

爱美客 (300896)

证券研究报告

2021 年 08 月 25 日

21H1 归母净利 yoy+188.9%，上市及在研组合全方位引领差异化创新

2021H1 实现营收 6.33 亿元，yoy+161.87%；归母净利 4.25 亿元，yoy+188.86%；扣非后归母净利 4.11 亿元，yoy+191.46%。2021Q2 营业收入 3.74 亿元，yoy+129.92%；归母净利润 2.55 亿元，yoy+144.38%；扣非后归母净利 2.48 亿元。

收入端：分季度看，2020Q3 至 2021Q2 营收分别为 2.23/2.45/2.59/3.74 亿元，分别 yoy+43.18%/+51.03%/+227.52%/+129.92%，保持高速增长。**分品类看**，2021H1 溶液类注射产品营业收入 4.76 亿元，同比增长 230.38%，占主营收入的 75.18%，溶液类注射产品占比相较于 2020 年底提升 12.11pct，我们认为主要系嗨体系列持续放量；凝胶类注射产品营收 1.48 亿元，同比增长 57.39%，占主营收入的 23.43%；面部埋植线和化妆品营收 0.09 亿元。

成本端：2021H1 公司毛利率达 93.25%，同比上升 3.03pct；其中 2020Q1 到 2021Q2 毛利率分别为 89.83%/90.41%/92.97%/93.38%/92.5%/93.77%，2021Q2 毛利率同比上升 3.36pct。我们认为毛利率走高主要由于公司盈利结构逐步调整，**分品类看**，2021H1 溶液类注射产品毛利率 93.73%，同比上升 2.72pct；凝胶类注射产品毛利率 93.31%，同比上升 2.57pct。

费用端：2021H1 期间费用率为 16.57%，同比下降 7.71pct；其中销售费用率 9.72%，同比下降 0.03pct；管理费用率 4.12%，同比下降 2.17pct；研发费用率为 6.97%，同比下降 1.64pct；财务费用率为 -4.23%，主要系募投账户结息所致。**分季度看**，2021Q2 期间费用率 14.48%，同比下降 5.9pct，公司规模效应下期间费用率持续下降；其中，2021Q2 销售费用率 9.06%，同比上升 1.41pct；管理费用率 3.83%，同比下降 0.62pct；研发费用率 5.55%，同比下降 2.9pct；财务费用率 -3.96%。

利润端：2021H1 公司归母净利润 4.25 亿元，同比增长 188.86%，归母净利率 67.17%，同比上升 6.28pct，扣非后归母净利率 64.86%，同比提升 6.58pct。**分季度看**，2020Q3 至 2021Q2 归母净利润分别为 1.43/1.49/1.71/2.55 亿元，分别同比 +55.97%/+75.24%/+296.5%/+144.38%，归母净利率分别为 64.32%/60.98%/65.84%/68.09%，2021Q2 同比上升 4.03pct。

投资建议：产品端：差异化满足细分市场，拥有多个国内首创产品，“嗨体”切入颈纹细分领域，“冻活泡泡针”进军水光市场，“濡白天使”7 月上市强差异化，产品矩阵不断完善。**渠道端**：聚焦直销为主+经销为辅渠道模式，创建全轩学院借助医生教育赋能下游。**研发端**：以技术创新为先导，丰富的技术储备有助于缩短产品开发周期，注射用 A 型肉毒素、利拉鲁肽注射液均进入临床阶段。全方位的已上市产品及在研产品创新组合推动持续增长，覆盖医疗美容和健康管理市场的多个高速增长赛道，抓住行业增长机遇成为中国医疗美容市场的先行者和领导者。

盈利预测：公司盈利结构持续改善，嗨体持续放量，故上调 21-23 年净利润由 8/11.8/16 亿元至 9/13.1/18.1 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：产品研发注册不及预期，市场竞争加剧，产品质量安全问题，产品增长不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	557.72	709.29	1,433.85	2,109.51	2,915.00
增长率(%)	73.74	27.18	102.15	47.12	38.18
EBITDA(百万元)	404.86	560.36	1,017.54	1,487.67	2,059.16
净利润(百万元)	305.52	439.75	903.11	1,310.18	1,813.60
增长率(%)	148.68	43.93	105.37	45.07	38.42
EPS(元/股)	1.41	2.03	4.17	6.06	8.38
市盈率(P/E)	397.98	276.50	134.63	92.80	67.04
市净率(P/B)	184.53	26.82	23.18	20.27	17.92
市销率(P/S)	218.01	171.42	84.80	57.64	41.71
EV/EBITDA	0.00	132.71	114.53	77.94	55.92

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	588.05 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	216.36
流通 A 股股本(百万股)	49.38
A 股总市值(百万元)	127,230.50
流通 A 股市值(百万元)	29,037.14
每股净资产(元)	20.80
资产负债率(%)	3.64
一年内最高/最低(元)	1331.02/311.00

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

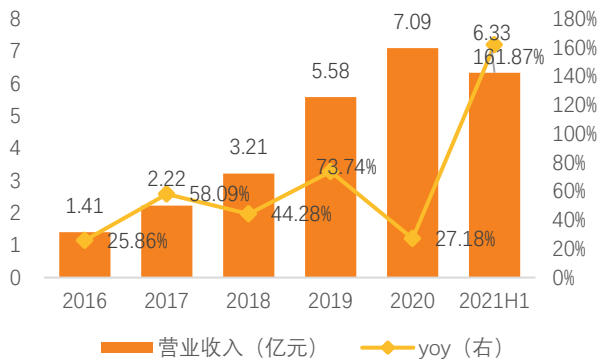
相关报告

- 1 《爱美客-公司点评：拟增资并收购 Huons Bio 部分股权，加快海外协同及进军》 2021-06-28
- 2 《爱美客-季报点评：21Q1 归母净利润略超预期，高毛利率产品熊猫针有望持续放量》 2021-05-13
- 3 《爱美客-首次覆盖报告：差异化铸就壁垒，专业奠定医美龙头地位》 2020-09-30

1. 事件

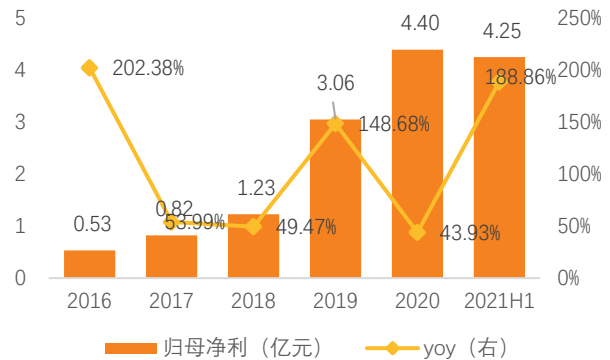
公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 6.33 亿元，yoy+161.87%；归母净利 4.25 亿元，yoy+188.86%；扣非后归母净利 4.11 亿元，yoy+191.46%。其中，2021Q2 营业收入 3.74 亿元，yoy+129.92%；归母净利润 2.55 亿元，yoy+144.38%；扣非后归母净利 2.48 亿元。

图 1：2021H1 营收同比增长 161.87%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2021H1 归母净利同比增长 188.86%



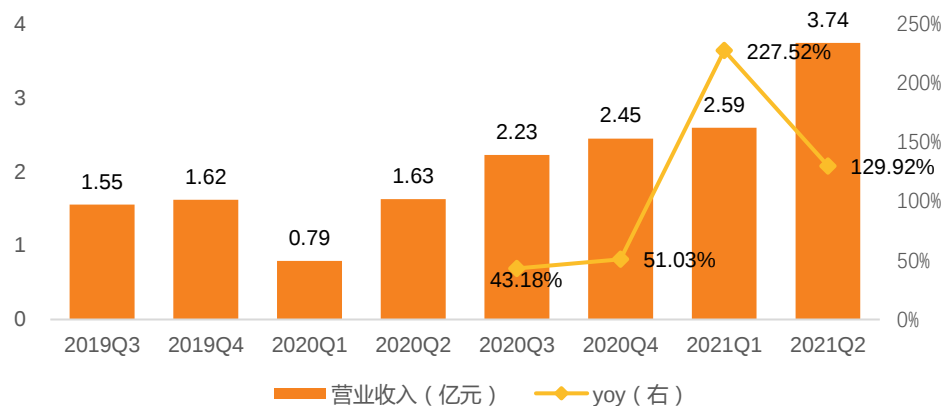
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 收入端

分季度看，2020Q3 至 2021Q2 营收分别为 2.23/2.45/2.59/3.74 亿元，分别 yoy+43.18%/+51.03%/+227.52%/+129.92%，保持高速增长。

图 3：2021Q2 营收同比增长 129.92%



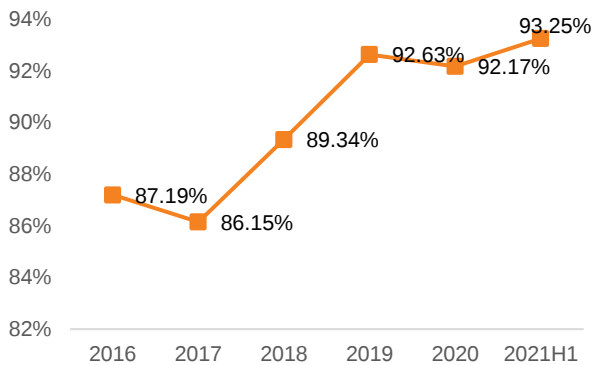
资料来源：Wind，天风证券研究所

分品类看，2021H1 溶液类注射产品营业收入 4.76 亿元，同比增长 230.38%，占主营收入的 75.18%，溶液类注射产品占比相较于 2020 年底提升 12.11pct，我们认为主要系酶体系列持续放量；凝胶类注射产品营收 1.48 亿元，同比增长 57.39%，占主营收入的 23.43%；面部埋植线和化妆品营收 0.09 亿元。

2.2. 成本端

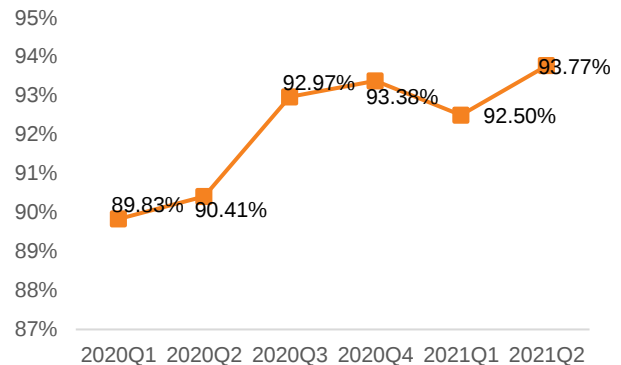
2021H1 公司毛利率达 93.25%，同比上升 3.03pct；其中 2020Q1 到 2021Q2 毛利率分别为 89.83%/90.41%/92.97%/93.38%/92.50%/93.77%，2021Q2 毛利率同比上升 3.36pct。我们认为毛利率走高主要由于公司盈利结构逐步调整，分品类看，2021H1 溶液类注射产品毛利率 93.73%，同比上升 2.72pct；凝胶类注射产品毛利率 93.31%，同比上升 2.57pct。

图 4：2021H1 毛利率为 93.25%，同比提升 3.03pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2021Q2 毛利率为 93.77%，同比提升 3.36pct

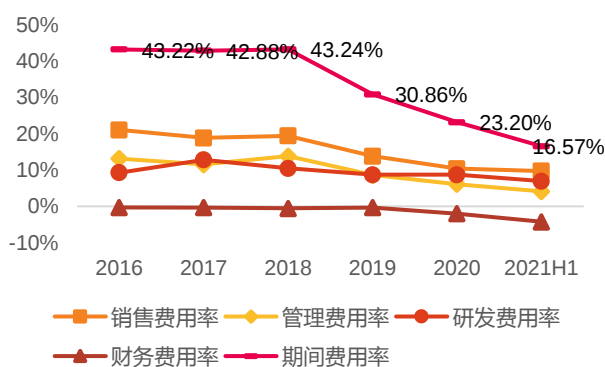


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 费用端

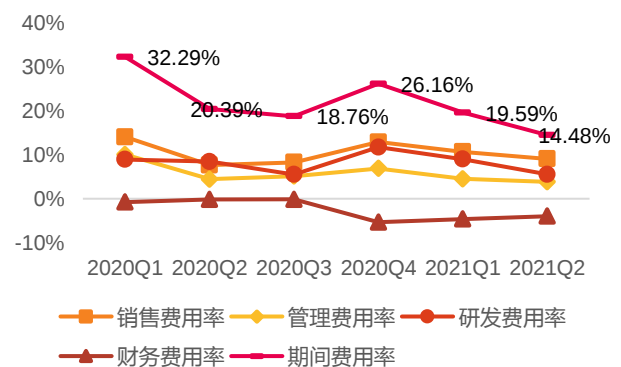
2021H1 期间费用率为 16.57%，同比下降 7.71pct；其中销售费用 0.62 亿元，同比增长 161.05%，主要系销售人员薪酬支出增加所致，销售费用率 9.72%，同比下降 0.03pct；管理费用 0.26 亿元，同比增长 71.6%，主要系管理人员薪酬支出增加所致，管理费用率 4.12%，同比下降 2.17pct；研发费用为 0.44 亿元，同比增长 112.02%，研发费用率为 6.97%，同比下降 1.64pct；财务费用为 -0.27 亿元，财务费用率为 -4.23%，主要系募投账户结息所致。

图 6：2021H1 期间费用率为 16.57%，同比下降 7.71pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2021Q2 期间费用率为 14.48%，同比下降 5.9pct



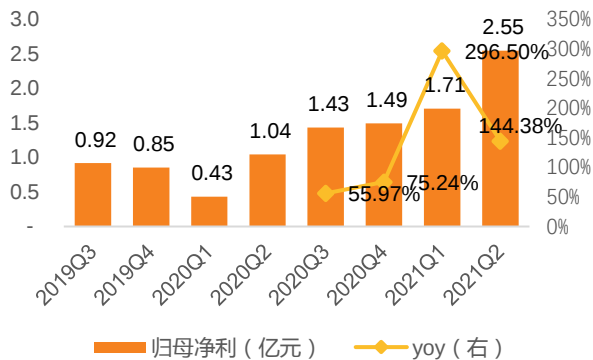
资料来源：Wind，天风证券研究所

分季度看，2020Q1 至 2021Q2 期间费用率分别为 32.29%/20.39%/18.76%/26.16%/19.59%/14.48%，2021Q2 同比下降 5.9pct，公司规模效应下期间费用率持续下降；其中，2021Q2 销售费用率 9.06%，同比上升 1.41pct；管理费用率 3.83%，同比下降 0.62pct；研发费用率 5.55%，同比下降 2.9pct；财务费用率 -3.96%。

2.4. 利润端

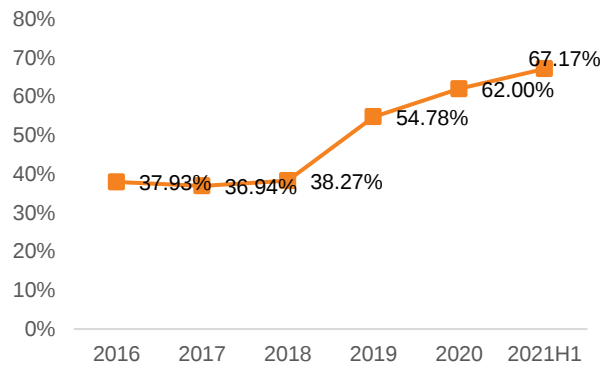
2021H1 公司归母净利润 4.25 亿元, 同比增长 188.86%, 归母净利率 67.17%, 同比上升 6.28pct, 扣非后归母净利率 64.86%, 同比提升 6.58pct。

图 8: 2021Q2 归母净利同比增长 144.38%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2021H1 归母净利率为 67.17%, 同比上升 6.28pct



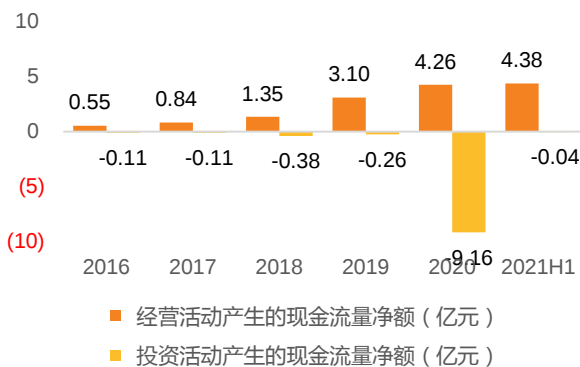
资料来源: Wind, 天风证券研究所

分季度看, 2020Q3 至 2021Q2 归母净利润分别为 1.43/1.49/1.71/2.55 亿元, 分别同比 +55.97%/+75.24%/+296.5%/+144.38%, 归母净利率分别为 64.32%/60.98%/65.84%/68.09%, 2021Q2 同比上升 4.03pct; 2021Q2 扣非后归母净利率 66.42%。

2.5. 现金流

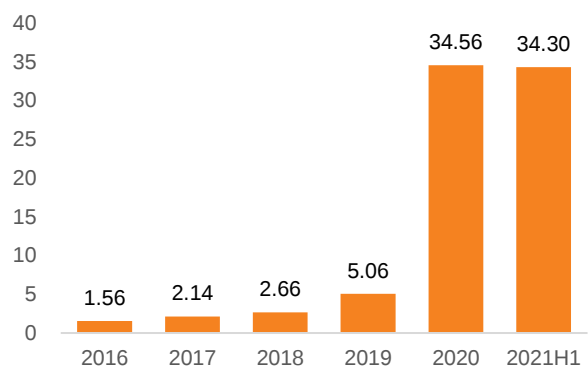
2021H1 公司经营活动产生的现金流量净额 4.38 亿元, 同比增长 279.71%, 主要系销售增加所致; 公司投资活动产生的现金流金额 -0.04 亿元, 主要系理财投资赎回所致。2021H1 货币资金 34.3 亿元。

图 10: 2021H1 经营活动产生的现金流净额 4.38 亿元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 2021H1 货币资金 34.3 亿元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 投资建议与盈利预测

产品端: 差异化满足细分需求市场, 拥有多个国内首创产品, “嗨体” 切入颈纹细分领域, “冻活泡泡针” 进军水光市场, “濡白天使” 7 月上市强差异化, 业务逐步由玻尿酸核心业务向肉毒素、长效再生等拓展, 产品矩阵不断完善。**渠道端:** 聚焦直销为主+经销为辅的渠道模式, 创建全轩学院借助医生教育赋能下游。**研发端:** 消费需求洞察贯穿产品设计周

期,以技术创新为先导,丰富的技术储备有助于缩短产品开发周期,注射用 A 型肉毒毒素、利拉鲁肽注射液均进入临床阶段,另有修饰透明质酸钠凝胶、注射用透明质酸酶、第二代面部埋植线、利多卡因丁卡因乳膏等产品在研,各个研发阶段均拥有产品储备以保证公司持续长期发展。

投资建议:全方位的已上市产品及在研产品创新组合推动持续增长,覆盖医疗美容和健康管理市场的多个高增长赛道,抓住行业增长机遇成为中国医疗美容市场的先行者和领导者。

盈利预测:预计 21-23 年净利润 9/13.1/18.1 亿元,维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	505.61	3,455.84	4,131.47	4,637.55	5,322.06
应收票据及应收账款	14.74	29.82	40.77	68.10	90.92
预付账款	4.57	6.27	14.80	13.92	25.93
存货	23.29	26.80	69.12	62.63	119.39
其他	16.49	857.10	869.50	911.68	999.97
流动资产合计	564.70	4,375.84	5,125.65	5,693.87	6,558.27
长期股权投资	0.00	33.89	33.89	33.89	33.89
固定资产	150.64	142.87	158.14	193.49	227.89
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	10.66	10.36	9.88	9.40	8.92
其他	17.64	69.70	40.68	45.09	51.45
非流动资产合计	178.95	256.83	278.59	351.47	393.90
资产总计	743.65	4,632.67	5,404.24	6,045.35	6,952.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	7.43	4.56	78.85	3.56	101.84
其他	59.81	84.65	98.03	92.55	158.07
流动负债合计	67.24	89.21	176.88	96.11	259.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.70	12.24	13.38	13.11	12.91
非流动负债合计	13.70	12.24	13.38	13.11	12.91
负债合计	80.95	101.44	190.26	109.22	272.82
少数股东权益	3.77	(2.59)	(31.10)	(62.06)	(104.27)
股本	90.00	120.20	216.36	216.36	216.36
资本公积	139.69	3,544.63	3,544.63	3,544.63	3,544.63
留存收益	568.93	4,413.62	5,028.73	5,781.83	6,567.26
其他	(139.69)	(3,544.63)	(3,544.63)	(3,544.63)	(3,544.63)
股东权益合计	662.70	4,531.22	5,213.99	5,936.13	6,679.35
负债和股东权益总计	743.65	4,632.67	5,404.24	6,045.35	6,952.17

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	297.97	433.39	903.11	1,310.18	1,813.60
折旧摊销	10.06	11.08	9.21	11.53	13.93
财务费用	0.00	0.00	(5.92)	(7.32)	(9.19)
投资损失	(6.97)	(14.73)	(10.85)	(10.85)	(10.85)
营运资金变动	18.83	(13.86)	52.09	(105.74)	57.34
其它	(10.18)	9.81	(20.08)	10.90	37.78
经营活动现金流	309.72	425.68	927.56	1,208.70	1,902.60
资本支出	23.37	38.27	58.86	80.27	50.20
长期投资	0.00	33.89	0.00	0.00	0.00
其他	(48.99)	(988.41)	(124.88)	(233.14)	(249.31)
投资活动现金流	(25.62)	(916.25)	(66.01)	(152.87)	(199.11)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.71	3,449.47	102.08	7.32	9.19
其他	(45.74)	(8.66)	(288.00)	(557.08)	(1,028.17)
筹资活动现金流	(44.03)	3,440.80	(185.92)	(549.76)	(1,018.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	240.06	2,950.23	675.63	506.08	684.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	557.72	709.29	1,433.85	2,109.51	2,915.00
营业成本	41.10	55.52	107.54	147.67	204.05
营业税金及附加	3.54	3.66	14.67	15.28	21.99
营业费用	77.17	73.56	139.08	221.50	306.07
管理费用	48.09	43.50	80.30	130.79	183.64
研发费用	48.56	61.80	103.24	170.87	244.86
财务费用	(1.71)	(14.33)	(5.92)	(7.32)	(9.19)
资产减值损失	(0.02)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
公允价值变动收益	0.00	1.57	8.43	41.86	79.98
投资净收益	6.97	14.73	10.85	10.85	10.85
其他	(16.20)	(33.44)	(38.57)	(105.43)	(181.67)
营业利润	350.21	502.74	1,014.24	1,483.46	2,054.42
营业外收入	0.68	0.08	0.25	0.34	0.22
营业外支出	0.10	0.16	0.11	0.12	0.13
利润总额	350.79	502.66	1,014.38	1,483.67	2,054.51
所得税	52.82	69.27	139.78	204.45	283.11
净利润	297.97	433.39	874.60	1,279.22	1,771.40
少数股东损益	(7.55)	(6.36)	(28.51)	(30.96)	(42.20)
归属于母公司净利润	305.52	439.75	903.11	1,310.18	1,813.60
每股收益（元）	1.41	2.03	4.17	6.06	8.38

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	73.74%	27.18%	102.15%	47.12%	38.18%
营业利润	144.45%	43.55%	101.74%	46.26%	38.49%
归属于母公司净利润	148.68%	43.93%	105.37%	45.07%	38.42%
获利能力					
毛利率	92.63%	92.17%	92.50%	93.00%	93.00%
净利率	54.78%	62.00%	62.99%	62.11%	62.22%
ROE	46.37%	9.70%	17.22%	21.84%	26.73%
ROIC	246.06%	301.97%	529.72%	663.43%	487.62%
偿债能力					
资产负债率	10.88%	2.19%	3.52%	1.81%	3.92%
净负债率	-76.30%	-76.27%	-79.24%	-78.12%	-79.68%
流动比率	8.40	49.05	28.98	59.24	25.23
速动比率	8.05	48.75	28.59	58.59	24.77
营运能力					
应收账款周转率	46.76	31.84	40.63	38.75	36.66
存货周转率	30.76	28.32	29.90	32.02	32.03
总资产周转率	0.92	0.26	0.29	0.37	0.45
每股指标（元）					
每股收益	1.41	2.03	4.17	6.06	8.38
每股经营现金流	1.43	1.97	4.29	5.59	8.79
每股净资产	3.05	20.95	24.24	27.72	31.35
估值比率					
市盈率	397.98	276.50	134.63	92.80	67.04
市净率	184.53	26.82	23.18	20.27	17.92
EV/EBITDA	0.00	132.71	114.53	77.94	55.92
EV/EBIT	0.00	135.36	115.57	78.55	56.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com