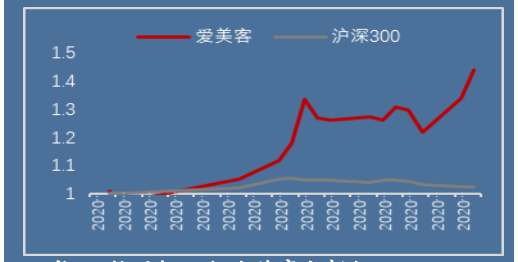
证券研究报告

公司研究——事项点评

爱美客（300896.SZ）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：增持，2020.10.19



汲肖飞 纺服轻工行业首席分析师
执业编号：S1500520080003

杨 松 医药行业首席分析师
执业编号：S1500519120003

李媛媛 研究助理
邮 箱：liyuanyuan1 @cindasc.com

张 雪 医药行业分析师
执业编号：S1500520090002

相关研究
《爱美客（300896.SZ）：医美龙头标杆，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

Q3 收入继续加速增长，费用率优化带动利润率提升

2020 年 10 月 28 日

事件：公司发布 2020 年三季报，20 年前三季度实现营收 4.64 亿元，同比增加 17.4%；实现归母净利润 2.90 亿元，同比增加 31.8%；扣非归母净利润 2.80 亿元，同比上升 29.9%。公司收入符合预期，业绩超预期。

点评：

- **受益于下游客户复苏及嗨体快速成长三季度收入加速增长。**公司 20 年前三个季度分别实现营收 0.8 亿元/1.6 亿元/2.2 亿元，同比增速分别为-20%/+16%/+43%，20Q3 收入继续加速增长，主要受益于：1）今年 4 月以来，下游客户持续复苏，终端市场需求好转；2）嗨体处于高速成长期，客户持续渗透，下半年以来加大新品熊猫针推广，预计单品加速增长。同时，截止 20Q3，公司合同负债为 0.14 亿元，较 20Q2 环比提升 37%，预示公司产品终端需求维持高景气度。

- **销售管理费用率享受规模效应持续优化，三季度利润率继续提升。**公司 20 年前三季度毛利率为 91.5%，较去年同期下降 1pct，其中 20Q3 毛利率为 93.0%，较去年同期下降 0.3pct，公司毛利率弱于去年表现主要在于：1）高毛利率产品宝尼达、逸美一加一等产品受疫情影响恢复慢；2）嗨体等产品快速增长带动经销商占比有所提升，影响毛利率提升。20Q3 毛利率出现好转，预计与高毛利产品获得恢复有关。公司 20 年前三季度销售/管理/研发费率分别为 9.0%/5.7%/7.1%，较去年同期下降幅度分别为 2.6pct/3.3pct/0.7pct，其中 20Q3 销售/管理费率分别为 8.3%/5.1%，较去年同期分别下降幅度为 2.4pct/2.6pct，三季度仍享受产品快速增长带来的规模效应，费用率持续优化。综合，公司 20 前三季度归母净利率提升 6.8pct 至 62.5%，实现归母净利润 2.90 亿元，同增 31.8%；其中 20Q3 归母净利率提升 5.3pct 至 64.3%，实现归母净利润 1.43 亿元，同增 56.0%。

- **医美行业高景气度不变，公司现有产品线快速成长及丰富的项目储备支撑高成长性。**中国 2018 年医美渗透率仅 1.48%，较韩国等发达市场存在 6 倍提升空间，赛道可维持十年以上高景气度；且上游厂商产品入市具备严格流程，拥有更优竞争格局及盈利水平。公司现有产品嗨体逐渐渗透终端医疗机构，相较于市场上万家正规机构存在近数倍提升空间，同时适用范围丰富化提升单品天花板，未来有望成为十亿级单品。此外，公司储备含修饰聚左旋乳酸透明质酸钠项目、肉毒毒素项目、注射类重组蛋白项目，助力打破未来成长天花板。

- **盈利预测与投资评级：**公司 20Q3 受益于终端客流恢复及嗨体等高成长型产品推动收入继续加速增长，规模效应下利润率继续提升；考虑到行业高成长性及公司丰富的项目储备，未来成长可期。参考三季度最新经营情况，我们对公允价值变动损益及财务费用等进行了微调，预测 2020-2022 年摊薄 EPS 分别为 3.35 元、5.01 元、7.15 元（前值 2020-2022

年摊薄 EPS 分别为 3.35 元/5.01 元/7.15 元），根据 10 月 27 日收盘价对应估值分别为 146 倍、98 倍、69 倍，给予增持评级。

- **风险因素：**注射透明质酸钠产品终端需求不达预期；肉毒毒素、医用聚左旋乳酸等项目进展不达预期；下游客户违规使用公司产品等损害产品形象风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	321.01	557.72	702.91	1,043.65	1,507.67
增长率 YoY %	44.28%	73.74%	26.03%	48.48%	44.46%
归属母公司净利润(百万元)	122.85	305.52	402.10	602.56	859.39
增长率 YoY%	49.47%	148.68%	31.61%	49.85%	42.62%
毛利率%	89.34%	92.63%	92.62%	92.87%	93.23%
净资产收益率 ROE%	33.96%	57.79%	15.60%	12.56%	15.54%
EPS(摊薄)(元)	1.02	2.54	3.35	5.01	7.15
市盈率 P/E(倍)	479	193	146	98	69
市净率 P/B(倍)	147.86	89.40	13.10	11.55	9.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2020 年 10 月 27 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	296.26	564.70	4,771.79	5,381.97	6,250.38
货币资金	265.55	505.61	4,029.36	4,615.27	5,452.71
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	9.12	14.74	18.57	27.58	39.84
预付账款	3.33	4.57	5.77	8.28	11.34
存货	12.97	23.29	29.42	42.19	57.82
其他	5.30	16.49	688.66	688.66	688.66
非流动资产	167.35	178.95	213.44	213.97	214.76
长期股权投资	0.00	0.00	14.01	14.01	14.01
固定资产（合计）	138.35	150.64	150.23	149.79	149.32
无形资产	8.91	10.66	11.32	12.21	13.35
其他	20.09	17.64	37.88	37.96	38.08
资产总计	463.61	743.65	4,985.23	5,595.95	6,465.15
流动负债	44.68	67.24	107.67	126.66	151.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	20.63	7.43	9.38	13.46	18.44
其他	24.05	59.81	98.28	113.20	133.51
非流动负债	14.18	13.70	13.70	13.70	13.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.18	13.70	13.70	13.70	13.70
负债合计	58.87	80.95	121.37	140.36	165.66
少数股东权益	6.33	3.77	-6.17	-15.07	-27.77
归属母公司股东权益	398.41	658.93	4,496.17	5,098.73	5,958.12
负债和股东权益	463.61	743.65	4,985.23	5,595.95	6,465.15

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	321.01	557.72	702.91	1,043.65	1,507.67
同比（%）	44.28%	73.74%	26.03%	48.48%	44.46%
归属母公司净利润	122.85	305.52	402.10	602.56	859.39
同比（%）	49.47%	148.68%	31.61%	49.85%	42.62%
毛利率（%）	89.34%	92.63%	92.62%	92.87%	93.23%
ROE%	33.96%	57.79%	15.60%	12.56%	15.54%
EPS (摊薄)(元)	1.02	2.54	3.35	5.01	7.15
P/E	479	193	146	98	69
P/B	147.86	89.40	13.10	11.55	9.89
EV/EBITDA	291.20	122.23	124.66	82.92	58.38

利润表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	321.01	557.72	702.91	1,043.65	1,507.67
营业成本	34.22	41.10	51.90	74.44	102.03
营业税金及附加	6.16	3.54	4.43	7.31	10.55
销售费用	62.41	77.17	77.32	120.02	173.38
管理费用	44.44	48.09	52.00	73.06	105.54
研发费用	33.68	48.56	70.29	115.85	168.11
财务费用	-1.72	-1.71	-2.31	-33.44	-36.12
减值损失合计	1.07	-0.54	0.25	0.34	0.47
投资净收益	0.75	6.97	8.49	8.49	8.49
其他	1.77	1.74	4.18	4.36	4.61
营业利润	143.27	350.21	461.70	698.93	996.81
营业外收支	-0.07	0.58	0.00	-0.02	0.00
利润总额	143.19	350.79	461.70	698.92	996.81
所得税	27.06	52.82	69.53	105.26	150.12
净利润	116.13	297.97	392.17	593.66	846.69
少数股东损益	-6.73	-7.55	-9.93	-8.90	-12.70
归属母公司净利润	122.85	305.52	402.10	602.56	859.39
EBITDA	151.47	360.85	472.54	710.41	1,008.99
EPS (当年)(元)	1.37	3.39	3.35	5.01	7.15

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	135.50	309.72	390.31	589.36	841.81
净利润	118.39	297.97	392.17	593.66	846.69
折旧摊销	8.11	10.06	10.84	11.49	12.18
财务费用	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.75	-6.97	-8.49	-8.49	-8.49
营运资金变动	3.76	6.82	-3.78	-6.67	-7.66
其它	5.82	1.83	-0.43	-0.63	-0.92
投资活动现金流	-38.41	-25.62	-2.59	-3.45	-4.36
资本支出	-39.16	-32.59	-11.08	-11.94	-12.85
长期投资	300.75	816.97	8.49	8.49	8.49
其他	-300.00	-810.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-45.89	-44.03	3,536.04	0.00	0.00
吸收投资	9.80	6.57	3,536.04	0.00	0.00
借款	-5.51	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	49.68	45.00	0.00	0.00	0.00
现金流净增加额	51.20	240.06	3,123.75	585.91	837.44

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
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@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。

评级说明

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。	

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。