爱美客（300896）

“嗨体”高增带动业绩高增，现金流强势+高比例分红

2021 年 02 月 08 日

买入（维持）

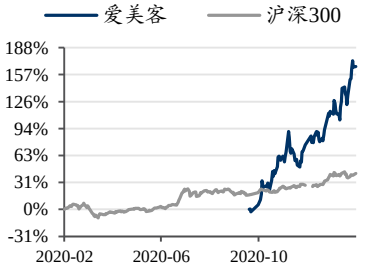
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	709	1,080	1,573	2,233
同比（%）	27.2%	52.2%	45.7%	41.9%
归母净利润（百万元）	440	692	981	1,380
同比（%）	43.9%	54.7%	42.9%	40.8%
每股收益（元/股）	3.66	5.76	8.16	11.48
P/E（倍）	247.92	157.51	111.17	79.00

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn
证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

投资要点

- **事件：**公司发布业绩报告，2020 年实现营业收入 7.09 亿元（+27.18%），实现归母净利润 4.40 亿元（+43.93%），实现扣非归母净利润 4.24 亿元（+42.95%），非经常性损益主要来源于政府补助、投资收益等。2020 年 Q4 季度，实现营业收入 2.45 亿元（+51.03%），实现归母净利润 1.49 亿元（+75.24%），实现扣非归母净利润 1.44 亿元。
- **业绩略超预期，“嗨体”维持强劲增长。**2020 年公司受到疫情影响，一季度整体业绩承压，二季度以来快速恢复，下半年强劲增长带动全年业绩增长。**分季度看**，Q1-Q4 单季度公司收入分别同比变化-20.98%、+16.26%、+43.18%、+51.03%，归母净利润分别同比变化-17.46%、+36.49%、+55.98%、+75.25%，业绩逐季加快增长。**分产品看**，公司披露口径为溶液类注射产品、凝胶类注射产品、面部埋置线、化妆品，收入占比分别为 63.07%、35.56%、0.26%、1.11%。其中，溶液类销售收入 4.47 亿元（+82.85%），产品包括“嗨体”和“逸美”，因“逸美”占比很小（2019 年占总收入比为 0.37%），可近似认为溶液类体现“嗨体”收入情况，主要受益于颈纹治疗继续渗透及同系列产品“熊猫针”上市放量实现高增长。凝胶类销售收入 2.52 亿元（-19.21%），主要包括“爱芙莱/爱美飞”、“宝尼达”等，主要受疫情影响较大，销售有所下滑。
- **规模效应下净利率水平显著提升，利息收入与投资收益增厚业绩。**2020 年公司利润增速显著高于收入增速，主要由于规模效应下费用率下降和净利率提升、利息收入增加、投资收益增加等。**费用率方面**，由于规模效应优势、疫情导致部分营销活动减少等，销售与管理费用率明显下降，2020 年销售费用率为 10.37%(-3.47pct)，管理费用率为 6.13%(-2.49pct)；财务费用为-1433 万元，主要由于公司于 2020 年 9 月上市募集资金 34.35 亿元后，现金增加带来利息收入增加，因此预计 2021 年利息收入将进一步增长。此外，2020 年公司通过购买银行结构性存款带来投资收益 1473 万元。**利润率方面**，2020 年公司销售毛利率为 92.17%（-0.46pct），销售净利率为 61.10%（+7.67pct），净利率水平明显提升。
- **高额现金流与高比例现金分红彰显强大造血能力，在研重磅产品展现增长潜力。**2020 年，公司实现经营性现金流净额 4.26 亿元（+37.44%）。公司利润分配预案为：以总股本为基数，每 10 股派发现金红利 35 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股。因此总计现金分红 4.207 亿元，占归母净利润比例高达 95.67%，彰显公司良好的财务状况与持续稳健的盈利能力。在研产品方面，含聚左乳酸微球的透明质酸钠凝胶(俗称童颜针)进入注册审批阶段，注射用 A 型肉毒毒素、利拉鲁肽注射液正处临床试验阶段，潜在重磅产品有望再培育新增长点。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 10.80/15.73/22.33 亿元，归母净利润分别为 6.92/9.81/13.80 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 158/111/79 倍。考虑到“嗨体”持续高速增长，其他产品在疫情影响后恢复增长，以及利息收入与投资收益增厚业绩，上调盈利预测，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度或不及预期的风险；市场推广不及预期的风险；整形医疗事故风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	907.00
一年最低/最高价	311.00/976.88
市净率(倍)	24.87
流通 A 股市值(百万元)	23587.80

基础数据

每股净资产(元)	36.48
资产负债率(%)	2.64
总股本(百万股)	120.20
流通 A 股(百万股)	26.01

相关研究

1、《爱美客（300896）：利拉鲁肽临床试验获批，减肥减重产品取得积极进展》2020-11-16

2、《爱美客（300896）：Q3 业绩超预期，净利率水平再提升》2020-10-27

3、《爱美客（300896）：“颜值”经济时代红利，医美龙头未来可期》2020-10-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 下半年业绩强劲增长，“嗨体”高增带动全年业绩高增 3
1.1. 疫情防控下销售快速恢复，嗨体高增带动业绩高增长。 3
1.2. “嗨体”品牌价值凸显，驱动公司业绩高增长。 4
1.3. 募集资金带来现金增加，利息收入大幅增长 5
1.4. 高比例现金分红，彰显公司持续稳健盈利能力 5
2. 研发投入确保产品线拓展，在研重磅品种前景可期。 6
3. 盈利预测与投资评级 7
4. 风险提示 7

图表目录

图 1：公司营业收入与归母净利润（分季度） 3
图 2：公司营业收入与归母净利润（分半年度） 3
图 3：2014-2020H1 公司收入构成情况 4
图 4：公司利息收入情况 5

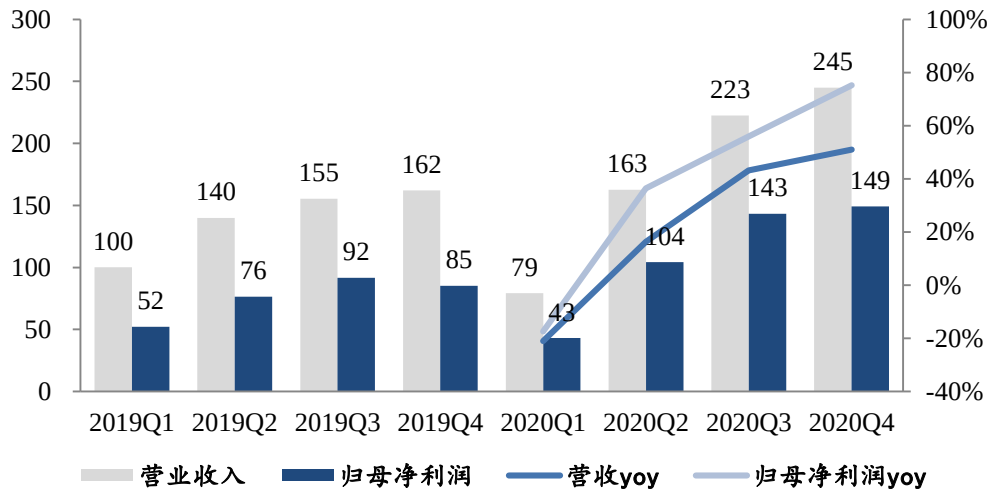
表 1：公司 2020 年营业收入与归母净利润（分季度） 3
表 2：2020 年公司收入构成情况 5
表 3：公司研发投入情况 6
表 4：公司主要在研产品情况 6

1. 下半年业绩强劲增长，“嗨体”高增带动全年业绩高增

1.1. 疫情防控下销售快速恢复，嗨体高增带动业绩高增长。

2020 年，一季度公司业绩受到疫情不良影响较大，但公司也在疫情封锁期间及时调整和推进客户激活方案，迅速帮助下游机构突破线下场景限制，寻找业绩突破。随着疫情的控制和消费的复苏，二季度以来公司经营加速恢复，下半年的强劲增长带动全年业绩增长。公司不仅在疫情冲击下体现增长韧性，更进一步巩固了在行业内的竞争优势和市场地位。

图 1：公司营业收入与归母净利润（分季度）



数据来源：wind，东吴证券研究所

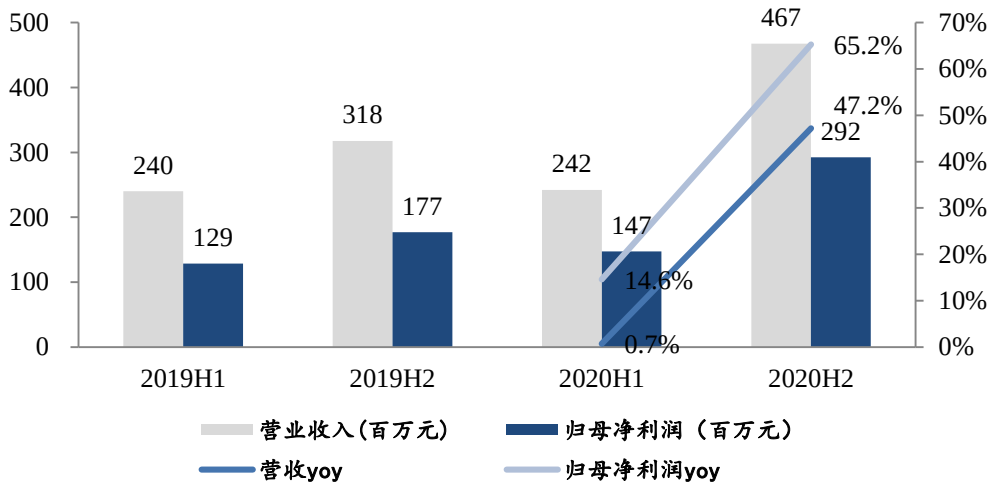
分季度来看，公司收入与净利润增长逐渐加速，下半年恢复强劲增长。预计随着疫情得到有效防控，公司业绩将有望保持快速增长。

表 1：公司 2020 年营业收入与归母净利润（分季度）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入(百万元)	79.19	162.71	222.54	244.85
营收 yoy	-20.98%	16.26%	43.18%	51.03%
归母净利润（百万元）	43.07	104.23	143.14	149.31
归母净利润 yoy	-17.46%	36.49%	55.97%	75.24%
扣非归母净利润	40.26	100.71	139.33	143.92
扣非归母净利润 yoy	-21.47%	34.29%	——	——

数据来源：公司招股说明书、公司年报，东吴证券研究所

图 2：公司营业收入与归母净利润（分半年度）



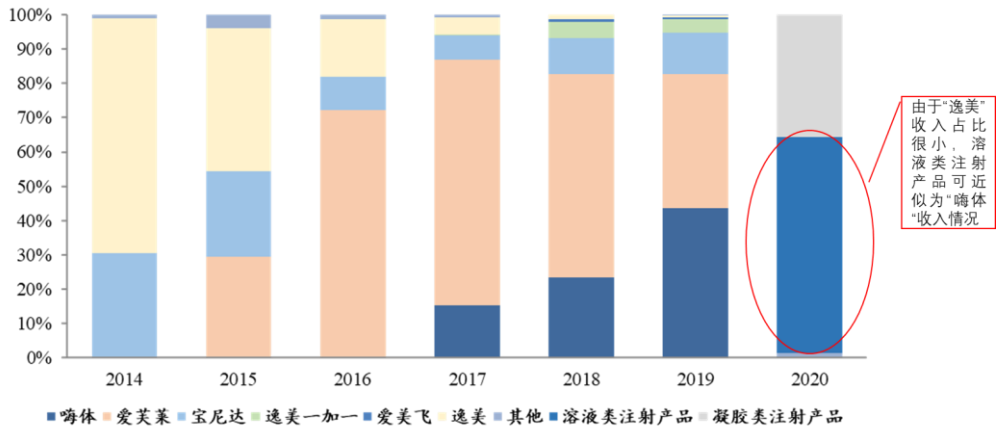
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. “嗨体”品牌价值凸显，驱动公司业绩高增长。

“嗨体”是国内首款且唯一一款适应症用于颈纹修复的注射用透明质酸钠产品，差异化竞争优势使其具备强劲的市场竞争力。此外，“嗨体”同系列“熊猫针”为 2020 年 6 月发布，定位高端眼周抗衰明星产品。同系列产品将应用范围扩大，将进一步加强“嗨体”的品牌价值，提升销量水平。

2019 年“嗨体”的收入占比分别为 43.50%。2020 年，根据公司披露口径，溶液类注射产品收入占比 63.07%，其中包括产品“嗨体”与“逸美”，由于“逸美”收入占比非常小，因此我们估计溶液类注射产品收入情况可近似为“嗨体”收入情况，其收入占比提升至 63%以上，同比增速达 82%以上，驱动公司全年业绩高增长。

图 3：2014-2020H1 公司收入构成情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所　注：2019 年“嗨体”和“逸美”的收入占比分别为 43.50%、0.37%。

表 2：2020 年公司收入构成情况

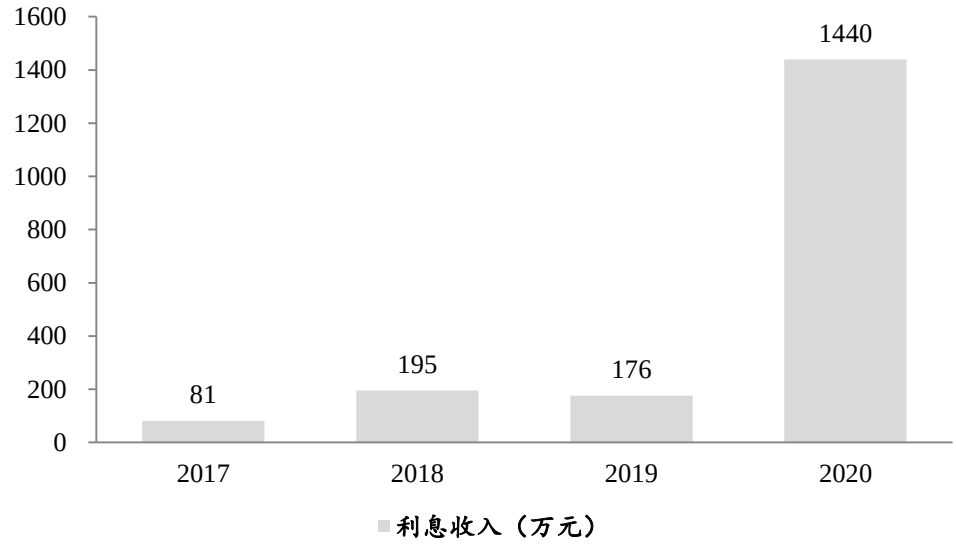
分类	销售金额(百万元)	占 2020 年收入比重	同比增长	产品及 2019 年收入占比
溶液类注射产品	447.38	63.07%	82.85%	嗨体(43.50%)、逸美(0.37%)
凝胶类注射产品	252.19	35.56%	-19.21%	爱芙莱(39.27%)、爱美飞(0.78%)、宝尼达(12.10%))、逸美一加一(3.73%)
面部埋植线	1.84	0.26%	2068.44%	紧恋(0.02%)
化妆品	7.89	1.11%	890.47%	面膜、颈膜等(0.14%)

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 募集资金带来现金增加，利息收入大幅增长

2020 年，公司产生财务费用-1433.47 万元，其中利息收入为 1439.77 万元。本年度财务费用发生同比大幅下降 740.05%，主要由于公司于 2020 年 9 月 IPO 上市募集资金 34.35 亿元到账，现金增加后带来银行存款的利息收入增加。考虑到募集资金的现金到账时间近 2020 年第四季度，预计 2021 年公司利息收入将进一步增加。

图 4：公司利息收入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.4. 高比例现金分红，彰显公司持续稳健盈利能力

公司 2020 年利润分配预案为：以股本 120.20 百万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 35 元（含税），送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股。因此合计派发现金股利 4.207 亿元，占 2020 年公司归母净利润比例为 95.67%；转增股本完成后，公司总股本增加至 216.36 百万股。

高比例现金分红彰显了公司持续、稳健的盈利能力和良好的财务状况，以及对未来

发展的良好预期，同时体现了公司积极合理回报投资者，分享企业价值的实际行动。

2. 研发投入确保产品线拓展，在研重磅品种前景可期。

公司保持高比例研发投入和产品开发速度，在生物医用材料和生物医药研发方向不断开拓。2020 年公司投入研发费用 6180 万元，占营业收入比例为 8.71%。

表 3：公司研发投入情况

	2020 年	2019 年	2018 年
研发人员数量（人）	91	72	62
研发人员数量占比	23.45%	22.86%	21.45%
研发投入金额（万元）	6180.40	4856.37	3367.78
研发投入占营业收入比例	8.71%	8.71%	10.49%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

目前，公司在研产品“含聚左乳酸微球的长效透明质酸钠凝胶”（俗称童颜针）已进入注册申报阶段，合作研发的“注射用 A 型肉毒毒素”已获批临床试验，用于慢性体重管理的“利拉鲁肽注射液”已获得临床试验许可。公司通过持续的研发投入加速医美方向产品的研发工作，未来有望再推重磅品种，培育新增长点。

表 4：公司主要在研产品情况

产品名称	注册分类	临床用途	注册所处阶段	进展情况
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶（童颜针）	医疗器械Ⅲ类	适用于真皮深层至皮下深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹	注册申报阶段	注册中
注射用 A 型肉毒毒素	治疗用生物制品 15 类	中度至重度皱眉纹	临床阶段	获得临床试验许可
利拉鲁肽注射液	治疗用生物制品 3.3 类	慢性体重管理。适用于初始体重指数（BMI）为 30kg/m2 及以上（肥胖）或 BMI 为 27kg/m2 及以上（超重）并伴有至少一种与体重相关的并发症如高血压、Ⅱ型糖尿病或高脂血症的成人患者	临床阶段	获得临床试验许可

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

同时，公司通过加强对外投资和战略布局，2020 年，公司与韩国 DongBang MedicalCo.,Ltd 成立合资公司东方美客（北京）科技发展有限公司，从事埋植线与缝合器械的研发和生产工作，已完成面部埋置线第二代产品的实验室阶段开发。公司通过投资取得杭州先为达生物科技有限公司 2%股份，该公司围绕 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，未来有望在肥胖症治疗的市场竞争中获得优

势。此外，公司与山东诚创医药技术开发有限公司合作研发利多卡因丁卡因乳膏用于术前的局部麻醉，以提高患者临床体验感，进一步丰富医美产品线布局。

3. 盈利预测与投资评级

我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 10.80/15.73/22.33 亿元，归母净利润分别为 6.92/9.81/13.80 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 158/111/79 倍。考虑到“嗨体”持续高速增长，其他产品在疫情影响后恢复增长，以及利息收入与投资收益增厚业绩，上调盈利预测，维持“买入”评级。

4. 风险提示

1） 研发进度不及预期的风险。在研产品肉毒杆菌、重组蛋白药物已进入临床试验阶段，但可能存在产品研发失败或研发进度不及预期的风险;

2） 市场推广不及预期的风险。医美产品市场竞争日趋激烈，未来新产品上市可能面临更多阻碍，存在新品推广不及预期的风险。

3） 医疗美容整形意外事故的风险。由于医美整形机构良莠不齐，医美整形事故可能引发行业整顿，并打击消费者信心，从而导致行业增速下降

爱美客三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**4,376**	**4,951**	**5,717**	**6,886**
现金	3,456	4,013	4,724	5,849
应收账款	30	22	57	61
存货	27	48	61	92
其他流动资产	863	869	875	885
非流动资产	**257**	**384**	**560**	**761**
长期股权投资	34	67	101	134
固定资产	143	236	376	543
在建工程	0	0	0	0
无形资产	10	10	10	10
其他非流动资产	70	71	72	74
资产总计	**4,633**	**5,336**	**6,276**	**7,647**
流动负债	**89**	**122**	**120**	**162**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	5	13	13	24
其他流动负债	85	109	107	138
非流动负债	**12**	**12**	**12**	**12**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
负债合计	**101**	**134**	**132**	**174**
少数股东权益	-3	-24	-48	-80
归属母公司股东权益	4,534	5,226	6,192	7,553
负债和股东权益	**4,633**	**5,336**	**6,276**	**7,647**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	426	631	858	1,317
投资活动现金流	-916	-126	-183	-221
筹资活动现金流	3,441	53	36	28
现金净增加额	2,950	557	711	1,125
折旧和摊销	11	14	23	35
资本开支	32	94	142	168
营运资本变动	-4	15	-56	-3

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**709.29**	**1,079.78**	**1,573.05**	**2,232.55**
减:营业成本	56	82	120	169
营业税金及附加	3.66	6.21	8.57	12.50
营业费用	73.56	124.17	173.04	234.42
管理费用	105	161	230	319
财务费用	-14.33	-52.65	-50.83	-46.96
资产减值损失	-0	-1	-1	-1
加:投资净收益	15	15	15	15
其他收益	2	2	2	2
营业利润	**503**	**777**	**1,110**	**1,563**
加:营业外净收支	-0.09	0.14	0.21	0.09
利润总额	**502.66**	**777.40**	**1,110.52**	**1,563.30**
减:所得税费用	69	107	153	215
少数股东损益	-6	-22	-23	-32
归属母公司净利润	**440**	**692**	**981**	**1,380**
EBIT	399	665	979	1,405
EBITDA	410	679	1,002	1,439

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	3.66	5.76	8.16	11.48
每股净资产(元)	37.72	43.48	51.51	62.84
发行在外股份(百万股)	120	120	120	120
ROIC(%)	225.4%	225.9%	177.7%	178.6%
ROE(%)	9.6%	12.9%	15.6%	18.0%
毛利率(%)	92.2%	92.4%	92.3%	92.4%
销售净利率(%)	62.0%	64.1%	62.3%	61.8%
资产负债率(%)	2.2%	2.5%	2.1%	2.3%
收入增长率(%)	27.2%	52.2%	45.7%	41.9%
净利润增长率(%)	45.4%	54.7%	42.9%	40.8%
P/E	247.92	157.51	111.17	79.00
P/B	24.05	20.86	17.61	14.43
EV/EBITDA	255.41	153.36	103.20	71.04

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn