



买入 (维持)

所属行业: 商业贸易
当前价格(元): 640.20

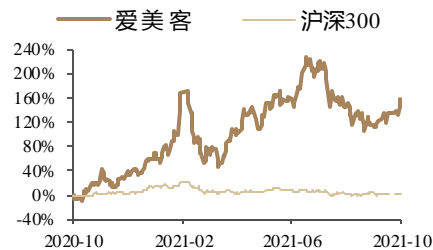
证券分析师

郑澄怀
资格编号: S0120521050001
邮箱: dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依
邮箱: yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.31	3.81	-15.95
相对涨幅(%)	20.88	4.46	-11.50

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《爱美客(300896)2021H1中报点评-溶液产品高速增长, 产业版图持续拓展》, 2021.8.24
- 《爱美客跟踪点评: 童颜针“濡白天使”上市, 新品再拓增长空间》, 2021.7.22
- 《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
- 《-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
- 《爱美客: 乘风破浪颜值经济, 头角峥嵘医美产业》, 2021.6.20

三季度业绩超预期, 天使针首发快速放量

爱美客(300896)2021年三季度报点评

投资要点

- **公司发布2021年三季度报, 盈利增速再次好于预期。**①2021Q1-Q3实现收入10.23亿元/yoy+120.29%, 营收增速基本符合预期; 归母净利润7.09亿元/yoy+144.09%, 扣非后的归母净利润为6.70亿元/yoy+139.05%, 业绩增速超预期, 经营活动现金流净额为6.72亿元/yoy+159.67%, 货币资金为25.28亿元, 在手现金充沛。②单季度来看, 2021Q3实现收入3.90亿元/yoy+75.09%, 7、8月份多地疫情反复情况下公司三季度营收整体稳健增长, 归母净利润2.83亿元/yoy+98.01%, 扣非后的归母净利润为2.59亿元/yoy+86.03%, 利润情况再次好于预期。
- **盈利能力: 单三季度毛利率环比提升, 扣非归母净利率环比21H1提升1.7pcts至66.52%。**①2021Q1-Q3实现毛利率93.54%, 同比增长2pcts, 环比基本持平, 归母净利率超预期提升6.76%至69.29%, 公允价值变动及政府补贴影响增加2425万非经常性损益, 扣非后的归母净利率为65.50%/yoy+5.14%; ②单季度来看, Q3毛利率为94.02%, 同比提升1.05pcts、环比提升0.25pcts, 归母净利率为72.75%, 同比提升8.43pcts、环比提升4.66pcts, 剔除掉非经常性损益后的归母净利率为66.52%, 较21H1提升1.66pcts, 较21Q2基本持平, 盈利能力较强。
- **期间费用: 收入规模增长显著摊薄期间费用率。**2021Q1-Q3销售费用率提升0.76pcts至9.81%, 公司持续巩固“直销为主、经销为辅”的营销模式, 加强与医疗美容机构医生的培训及合作, 全轩课堂注册医生数量从20年底的6000余人提升至21H1的近万名, 影响力及品牌力日益提升, 营销费用加大投放助力“濡白天使”新品渠道铺设; 2021Q1-Q3管理费用增长57.26%至0.42亿元, 管理费用率降低1.64%至4.10%; 2021Q1-Q3研发投入0.62亿/yoy+86.50%, 研发端持续高投入, 肉毒毒素及慢性体重管理的利拉鲁肽注射液等多个投资项目正稳定推进, 收入规模扩张摊薄研发费用率至6.03%, 同比减少1.09%。
- **核心产品嗨体持续高贡献, 新品濡白天使将快速放量, Huons收购持续推进中, 产业版图不断拓展。**(1) **核心产品嗨体:** 嗨体的市场知名度较高且获得下游机构与终端消费者的广泛认可, 深度绑定品牌与颈部项目, 几乎在消费市场端形成了“颈纹注射=嗨体”的独占局面, 嗨体系列构成公司核心收入贡献, 依托系列下的不同适应症产品将实现快速放量, 爱美客的产品力及品牌力持续兑现。(2) **新品“濡白天使”:** 产品6月24日拿证获批、7月21日正式上市, 成为大陆地区内童颜针领域中继圣博玛后第二款正式合规产品, 是国产及世界首款获批的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的皮肤填充剂。通过设立医生注射牌照申领制度, 今年全行业发放200张医生注射牌照, 从产品出发B端降低风险+C端提升效果体验, 商业化上市后获得医疗机构、医生及消费者较好的反馈, 三季度中濡白天使产品已经产生收入贡献, 随着渠道推广带来消费者教育兑现, 预计2022年将实现加大放量。(3) **肉毒毒素产品:** 9月14日爱美客支付Huons Bio投资额8.56亿进行增资并收购部分股权, 肉毒毒素Hutox于我国NMPA已进入临床阶段, 2024年第三工厂投产后将推动Huons Bio肉毒毒素产品的产能由360万瓶/年提升至880万瓶/年, 肉毒毒素市场为高门槛优质医美“刚需”赛道且我国仅四款获证产品, 推进肉毒产品落地将丰富产品线, 提高公司未来市场占有率。公司已提交港股招股说明书, 公司已在注射填充剂、肉毒毒素、埋植线、能量类等领域进行布局, 产品矩阵完善, 未来有望通过资本市场助力加速发展。
- **投资建议:** 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, 突破性产品童颜针获批及收购韩国肉毒毒素布局有望加速公司版图扩张, 为后续长足发展注入强劲增长动力。濡白天使上市后表现不俗, 背靠公司龙头品牌力+广阔渠道, 有望在传统填充

材料领域+PLLA 童颜类别中脱颖而出，预计明年随着产品推广及渠道逐渐铺设，或将实现快速增长。考虑到爱美客在医美药械领域处于头部领先地位，产品及产能继续扩容+Q3 业绩好于预期，我们上调 2021-2023 年收入至 14.38 亿/22.66 亿/32.25 亿，上调归母净利润至 9.60 亿/14.80 亿/20.75 亿，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 医美相关政策风险、医美产品竞争加剧风险、主管部门交易审批风险、股份减持风险、医疗事故风险等。

股票数据

总股本(百万股):	216.36
流通 A 股(百万股):	104.11
52 周内股价区间(元):	229.48-820.00
总市值(百万元):	138,513.67
总资产(百万元):	4,983.97
每股净资产(元):	22.11

资料来源: 公司公告

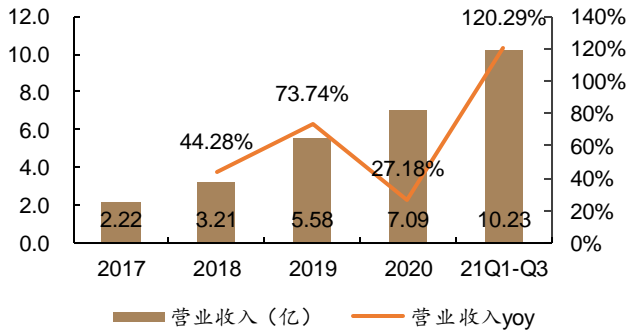
主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	558	709	1,438	2,266	3,225
(+/-)YOY(%)	73.7%	27.2%	102.7%	57.6%	42.3%
净利润(百万元)	306	440	960	1,480	2,075
(+/-)YOY(%)	148.7%	43.9%	118.3%	54.2%	40.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.41	2.03	4.44	6.84	9.59
毛利率(%)	92.6%	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
净资产收益率(%)	46.4%	9.7%	18.5%	24.4%	28.3%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

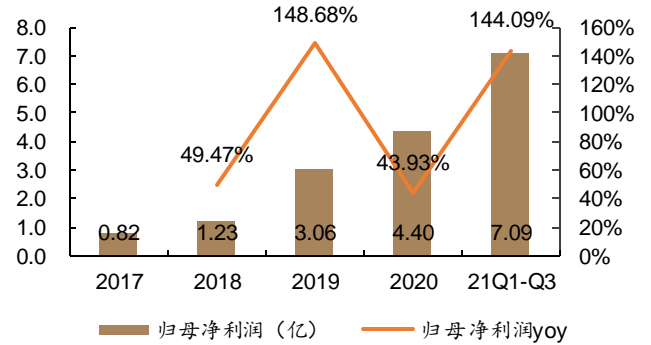
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 2021Q1-Q3 实现收入 10.23 亿元/yoy+120.29%



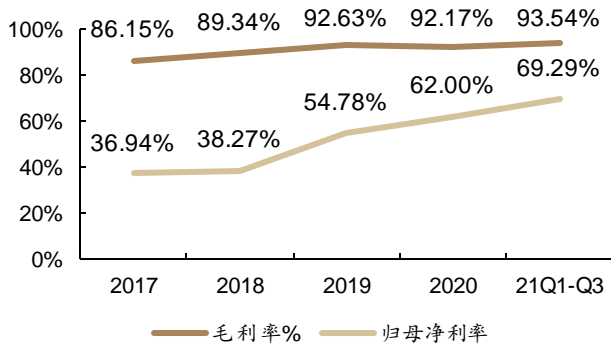
资料来源: 爱美客招股说明书、爱美客公告、德邦研究所

图 2: 2021Q1-Q3 归母净利润 7.09 亿元/yoy+144.09%



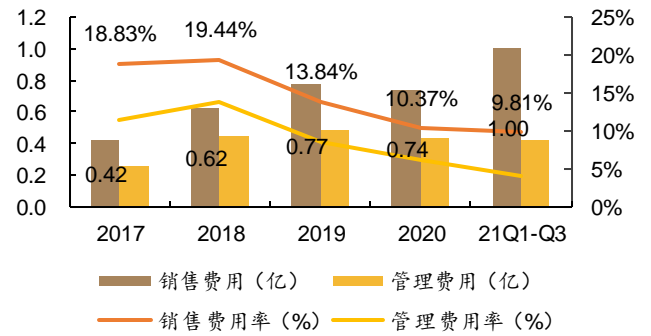
资料来源: 爱美客招股说明书、爱美客公告、德邦研究所

图 3: 毛利率稳中有升, 净利率提升至 69%



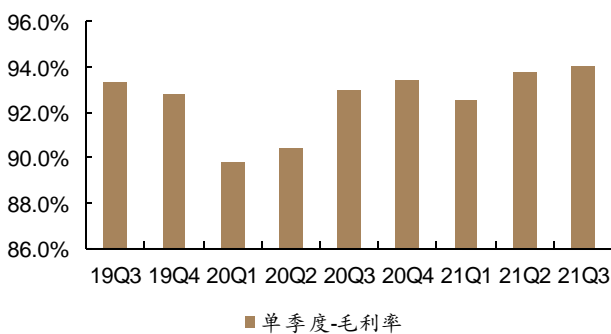
资料来源: 爱美客招股说明书、爱美客公告、德邦研究所

图 4: 规模扩张显著摊薄期间费用率



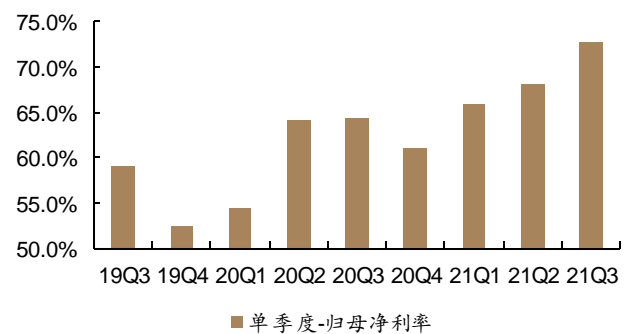
资料来源: 爱美客招股说明书、爱美客公告、德邦研究所

图 5: 单三季度毛利率小幅提升



资料来源: 爱美客招股说明书、爱美客公告、德邦研究所

图 6: 单三季度净利率环比提升 4.7pcts 至 72.75%



资料来源: 爱美客招股说明书、爱美客公告、德邦研究所

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	4.44	6.84	9.59
每股净资产	20.95	24.00	28.10	33.92
每股经营现金流	1.97	4.47	6.87	9.59
每股股利	3.50	1.85	2.77	3.79
价值评估(倍)				
P/E	314.98	144.26	93.58	66.76
P/B	30.55	26.67	22.79	18.87
P/S	135.40	120.24	76.30	53.61
EV/EBITDA	152.38	127.59	81.58	57.58
股息率%	0.5%	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%	66.8%	65.3%	64.3%
净资产收益率	9.7%	18.5%	24.4%	28.3%
资产回报率	9.5%	18.0%	23.7%	27.5%
投资回报率	9.0%	17.3%	23.1%	26.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.2%	102.7%	57.6%	42.3%
EBIT 增长率	38.9%	121.2%	55.7%	41.0%
净利润增长率	43.9%	118.3%	54.2%	40.2%
偿债能力指标				
资产负债率	2.2%	2.7%	2.8%	2.9%
流动比率	49.1	37.9	35.6	33.6
速动比率	48.7	37.5	35.2	33.3
现金比率	38.7	30.6	29.6	28.8
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	0.4	0.4
固定资产周转率	5.0	7.4	8.6	10.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	440	99	99	100
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	-7	-11	-16
营运资金变动	-4	4	7	8
经营活动现金流	426	968	1,486	2,075
资产	-32	-98	-99	-60
投资	-899	0	0	0
其他	15	7	11	16
投资活动现金流	-916	-90	-87	-43
债权募资	0	0	0	0
股权募资	3,473	96	0	0
其他	-33	-400	-600	-820
融资活动现金流	3,441	-304	-600	-820
现金净流量	2,950	574	799	1,211

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 14 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	1,438	2,266	3,225
营业成本	56	87	138	187
毛利率%	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
营业税金及附加	4	6	10	15
营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	74	142	213	300
营业费用率%	10.4%	9.9%	9.4%	9.3%
管理费用	44	65	102	145
管理费用率%	6.1%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	62	95	179	290
研发费用率%	8.7%	6.6%	7.9%	9.0%
EBIT	471	1,042	1,623	2,288
财务费用	-14	-59	-71	-88
财务费用率%	-2.0%	-4.1%	-3.1%	-2.7%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	15	7	11	16
营业利润	503	1,112	1,711	2,401
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	503	1,112	1,711	2,401
EBITDA	482	14	13	13
所得税	69	153	236	331
有效所得税率%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
少数股东损益	-6	-1	-5	-5
归属母公司所有者净利润	440	960	1,480	2,075

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,456	4,030	4,828	6,039
应收账款及应收票据	30	46	57	80
存货	27	41	53	63
其它流动资产	863	870	873	878
流动资产合计	4,376	4,988	5,811	7,061
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	143	194	262	303
在建工程	0	35	50	60
无形资产	10	14	18	21
非流动资产合计	257	346	435	488
资产总计	4,633	5,334	6,246	7,548
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5	25	19	24
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	85	107	144	186
流动负债合计	89	132	163	210
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	144	175	222
实收资本	120	216	216	216
普通股股东权益	4,534	5,194	6,079	7,340
少数股东权益	-3	-4	-9	-14
负债和所有者权益合计	4,633	5,334	6,246	7,548

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：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

易丁依，德邦证券研究所商贸零售&社会服务助理研究员，上海财经大学金融硕士，擅长基本面研究、行业趋势分析及大数据研究，2021年加入德邦证券研究所商社团队，核心覆盖医美、化妆品、胶原蛋白、植发等领域。

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：	类别	评级	说明
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；	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。