gt;&gt;2022-10-26

&lt;&lt;疫情下 Q2 仍超 20%增长，强韧性彰显龙头地位&gt;&gt;2022-08-29

&lt;&lt;Q1 业绩持续快速增长，归母净利润同比增长 64%&gt;&gt;2022-04-27

## 疫情下归母净利润同比+31.9%，发布激励计划彰显发展信心

### ——爱美客（300896）公司动态点评

**盈利预测**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1448	1939	2953	4187	5598
(+/-%)	104.1%	33.9%	52.3%	41.8%	33.7%
归母净利润（百万元）	958	1264	1868	2614	3505
(+/-%)	117.8%	31.9%	47.8%	39.9%	34.1%
摊薄 EPS（元/股）	4.43	5.84	8.63	12.08	16.20
PE	121	92	62	44	33

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

- 2022 年度业绩保持增长，归母净利润同比提升 31.9%。**公司 2022 年实现营业收入 19.39 亿元，同比+33.91%；归母净利润 12.64 亿元，同比+31.90%；扣非后净利润 11.97 亿元，同比+30.94%；基本每股收益为 5.84 元，去年同期为 4.43 元。公司进一步开拓市场，提高产品渗透率，相关产品产量、销量较上年都有较大幅度提升。分季度来看，受疫情影响，公司 2022 年 Q4 实现营业收入 4.49 亿元，同比+5.80%；归母净利润 2.71 亿元，同比+8.95%；扣非后净利润 2.32 亿元，同比-5.03%。
- 毛利率、净利率维持较高水平，费用率控制良好。**公司 2022 年度毛利率为 94.85%，同比+1.15pct，维持在高水平；费用端，公司 2022 年度费用率为 21.46%，同比+2.70pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 8.39%/6.47%/8.93%/-2.33%，分别同比-2.42pct/+2.00pct/+1.86pct/+1.25pct。管理费用增长 93.82%主要系港股上市服务费和人工费增加所致，财务费用增长主要系利息收入减少所致。同时，公司加大研发投入，研发费用同比+69.20%。2022 年，公司净利率 65.38%，同比-0.74pct，仍然保持在较高水平上。
- 凝胶类注射产品营收大幅增长，分产品/分渠道毛利率均较高。**在产品方面，溶液类注射产品/凝胶类注射产品分别实现营收 12.93 亿元/6.38 亿元，占比 66.68%/32.91%，同比+23.57%/+65.61%；毛利率分别为 94.23%/96.52%。在销售模式方面，直销/经销分别实现营收 12.49 亿元/6.90 亿元，占比 64.40%/35.60%，同比+41.35%/+22.27%；毛利率分别为 95.28%/94.06%。公司凝胶类注射产品营收大幅增长，主要系新产品濡白天使推广顺利，产品安全性与有效性逐渐得到了下游医疗机构与终端消费者的充分认可。
- 经营活动现金流量净额增长 26.64%，存货增加 33.72%。**现金流方面，公司 2022 年度经营活动产生现金流量净额 11.94 亿，同比增长 26.64%。

存货管理方面，存货增加，存货周转略微减缓，2022 上半年存货 0.47 亿元，同比上升 33.72%。存货周转天数为 147.10 天，同比上升 25.34 天。

- **拟实施 2023 年第一期限制性股票激励计划，彰显公司对未来发展的信心。** 本激励计划拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过 41.73 万股，约占公司股本总额 0.19%，其中，首次授予占 80%、预留占 20%。授予价格为 282.99 元/股，激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员共计 141 人，获授股票归属后不设置禁售期。本激励计划首次授予的限制性股票业绩考核目标为：以 2022 年营收为基数，2023-2025 年增长率不低于 45%、103%和 174%，对应年增长率分别为 45%、40%和 35%；或以 2022 年净利润为基数，2023-2025 年增长率不低于 40%、89%和 146%，对应年增长率分别为 40%、35%和 30%。
- **扩展研发布局，丰富产品储备。** 在研项目中，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处于临床试验阶段；用于改善眉间纹的注射用 A 型肉毒毒素处于 III 期临床试验阶段；用于软组织提升的第二代面部埋植线处于临床试验阶段；用于成人浅层皮肤手术前对完整皮肤的局部麻醉利多卡因丁卡因乳膏处于临床试验阶段；用于溶解透明质酸的注射用透明质酸酶处于临床前阶段。公司作为牵头单位承担的国家“十三五”重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目顺利通过科技部最终验收，综合评分获得优秀。公司的昌平研发中心已顺利投入使用，搭建了器械创新研究平台与生物技术研究平台，研究范围涵盖医疗器械、生物制剂、化妆品等方向，将加强对生物医药人才的吸引力，增强生物医药研发平台实力，提升产学研转化的效率。未来，公司将持续引进高质量的研发人才与全球尖端的研发设施、实验设备，融合前沿科技进行自主创新，推动更多具有自主知识产权的创新产品落地。公司进一步强化了未来在体重管理与减脂领域的战略布局。为提升储备产品的市场竞争力，公司重新规划了去氧胆酸注射液项目；在基因重组蛋白药物方向，公司与北京质肽生物医药科技有限公司签订了司美格鲁肽注射液项目的独家合作协议，目前该项目已经处于临床前研究阶段，该产品能够延长代谢周期，给药周期更为方便，体重管理效果更明显，能够更好地满足市场需求。此外，公司通过控股的北京原之美科技有限公司，收购了沛奇隆公司 100% 股权，布局胶原蛋白市场。
- **投资建议：** 公司为国内轻医美龙头，产品定位清晰、差异化竞争，嗨体、熊猫针、濡白天使等产品凭借领先的核心技术、安全有效等特点，品牌影响力不断增强。国内医美行业仍处于发展早期阶段，未来公司产品渗透率、渠道覆盖面仍有较大提升空间，随着核心产品嗨体及熊猫针持续放量、濡白天使快速推广、经营效率持续提升，公司有望维持高速增长趋势。预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 8.63 元、12.08 元、16.20 元，对应 PE 分别为 62X、44X、33X，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：** 新冠肺炎疫情的风险，行业政策变化风险及对策，产品研发和注册风险，市场竞争加剧的风险，产品质量风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,447.87	1,938.84	2,952.85	4,187.14	5,598.21	<b>成长性</b>					
营业成本	91.27	99.91	162.41	234.48	313.50	营业收入增长	104.13%	33.91%	52.30%	41.80%	33.70%
销售费用	156.49	162.67	271.66	393.59	515.04	营业成本增长	57.03%	9.47%	62.55%	44.38%	33.70%
管理费用	64.72	125.43	191.94	272.16	347.09	营业利润增长	124.10%	32.09%	46.20%	40.77%	34.04%
研发费用	102.31	173.11	263.65	373.86	499.85	利润总额增长	123.18%	32.67%	46.08%	40.78%	34.09%
财务费用	-51.92	-45.22	-78.15	-110.81	-148.15	归母净利润增长	117.81%	31.92%	47.83%	39.93%	34.10%
其他收益	5.02	14.89	7.21	9.04	10.38	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	18.48	33.13	22.12	24.58	26.61	毛利率	93.70%	94.85%	94.50%	94.40%	94.40%
营业利润	1,126.62	1,488.20	2,175.68	3,062.80	4,105.42	销售净利率	77.81%	76.76%	73.68%	73.15%	73.33%
营业外收支	-4.78	0.11	-1.59	-2.09	-1.19	ROE	19.03%	21.32%	26.92%	30.04%	31.08%
利润总额	1,121.84	1,488.31	2,174.10	3,060.71	4,104.23	ROIC	47.44%	111.95%	120.82%	159.38%	189.67%
所得税	164.50	220.72	313.61	448.08	600.52	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-0.47	4.03	-7.43	-1.14	-1.46	销售费用/营业收入	10.81%	8.39%	9.20%	9.40%	9.20%
归母净利润	957.80	1,263.56	1,867.92	2,613.77	3,505.17	管理费用/营业收入	4.47%	6.47%	6.50%	6.50%	6.20%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	7.07%	8.93%	8.93%	8.93%	8.93%
						财务费用/营业收入	-3.59%	-2.33%	-2.65%	-2.65%	-2.65%
流动资产	3,803.25	4,133.73	5,141.00	6,850.54	9,479.25	投资收益/营业利润	1.64%	2.23%	1.02%	0.80%	0.65%
货币资金	3,263.54	3,139.59	4,862.98	6,377.67	8,954.71	所得税/利润总额	14.66%	14.83%	14.42%	14.64%	14.63%
应收票据及应收账款合计	72.35	127.76	105.13	247.50	249.43	应收账款周转率	28.34	19.38	25.36	23.75	22.53
其他应收款	9.69	4.60	7.14	5.87	6.51	存货周转率	46.90	47.49	46.31	47.02	45.36
存货	34.94	46.72	80.81	97.31	149.52	流动资产周转率	0.35	0.49	0.64	0.70	0.69
非流动资产	1,461.58	2,124.82	2,024.27	2,162.79	2,213.90	总资产周转率	0.29	0.34	0.44	0.52	0.54
固定资产	142.86	195.02	211.56	235.65	267.40	<b>偿债能力</b>					
资产总计	5,264.83	6,258.55	7,165.26	9,013.32	11,693.15	资产负债率	4.47%	5.00%	3.53%	3.52%	3.60%
流动负债	178.59	224.17	180.24	236.58	344.57	流动比率	21.30	18.44	28.52	28.96	27.51
短期借款	-	-	-	-	-	速动比率	21.10	18.23	28.07	28.55	27.08
应付款项	32.00	104.46	33.35	106.89	206.45	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
非流动负债	56.59	88.60	72.59	80.59	76.59	EPS	4.43	5.84	8.63	12.08	16.20
长期借款	-	-	-	-	-	每股净资产	23.25	27.02	31.52	39.77	51.68
负债合计	235.18	312.77	252.84	317.17	421.17	每股经营现金流	4.36	5.52	8.72	10.65	15.95
股东权益	5,029.65	5,945.78	6,912.43	8,696.15	11,271.98	每股经营现金/EPS	0.98	0.94	1.01	0.88	0.98
股本	216.36	216.36	216.36	216.36	216.36	<b>估值</b>					
留存储备	4,816.80	5,626.96	6,603.84	8,388.70	10,966.00	PE	121.26	91.98	62.22	44.46	33.16
少数股东权益	0.18	99.65	92.22	91.09	89.63	PEG	3.05	2.28	1.00	1.12	0.82
负债和权益总计	5,264.83	6,258.55	7,165.26	9,013.32	11,693.15	PB	23.11	19.88	17.04	13.51	10.39
<b>现金流量表</b>						EV/EBITDA	102.98	81.68	52.85	37.02	26.98
						EV/SALES	77.40	60.95	37.58	26.13	19.09
经营活动现金流	942.78	1,193.94	1,886.21	2,304.52	3,450.44	EV/IC	102.07	79.54	70.20	61.42	58.72
其中营运资本减少	-147.74	-404.35	104.24	-201.10	92.89	ROIC/WACC	33.28	6.67	7.20	9.49	11.30
投资活动现金流	-647.78	-943.71	654.56	-72.58	-93.26	REP	3.07	11.93	9.76	6.47	5.20
其中资本支出	3.05	139.02	53.46	73.97	98.09						
融资活动现金流	-487.30	-374.18	-817.38	-717.26	-780.15						
净现金总变化	-192.30	-123.96	1,723.40	1,514.69	2,577.03						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>