医药健康研究中心

爱美客 (300896.SZ) 增持（维持评级）

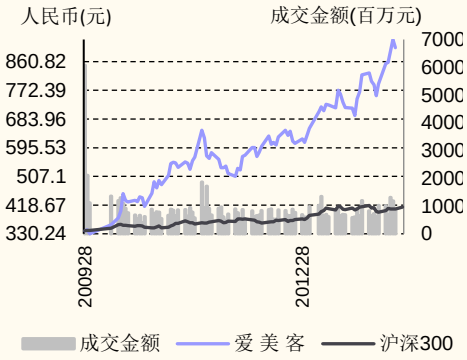
公司点评

市场价格（人民币）： 904.00 元

嗨体放量超预期，自研+投资丰富产品布局

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.20
已上市流通 A 股(亿股)	.26
总市值(亿元)	1,086.61
年内股价最高最低(元)	929.00/330.24
沪深 300 指数	5565
创业板指	3194



公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	558	709	1,109	1,596	2,251
营业收入增长率	73.74%	27.18%	56.29%	43.94%	41.06%
归母净利润(百万元)	306	440	636	910	1,261
归母净利润增长率	148.68%	43.93%	44.72%	42.99%	38.54%
摊薄每股收益(元)	3.395	3.658	5.295	7.571	10.489
每股经营性现金流净额	3.44	3.53	3.35	6.30	9.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	46.37%	9.70%	7.62%	10.23%	13.06%
P/E	N/A	179.04	171.30	119.80	86.47
P/B	N/A	17.37	13.05	12.25	11.29

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 爱美客发布 2020 年年度报告，业绩超预期。2020 年公司实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 27.2%；实现归母净利润 4.40 亿元，同比增长 43.9%；实现扣非后归母净利润 4.24 亿元，同比增长 43.0%。
- 2020 Q4 实现营业收入 2.45 亿元，同比增长 51.0%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 75.2%；实现扣非后归母净利润 1.44 亿元。

经营分析

- 2020 年公司克服疫情影响，业绩实现超预期增长。营收端增速稳健，利润端增速显著。毛利率保持稳定，销售费用率和管理费用率下行明显，净利率大幅提升。
- 分产品线看：嗨体是业绩增长的核心驱动，以嗨体为核心产品的溶液类注射针剂实现销售收入 4.47 亿元（+83%），占总营收的比重为 63%；疫情导致凝胶类注射产品销售有所下滑，销售收入 2.52 亿元（-19%），占总营收的比重为 36%；面部埋植线和化妆品销售增长势头良好，有望持续贡献业绩增量。
- 分销售区域看：华东地区优势突出，收入占比高达 40%且增速稳健；华北、华南地区增速领跑其它区域。随着全国医美消费逐步“下沉”，公司各区域发展有望愈加协同、均衡。
- 研发端：公司高度重视研发创新，已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，且各产品功能定位具备差异化和协同性。
- 生态圈：持续赋能医美医生技能培训，推动医美行业生态良性发展；内外兼修，通过加强对外投资和战略布局，丰富产品线，提升公司的长期竞争力。

盈利调整与投资建议

- 公司是医美玻尿酸终端产品龙头，“自主研发+外部投资”双管齐下，持续丰富在生物医用材料和生物医药领域产品布局，未来可期。我们维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 6.36 亿元、9.10 亿元、12.61 亿元，分别同比增长 44.7%、43.0%、38.5%。维持“增持”评级。

风险提示

产品研发进度不达预期风险；玻尿酸产品市场竞争加剧导致净利率下滑风险；疫情影响下游需求恢复不及预期；产品推广不及预期等。

相关报告

1.《利拉鲁肽获批临床，体重管理适应症是亮点-爱美客公司点评》，2020.11.16
2.《Q3 业绩加速增长，医美玻尿酸行业景气度高-爱美客三季报点评》，2020.10.27
3.《医美玻尿酸产品龙头，研发+销售驱动高增长-爱美客公司深度研究》，2020.10.10

杨芳 联系人 yangfang1@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002

事件

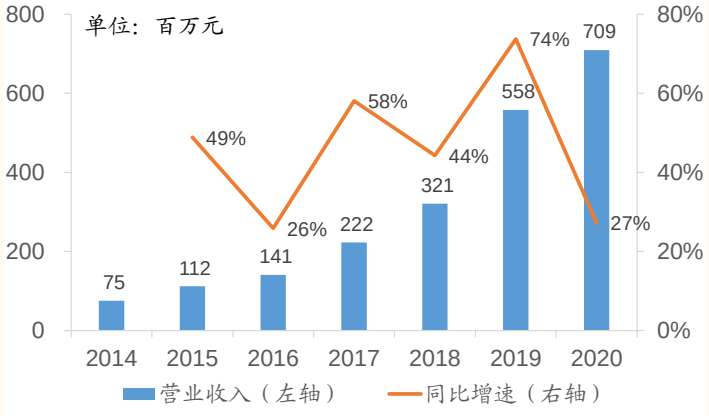
- 爱美客发布 2020 年年度报告，业绩略超预期。2020 年公司实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 27.2%；实现归母净利润 4.40 亿元，同比增长 43.9%；实现扣非后归母净利润 4.24 亿元，同比增长 43.0%。
- 2020 Q4 实现营业收入 2.45 亿元，同比增长 51.0%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 75.2%；实现扣非后归母净利润 1.44 亿元。

点评

1.2020 年公司克服疫情影响，业绩实现超预期增长。营收端增速稳健，利润端增速显著。

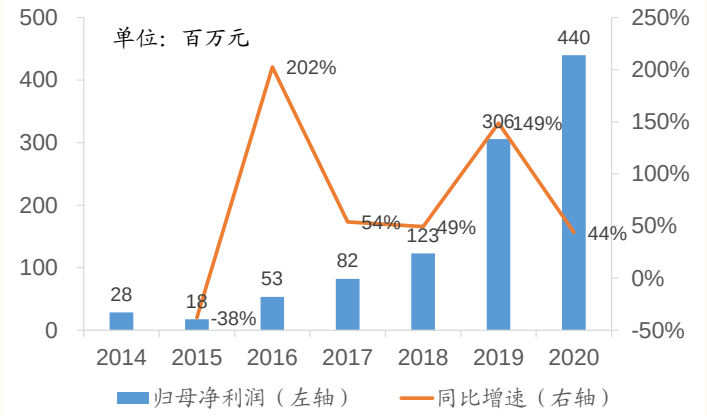
- 公司产品处于快速放量期，业绩维持高增长可期。2020 年公司实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 27.2%；实现归母净利润 4.40 亿元，同比增长 43.9%；实现扣非后归母净利润 4.24 亿元，同比增长 43.0%。

图表 1：2014-2020 年爱美客营业收入及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

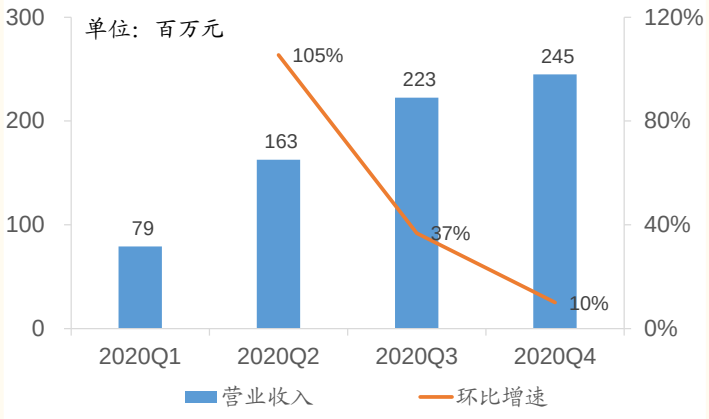
图表 2：2014-2020 年爱美客归母净利润及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

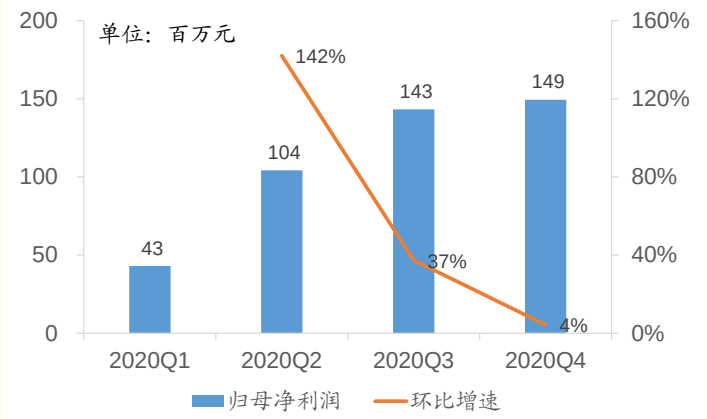
- 医美行业景气度高，非手术类医美项目需求旺盛，公司作为终端玻尿酸产品龙头增速明显。2020 Q1 因疫情影响，公司玻尿酸产品市场需求缩减，业绩承压，随着疫情逐步得到控制、消费市场稳步回升，公司业绩呈现逐季加速恢复的趋势。

图表 3：2020 年爱美客分季度营业收入及环比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2020 年爱美客分季度归母净利润及环比增速

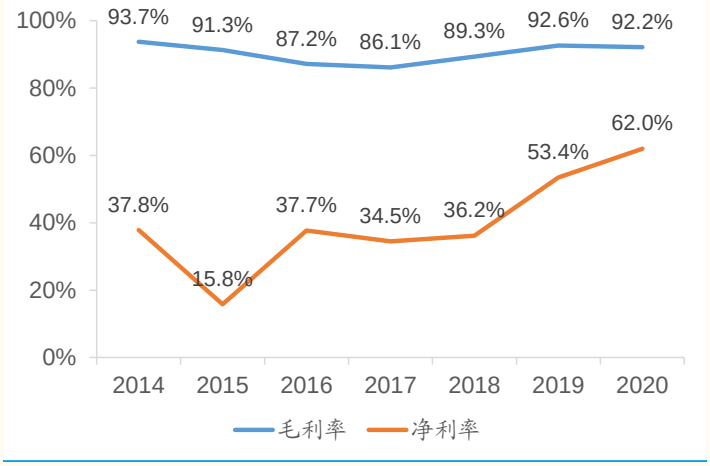


来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司各项财务指标稳中向好，销售费用率和管理费用率呈下行趋势。

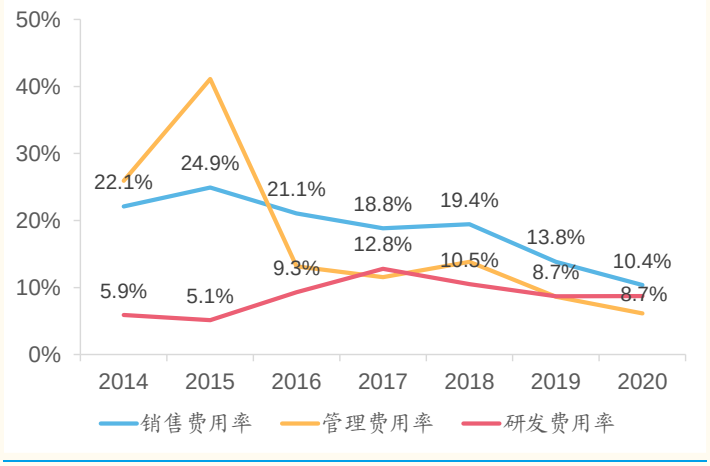
- 公司整体毛利率维持在 92%左右，净利率 62%，较 2019 年提升显著，主要系期间费用率有所下行，且 IPO 募资金额产生的利息收入增加所致。
- 研发费用率保持稳定，销售费用率和管理费用率呈下行趋势，主要原因是疫情期间人员差旅费、业务招待费、广告费等有所减少。

图表 5：2014-2020 年爱美客毛利率和净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2014-2020 年爱美客期间费用率



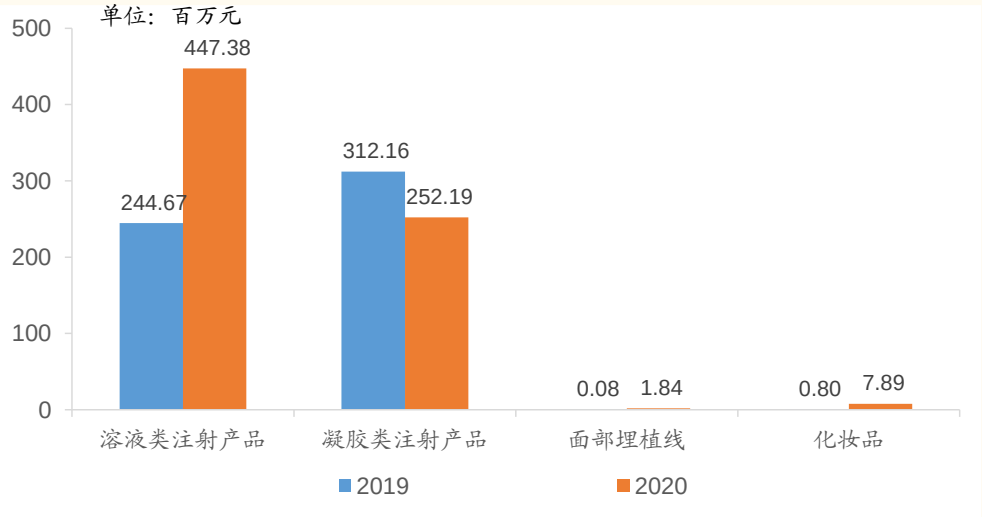
来源：公司公告，国金证券研究所

- 应收账款 2982 万元（期初 1474 万元），增加明显，主要系产品销售大幅增加所致。
- 经营活动现金净流量为 4.26 亿元，与归母净利润金额相当，表明公司现金流状况良好，经营效益质量较高。

2.分产品线看：嗨体是业绩增长的核心驱动，以嗨体为核心产品的溶液类注射针剂实现销售收入 4.47 亿元（+83%），占总营收的比重为 63%；疫情导致凝胶类注射产品销售有所下滑，销售收入 2.52 亿元（-19%），占总营收的比重为 36%；面部埋植线和化妆品销售增长势头良好，有望持续贡献业绩增量。

- 公司已上市产品分为溶液类注射产品、凝胶类注射产品、面部埋植线和化妆品四大类。
  - 溶液类注射产品包括注射用透明质酸钠复合溶液（**嗨体**），医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液（**逸美**）。
  - 凝胶类产品包括医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（**宝尼达**），注射用修饰透明质酸钠凝胶（**爱芙莱/爱美飞**）和医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（**逸美一加一**）。

图表 7：爱美客分产品线收入（2019 V.S. 2020）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 溶液类注射产品（主要为嗨体）是业绩增长的核心引擎。毛利率约为 92.85%，销售收入从 2019 年的 2.45 亿元增加至 2020 年的 4.47 亿元，占总营收比重为 63%（2019 年为 44%）。嗨体产品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，预计仍将引领业绩增长。
- 凝胶类注射产品疫情后有望恢复常态增长。毛利率约为 92.27%，2020 年销售收入为 2.52 亿元（2019 年为 3.12 亿元），同比下滑 19%。我们推测主要原因是疫情导致常规玻尿酸需求有所减少，预计随着疫情逐步得到控制和消费稳步回升，宝尼达、爱芙莱等产品市场需求有望实现正增长。
- 公司面部埋植线产品处于市场推广期，毛利率约为 73.12%，2020 年实现销售收入 184 万元（2019 年为 8.5 万元），占比约 0.26%，处于快速放量期。
- 化妆品业务主要包括眼膜、颈膜、面膜等产品，毛利率约 55.24%，2020 年实现销售收入 789 万元（2019 年为 80 万元），占比约 1.11%，有望成为新利润增长点。

图表 8：爱美客分产品线销量（2019 V.S. 2020）

产品类别	2019	2020	YoY
溶液类注射产品	69.10	124.19	80%
凝胶类注射产品	76.47	61.03	-20%
面部埋植线	0.48	2.79	481%
化妆品	1.93	20.11	942%

来源：公司公告，国金证券研究所；注：单位为“万支、万包、万盒”

图表 9：爱美客分产品线销售单价（2019 V.S. 2020）

产品类别	2019	2020	YoY
溶液类注射产品	354.09	360.23	2%
凝胶类注射产品	408.21	413.22	1%
面部埋植线	17.70	66.03	273%
化妆品	41.25	39.21	-5%

来源：公司公告，国金证券研究所；注：单位为“元/（支、包、盒）”

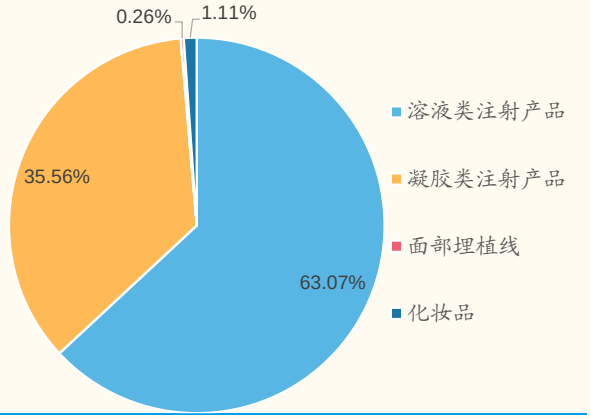
3.分销售区域看：华东地区优势突出，收入占比高达 40%且增速稳健；华北、华南地区增速领跑其它区域。随着全国医美消费逐步“下沉”，公司各区域发展有望愈加协同、均衡。

- 公司加强国内市场建设，持续拓展营销网络。采取“直销为主，经销为辅”的销售方式，目前拥有 160 名销售和市场人员，已形成以北京为中心，覆

盖全国大约 5000 家机构的销售服务网络，终端客户涵盖大型连锁非公立医疗机构和中国医学科学院整形外科医院、中日友好医院等三甲公立医院。

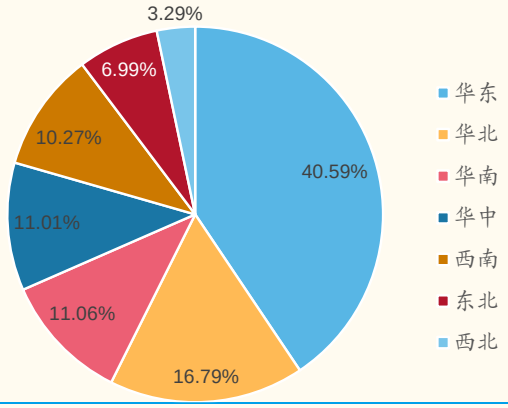
- 医美行业兼具“医疗”和“消费”属性，在我国经济发达地区发展较成熟。随着全国人民人均可支配收入增加、求美意识增强及医美产品线不断丰富等，我国医美消费将逐步呈现“下沉”趋势。我们预计公司各大区域销售将愈加协同、均衡。

图表 10：2020 年公司分产品线销售收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2020 年公司分区域销售收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

4.研发端：公司高度重视研发创新，已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，各产品功能定位具备差异化和协同性。

- 公司加码研发投入，持续培育高增长的核心驱动力。2020 年公司研发费用率为 8.71%，研发投入金额同比增长 27.26%，研发人员数量 91 人，占公司总人数的 23.45%。持续的研发投入为公司不断推出满足市场需求的新技术、新产品提供了强大保障。
- 公司基于在生物医用材料领域的深厚积累，逐步将产品线向生物医药领域扩展，在研产品呈现梯队化布局。其中：
  - 用于皮肤填充的产品医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶项目（童颜针）已进入到注册申报阶段，预计 2021 年将获批；
  - 用于去除动态皱纹的注射用 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正处于临床阶段。

5. 生态圈：持续赋能医美医生技能培训，推动医美行业生态良性发展；内外兼修，通过加强对外投资和战略布局，丰富产品线，提升公司的长期竞争力。

- “全轩学院”是医美医生技能培训的摇篮。公司通过医生教育平台“全轩学院”为医美行业医生提供线上网络技术培训，累计提供课程超 3,000 课时，注册认证的合作医生超过 6,000 名。全轩学院旨在通过对医生的技术培训不断引导行业规范化发展，推动建立医美行业的良好生态环境。
- 公司与韩国 DongBang Medical co.,Ltd（株式会社东方医疗）成立合资公司，通过引进韩国的专利技术，进行埋植线产品的研发和生产，将进一步提升公司埋植线产品的市场竞争力。
- 公司通过投资杭州先为达生物科技有限公司，将进一步丰富和完善在生物药肥胖症治疗方向的业务布局和长期竞争能力。
- 公司以技术转让方式引进局部外用麻醉乳膏产品，将进一步丰富医美产品线布局，巩固并提升公司在医美行业的龙头地位。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**321**	**558**	**709**	**1,109**	**1,596**	**2,251**
增长率		73.7%	27.2%	56.3%	43.9%	41.1%
主营业务成本	-34	-41	-56	-91	-132	-186
%销售收入	10.7%	7.4%	7.8%	8.2%	8.3%	8.3%
毛利	287	517	654	1,017	1,464	2,065
%销售收入	89.3%	92.6%	92.2%	91.8%	91.7%	91.7%
营业税金及附加	-6	-4	-4	-7	-10	-12
%销售收入	1.9%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-62	-77	-74	-172	-263	-338
%销售收入	19.4%	13.8%	10.4%	15.5%	16.5%	15.0%
管理费用	-44	-48	-44	-94	-134	-180
%销售收入	13.8%	8.6%	6.1%	8.5%	8.4%	8.0%
研发费用	-34	-49	-62	-116	-160	-214
%销售收入	10.5%	8.7%	8.7%	10.5%	10.0%	9.5%
息税前利润（EBIT）	140	339	471	628	897	1,321
%销售收入	43.6%	60.8%	66.4%	56.7%	56.2%	58.7%
财务费用	2	2	14	109	153	109
%销售收入	-0.5%	-0.3%	-2.0%	-9.9%	-9.6%	-4.9%
资产减值损失	1	1	1	1	2	3
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	1	7	15	10	15	25
%税前利润	0.5%	2.0%	2.9%	1.3%	1.4%	1.7%
营业利润	143	350	503	750	1,067	1,456
营业利润率	44.6%	62.8%	70.9%	67.6%	66.9%	64.7%
营业外收支	0	1	0	0	0	0
税前利润	143	351	503	750	1,067	1,456
利润率	44.6%	62.9%	70.9%	67.6%	66.9%	64.7%
所得税	-27	-53	-69	-120	-165	-204
所得税率	18.9%	15.1%	13.8%	16.0%	15.5%	14.0%
净利润	116	298	433	630	902	1,252
少数股东损益	-7	-8	-6	-7	-9	-9
归属于母公司的净利润	**123**	**306**	**440**	**636**	**910**	**1,261**
净利率	38.3%	54.8%	62.0%	57.4%	57.0%	56.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	118	298	433	630	902	1,252
少数股东损益	-7	-8	-6	-7	-9	-9
非现金支出	7	10	11	26	34	41
非经营收益	4	-6	-16	-10	-16	-26
营运资金变动	4	7	-4	-142	28	222
经营活动现金净流	**133**	**309**	**425**	**504**	**948**	**1,489**
资本开支	-39	-33	-32	-18	-50	-57
投资	0	0	-899	-15	-35	-50
其他	1	7	15	10	15	25
投资活动现金净流	**-38**	**-26**	**-916**	**-23**	**-70**	**-82**
股权募资	10	7	3,473	3,436	0	0
债权募资	-6	0	0	2	1	1
其他	-50	-51	-33	-255	-364	-504
筹资活动现金净流	**-46**	**-44**	**3,441**	**3,184**	**-363**	**-503**
现金净流量	**49**	**240**	**2,949**	**3,665**	**515**	**904**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	266	506	3,456	7,121	7,636	8,540
应收款项	11	17	33	31	42	57
存货	13	23	27	39	57	80
其他流动资产	7	19	860	1,052	1,085	931
流动资产	296	565	4,376	8,243	8,819	9,608
%总资产	63.9%	75.9%	94.5%	96.9%	96.8%	96.8%
长期投资	0	0	59	74	79	89
固定资产	140	151	143	167	182	198
%总资产	30.1%	20.3%	3.1%	2.0%	2.0%	2.0%
无形资产	9	11	19	23	26	29
非流动资产	167	179	257	266	289	319
%总资产	36.1%	24.1%	5.5%	3.1%	3.2%	3.2%
资产总计	**464**	**744**	**4,633**	**8,509**	**9,109**	**9,927**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	23	18	17	51	73	101
其他流动负债	22	49	72	100	139	181
流动负债	45	67	89	151	212	282
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	14	12	16	16	17
负债	**59**	**81**	**101**	**166**	**228**	**299**
普通股股东权益	**398**	**659**	**4,534**	**8,352**	**8,898**	**9,654**
其中：股本	90	90	120	150	150	150
未分配利润	144	384	809	1,191	1,737	2,493
少数股东权益	6	4	-3	-9	-18	-26
负债股东权益合计	**464**	**744**	**4,633**	**8,509**	**9,109**	**9,927**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.365	3.395	3.658	5.295	7.571	10.489
每股净资产	4.427	7.321	37.719	69.484	74.026	80.320
每股经营现金净流	1.482	3.435	3.534	3.353	6.303	9.903
每股股利	0.220	0.550	0.500	1.693	2.420	3.353
回报率						
净资产收益率	30.84%	46.37%	9.70%	7.62%	10.23%	13.06%
总资产收益率	26.50%	41.08%	9.49%	7.48%	9.99%	12.70%
投入资本收益率	27.94%	43.33%	8.96%	6.32%	8.54%	11.80%
增长率						
主营业务收入增长率	44.28%	73.74%	27.18%	56.29%	43.94%	41.06%
EBIT 增长率	52.28%	142.15%	38.91%	33.27%	42.88%	47.21%
净利润增长率	49.47%	148.68%	43.93%	44.72%	42.99%	38.54%
总资产增长率	16.95%	60.40%	522.97%	83.67%	7.05%	8.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.7	7.8	11.5	9.0	8.5	8.5
存货周转天数	162.7	161.0	164.7	160.0	163.0	165.0
应付账款周转天数	260.6	124.6	39.4	120.0	115.0	113.0
固定资产周转天数	157.3	98.6	73.5	53.2	38.1	27.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-65.61%	-76.30%	-94.84%	-95.44%	-95.80%	-98.16%
EBIT 利息保障倍数	-81.6	-198.8	-32.9	-5.7	-5.9	-12.1
资产负债率	12.70%	10.88%	2.19%	1.96%	2.51%	3.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	6	13	25	44
增持	0	2	4	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.25**	**1.24**	**1.34**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-10	增持	358.00	377.94 ~ 377.94
2	2020-10-27	增持	455.00	N/A
3	2020-11-16	增持	566.90	N/A

来源：国金证券研究所

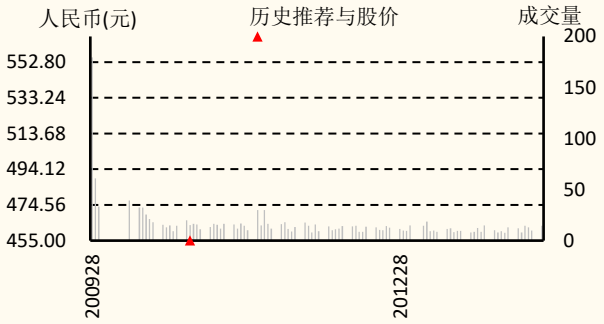
市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402