证券研究报告

公司研究

事项点评

爱美客(300896.SZ)

投资评级 买入

上次评级 增持

汲肖飞 纺服轻工行业分析师
执业编号：S1500520080003
邮 箱： jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
联系电话：+86 18516582264
邮 箱： liyuanyuan1@cindasc.com

相关研究

《爱美客(300896.SZ)：医美行业龙头标杆，乘行业东风腾飞2020.10》

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

嗨体持续高景气度，费率优化提升盈利能力

2021 年 2 月 8 日

事件： 2020 年公司实现收入 7.09 亿元，同增 27.2%，实现归母净利 4.40 亿元，同增 43.9%，实现扣非归母净利 4.24 亿元，同增 43.0%，实现基本 EPS 为 4.51 元；其中 20Q4 收入 2.4 亿元，同增 51%，归母净利 1.5 亿元，同增 75%；每 10 股派息 35 元，转增 8 股。公司收入基本符合预期，业绩超预期。

点评：

- **以嗨体为核心的溶液类注射产品下半年翻倍增长，表现亮眼。**分业务来看：1）以嗨体为核心的溶液类注射剂收入 4.5 亿元，同比增长 83%，其中 20H2 增速约+100%，预计多部位推广效果良好；2）凝胶类注射产品（爱芙莱/爱美飞/宝尼达/逸美一加一）收入 2.5 亿元，受疫情影响同比下滑 19%，其中 20H2 增速约-4%，相比于上半年显著回暖；3）其他业务方面，埋线产品收入 184 万，同增 2068%，化妆品产品收入 789 万，同增 890%，表现高景气度。分量价看，整体收入以销量驱动，20 年销售 188 万单位（支/包），同增 29.2%，均价基本持稳。

- **结构变化带动毛利率微降，费用率优化驱动净利率提升 7.7pct。**毛利率方面，公司溶液类与凝胶类毛利率分别下降 0.16pct 和 0.22pct，主要在于产品结构变化带来成本价上升，整体毛利率基本稳定；期间费用率方面，规模效应下销售管理费率持续优化，分别下降 3.5pct/2.5pct，研发费率持平为 8.7%，上市融资财务费率下降 1.7pct；此外，交易性金融资产持有期间投资收益净增 817 万，综合净利率提升 7.7pct 至 61.1%。

- **夯实研发加强埋线、GLP-1、溶脂等项目推进，聚左旋乳酸微球项目正在注册中，产品储备丰富。**研发方面：1）公司 20 年专利申请 4 篇，获得授权 4 篇，研发人员数量占比 23%，研发投入保持高位；2）注射用 A 型肉毒毒素与利拉鲁肽注射液获得临床试验许可，聚左旋乳酸微球项目正在注册中，进展符合预期；3）与韩国 DongBang Medical co.,Ltd 成立合资公司，引进韩国技术，进行埋植产品研发生产；4）投资杭州先为达 2%股权，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，加强公司未来在 GLP-1 市场优势，推进溶脂针等项目推动。

- **扩容销售队伍，全轩学院持续投入提升品牌粘性。**销售方面：1）公司 20 年拥有 160 人销售团队，净增 45 人，覆盖 5000 家机构，销售团队不断扩容；2）公司 2020 年全轩学院提供课程超过 3000 课时，注册认证医生超过 6000 名，有望提升公司产品粘性。

- **盈利预测与投资评级：**嗨体表现超预期，预计新适用症推广良好，同时新品储备丰富，我们上调公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 12.1 亿元（含童颜针 0.6 亿）/18.2 亿元（含童颜针 1.2 亿）/26.4

亿元（含童颜针 2.1 亿），归母净利润分别为 7.4 亿元/11.0 亿元/15.9 亿元，EPS 为 6.1 元（原预测 5.0 元）、9.2 元（原预测 7.2 元）、13.3 元，目前股价（2021 年 2 月 8 日）对应 PE 为 148 倍、99 倍、68 倍，考虑到公司嗨体产品高速成长，且未来产品储备丰富，上调“买入”评级。

- **风险因素：**嗨体销售不达预期；行业需求恶化等

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	558	709	1,208	1,820	2,641
增长率 YoY %	73.7%	27.2%	70.3%	50.7%	45.1%
归属母公司净利润(百万元)	306	440	737	1,101	1,594
增长率 YoY%	148.7%	43.9%	67.7%	49.3%	44.8%
毛利率%	92.6%	92.2%	91.8%	91.8%	91.8%
净资产收益率ROE%	46.4%	9.7%	14.0%	17.3%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	2.54	3.66	6.14	9.16	13.26
市盈率 P/E(倍)	0.00	179.04	147.83	98.98	68.38
市净率 P/B(倍)	0.00	17.37	20.68	17.11	13.68

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 2 月 8 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**565**	**4,376**	**5,137**	**6,276**	**7,937**
货币资金	506	3,456	4,169	5,251	6,833
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	15	30	50	75	109
预付账款	5	6	11	17	24
存货	23	27	48	72	104
其他	16	857	859	862	866
非流动资产	**179**	**257**	**297**	**337**	**377**
长期股权投	0	34	34	34	34
固定资产(合	151	143	173	203	233
无形资产	11	10	20	30	40
其他	18	70	70	70	70
资产总计	**744**	**4,633**	**5,434**	**6,613**	**8,314**
流动负债	**67**	**89**	**157**	**234**	**341**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	7	5	8	12	18
其他	60	85	149	222	323
非流动负债	**14**	**12**	**12**	**12**	**12**
长期借款	0	0	0	0	0
其他	14	12	12	12	12
负债合计	**81**	**101**	**169**	**247**	**353**
少数股东权益	4	-3	-6	-6	-6
归属母公司	659	4,534	5,271	6,373	7,967
负债和股东权益	**744**	**4,633**	**5,434**	**6,613**	**8,314**

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
营业总收入	558	709	1,208	1,820	2,641
同比(%)	73.7%	27.2%	70.3%	50.7%	45.1%
归属母公司净利润	306	440	737	1,101	1,594
同比(%)	148.7	43.9%	67.7%	49.3%	44.8%
毛利率(%)	92.6%	92.2%	91.8%	91.8%	91.8%
ROE%	46.4%	9.7%	14.0%	17.3%	20.0%
EPS (摊薄)(元)	2.54	3.66	6.14	9.16	13.26
P/E	0.00	179.04	147.83	98.98	68.38
P/B	0.00	17.37	20.68	17.11	13.68
EV/EBITDA	-1.45	156.07	127.12	84.43	57.76

利润表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**558**	**709**	**1,208**	**1,820**	**2,641**
营业成本	41	56	100	149	217
营业税金及	4	4	6	9	14
销售费用	77	74	127	191	277
管理费用	48	44	74	112	162
研发费用	49	62	106	160	232
财务费用	-2	-14	-61	-75	-97
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	7	15	14	22	32
其他	2	2	-17	-16	-14
营业利润	**350**	**503**	**853**	**1,281**	**1,854**
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	**351**	**503**	**853**	**1,281**	**1,854**
所得税	53	69	119	179	260
净利润	**298**	**433**	**734**	**1,101**	**1,594**
少数股东损	-8	-6	-4	0	0
归属母公司	**306**	**440**	**737**	**1,101**	**1,594**
EBITDA	349	482	825	1,229	1,769
EPS (当	2.54	3.66	6.14	9.16	13.26

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**310**	**426**	**768**	**1,130**	**1,621**
净利润	298	433	734	1,101	1,594
折旧摊销	10	11	30	30	30
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-7	-15	-14	-22	-32
营运资金变	7	-4	19	20	28
其它	2	0	0	0	0
投资活动现	**-26**	**-916**	**-56**	**-48**	**-38**
资本支出	-33	-32	-70	-70	-70
长期投资	0	-899	0	0	0
其他	7	15	14	22	32
筹资活动现	**-44**	**3,441**	**0**	**0**	**0**
吸收投资	7	3,473	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或	-45	0	0	0	0
现金流净增加额	**240**	**2,950**	**713**	**1,082**	**1,583**

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 16/17/18/19 年新财富纺织服装行业最佳分 析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20%以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。