



买入（维持）

所属行业：商业贸易
当前价格(元)：765.61

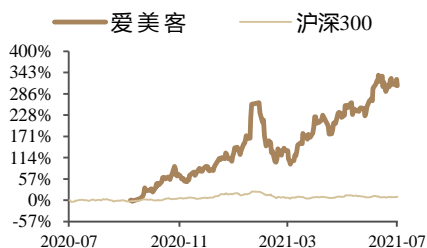
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.80	26.34	25.61
相对涨幅(%)	9.59	26.00	24.57

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《爱美客点评：增资收购韩国医美资产，加速肉毒黄金赛道布局》，2021.7.6
- 2.《--爱美客：新产品童颜针正式获批，丰富后续业绩增长曲线》，2021.6.25
- 3.《爱美客：乘风破浪颜值经济，头角峥嵘医美产业》，2021.6.20
- 4.《医美行业深度：颜值经济乘风起，医美产业相辉映》，2021.5.21

爱美客跟踪点评：童颜针“濡白天使”上市，新品再拓增长空间

投资要点

- 事件：**爱美客“濡白天使”7月21日正式上市，升级迭代“童颜针”打开全新轻医美品类空间。爱美客该产品于今年6月24日拿证获批，成为中国大陆地区该赛道继圣博玛后第二款正式合规产品。濡白天使重新定义再生注射针剂品类，复配成分即刻注射+交联玻尿酸成分即刻填充+利多卡因成分添加提升注射舒适度，多维度改良升级海外传统版童颜针。从产品出发B端降低风险+C端提升效果体验，背靠公司龙头品牌力+广阔渠道，“濡白天使”有望在传统填充材料领域+PLLA童颜类别中脱颖而出。
- 点评：**爱美客再生童颜针剂重磅上市，产品迭代满足更高需求，差异化竞争打开抗衰塑性市场。“濡白天使”童颜针相较于海外传统童颜针，差异化优势显著：①**注射简单：**濡白天使采用SDAM专利技术，将PLLA-PEG均匀混悬在交联透明质酸内，无须复溶可即刻注射，提升服务机构与医生效率。②**即刻填充：**复配交联透明质酸起即刻填充效果，PLLA后续刺激胶原再生，双重曲线满足偏好更饱满的亚洲消费者。③**注射舒适感：**濡白天使添加利多卡因术中减少痛感提升用户体验。④**术后部位不透光：**濡白天使质地为乳白色复合凝胶，术后部位不易发生透光现象，效果更加真实。爱美客立足童颜针背景之下，根据东亚审美与注射习惯对产品进行改良，优化细节提升产品竞争力。目前童颜针产品细分赛道仅有长春圣博玛童颜针艾维岚和爱美客濡白天使于今年年中相继上市，市场仍处于较为空白待教育开发状态。濡白天使为爱美客布局抗衰年轻化市场的拳头产品，公司凭借过硬产品定位营销能力、广阔直销经销渠道和B端C端品牌影响力，“童颜针”有望成为该细分空间第一款重磅现象级产品，挤压非正规水下市场，抬高公司中远期业绩空间。
- 童颜针概况：**童颜针(PLLA)产品于海外诞生已久，发展运用十余年经验丰富口碑良好，针对自体胶原再生饱满塑性，全球注射疗程占比逐渐提升。聚左旋乳酸(PLLA)是一种与人体相融并可分解吸收的组织再生型注射填充剂，具有良好的生物相容性和可降解性，可在体内自行分解代谢。PLLA通过深入肌肤渐进式地在皮肤组织中分解并释放作用，刺激纤维母细胞，增加胶原纤维和弹性纤维生成，最终分解为乳酸、二氧化碳及水分，逐渐被人体吸收。海外以Sculptra为代表的童颜针已上市推广十余年，全球注射量超数十万剂。根据ISAPS统计，非手术医美疗程中PLLA注射针剂占比处于逐渐上升态势。童颜针于我国港澳台地区已流行多年，大陆水下灰色市场及I类药械的非合规操作运用现象较为严重。以爱美客濡白天使为代表的合规优质童颜再生产品正式上市，将深刻影响轻医美填充抗衰业态，填补细分高阶需求空白，打开行业该领域新的增长空间。
- 投资建议：**预计公司现有业务2021/2022/2023/2024/2025年将实现13.56亿元、19.75亿元、27.07元、35.92亿元及44.69亿元，对应归母净利润8.02亿元/11.93亿元/16.32亿元/20.84亿元/26.37亿元。公司产品实力及影响力处于行业前沿水平，产品图谱丰富呈系列化分布，紧跟国际潮流前瞻性布局立足公司业务长足发展。突破性产品濡白天使及未来肉毒毒素布局有望为公司后续长足发展注入强劲增长动力。公司在医美药械领域处于头部领先地位，产品及产能有待继续扩容，未来拓展潜力空间可期。
- 风险提示：**医美产品竞争加剧风险；新品开发不及预期风险；医疗事故风险；医美技术替代风险等。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	216.36		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	49.38	营业收入(百万元)	558	709	1,356	1,975	2,707
52 周内股价区间(元):	182.61-820.00	(+/-)YOY(%)	73.7%	27.2%	91.1%	45.7%	37.1%
总市值(百万元):	165,647.38	净利润(百万元)	306	440	802	1,193	1,632
总资产(百万元):	4,416.45	(+/-)YOY(%)	148.7%	43.9%	82.5%	48.7%	36.8%
每股净资产(元):	19.80	全面摊薄 EPS(元)	1.41	2.03	3.71	5.52	7.54
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	92.6%	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
		净资产收益率(%)	46.4%	9.7%	16.0%	19.2%	20.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.03	3.71	5.52	7.54
每股净资产	20.95	23.16	28.68	36.22
每股经营现金流	1.97	3.84	5.60	7.62
每股股利	0.00	1.95	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	322.28	206.43	138.81	101.49
P/B	31.26	33.05	26.70	21.14
P/S	129.74	122.20	83.86	61.18
EV/EBITDA	156.07	172.68	115.40	83.82
股息率%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
净利润率	62.0%	59.2%	60.4%	60.3%
净资产收益率	9.7%	16.0%	19.2%	20.8%
资产回报率	9.5%	15.6%	18.7%	20.3%
投资回报率	9.0%	15.9%	19.1%	20.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.2%	91.1%	45.7%	37.1%
EBIT 增长率	38.9%	96.3%	48.8%	36.9%
净利润增长率	43.9%	82.5%	48.7%	36.8%
偿债能力指标				
资产负债率	2.2%	2.9%	2.6%	2.5%
流动比率	49.1	35.1	38.4	40.3
速动比率	48.7	34.7	38.0	39.9
现金比率	38.7	28.2	32.2	35.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	15.3	11.8	9.2	9.1
存货周转天数	176.2	173.8	139.2	122.3
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	5.0	7.1	7.8	9.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	440	65	65	65
少数股东损益	-6	0	0	0
非现金支出	12	12	15	13
非经营收益	-16	0	0	0
营运资金变动	-4	17	3	5
经营活动现金流	426	831	1,212	1,649
资产	-32	-63	-83	-50
投资	-899	0	0	0
其他	15	0	0	0
投资活动现金流	-916	-63	-83	-50
债权募资	0	0	0	0
股权募资	3,473	96	0	0
其他	-33	-421	0	0
融资活动现金流	3,441	-325	0	0
现金净流量	2,950	444	1,129	1,600

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月21日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	709	1,356	1,975	2,707
营业成本	56	82	120	158
毛利率%	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
营业税金及附加	4	14	14	20
营业税金率%	0.5%	1.0%	0.7%	0.8%
营业费用	74	136	188	244
营业费用率%	10.4%	10.0%	9.5%	9.0%
管理费用	44	81	109	171
管理费用率%	6.1%	6.0%	5.5%	6.3%
研发费用	62	118	168	230
研发费用率%	8.7%	8.7%	8.5%	8.5%
EBIT	471	925	1,376	1,885
财务费用	-14	-2	-3	-2
财务费用率%	-2.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
营业利润	503	931	1,384	1,893
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	503	931	1,384	1,893
EBITDA	482	14	13	13
所得税	69	128	191	261
有效所得税率%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
少数股东损益	-6	0	0	0
归属母公司所有者净利润	440	802	1,193	1,632

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,456	3,900	5,029	6,628
应收账款及应收票据	30	44	50	67
存货	27	39	46	53
其它流动资产	863	869	871	875
流动资产合计	4,376	4,852	5,995	7,623
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	143	190	254	288
在建工程	0	0	0	0
无形资产	10	14	18	21
非流动资产合计	257	308	376	413
资产总计	4,633	5,159	6,370	8,036
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5	24	17	20
预收账款	0	15	14	12
其它流动负债	85	100	125	157
流动负债合计	89	138	156	189
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债总计	101	151	168	202
实收资本	120	216	216	216
普通股股东权益	4,534	5,011	6,205	7,837
少数股东权益	-3	-3	-3	-3
负债和所有者权益合计	4,633	5,159	6,370	8,036

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。