

疫情影响下营收净利增长稳健，新品“濡白天使”表现出色

——爱美客（300896）点评报告

买入（维持）

2023 年 03 月 10 日

报告关键要素：

2023 年 3 月 9 日，公司发布 2022 年年度报告。报告显示，公司 2022 年实现营业收入 19.39 亿元 (YoY+33.91%)，实现归母净利润 12.64 亿元 (YoY+31.90%)，扣非归母净利润 11.97 亿元 (YoY+30.92%)。其中，Q4 单季实现营业收入 4.49 亿元 (YoY+5.80%)，实现归母净利润 2.71 亿元 (YoY+9.03%)，扣非归母净利润 2.32 亿元 (YoY-5.03%)。

投资要点：

2022 年公司业绩稳定增长，Q4 增速下降明显：2022 年全年营收和归母净利润均保持了+30%以上的增速，但较 2021 年+100%以上的增速大幅回落。季度拆分来看，Q4 增速下降明显，营收和归母净利润增速均为个位数，拖累全年业绩，判断主要是疫情影响所致。

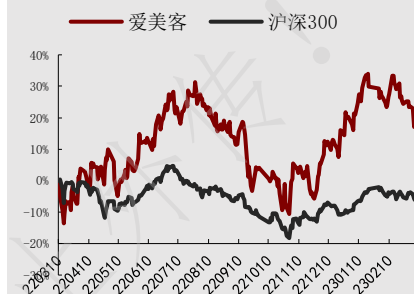
新品“濡白天使”表现出色，有望接力“嗨体”创造第二增长曲线：凭借全方位、差异化的产品布局，公司市场占有率和渗透率稳步提升。分产品来看，1) 溶液类注射产品（主要为嗨体）：实现收入 12.93 亿元，营收占比 66.68%，同比增长 23.57%。2) 凝胶类注射产品：实现收入 6.38 亿元，营收占比 32.91%，同比增长 65.61%。其中，新品“濡白天使”增长迅速，在全国范围内快速渗透，为凝胶类注射类销售带来较大增量。截至 2022 年底，“濡白天使”已进入超过 600 家医疗美容机构，授权 700 余名医生。3) 面部埋植线：实现收入 537.84 万元，营收占比 0.28%，同比增长 1.49%。4) 化妆品：受前期疫情反复，公司化妆品业务下滑严重。实现收入 257.26 万元，营收占比 0.13%，同比下降 76.82%。

加大研发投入力度，深化体重管理&肉毒素市场布局：积极推进创新产出，研发费用增幅明显。2022 年公司研发投入 1.73 亿元，同比增长 69.20%。截至 2022 年底，公司研发人员占公司总人数的 25.39%，累计注册专利 49 项，拥有多项核心技术。此外，公司进一步强化体重管理和肉毒素市场布局。在体重管理领域，公司重新规划了去氧胆酸注射液项目，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。在肉毒素领域，公司与韩国 Huons BioPharma Co., Ltd. 签订协议，约定公司为中国区唯一经销商，享有“HUTOX”肉毒素排他性的进口、经销等权利，进一步提升了公司产品线的长期竞争

基础数据

总股本（百万股）	216.36
流通A股（百万股）	87.85
收盘价（元）	549.29
总市值（亿元）	1,188.44
流通A股市值（亿元）	482.54

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

业绩保持稳定增长，新品“濡白天使”推广顺利

执美之道，以御长风

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：

李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liying1@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1938.84	3031.23	4261.89	5382.98
增长比率(%)	34	56	41	26
净利润(百万元)	1263.56	1949.94	2757.28	3519.65
增长比率(%)	32	54	41	28
每股收益(元)	5.84	9.01	12.74	16.27
市盈率(倍)	94	61	43	34
市净率(倍)	20.33	15.24	11.26	8.44

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

能力。

在研项目持续推进，技术储备丰富：公司在研产品储备丰富，涵盖皮肤填充剂、体重管理、面部埋植线等领域。产品管线有望持续增加，包括用于纠正额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（临床试验阶段）、用于改善眉间纹的注射用 A 型肉毒毒素（III 期临床试验阶段）、用于软组织提升的第二代面部埋植线（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（临床试验阶段）、用于溶解透明质酸的注射用透明质酸酶（临床前阶段）。

发布股权激励计划，充分调动核心员工积极性：公司 3 月 8 日发布了 23 年第一期限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票总量约占股本总额的 0.1929%，激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员 141 人，授予价格为 282.99 元/股。业绩考核目标为，以 2022 年为基数，2023-2025 年营业收入增长率不低于 45%/103%/174%（CAGR3=40%），或 2023-2025 年归母净利润增长率不低于 40%/89%/146%（CAGR3=35%）。本次激励计划有助于吸引和留住核心人才，充分调动员工积极性，助力公司长远发展。

盈利预测与投资建议：根据 2023 年消费整体呈现缓复苏的预期以及股权激励计划的业绩目标，我们小幅调整盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 30.31/42.62/53.83 亿元，同比增长 56%/41%/26%，归母净利润分别为 19.50/27.57/35.20 亿元，同比增长 54%/41%/28%，对应 3 月 9 日收盘价的 PE 估值分别为 61/43/34 倍。**短期**，疫情后医美消费复苏，以及“濡白天使”放量，有望推动公司业绩增速提升；**长期**，医美行业高景气度将延续，国产替代和监管趋严将有利于合规医美龙头发展，公司主打产品仍处于放量增长阶段，储备产品也将逐步推出，预计仍有可观成长空间。综合考虑公司自身实力以及行业发展趋势，维持公司“买入”投资评级。

风险因素：疫情风险、行业政策变化风险、产品研发和注册风险、市场竞争加剧风险。

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1939	3031	4262	5383
%同比增速	34%	56%	41%	26%
营业成本	100	145	185	222
毛利	1839	2886	4077	5161
%营业收入	95%	95%	96%	96%
税金及附加	10	15	20	26
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	163	333	469	592
%营业收入	8%	11%	11%	11%
管理费用	125	197	277	349
%营业收入	6%	7%	7%	6%
研发费用	173	250	344	453
%营业收入	9%	8%	8%	8%
财务费用	-45	-113	-174	-261
%营业收入	-2%	-4%	-4%	-5%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-3	0	0	0
其他收益	15	14	22	31
投资收益	33	51	66	89
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	29	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1488	2269	3228	4121
%营业收入	77%	75%	76%	77%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1488	2269	3228	4121
%营业收入	77%	75%	76%	77%
所得税费用	221	327	472	603
净利润	1268	1942	2756	3518
%营业收入	65%	64%	65%	65%
归属于母公司的净利润	1264	1950	2757	3520
%同比增速	32%	54%	41%	28%
少数股东损益	4	-8	-1	-1
EPS（元/股）	5.84	9.01	12.74	16.27

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	5.84	9.01	12.74	16.27
BVPS	27.02	36.03	48.78	65.04
PE	94.06	60.95	43.10	33.77
PEG	2.95	1.12	1.04	1.22
PB	20.33	15.24	11.26	8.44
EV/EBITDA	84.78	52.68	36.22	28.07
ROE	22%	25%	26%	25%
ROIC	20%	23%	24%	22%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3140	4649	7156	10443
交易性金融资产	704	1054	1174	1328
应收票据及应收账款	128	176	264	323
存货	47	62	83	97
预付款项	21	27	36	42
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	95	104	105	112
流动资产合计	4134	6071	8818	12344
长期股权投资	935	960	993	1022
固定资产	195	193	179	146
在建工程	5	8	11	14
无形资产	117	170	249	315
商誉	245	245	245	245
递延所得税资产	8	8	8	8
其他非流动资产	620	635	637	646
资产总计	6259	8290	11141	14740
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19	21	31	35
预收账款	0	0	0	0
合同负债	15	21	27	32
应付职工薪酬	76	121	147	181
应交税费	18	59	61	91
其他流动负债	97	92	142	151
流动负债合计	224	313	408	489
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	36	36	36	36
其他非流动负债	53	53	53	53
负债合计	313	402	497	578
归属于母公司的所有者权益	5846	7796	10553	14073
少数股东权益	100	92	91	89
股东权益	5946	7888	10644	14162
负债及股东权益	6259	8290	11141	14740

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	1194	1984	2787	3553
投资	-813	-375	-153	-183
资本性支出	-156	-147	-190	-168
其他	25	51	66	89
投资活动现金流净额	-944	-471	-277	-263
债权融资	0	0	0	0
股权融资	95	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-454	-3	-3	-3
其他	-15	0	0	0
筹资活动现金流净额	-374	-3	-3	-3
现金净流量	-124	1509	2507	3287

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场