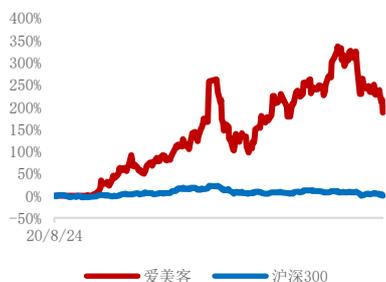


## 社服/医美

报告原因：业绩公告

2021年8月24日

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月23日

收盘价(元):	561.98
年内最高/最低(元):	820.0/182.61
流通 A 股/总股本(亿):	0.49/2.16
流通 A 股市值(亿):	277.50
总市值(亿):	1215.90

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益:	1.97
每股净资产(元):	25.79
净资产收益率:	9.38%

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 爱美客 (300896.SZ)

针剂类产品铸就品牌壁垒，保驾业绩高速增长

## 首次覆盖

增持

公司研究/点评报告

事件点评

- 公司发布 21 年中期财报，实现营收 6.33 亿元 (+161.87%)，归母净利润 4.25 亿元 (+188.86%)，扣非归母净利润 4.11 亿元 (+191.46%)，经营活动产生现金流 43.77 亿元 (+279.71%)，EPS1.97 元。其中 Q2 实现营收 3.74 亿元 (+129.45%)，归母净利润 2.55 亿元 (+145.19%)，扣非归母净利润 2.48 亿元。公司营收、净利润、现金流均保持高速增长态势。
- 公司主要产品市场渗透率进一步提升。通过与医疗机构深度运营合作，公司产品在终端认可度不断加强。嗨体、爱芙莱、宝尼达、逸美一加一、紧恋等产品凭借安全有效等特点，品牌影响力不断加强。报告期内，公司新品聚左旋乳酸-交联透明质酸钠凝胶（濡白天使，升级迭代海外童颜针）取得 III 类医疗器械产品注册证，截至目前公司已有 7 项产品获得国家药品监督管理局的注册证书。
- 为推进资本战略，公司启动 H 股股票发行事项。公司拟发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司主办上市，若发行成功公司有望成为首个“A+H”上市的医美标的。医美消费具有高客单价、高复购率特性，成长空间广阔。目前公司已经通过针剂类产品铸就品牌壁垒，以嗨体（颈纹除皱针）-熊猫针-童颜针-A 型肉毒-冻活泡泡针构筑清晰产品迭代矩阵，巩固针剂龙头地位。
- 期内毛利率持续攀升 3.03pct 至 93.25%，整体费用率下降 6.07pct 至 9.61%。其中销售费用率 9.72% (-0.03pct)、管理费用率 4.12% (-2.17pct)、研发费用率 6.97% (-1.64pct)、财务费用率 -4.23% (-3.87pct)。
- 投资建议：近期国家 8 部委联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》；上交所、深交所已要求新挂牌的消费金融资产证券化产品中，禁止新增“医美消费金融”相关资产入池。随着行业乱象的整肃，预计未来医美仍会是未来消费金融较好的场景之一，有利于行业健康发展，头部企业扩大市场份额。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.19\5.00\6.64，对应公司 8 月 23 日收盘价 561.98 元，2021-2023 年 PE 分别为 176.4\112.4\84.7，首次覆盖，给予“增持”评级。

存在风险

- 政策管控风险；产品研发注册不及预期风险；产品质量安全问题风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	709	1142	1770	2336
收入同比	27%	61%	55%	32%
归母净利润（百万元）	440	689	1082	1436
净利润同比	44%	57%	57%	33%
毛利率	92.2%	91.8%	92.0%	92.1%
ROE	9.6%	12.4%	18.1%	20.7%
EPS（元）	2.03	3.19	5.00	6.64
P/E	276.50	176.43	112.41	84.67
P/B	26.82	21.79	20.35	17.60
EV/EBITDA	133	144	93	70

资料来源：wind，山西证券研究所

## 1. 公司 2021 年中报业绩表现

公司公布 2021 年中期财报，期内实现营收 6.33 亿元 (+161.87%)，归母净利润 4.25 亿元 (+188.86%)，扣非归母净利润 4.11 亿元 (+191.46%)，经营活动产生现金流 43.77 亿元 (+279.71%)，EPS1.97 元。其中 Q2 实现营收 3.74 亿元 (+129.45%)，归母净利润 2.55 亿元 (+145.19%)，扣非归母净利润 2.48 亿元。销售量增加，报告期内公司营收、净利润、现金流均保持高速增长态势

图 1：爱美客营收情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：爱美客归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.1 收入端

公司主要产品市场渗透率进一步提升。通过与医疗机构深度运营合作，公司产品在终端认可度不断加强。嗨体、爱芙莱、宝尼达、逸美一加一、紧恋等产品凭借安全有效等特点，品牌影响力不断加强。报告期内，公司新品聚左旋乳酸-交联透明质酸钠凝胶（濡白天使，升级迭代海外童颜针）取得III类医疗器械产品注册证，截至日前公司已有 7 项产品获得国家药品监督管理局的注册证书。

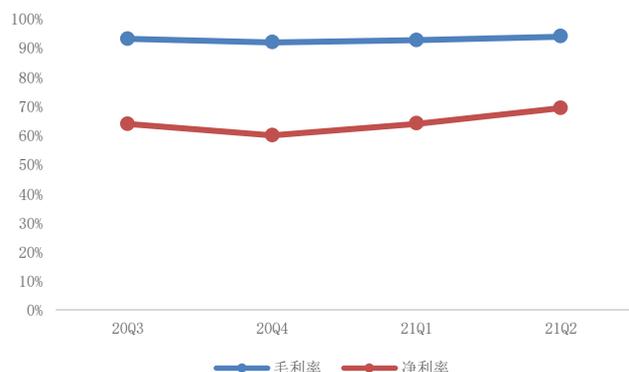
期内公司不断整合优化公司研发机制。购买控股子公司北京诺博特少数股东所持 49%权益、购买控股子公司北京融知生物少数股东所持 49%权益。为进一步推进和提升公司国际化战略布局能力，巩固和保持公司在行业领先地位，公司拟使用超募资金约 8.86 亿元人民币增资并收购韩国 Huons BioPharma Co.,Ltd.25.4% 股权。Huons Global 是韩国知名制药及医疗器械企业，知名产品包括 Hutox 肉毒素德玛莎水光注射仪、艾莉薇玻尿酸等，2020 年营收 1.2 亿元，净利润 0.28 亿元，21Q1 营收 0.34 亿元，净利润 860 万元。本次收购有助于公司打开肉毒素新增长点，同时在 A 型肉毒素研发、销售方面产生协同效应，提升公司整体竞争力。

为推进资本战略，公司启动 H 股股票发行事项。公司拟发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司主办上市，若发行成功公司有望成为首个“A+H”上市的医美标的。医美消费具有高客单价、高复购率特性，成长空间广阔。目前公司已经通过较高针剂类产品铸就品牌壁垒，以嗨体（颈纹除皱针）-熊猫针-童颜针-A 型肉毒-夸活泡泡针构筑清晰产品迭代矩阵，巩固针剂龙头地位。

## 1.2 费用端

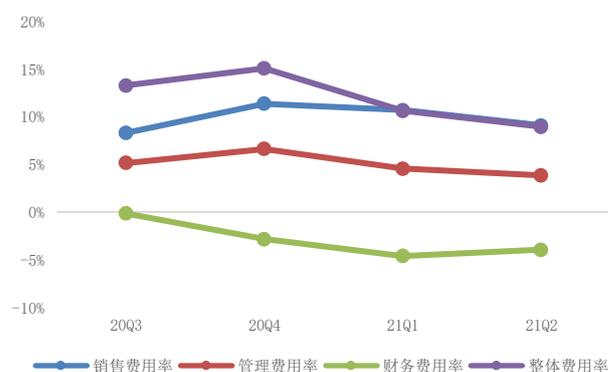
公司期内毛利率持续攀升 3.03pct 至 93.25%，整体费用率下降 6.07pct 至 9.61%。其中销售费用率 9.72%（-0.03pct）、管理费用率 4.12%（-2.17pct）、研发费用率 6.97%（-1.64pct）、财务费用率-4.23%（-3.87pct）。

图 5：爱美客单季度毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：爱美客单季度各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

## 2. 投资建议及盈利预测

今年 6 月，国家 8 部委联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，决定于 2021 年 6 月-12 月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。上交所、深交所近期已要求新挂牌的消费金融资产证券化（ABS）产品中，禁止新增“医美消费金融”相关资产入池，已发行的 ABS 产品不受影响。随着行业乱象的整肃，预计未来医美仍会是未来消费金融较好的场景之一，医疗美容行业监管趋严，有利于行业健康发展，头部企业扩大市场份额。随着童颜针濡白天使上市，公司有望持续保持市场领先地位和强劲竞争能力。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.19\5.00\6.64，对应公司 8 月 23 日收盘价 561.98 元，2021-2023 年 PE 分别为 176.4\112.4\84.7，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 3. 风险提示

政策管控风险；产品研发注册不及预期风险；产品质量安全问题风险；市场竞争加剧风险；消费者购买力不及预期风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,376	4,613	5,001	5,653	<b>营业收入</b>	709	1,142	1,770	2,336
现金	3,456	3,801	4,182	4,683	营业成本	56	94	142	185
应收账款	33	301	308	317	营业税金及附	4	3	5	7
其他应收款	3	265	265	265	销售费用	74	150	228	299
预付账款	6	6	7	7	管理费用	44	86	133	175
存货	27	28	28	29	财务费用	(14)	(17)	(27)	(35)
其他流动资产	850	212	212	352	资产减值损失	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	257	1,176	1,184	1,481	公允价值变动	2	0	0	0
长期投资	34	41	43	47	投资净收益	15	1	1	1
固定资产	166	182	186	191	<b>营业利润</b>	503	829	1,291	1,708
无形资产	10	10	11	11	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动	47	942	945	1,232	营业外支出	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	4,633	5,789	6,186	7,134	<b>利润总额</b>	503	829	1,290	1,708
<b>流动负债</b>	89	117	117	121	所得税	69	124	194	256
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	433	704	1,097	1,451
应付账款	5	5	5	5	少数股东损益	(6)	15	15	15
其他流动负	85	112	112	116	<b>归属母公司净利</b>	440	689	1,082	1,436
<b>非流动负债</b>	12	2	2	2	<b>EBITDA</b>	560	823	1,276	1,684
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	2.03	3.19	5.00	6.64
其他非流动	12	2	2	2					
<b>负债合计</b>	101	119	119	124					
少数股东权	(3)	89	92	100	<b>主要财务比率</b>				
股本	120	216	216	216	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	3,545	3,544	3,544	3,544	<b>成长能力</b>				
留存收益	869	877	885	893	营业收入	27.18%	61.00%	55.00%	32.00%
归属母公司股东	4,534	5,581	5,975	6,910	营业利润	43.55%	64.91%	55.71%	32.30%
<b>负债和股东权</b>	4,633	5,789	6,186	7,134	归属于母公司净	43.93%	56.75%	56.96%	32.76%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	92.17%	91.80%	92.00%	92.10%
					净利率(%)	62.00%	60.36%	61.12%	61.48%
					ROE(%)	9.56%	12.42%	18.08%	20.70%
					ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	2.19%	2.06%	1.93%	1.73%
					净负债比率(%)	-74.48%	-65.26%	-66.96%	-65.11%
					流动比率	49.05	39.49	42.75	46.67
					速动比率	48.75	39.25	42.51	46.43
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.26	0.22	0.30	0.35
					应收账款周转	31.84	34.81	44.97	49.46
					应付账款周转	118.32	249.24	382.49	499.89
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.03	3.19	5.00	6.64
					每股经营现金流(最新摊)	1.97	4.08	5.62	7.15
					每股净资产(最新摊薄)	20.95	25.79	27.62	31.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	276.5	176.4	112.4	84.7
					P/B	26.8	21.8	20.3	17.6
					EV/EBITDA	132.71	144.41	93.11	70.17

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	426	883	1,215	1,548
净利润	440	689	1,082	1,436
折旧摊销	11	105	105	105
财务费用	0	(6)	(10)	(10)
投资损失	(15)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(44)	81	24	3
其他经营现	33	15	15	15
<b>投资活动现金</b>	(916)	(1,012)	(1,149)	(1,289)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(34)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(882)	138	1	(139)
<b>筹资活动现金</b>	3,441	(380)	(424)	(419)
短期借款	0	(430)	(430)	(430)
长期借款	0	40	40	40
普通股增加	30	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	3,411	10	16	21
<b>现金净增加额</b>	2,950	(508)	(358)	(161)

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

