

爱美客(300896)
嗨体强劲增长带动业绩超预期, 潜在明星管线储备丰富
——爱美客跟踪点评
报告导读

疫情下嗨体销售全年 80%以上增长, 叠加熊猫针推广 2021 年高增有望持续, 后续埋线、童颜针、肉毒素、利拉鲁肽、溶脂药产品储备充分, 龙头成色尽显。

投资要点

- **事件:** 公司公布年报, 2020 年收入同比增长 27%至 7.09 亿元, 归母净利润同比增长 44%至 4.40 亿元, 其中 Q4 单季度收入增长 51%至 2.45 亿元, 归母净利润增长 75%至 1.49 亿元, 展现超预期增长。公司计划每 10 股现金分红 35 元, 现金分红率高达 96%, 并以资本公积金每 10 股转增 8 股。
- **嗨体强劲表现带动全年亮眼业绩增长。** 根据 Fros&Sullivan 统计, 2019 年爱美客透明质酸钠注射类产品按销量/金额(入院价)计算的国内市场份额达到 26.5%/14.0%, 为国产企业第一, 2020 年疫情下公司作为龙头业绩展现超强韧性, 分品类来看:

嗨体所代表的溶液类注射产品全年收入增长 82.8%至 4.47 亿元, 其中销量/ASP 分别增长 80%/2%, 呈现量价齐升局面。嗨体产品作为目前市场上唯一获 NMPA 批准专攻颈纹改善 III 类医疗器械市场反响火爆, 在此基础上公司 2020 年 6 月推出嗨体熊猫针, 主要成分为氨基酸(甘氨酸、脯氨酸、丙氨酸)、L-肌肽及维他命 B, 注入后可在皮下形成新生自体胶原蛋白网状结构, 有效改善眼周凹、纹、松、皱问题, 同时作为 0 交联活性滋养补充剂, 可防止交联剂可能带来的注射后栓塞水肿, 术后效果更自然。在嗨体原有针对颈纹产品(嗨体 1.5 及 2.5)快速实现市场覆盖面拓宽同时熊猫针也在积极进行医疗终端覆盖以及消费者口碑积累, 带来 20 年收入的高增。

凝胶类注射产品(爱芙莱、宝尼达等透明质酸注射产品)2020 年受到疫情影响收入下滑 19%至 2.52 亿元, 但考虑上半年该板块相关产品收入下滑幅度在 35%左右, 估算下半年收入降幅已经缩窄至个位数, 恢复情况较好;面部埋线产品在没有展开大规模市场推广的情况下收入规模全年达到 184 万元, 以医美透明质酸补水修复面膜、盈润修护颈膜为代表的化妆品业务 2020 年的收入规模也达到 789 万元, 规模接近 2019 年的 10X。

收入放量同时公司综合毛利率基本持平在 92%+水准, 叠加规模效应体现、疫情下降本增效以及 IPO 募资带来的利息收入, 2020 年公司期间费用不升反降, 带动净利率同比提升 6.7pp 至 61.1%, 归母净利润同比增长 44%至 4.39 亿元, 利润高增同时经营性现金流同比增长 47%至 4.26 亿元, 与利润表现匹配度高。

- **渠道拓展卓有成效, 后续产品布局持续积极进行中。** 2020 年疫情下公司积极进行客户拓展, 销售人员从 115 名增长到 160 名, 覆盖医美机构数量扩大至 5000 家, 并积极通过医生教育平台“全轩学院”为超过 6000 名合作医生提供线上技术培训, 侧面为旗下产品推广提供助力;

产品方面, 除了已知的注册申报中的童颜针以及临床试验阶段的 A 型肉毒毒素外, 公司主要的产品布局新动作包含:

1) 公司公布计划收购控股子公司诺博特生物/融知生物剩余 49%股权, 两公司全部股权价值估值分别为 6400 万/698 万元, 前者负责利拉鲁肽注射液产品研发, 主要应用于减肥纤体领域, 目前正处于临床试验阶段; 后者主要研发溶脂药及局部麻醉药, 处于临床前阶段。考虑到研发及临床试验周期较长, 为保证稳健进行, 公司将其收归全资所有;

2) 公司与韩国株式会社东方医疗合资成立东方美客(持股 51%)引进韩国

评级
增持

上次评级

增持

当前价格

¥907.00

单季度业绩
元/股

4Q/2020

1.31

3Q/2020

1.56

公司简介

专注生物医用软组织修复材料领域, 旗下拥有 6 款国家药监局获批 III 类医疗器械产品, 包括嗨体、爱芙莱、宝尼达、逸美等 5 款透明质酸钠系列产品及 1 款面部埋线产品, 国内医美用透明质酸领域市场份额 2019 年达到 14%, 列本土企业之首

相关报告

- 1、《爱美客: 注射医美领域先驱, 丰富产品矩阵尽享行业红利》2020-10-08
- 2、《爱美客: Q3 超预期, 医美龙头增长潜力持续爆发》2020-10-27
- 3、《爱美客: 利拉鲁肽获批开展临床试验, 积极布局减肥纤体业务》2020-11-15

覆盖研究员

消费分析师: 马莉

执业证书编号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

消费分析师: 詹陆雨

执业证书编号: S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

中小盘分析师: 余剑秋

执业证书编号: S1230520080007

yujianqiu@stocke.com.cn

中小盘研究助理: 汤秀洁

tangxiujie@stocke.com.cn

报告撰写人: 马莉、余剑秋

联系人: 詹陆雨、汤秀洁

专利技术进行埋植线产品研发生产；

3) 通过投资取得杭州先为达生物 2% 股份，后者主要围绕 GLP-1 靶点研究，有望进一步丰富公司在生物药肥胖症治疗方向业务布局；

4) 与山东诚创蓝海医药达成协议，以技术转让方式引进局部外用麻醉乳膏产品，用于医美注射前的局部麻醉。

充分的产品储备以及丰富的细分领域布局也为公司持续领跑行业打下基础。

- **盈利预测及估值**：公司战略清晰、围绕注射医美领域各板块业务有序推进，除明星产品嗨体为代表的透明质酸注射剂产品矩阵外，公司储备包含童颜针、埋植线、A 型肉毒毒素、利拉鲁肽注射液、溶脂针等多个医美相关领域产品，长期增长动力充分，上调盈利预测，预计 2021/22/23 年公司收入同比增长 56%/46%/36% 至 11.0/16.1/21.9 亿元，归母净利润同比增长 53%/43%/36% 至 6.7/9.6/13.1 亿元，对应当前市值 PE 为 163/113/83X，值得长期重点关注，考虑估值，维持“增持”评级。

- **风险提示**：新产品开发和注册风险，下游客户风险

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	709.3	1103.7	1609.4	2193.9
(+/-)	27.2%	55.6%	45.8%	36.3%
净利润	439.8	670.8	961.9	1306.4
(+/-)	43.9%	52.5%	43.4%	35.8%
每股收益 (元)	3.66	3.10	4.45	6.04
P/E	247.9	162.5	113.3	83.4

表：爱美客收入按品类拆分

	2019	2020	YOY
溶液类注射产品 (嗨体) 收入(百万元)	244.67	447.38	82.8%
毛利率	93.01%	92.85%	
销售量 (万支)	69.10	124.19	79.7%
平均单价 (元/支)	354.09	360.23	1.7%
凝胶类注射产品收入(百万元)	312.16	252.19	-19.2%
毛利率	92.49%	92.27%	
销售量 (万支)	76.47	61.03	-20.2%
平均单价 (元/支)	408.21	413.22	1.2%
面部埋植线收入(百万元)	0.08	1.84	2068.5%
销量 (万包)	0.48	2.79	481.3%
平均单价 (元/包)	17.70	66.03	273.1%
化妆品收入 (百万元)	0.80	7.89	890.5%
销量 (万盒)	1.93	20.11	942.0%
平均单价 (元/盒)	41.25	39.21	-4.9%
总收入	557.72	709.29	27.2%
毛利率	92.6%	92.2%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表：爱美客财务三表摘要（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	2019H1	2020H1	2019Q3	2020Q3	2019Q4	2020Q4
利润表摘要										
营业收入	222.49	321.01	557.72	709.29	240.17	241.90	155.42	222.54	162.13	244.85
YOY		44.3%	73.7%	27.2%		0.7%		43.2%		51.0%
营业成本	30.82	34.22	41.10	55.52	18.96	23.65	10.44	15.65	11.70	16.22
毛利润	191.67	286.79	516.62	653.77	221.21	218.25	144.98	206.89	150.43	228.63
YOY		49.6%	80.1%	26.5%		-1.3%		42.7%		52.0%
毛利率	86.1%	89.3%	92.6%	92.2%	92.1%	90.2%	93.3%	93.0%	92.8%	93.4%
期间费用	95.40	138.81	172.11	164.53	72.90	58.73	38.85	41.74	60.36	64.06
YOY		45.5%	24.0%	-4.4%		-19.4%		7.4%		6.1%
期间费用率	42.9%	43.2%	30.9%	23.2%	30.4%	24.3%	25.0%	18.8%	37.2%	26.2%
销售费用	41.91	62.41	77.17	73.56	29.62	23.59	16.52	18.42	31.03	31.55
销售费用率	18.8%	19.4%	13.8%	10.4%	12.3%	9.8%	10.6%	8.3%	19.1%	12.9%
管理费用	25.70	44.44	48.09	43.50	23.64	15.20	12.03	11.44	12.42	16.86
管理费用率	11.6%	13.8%	8.6%	6.1%	9.8%	6.3%	7.7%	5.1%	7.7%	6.9%
研发费用	28.49	33.68	48.56	61.80	20.42	20.81	10.48	12.25	17.66	28.74
研发费用率	12.8%	10.5%	8.7%	8.7%	8.5%	8.6%	6.7%	5.5%	10.9%	11.7%
财务费用	(0.70)	(1.72)	(1.71)	(14.33)	(0.78)	(0.87)	(0.18)	(0.37)	(0.75)	(13.09)
财务费用率	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-2.0%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-5.3%
加：其他收益	0.63	1.77	2.81	1.72	0.57	0.71	0.26	0.54	1.98	0.47
投资净收益	2.78	0.75	6.97	14.73	2.16	6.27	2.43	2.22	2.38	6.24
营业利润	93.70	143.27	350.21	502.74	148.83	165.10	107.83	168.51	93.55	169.13
YOY		52.9%	144.4%	43.6%		10.9%		56.3%		80.8%
营业利润率	42.1%	44.6%	62.8%	70.9%	62.0%	68.3%	69.4%	75.7%	57.7%	69.1%
利润总额	93.70	143.19	350.79	502.66	148.77	165.10	107.81	168.51	94.21	169.05
YOY		52.8%	145.0%	43.3%		11.0%		56.3%		79.4%
减：所得税	16.97	27.06	52.82	69.27	23.85	21.25	18.32	26.68	10.65	21.34
所得税率	18.1%	18.9%	15.1%	13.8%	16.0%	12.9%	17.0%	15.8%	11.3%	12.6%
净利润	76.73	116.13	297.97	433.39	124.91	143.86	89.49	141.83	83.57	147.70
YOY		51.3%	156.6%	45.4%		15.2%		58.5%		76.7%
净利率	34.5%	36.2%	53.4%	61.1%	52.0%	59.5%	57.6%	63.7%	51.5%	60.3%
减：少数股东损益	(5.46)	(6.73)	(7.55)	(6.36)	(3.63)	(3.44)	(2.28)	(1.31)	(1.64)	(1.61)
归母净利	82.19	122.85	305.52	439.75	128.54	147.29	91.77	143.14	85.21	149.31
YOY		49.5%	148.7%	43.9%		14.6%		56.0%		75.2%
资产负债表摘要										
货币资金	214.35	265.55	505.61	3455.84	172.36	316.42		3543.33	505.61	3455.84
交易性金融资产				841.57		280.40		672.17		841.57
应收账款	4.40	9.12	14.74	29.82	12.33	20.64		28.81	14.74	29.82
YOY		107.3%	61.6%	102.3%		67.4%			61.6%	102.3%
存货	17.53	12.97	23.29	26.80	19.38	21.89	未披露	27.72	23.29	26.80
YOY		-26.0%	79.6%	15.1%		13.0%			79.6%	15.1%
固定资产	100.97	138.35	150.64	142.87	140.14	146.26		144.47	150.64	142.87
资产总计	396.41	463.61	743.65	4632.67	547.25	869.20		4502.40	743.65	4632.67
负债合计	68.09	58.87	80.95	101.44	62.51	62.64		118.87	80.95	101.44
所有者权益合计	328.31	404.74	662.70	4531.22	484.74	806.56		4383.52	662.70	4531.22
现金流量表摘要										
经营现金流量净额	84.16	135.50	309.72	425.68	118.52	115.28	96.60	143.46	94.60	166.93
YOY		61.0%	128.6%	37.4%		-2.7%		48.5%		76.5%
/净利润	110%	117%	104%	98%	95%	80%	108%	101%	113%	113%
投资现金流量净额	(11.10)	(38.41)	(25.62)	(916.25)	(163.68)	(303.89)	(130.87)	(390.46)	268.93	(221.90)
筹资现金流量净额	(12.40)	(45.89)	(44.03)	3440.80	(48.03)	(0.59)	(0.40)	3473.90	4.40	(32.51)
现金及等价物净增	60.66	51.20	240.06	2950.23	(93.19)	(189.19)	(34.67)	3226.91	367.92	(87.49)

数据来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,376	4,502	4,937	5,660
现金	3,456	3,549	3,932	4,621
交易性金融资产	842	850	850	850
应收账款	30	22	53	48
其它应收款	3	8	8	14
预付账款	6	12	15	22
存货	27	49	65	93
其他	12	12	12	12
非流动资产	257	433	624	806
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	34	34	34	34
固定资产	143	240	426	604
无形资产	10	14	18	21
在建工程	0	100	100	100
其他	70	45	46	47
资产总计	4,633	4,935	5,561	6,466
流动负债	89	140	141	220
短期借款	0	0	0	0
应付款项	5	32	23	53
预收账款	17	25	11	38
其他	67	84	106	130
非流动负债	12	18	22	26
长期借款	0	0	0	0
其他	12	18	22	26
负债合计	101	158	162	247
少数股东权益	(3)	(8)	(13)	(18)
归属母公司股东权	4,534	4,785	5,411	6,237
负债和股东权益	4,633	4,935	5,561	6,466
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	426	668	866	1,308
净利润	433	671	962	1,306
折旧摊销	11	11	20	30
财务费用	(14)	(35)	(37)	(43)
投资损失	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(4)	33	(64)	29
其它	14	3	1	1
投资活动现金流	(916)	(155)	(148)	(139)
资本支出	32	211	211	211
长期投资	0	0	0	0
其他	884	(56)	(63)	(72)
筹资活动现金流	3,441	(420)	(335)	(481)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	3,441	(420)	(335)	(481)
现金净增加额	2,950	93	383	689

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	709	1,104	1,609	2,194
营业成本	56	92	137	189
营业税金及附加	4	6	9	12
营业费用	74	127	185	252
管理费用	44	66	89	110
研发费用	62	88	129	176
财务费用	(14)	(35)	(37)	(43)
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	15	15	15	15
其他经营收益	2	3	3	3
营业利润	503	777	1,115	1,514
营业外收支	(0)	1	1	1
利润总额	503	778	1,116	1,515
所得税	69	107	154	209
净利润	433	671	962	1,306
少数股东损益	(6)	(5)	(5)	(5)
归属母公司净利润	440	671	962	1,306
EBITDA	506	754	1,099	1,502
EPS (最新摊薄)	3.66	3.10	4.45	6.04
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	27.18%	55.60%	45.83%	36.32%
营业利润	43.55%	54.55%	43.46%	35.84%
归属母公司净利润	43.93%	52.54%	43.40%	35.81%
获利能力				
毛利率	92.17%	91.71%	91.46%	91.36%
净利率	61.10%	60.78%	59.77%	59.55%
ROE	16.93%	14.41%	18.91%	22.49%
ROIC	9.41%	13.39%	17.18%	20.36%
偿债能力				
资产负债率	2.19%	3.20%	2.91%	3.82%
净负债比率	2.24%	3.31%	3.00%	3.97%
流动比率	49.05	32.05	35.12	25.67
速动比率	48.68	31.62	34.54	25.15
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.23	0.31	0.36
应收帐款周转率	30.18	40.00	40.00	40.00
应付帐款周转率	9.26	5.00	5.00	5.00
每股指标(元)				
每股收益	3.66	3.10	4.45	6.04
每股经营现金	3.54	3.09	4.00	6.05
每股净资产	37.72	22.11	25.01	28.83
估值比率				
P/E	247.92	162.53	113.33	83.45
P/B	24.05	22.79	20.15	17.48
EV/EBITDA	208.76	139.82	95.65	69.49

资料来源: 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>