

证券研究报告—动态报告

商业贸易

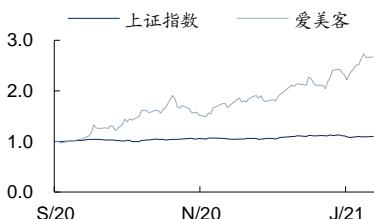
零售

爱美客(300896)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 02 月 09 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	120/26
总市值/流通(百万元)	109,021/23,588
上证综指/深圳成指	3,532/15,270
12 个月最高/最低(元)	976.88/311.00

相关研究报告:

《爱美客-300896-2020 年三季报点评: 利润表现超预期, 医美龙头价值凸显》——2020-10-28
 《N 爱美客-300896-医美龙头壁垒深厚, 享“美丽经济”确定性红利》——2020-09-27

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

联系人: 柳旭

电话: 13246725957
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
Q4 利润加速高增长, 嗨体产品有望持续爆发
● 营收逆势表现亮眼, Q4 利润加速高增长

公司 20 年营收 7.09 亿元, 同增 27.18%, 归母净利润 4.40 亿元, 同增 43.93%, 扣非归母净利润 4.24 亿元, 同增 42.95%, 单 Q4 营收同增 51.03%, 归母净利润同增 75.24%。营收逆势表现突出, Q4 净利润加速增长, 预计受益于产品放量带来规模效益、疫情期间线下培训支出减少、利息收入增加及公司精细化管理能力提升等带动下的费用率改善。同时公司拟每 10 股派利 35 元, 转增 8 股, 分红率达 95.67%。

● 嗨体产品加速高增长, 凝胶类产品受疫情短期影响下滑

分品类看, 溶液类产品(包括嗨体、逸美)全年实现营收 4.47 亿元, 在嗨体放量带动下同增 82.85%; 凝胶类产品(包括爱芙莱、宝尼达、逸美一加一、爱美飞)受疫情等因素影响而营收同比下降 19.21%; 面部埋植线产品在低基数下实现同比+2068%的高增长; 化妆品类实现营收 789 万元。渠道拓展方面, 截止 2020 年末, 公司拥有 160 名销售和市场人员, 覆盖国内大约 5000 家医美机构。

● 费用管控持续优化, 现金流状况积极向好

公司 20 年毛利率 92.17%, 同比-0.46pct, 维持稳健水平。费用率方面, 销售费用率 10.37%, 同比-3.47pct, 预计主要受益产品放量带来的规模效益及疫情相关线下培训支出减少; 管理费用率 6.13%, 同比-2.49pct, 其中占比最高的人工费同比下降 8.24%, 反映公司精细化核算费用的方向。营运及现金流方面, 公司存货周转天数稳健, 同比+3.63 天; 经营性现金流净额 4.26 亿元, 同比+37.44%, 积极向好。

● 风险提示: 疫情出现反复; 在研发项目不及预期; 市场竞争环境恶化
● 投资建议: 加速打造产品矩阵, 充分受益行业红利, 维持“买入”

公司作为国内医美玻尿酸领军企业, 已在渠道、研发、品牌层面树立了极强的壁垒。短期来看, 公司现有嗨体等优势产品仍有增长空间, 爱芙莱、宝尼达等产品在 20 年疫情低基数上亦有望取得恢复性增长; 中长期看, 公司瞄准前景广阔的医美各细分赛道, 积极开拓新产品线, 打造医美产品矩阵, 凭借强大的营销和渠道能力, 有望持续巩固龙头地位并充分享受行业成长红利。我们预计公司 21-23 年归母净利润分别同比增长 54.73%/46.14%/36.18%, EPS 分别为 5.67/8.29/11.28, 当前股价对应 PE 分别为 160/109/80 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

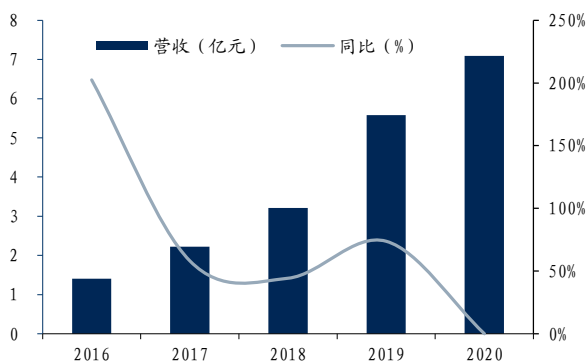
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	709.29	1,142.43	1,727.15	2,462.25
(+/-%)	27.18%	61.07%	51.18%	42.56%
净利润(百万元)	439.75	680.42	994.39	1354.12
(+/-%)	43.93%	54.73%	46.14%	36.18%
摊薄每股收益(元)	3.66	5.67	8.29	11.28
EBITMargin	75.15%	60.15%	59.53%	57.91%
净资产收益率(ROE)	9.70%	13.31%	16.83%	19.37%
市盈率(PE)	247.92	159.96	109.45	80.38
EV/EBITDA	200.58	154.87	104.08	75.15
市净率(PB)	24.05	21.29	18.42	15.57

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩情况：营收逆势表现亮眼，Q4 利润加速高增长

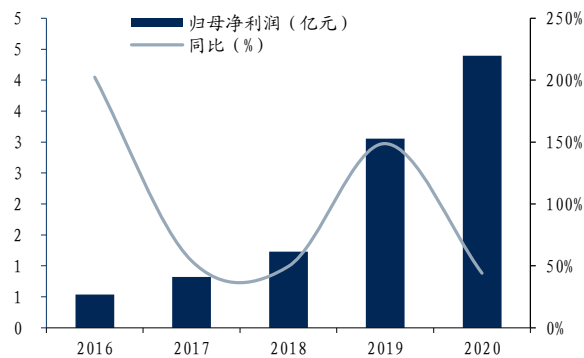
公司 20 年营收 7.09 亿元,同增 27.18%,归母净利润 4.40 亿元,同增 43.93%,扣非归母净利润 4.24 亿元,同增 42.95%,单 Q4 营收同增 51.03%,归母净利润同增 75.24%。营收逆势表现突出, Q4 净利润加速增长,预计受益于产品放量带来规模效益、疫情下线下培训支出减少、利息收入增加及公司精细化管理能力提升等带动下的费用率改善。同时公司拟每 10 股派利 35 元,转增 8 股,分红率达 95.67%。

图 1: 爱美客年度营收及增速 (亿元、%)



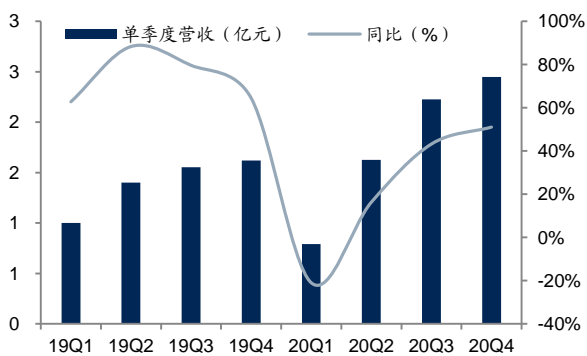
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 爱美客年度归母净利润及增速 (亿元、%)



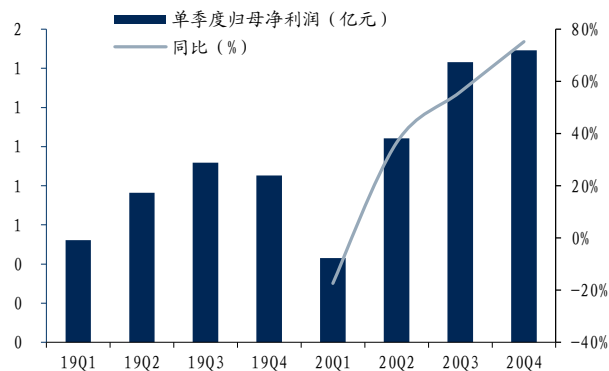
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 爱美客分季度营收及增速 (亿元、%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 爱美客分季度归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

营收分拆：嗨体产品加速高增长，凝胶类产品受疫情短期影响下滑

分品类看,公司年报未披露具体单个品牌的收入情况,而将主要产品分为溶液类注射产品(包括嗨体、逸美)、凝胶类注射产品(包括爱芙莱、宝尼达、逸美一加一、爱美飞)、面部埋植线产品和化妆品四大类。其中溶液类产品全年实现营收 4.47 亿元,在嗨体放量带动下同增 82.85%;凝胶类产品受疫情等因素影响而营收同比下降 19.21%;面部埋植线产品在低基数下实现同比+2068%的高增长;化妆品类实现营收 789 万元。

渠道拓展方面,截止 2020 年末,公司拥有 160 名销售和市场人员,覆盖国内大约 5000 家医美机构。

表 1: 公司营收分品类情况 (万元、%)

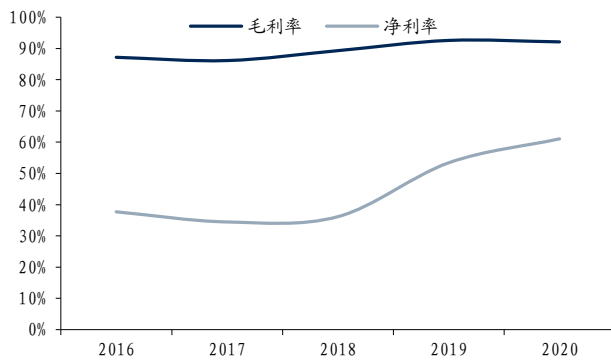
品类	2020 年		2019 年		同比增减 (%)
	销售金额 (万元)	营收占比 (%)	销售金额 (万元)	营收占比 (%)	
溶液类注射品	44,737.52	63.07%	24,467.31	43.87%	82.85%
凝胶类注射品	25,218.74	35.56%	31,216.15	55.97%	-19.21%
面部埋植线	184.22	0.26%	8.50	0.02%	2068.44%
化妆品	788.54	1.11%	79.61	0.14%	890.47%

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利营运: 费用管控持续优化, 现金流状况积极向好

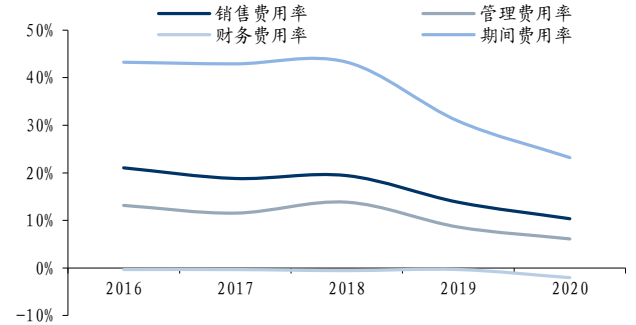
公司 20 年毛利率 92.17%，同比-0.46pct，维持稳健水平。费用率方面，销售费用率 10.37%，同比-3.47pct，预计主要受益于产品放量带来的规模效益及疫情下相关线下培训支出减少；管理费用率 6.13%，同比-2.49pct，其中占比最高的人工费同比下降 8.24%，反映公司精细化核算费用的方向。营运及现金流方面，公司存货周转天数稳健，同比+3.63 天；经营性现金流净额 4.26 亿元，同比+37.44%，积极向好。

图 5: 爱美客毛利率及净利率情况 (%)



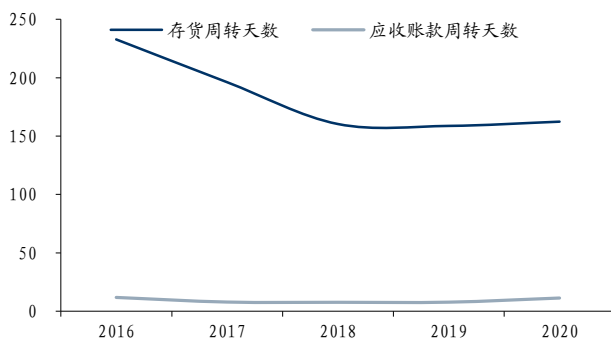
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 爱美客期间费用率情况 (%)



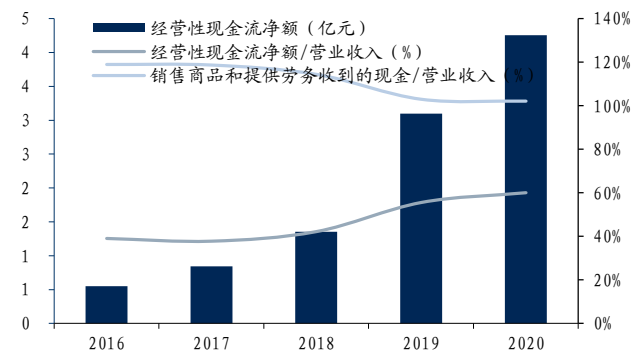
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 爱美客存货及应收账款周转情况 (天)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 爱美客现金流状况 (亿元、%)



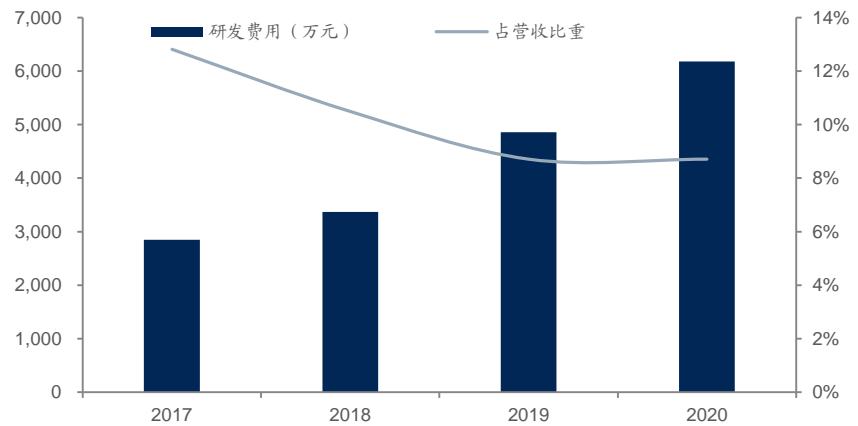
资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

研发投入及在研产品情况

公司通过持续的技术研发投入保证竞争优势, 2020 年公司研发投入占营业收入 8.71%, 研发投入金额同比增长 27.26%, 部分在研项目已处于研发及注册申请的阶段。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进入到注册申报阶段; 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。

图 9：公司研发费用投入情况（万元、%）



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：公司注册申报产品及在研产品情况

序号	产品名称	注册分类	临床用途	注册所处阶段	进展情况
1	医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	III	本产品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
2	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
3	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/m ² 及以上 (肥胖) 或 BMI 为 27kg/m ² 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

资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：加速打造产品矩阵，充分受益行业红利，维持“买入”

公司作为国内医美玻尿酸领军企业，已在渠道、研发、品牌层面树立了极强的壁垒。短期来看，公司现有嗨体等优势产品仍有增长空间，爱芙莱、宝尼达等产品在 20 年疫情低基数上亦有望取得恢复性增长；中长期看，公司瞄准前景广阔的医美各细分赛道，积极开拓新产品线，打造医美产品矩阵，凭借强大的营销和渠道能力，有望持续巩固龙头地位并充分享受行业成长红利。

考虑公司嗨体等核心产品仍有望实现高增长，凝胶类产品在 20 年低基数上有望迎来恢复性增长；同时公司相关产品规模效益逐步凸显，20 年利润实现稳健高速增长，我们上调公司 21-22 年 EPS 至 5.67/8.29 元（前值为 5.11/6.77 元），预计公司 21-23 年归母净利润分别同增 54.73%/46.14%/36.18%，EPS 分别为 5.67/8.29/11.28，当前股价对应 PE 分别 160/109/80 倍，维持“买入”评级。

附表：可比公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 21/02/08	EPS			PE			总市值(亿元) 21/02/08
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300896	爱美客	买入	907.00	3.66	5.67	8.29	247.92	159.96	109.45	1090.21
688363	华熙生物	增持	178.85	1.40	2.01	2.75	127.52	88.95	65.00	858.48
688366	昊海生科	暂无	116.90	1.47	2.42	3.07	79.60	48.38	38.07	181.47

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

注: 昊海生科为 wind 一致预测，其中华熙生物、昊海生科 2020 年 EPS/PE 均为预测值；爱美客为实际值

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3456	3956	4744	5508	营业收入	709	1142	1727	2462
应收款项	33	47	85	121	营业成本	56	86	124	179
存货净额	27	57	49	106	营业税金及附加	4	9	14	20
其他流动资产	18	29	43	62	销售费用	74	167	268	406
流动资产合计	4376	4930	5762	6638	管理费用	44	193	294	431
固定资产	143	182	227	308	财务费用	(14)	(93)	(109)	(128)
无形资产及其他	10	10	10	9	投资收益	15	8	10	10
投资性房地产	70	70	70	70	资产减值及公允价值变动	2	0	5	5
长期股权投资	34	36	38	48	其他收入	(61)	0	0	0
资产总计	4633	5227	6107	7073	营业利润	503	788	1152	1569
短期借款及交易性金融负债	0	5	5	5	营业外净收支	(0)	1	1	1
应付款项	5	16	25	36	利润总额	503	789	1153	1570
其他流动负债	85	88	170	51	所得税费用	69	118	173	235
流动负债合计	89	109	199	92	少数股东损益	(6)	(10)	(15)	(20)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	440	680	994	1354
其他长期负债	12	17	22	27					
长期负债合计	12	17	22	27	现金流量表 (百万元)				
负债合计	101	126	222	119	净利润	440	680	994	1354
少数股东权益	(3)	(11)	(23)	(38)	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	4534	5112	5908	6991	折旧摊销	11	16	20	24
负债和股东权益总计	4633	5227	6107	7073	公允价值变动损失	(2)	0	(5)	(5)
					财务费用	(14)	(93)	(109)	(128)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(51)	(34)	51	(214)
每股收益	3.66	5.67	8.29	11.28	其它	(7)	(9)	(12)	(15)
每股红利	0.00	0.85	1.66	2.26	经营活动现金流	392	655	1048	1145
每股净资产	37.72	42.60	49.23	58.26	资本开支	(5)	(55)	(60)	(100)
ROIC	21%	24%	72%	89%	其它投资现金流	(842)	0	0	0
ROE	10%	13%	17%	19%	投资活动现金流	(880)	(57)	(62)	(110)
毛利率	92%	92%	93%	93%	权益性融资	3473	0	0	0
EBIT Margin	75%	60%	60%	58%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	77%	62%	61%	59%	支付股利、利息	0	(102)	(199)	(271)
收入增长	27%	61%	51%	43%	其它融资现金流	(35)	5	0	0
净利润增长率	44%	55%	46%	36%	融资活动现金流	3438	(97)	(199)	(271)
资产负债率	2%	2%	3%	1%	现金净变动	2950	501	787	764
息率	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	506	3456	3956	4744
P/E	247.9	160.0	109.5	80.4	货币资金的期末余额	3456	3956	4744	5508
P/B	24.0	21.3	18.4	15.6	企业自由现金流	415	512	884	923
EV/EBITDA	200.6	154.9	104.1	75.1	权益自由现金流	380	596	977	1031

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032