

中报业绩超预期, 规模化优势提升盈利质量

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2021年中报, 上半年实现收入6.3亿, 同比+162%, 归母净利润4.25亿, 同比+189%, 扣非后约为4.1亿, 同比约+191%, 经营活动现金流4.4亿, 同比增长280%; 21Q2单季度实现收入3.74亿, 同比约+130%, 归母净利润2.55亿, 同比增长144.7%, 扣非后约为2.48亿元。业绩超预期。
- 分季度来看,** 公司21Q1/Q2收入分别为2.6亿元、3.74亿元, 同比增速分别为227.5%、130%; 毛利率分别为92.5%、93.8%。**分产品来看,** 溶液类注射产品实现营业收入4.76亿元, 收入占比约为75.2%, 毛利率比2020年底增加0.88pct至93.73%; 凝胶类注射产品实现营业收入1.48亿元, 收入占比约为23.4%, 毛利率相较于2020年底增加1.04pp至93.3%。公司依靠当前龙头产品嗨体多SKU差异化布局满足各个细分市场的需求, 嗨体颈纹针1.5+2.5, 嗨体熊猫针1.0二季度持续放量, 规模化效应持续体现, 单季度毛利率再创新高。
- 医美行业快速发展+行业规范化, 双重利好上游龙头企业。** 我国医美行业近年来快速成长, 据弗若斯特沙利文研究报告统计, 中国医疗美容市场的市场规模自2016年的人民币776亿元增至2020年的人民币1549亿元, 年复合增长率约为19%, 远高于全球市场。公司产品市场需求有望保持强劲。公司透明质酸钠类注射产品(嗨体)2020年全国销量份额达到27.2%, 入院价市场份额约为14.3%, 公司具备明显的行业领先地位。2021年6月10日, 国家卫健委等八部委联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》, 政策引导支持医美机构规范化、健康化发展, 长期利好上游产品头部企业。
- 新品研发加速推进, 奠基长期发展。** 2021H1公司研发费用为4413万元, 同比+112%。上半年公司新产品童颜针(濡白天使, 含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶)取得III类医疗器械产品注册证, 并计划于下半年在国内进行商业化上市, 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; 此外公司继续在推进并购韩国Huons Bio, 未来有望扩充A型肉毒毒素产品线, 丰富产品格局。公司3~5年内重磅产品布局清晰, 同时不断加强研发能力, 奠定长期发展基础。
- 盈利预测与评级:** 预计2021-2023年归母净利润分别为9.1亿元、13.2亿元和18.7亿元。国内医美行业正处于快速成长期, 市场给予行业高估值, 采用PEG估值方法(E采用2022年每股净收益, G采用2021~2023年归母净利润复合增速), 参考可比公司2022年平均估值1.92倍PEG, 给予公司2022年业绩1.92倍PEG, 对应目标价725.56元, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 产品价格下降风险、研发进展不及预期风险、重大医疗事故风险。

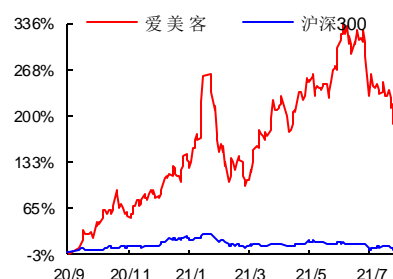
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	709.29	1475.75	2091.34	2909.76
增长率	27.18%	108.06%	41.71%	39.13%
归属母公司净利润(百万元)	439.75	912.71	1318.34	1865.57
增长率	43.93%	107.55%	44.44%	41.51%
每股收益EPS(元)	2.03	4.22	6.09	8.62
净资产收益率ROE	9.56%	18.07%	11.36%	24.03%
PE	289	139	97	68
PB	28.06	25.34	20.66	16.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通A股(亿股)	0.00
52周内股价区间(元)	330.24-1232.03
总市值(亿元)	1,272.30
总资产(亿元)	46.71
每股净资产(元)	20.80

相关研究

- 爱美客(300896): 业绩增长超预期, 重磅产品嗨体放量增长 (2021-02-09)
- 爱美客(300896): 挖掘细分市场需求, 做医美行业先行者 (2021-01-13)

关键假设

1) 嗨体是公司目前收入占比最高的产品,主要通过 1.0-熊猫针(2020 年 7 月上市,2021 年快速放量)、嗨体 1.5-颈纹针(2016 年 12 月上市)以及嗨体 2.5(通常用于 3 个颈纹针治疗搭配作为水光使用)支撑业绩快速放量。其中 2021 年受到熊猫针新品上市贡献提升增速,结合中报披露信息和草根调研,预计 2021 年销量约为 298 万,规模效应提升毛利率至 93%,2022~2023 年销量分别约为 447 万只、648 万只,毛利率保持 93%。

2) 爱美莱是公司入门级玻尿酸产品,假设未来销量增速保持稳健,2021~2023 年分别为 89 万只、102 万只、118 万只,假设价格与毛利率保持稳健。

3) 宝尼达是国内目前唯一具有安全性保障的含微球注射产品,2021 年公司调整终端价格从 12800 元至 16800 元,预计出厂价也有一定程度提升,预计提升至 3000 元,假设 2021~2023 年价格保持稳定,销量分别为 3.98 万支、5.17 万支、6.72 万支。

表 1: 公司分业务盈利预测

		2020A	2021E	2022E	2023E
注射用透明质酸钠复合溶液 (嗨体)	收入(亿元)	3.76	10.43	15.65	22.69
	增速	55%	177%	50%	45%
	单价(元/支)	303	350	350	350
	销量(万支)	124	298	447	648
	毛利率	91%	93%	93%	93%
注射用修饰透明质酸钠凝胶 (爱美莱)	收入(亿元)	2.36	2.72	3.13	3.59
	增速	5%	15%	15%	15%
	单价(元/支)	305	305	305	305
	销量(万支)	77	89	102	118
	毛利率	91%	93%	93%	93%
医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠 -羟丙基甲基纤维素凝胶 (宝尼达)	收入(亿元)	0.68	1.19	1.55	2.02
	增速	0%	77%	30%	30%
	单价(元/支)	2500	3000	3000	3000
	销量(万支)	2.65	3.98	5.17	6.72
	毛利率	98%	98%	98%	99%
逸美一加一、爱美飞、逸美等	收入(亿元)	0.28	0.37	0.50	0.70
	增速		32%	36%	39%
	毛利率	95%	95%	95%	95%
其他主营业务	收入(亿元)	0.02	0.02	0.06	0.06
	增速	50%	50%	50%	150%
	毛利率	40%	40%	40%	41%
合计	收入(亿元)	7.1	14.7	20.9	29.1
	增速	27%	108%	42%	39%
	毛利率	92%	93%	93%	93%

数据来源: Wind, 西南证券; 备注: 2020 年部分产品收入为我们测算, 仅供参考

综上,我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.1 亿元、13.2 亿元和 18.7 亿元。公司是国内医美产品龙头企业,产品梯队布局丰富,现有拳头嗨体产品线作为国内唯一获得三类医疗器械注册证书的玻尿酸复合溶液产品,同时布局肉毒素产品线,未来有望进一步巩固龙头地位,公司业绩持续高增长有望继续保持。

国内医美行业正处于快速成长期,市场给予高增速行业高估值,我们采用 PEG 估值方法(E 采用 2022 年每股净收益,G 采用 2021~2023 年归母净利润复合增速),参考可比公司 2022 年平均估值 1.92 倍,给予公司 2022 年业绩 1.92 倍 PEG,对应目标价 725.56 元,给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE			2021~2023E	2022
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	CAGR	PEG
688363.SH	华熙生物	947	8.18	11.14	14.49	116	85	65	31%	2.75
688366.SH	昊海生科	331	4.47	5.96	7.85	74	55	42	51%	1.10
平均值						95	70	54		1.92
300896.SZ	爱美客	1272	9.13	13.18	18.66	139	97	68	62%	1.56

数据来源: Wind, 西南证券整理; 数据截止 2021 年 8 月 24 日收盘价

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	709.29	1475.75	2091.34	2909.76	净利润	433.39	905.71	1311.34	1858.57
营业成本	55.52	106.11	150.36	203.90	折旧与摊销	11.08	10.99	13.36	16.00
营业税金及附加	3.66	11.64	14.05	19.93	财务费用	-14.33	0.00	0.00	0.00
销售费用	73.56	147.58	209.13	290.98	资产减值损失	-0.01	0.00	1.00	1.00
管理费用	43.50	75.76	96.90	120.27	经营营运资本变动	-5.87	-12.84	-4.29	-6.52
财务费用	-14.33	0.00	0.00	0.00	其他	1.43	-0.15	0.85	-1.90
资产减值损失	-0.01	0.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	425.68	903.71	1322.26	1867.14
投资收益	14.73	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4.49	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	1.57	0.00	0.00	0.00	其他	-911.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-916.25	-60.00	-60.00	-60.00
营业利润	502.74	1064.67	1541.89	2185.68	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.09	0.87	0.87	0.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	502.66	1065.54	1542.76	2186.55	股权融资	3435.13	0.00	0.00	0.00
所得税	69.27	159.83	231.41	327.98	支付股利	0.00	-425.11	-182.54	-263.67
净利润	433.39	905.71	1311.34	1858.57	其他	5.67	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-6.36	-7.00	-7.00	-7.00	筹资活动现金流净额	3440.80	-425.11	-182.54	-263.67
归属母公司股东净利润	439.75	912.71	1318.34	1865.57	现金流量净额	2950.23	418.60	1079.72	1543.47
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3455.84	3874.44	4954.16	6497.64	成长能力				
应收和预付款项	39.43	69.94	101.27	142.41	销售收入增长率	27.18%	108.06%	41.71%	39.13%
存货	26.80	51.66	71.41	98.45	营业利润增长率	43.55%	111.77%	44.82%	41.75%
其他流动资产	853.77	866.95	877.54	891.62	净利润增长率	45.45%	108.98%	44.79%	41.73%
长期股权投资	33.89	33.89	33.89	33.89	EBITDA 增长率	39.30%	115.35%	44.59%	41.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	142.87	193.89	242.53	288.53	毛利率	92.17%	92.81%	92.81%	92.99%
无形资产和开发支出	10.36	9.18	8.00	6.82	三费率	14.48%	15.13%	14.63%	14.13%
其他非流动资产	69.70	68.88	68.05	67.23	净利率	61.10%	61.37%	62.70%	63.87%
资产总计	4632.67	5168.83	6356.87	8026.60	ROE	9.56%	18.07%	21.36%	24.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.36%	17.52%	20.63%	23.16%
应付和预收款项	59.28	120.47	169.58	232.16	ROIC	208.15%	324.24%	323.95%	352.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	70.42%	72.89%	74.37%	75.67%
其他负债	42.16	36.53	46.66	58.92	营运能力				
负债合计	101.44	157.00	216.24	291.08	总资产周转率	0.26	0.30	0.36	0.40
股本	120.20	216.36	216.36	216.36	固定资产周转率	4.83	9.09	10.20	11.60
资本公积	3544.63	3448.47	3448.47	3448.47	应收账款周转率	31.84	36.52	33.28	32.24
留存收益	868.99	1356.59	2492.40	4094.29	存货周转率	2.20	2.69	2.40	2.36
归属母公司股东权益	4533.82	5021.42	6157.22	7759.12	销售商品提供劳务收到现金营业收入	102.17%	—	—	—
少数股东权益	-2.59	-9.59	-16.59	-23.59	资本结构				
股东权益合计	4531.22	5011.83	6140.63	7735.53	资产负债率	2.19%	3.04%	3.40%	3.63%
负债和股东权益合计	4632.67	5168.83	6356.87	8026.60	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	49.05	33.59	29.43	27.36
					速动比率	48.75	33.24	29.08	27.01
					股利支付率	0.00%	46.58%	13.85%	14.13%
					每股指标				
					每股收益	2.03	4.22	6.09	8.62
					每股净资产	20.95	23.21	28.46	35.86
					每股经营现金	1.97	4.18	6.11	8.63
					每股股利	0.00	1.96	0.84	1.22
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	499.48	1075.65	1555.26	2201.68					
PE	289.33	139.40	96.51	68.20					
PB	28.06	25.34	20.66	16.40					
PS	179.38	86.21	60.84	43.73					
EV/EBITDA	132.79	113.84	78.04	54.43					
股息率	0.00%	0.33%	0.14%	0.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn