增持 ——首次

日期：2021 年 02 月 10 日
行业：医药生物

嗨体表现亮眼 差异化产品布局储备增长动能

分析师： 魏赟
Tel： 021-53686159
E-mail： weiyun@shzq.com
执业证书编号：S0870513090001

基本数据（2020Q3）

报告日股价（元）	907.0
12mth A 股价格区间（元）	330.24-929.0
总股本（百万股）	120.20
无限售 A 股/总股本	22%
流通市值（亿元）	235.88
每股净资产（元）	36.48
PBR（X）	24.87
DPS（Y2019，元）	无

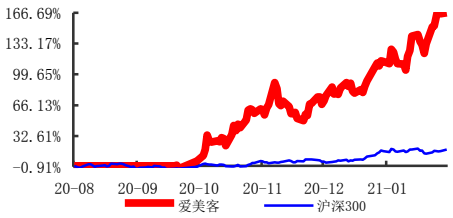
主要股东（2020Q3）

简军	30.96%
宁波知行军投资管理合伙企业(有限合伙)	6.41%
GANNETTPEAKLIMITED	5.99%

收入结构（Y2020）

溶液类注射产品	63.07%
凝胶类注射产品	35.55%
埋植线	0.26%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：WY21-CT02
首次报告日期：2021 年 02 月 09 日

相关报告：

■ 公司动态事项

公司发布2020年年度报告，拟每10股派息35元，转增8股。我们对此进行点评。

■ 事项点评

嗨体实现高速增长 凝胶类有所下滑

2020年公司实现营收7.09亿元，同比增长27.18%；实现归母净利润4.40亿元，同比增长43.93%；扣非归母净利润4.24亿元，同比增长42.95%；经营性现金流4.26亿元，同比增长37.44%。现金利润比仍保持在1以上，流动性强。

从季度收入来看， Q4单季度营收2.45亿元，同比增长51.03%，实现归母净利润1.49亿元，同比增长75.24%。受疫情影响公司前半年业绩承压，但随着下半年需求释放，公司业绩快速恢复带动全年业绩增长。

从产品收入来看，公司主要三大类产品的营收占比分别为溶液类注射产品（63.07%）、凝胶类注射产品（35.56%）、面部埋植线（0.26%）以及化妆品类（1.11%）。其中以嗨体为核心的溶液类注射剂，2020年实现营收4.47亿元，较去年同期增长82.85%。嗨体在细分市场具有先发优势和独占性，经过前期的市场培育，其安全性和有效性得到了下游医疗机构以及终端消费者的充分认可，品牌影响力持续增强，市场渗透率稳步提升，是2020年公司业绩增长的主要驱动力，我们认为未来仍将保持高速增长的态势。

凝胶类产品包括爱芙莱/爱美飞、宝尼达、逸美一加一等，其同期实现营收2.52亿元，销售同比下滑19.21%，其中上半年销售额为9512.21万元，同比下滑35.51%，受疫情影响较大。下半年实现营业收入15706.23万元，同比下滑4.62%，基本恢复。紧恋是国内首款面部埋植线产品，2019年上市，目前处于前期推广阶段，全年营收仅为 184.2万元，考虑到该产品的市场唯一性，我们认为有望成为新的爆款产品。

毛利率稳定，费用率降低，现金流动性强

2020年公司整体毛利率为92.17%，溶液类与凝胶类产品毛利率分别为92.85%、92.27%，均比上年微降，受产品销售结构的变化，带动综合毛利率微降。期间费用率为27.2%，其中销售费用率为10.37%，下降3.5个百分点，疫情影响线下活动的开展，使得相关差旅、招待、会议费用大幅减少。管理费用率6.13%，下降2.5个百分点。公司持续加大研发投入，研发费用率8.71%，同比增长27.26%。经营净现金流

20年同比增加37.44%至4.26亿元，现金净利润比大于1，公司资金流动性强，净收益质量高。

公司扩充销售团队，扩展营销网络，目前拥有160名销售和市场人员，覆盖全国31个省市地区，约5000家医美机构。预计2021年通过线上、线下等多种形式进行营销，有望进一步提升人效。公司建立“全轩学院”医生交流平台，培训医生使用公司的产品，通过培训提升粘性。

产品差异化布局为后续增长储备动能

在透明质酸钠产品领域之外，公司已于2019年取得聚对二氧环己酮面部埋植线的III类医疗器械注册证书，为首款取得国家药监局批准的面部埋植线产品，且已成功实现产业化，与公司已有的玻尿酸注射产品形成互补与配合。此外，用于皮肤填充的含聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶进入注册申报阶段，用于去除动态皱纹的A型肉毒毒素正处于临床阶段，用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液处于临床阶段。公司已经形成包含差异化透明质酸钠注射剂、含微球类注射剂、A型肉毒毒素、埋植线、体重管理类产品的组合化布局，各产品功能定位均有差异，但同时具备较强的协同性，为后续持续增长储备动能。

公司通过投资与合作，进一步丰富产品线：1）与韩国DongBang Medical co.,Ltd(株式会社东方医疗)合资成立东方美客，进行埋植线产品的研发和生产，公司持股51%，将进一步提升埋植线产品方向的长期领先和竞争能力。2）投资取得杭州先为达生物科技2%股份，后者围绕GLP-1靶点研究开发并拥有自主知识产权的长效注射产品及口服产品，有望未来在GLP-1的市场竞争中获得优势。拟收购子公司北京诺博特49%剩余股权与融知生物剩余49%剩余股权，有助于公司在生物药肥胖症治疗方向的业务布局和长期竞争能力。3）以技术转让方式引进山东诚创蓝海医药科技局部外用麻醉乳膏，进一步提高公司医美产品的附加值。4）与宁波仰华（有限合伙)共同投资设立博睿爱美投资合伙企业(有限合伙)，投资布局产业链。

■ 风险提示

产品开发进度及新产品推广不及预期；市场竞争加剧风险；产品质量风险；疫情持续影响的风险。

■ 投资建议

未来六个月内，给予“增持”评级

预计公司21、22年EPS至5.79、9.40元，以2月8日收盘价907元计算，动态PE分别为157倍和96倍。我们认为，公司聚焦医美产品，通过研发、投资与合作，加大产品线布局，形成差异化产品组合，

聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶上市后，将与埋植线共同驱动业绩持续增长，巩固玻尿酸制剂龙头地位。我们看好行业和公司未来的发展，给予“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	709.29	1,107.78	1,704.16	2,486.76
年增长率	27.18%	56.18%	53.84%	45.92%
归属于母公司的净利润	439.75	696.39	1,129.94	1,682.43
年增长率	43.93%	58.36%	62.26%	48.90%
每股收益（元）	3.66	5.79	9.40	14.00
PER（X）	247.92	156.55	96.48	64.80

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,456	3,760	4,448	5,567
存货	27	51	70	103
应收账款及票据	33	22	54	43
其他	860	865	869	876
流动资产合计	4,376	4,698	5,440	6,589
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	143	132	121	111
在建工程	0	0	0	0
无形资产	10	10	9	9
其他	70	41	45	51
非流动资产合计	257	217	210	205
资产总计	4,633	4,914	5,650	6,794
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	17	42	46	80
其他	72	58	60	82
流动负债合计	89	100	106	162
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	12	13	13	13
非流动负债合计	12	13	13	13
负债合计	101	113	119	175
少数股东权益	(3)	(9)	(14)	(19)
股东权益合计	4,531	4,801	5,531	6,619
负债和股东权益总计	4,633	4,914	5,650	6,794

现金流量表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	440	696	1,130	1,682
折旧和摊销	11	11	11	11
营运资本变动	(14)	23	(53)	20
经营活动现金流	426	689	1,043	1,662
资本支出	0	0	0	0
投资收益	15	10	10	10
投资活动现金流	(916)	10	10	10
股权融资	30	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	421	0	0
融资活动现金流	3,441	(394)	31	41
净现金流	2,950	304	1,084	1,713

利润表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	709	1,108	1,704	2,487
营业成本	56	84	127	183
营业税金及附加	4	4	4	4
营业费用	74	100	119	149
管理费用	44	55	68	75
财务费用	(14)	(26)	(30)	(36)
资产减值损失	(0)	0	(0)	(0)
投资收益	15	10	10	10
公允价值变动损益	2	0	0	0
营业利润	503	812	1,323	1,973
营业外收支净额	(0)	0	0	0
利润总额	503	812	1,323	1,973
所得税	69	122	199	296
净利润	433	690	1,125	1,677
少数股东损益	(6)	(6)	(5)	(5)
归属母公司股东净利润	440	696	1,130	1,682

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入增长率	27.18%	56.18%	53.84%	45.92%
EBITDA 增长率	38.41%	58.07%	58.85%	49.07%
EBIT 增长率	39.15%	59.19%	59.60%	49.46%
净利润增长率	43.93%	58.36%	62.26%	48.90%
毛利率	92.17%	92.38%	92.54%	92.64%
EBITDA/总收入	79.00%	79.96%	82.56%	84.34%
EBIT/总收入	77.45%	78.94%	81.90%	83.89%
净利润率	62.00%	62.86%	66.30%	67.66%
资产负债率	2.19%	2.30%	2.11%	2.58%
流动比率	49.05	47.04	51.20	40.64
速动比率	48.75	46.53	50.54	40.00
总资产回报率（ROA）	9.36%	14.05%	19.91%	24.69%
净资产收益率（ROE）	9.70%	14.48%	20.38%	25.35%
EV/营业收入	0.0	104.8	94.2	60.8
EV/EBITDA	132.7	117.8	73.7	48.9
PE	247.9	156.6	96.5	64.8
PB	24.0	22.7	19.7	16.4

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

魏赟

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。