

公司点评
爱美客 (300896)
医药生物 | 医疗器械
嗨体护航公司高速增长，轻医美龙头未来可期

2021年04月28日

评级 推荐

评级变动 首次

合理区间 600.19-612.83 元
交易数据

当前价格 (元)	589.60
52周价格区间 (元)	311.00-1331.02
总市值 (百万)	127565.86
流通市值 (百万)	29113.67
总股本 (万股)	21636.00
流通股 (万股)	4937.87

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
爱美客	52.19	41.04	
医疗器械	15.56	1.63	37.26

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

陈诗璐

chensl2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955711

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	557.72	709.29	1170.32	1768.12	2491.39
归母净利润 (百万元)	305.52	439.75	743.62	1131.46	1582.07
每股收益 (元)	1.41	2.03	3.44	5.23	7.31
每股净资产 (元)	3.05	20.95	23.32	26.11	28.88
P/E	417.54	290.09	171.55	112.74	80.63
P/B	193.59	28.14	25.28	22.58	20.41

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- 事件:** 近日, 公司发布 2021 年一季报。2021Q1 公司实现营收 2.59 亿元/+227.52%, 环比增长 5.92%; 实现归母净利 1.71 亿元/+296.50%, 环比增长 14.36%; 实现扣费归母净利 1.62 亿元/+303.31%, 环比增长 12.83%, 其中非经常性损益主要是持有交易性金融资产等获得 506 万元的投资收益以及 243 万元的政府补助。
- 营收情况: 品牌影响力逐渐增强, 明星单品助推营收高增。** 与去年相比, 新冠疫情对线下医美的影响已经消除, 同时公司差异化产品布局的优势愈发凸显, “嗨体”、“爱芙莱”以及“宝尼达”等产品的品牌力日益增加, “嗨体”系列中的“熊猫针”定位眼周改善, 覆盖的目标客群更广, 自去年下半年上市以来, 终端市场表现优异, 推动营业收入快速增长。从往年情况来看, 通常一季度为医美淡季, 四季度为旺季, 但明星单品“嗨体”快速放量叠加单价更高的“熊猫针”上市以来推广效果较好, 2021Q1 营收创单季度新高, 同比+227.52%/环比+5.92%至 2.59 亿元。近年来, 公司产品的技术优势、安全性和有效性得到了终端消费者的认可, 公司旗下各大产品的品牌力逐渐增强, 尤其是“嗨体”系列产品的热度有望长期持续。
- 盈利能力: 产品结构优化拉升毛利率, 知名度提高+规模扩张带动费用率下行。** 根据 2020 年报数据, 溶液类注射产品中“嗨体”系列占比最大, 由此测算得到 2020 年“嗨体”系列占比约 60%, 此外同系列的“熊猫针”终端反响较好, 估测 2021Q1 “嗨体”全系列占营业收入比例接近 70%。随着“嗨体”、“熊猫针”等高毛利产品收入占比的提升, 公司 2021Q1 毛利率同比提升 2.67pct 至 92.5%。2021Q1 期间费用率同比降低 12.69pct 至 19.59%, 分拆项目来看, 得益于公司产品知名度的提升, 2021Q1 公司销售费用率同比降低 3.39pct 至 10.68%; 公司规模扩大, 带动 2021Q1 管理费用率同比下降 5.52pct 至 4.53%。此外, 公司加大研发力度, 2021Q1 研发费用率同比小幅提升 0.09pct 至 9.01%。公司毛利率上行叠加费用率下降, 公司 2021Q1 销售净利率有效提升 10.61pct 至 63.94%。
- 童颜针获批有望打开业绩新增空间, 持续深度运营夯实客户基础。** 从产品端来看, 公司预计今年获批 III 类器械证号的“童颜针”, 公司的“童

童颜针”（医用含修饰聚左旋乳酸微球+透明质酸钠凝胶）与市场现有产品有所区别，同时具备玻尿酸的即时填充效果以及聚左旋乳酸的长效增生效果，相比单一玻尿酸产品更具竞争力。从渠道端来看，公司近年来积极扩充营销团队以完善公司的营销网络，加强学术推广与技术培训，深度参与机构运营，有效提升了公司的终端渗透率和新品推广效率。今年“童颜针”获批后，公司成熟的营销推广体系将助推“童颜针”迅速打开终端市场，我们预计其将成为公司今年新的业绩增长点，继续助推公司快速成长。

- **盈利预测与投资建议：明星产品护航增长，公司充分享受行业红利，首次覆盖给予“推荐”评级。**公司聚焦医美市场，强研发+优质产品+深度渠道运营助力公司在注射医美领域获得丰厚成果，在行业中形成了极强的公司壁垒。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 11.70/17.68/24.91 亿元，归母净利润分别为 7.43/11.31/15.82 亿元，EPS 分别为 3.44/5.23/7.31 元，净利润增速分别为 66.16%/53.41%/39.88%，归母净利润增速分别为 69.10%/52.16%/39.83%，当前股价对应 PE 分别为 172/113/81 倍。短期来看，“嗨体”系列的牌力不断增强，公司现有产品仍有增长空间；中长期来看，公司瞄准广阔的医美蓝海市场，积极布局差异化产品矩阵，强化营销和渠道能力，公司有望长期稳固龙头地位。考虑到公司的成长性，结合未来两年业绩复合增速为 60.4%，我们给予公司 2022 年 1.9 倍 PEG，合理价格区间在 600.19-612.83 元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：研发进度不及预期；产品获批进度不及预期；整容医疗事故风险；行业竞争加剧风险。**

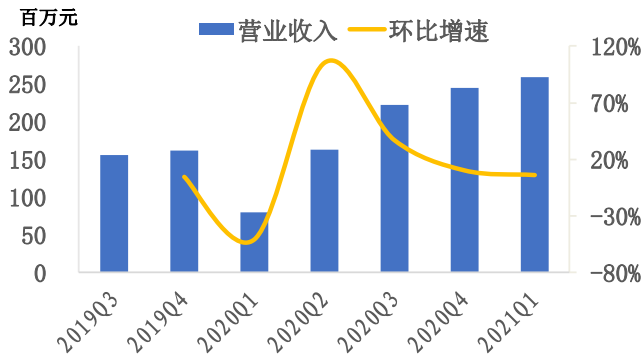
图 1：可比公司盈利及估值

日期	20210428	EPS		PE		总市值（亿元）	
代码	公司	收盘价	2021E	2022E	2021E		2022E
300896	爱美客	589.60	3.25	4.77	181.51	123.61	1,276
688363	华熙生物	201.74	1.68	2.25	120.41	89.70	968
688366	昊海生科	134.01	2.50	3.32	53.51	40.39	237

资料来源：Wind，财信证券

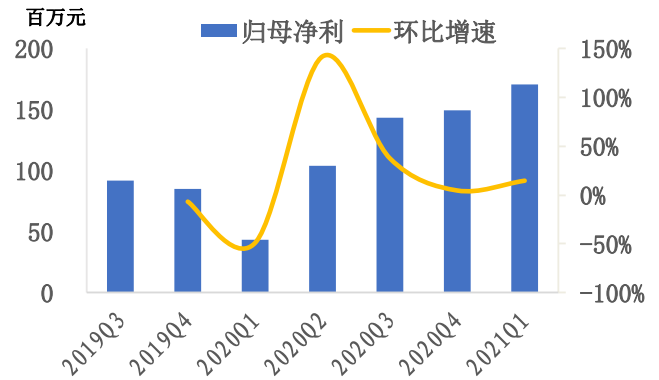
*注：2021-2022 年 EPS、PE 均为 Wind 一致预期值

图 2：分季度营收及增速



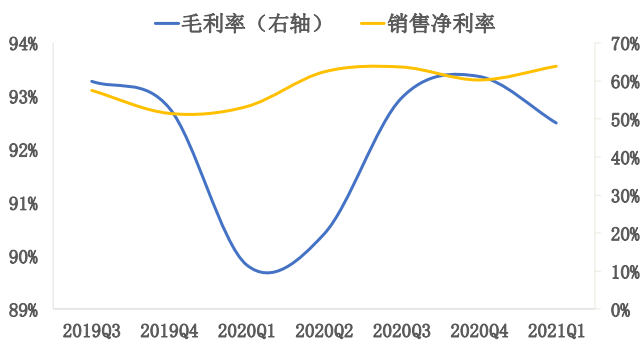
资料来源：Wind，财信证券

图 3：分季度归母净利润及增速



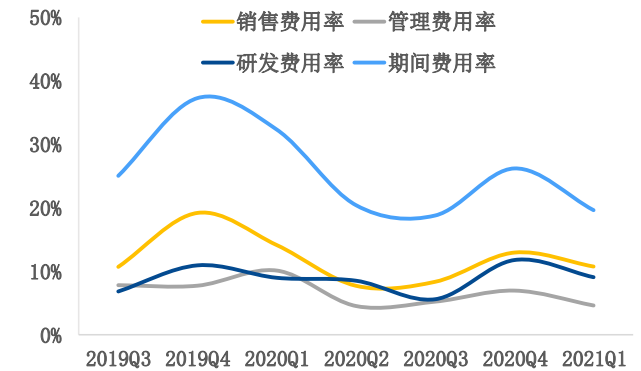
资料来源：Wind，财信证券

图 4：毛利率及净利率水平



资料来源：Wind，财信证券

图 5：期间费用率情况



资料来源：Wind，财信证券

财务预测摘要

利润表 (百万元)						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	558	709	1170	1768	2491	成长性					
减:营业成本	41	56	90	129	179	营业收入增长率	73.7%	27.2%	65.0%	51.1%	40.9%
营业税费	4	4	7	9	13	营业利润增长率	144.5%	43.6%	66.1%	53.2%	39.9%
销售费用	77	74	112	159	224	净利润增长率	148.7%	43.9%	69.1%	52.2%	39.8%
管理费用	48	44	72	105	148	EBITDA 增长率	120.5%	38.4%	62.7%	52.8%	40.3%
财务费用	-2	-14	-27	-35	-40	EBIT 增长率	124.8%	39.1%	63.9%	53.5%	40.7%
研发费用	49	62	94	138	194	NOPLAT 增长率	157.9%	42.3%	65.5%	54.2%	40.6%
加:资产减值损失	0	0	0	0	0	投资资本增长率	15.9%	17.7%	8.6%	21.8%	0.7%
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	净资产增长率	63.7%	583.8%	10.8%	11.5%	10.1%
投资收益及其他	9	16	12	17	18	利润率					
营业利润	350	503	835	1280	1790	毛利率	92.6%	92.2%	92.3%	92.7%	92.8%
加:营业外净收支	1	0	0	0	0	营业利润率	62.8%	70.9%	71.4%	72.4%	71.8%
利润总额	351	503	835	1280	1790	净利润率	54.8%	62.0%	63.5%	64.0%	63.5%
减:所得税	53	69	115	175	245	EBITDA/营业收入	72.6%	79.0%	77.9%	78.8%	78.5%
归母净利润	306	440	744	1131	1582	EBIT/营业收入	70.8%	77.5%	76.9%	78.1%	78.0%
资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	506	3456	3952	4487	5042	固定资产周转天数	93	74	42	26	17
交易性金融资产	0	842	850	850	850	流动营业资本周转天数	-7	-5	1	8	10
应收账款	15	33	26	69	74	流动资产周转天数	278	1,254	1,427	1,059	838
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	8	12	9	10	10
预付帐款	5	6	11	14	21	存货周转天数	12	13	12	12	12
存货	23	27	54	62	99	总资产周转天数	390	1,364	1,500	1,102	868
其他流动资产	16	12	11	13	12	投资资本周转天数	84	77	53	40	31
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资回报率					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	46.4%	9.7%	14.7%	20.0%	25.3%
长期股权投资	0	34	34	34	34	ROA	40.1%	9.4%	14.1%	19.4%	24.5%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	246.1%	302.0%	424.6%	603.1%	696.2%
固定资产	151	143	132	121	111	费用率					
在建工程	0	0	0	0	0	销售费用率	13.8%	10.4%	9.6%	9.0%	9.0%
无形资产	11	10	10	9	9	管理费用率	8.6%	6.1%	6.1%	5.9%	5.9%
其他非流动资产	18	70	41	45	51	财务费用率	-0.3%	-2.0%	-2.3%	-2.0%	-1.6%
资产总额	744	4633	5121	5704	6304	三费/营业收入	30.9%	23.2%	21.4%	20.8%	21.1%
短期债务	0	0	0	0	0	偿债能力					
应付帐款	7	17	18	22	40	资产负债率	10.9%	2.2%	2.0%	1.8%	2.2%
应付票据	0	0	0	0	0	负债权益比	12.2%	2.2%	2.0%	1.9%	2.3%
其他流动负债	60	72	69	69	89	流动比率	8.40	49.05	56.43	59.87	47.40
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	8.05	48.75	55.81	59.20	46.63
其他非流动负债	14	12	13	13	13	利息保障倍数	-231.37	-38.32	-33.44	-39.85	-49.04
负债总额	81	101	100	105	142	分红指标					
少数股东权益	4	-3	-25	-51	-87	DPS(元)	-	1.94	1.52	2.44	4.54
股本	90	120	216	216	216	分红比率	0.0%	95.7%	44.1%	46.6%	62.1%
留存收益	569	4414	4829	5434	6033	股息收益率	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.8%
股东权益	663	4531	5021	5599	6162	业绩和估值指标					
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	1.41	2.03	3.44	5.23	7.31
归母净利润	298	433	744	1131	1582	BVPS(元)	3.05	20.95	23.32	26.11	28.88
加:折旧和摊销	10	11	11	11	11	PE(X)	417.54	290.09	171.55	112.74	80.63
资产减值准备	1	1	0	0	0	PB(X)	193.59	28.14	25.28	22.58	20.41
公允价值变动损失	0	-2	0	0	0	P/FCF	445.45	307.33	174.85	116.76	80.71
财务费用	0	0	-27	-35	-40	P/S	228.73	179.85	109.00	72.15	51.20
投资收益	-7	-15	-11	-16	-16	EV/EBITDA	129.79	118.67	134.62	87.68	62.18
少数股东损益	-8	-6	-24	-27	-37	CAGR(%)	54.8%	52.8%	83.7%	54.8%	52.8%
营运资金的变动	27	-22	4	-55	-19	PEG	7.62	5.50	2.05	2.06	1.53
经营活动产生现金流量	310	426	697	1011	1481	ROIC/WACC	23.43	28.76	40.43	57.44	66.30
投资活动产生现金流量	-26	-916	2	16	16	REP	16.08	14.09	17.03	9.80	8.38
融资活动产生现金流量	-44	3441	-204	-492	-942						

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438