

公司点评
爱美客 (300896)
医药生物 | 医疗器械
明星产品及新品加持，盈利能力再度提升

2021年10月15日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 760.00-782.00 元
交易数据

当前价格 (元)	640.20
52周价格区间 (元)	0.00-820.00
总市值 (百万)	138578.58
流通市值 (百万)	66681.49
总股本 (万股)	21636.00
流通股 (万股)	10410.85

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
爱美客	24.63	-17.86	52.58
医疗器械 II	5.35	-18.06	-16.72

邹建军 分析师
 执业证书编号: S0530521080001 0731-84403452

陈诗璐 研究助理
 chensl2@cfzq.com 0731-89955711

- 1 《爱美客: 爱美客 (300896.SZ) 2021 年半年报点评: 业绩强势增长, 差异化已上市及在研产品潜力无限》 2021-08-26
- 2 《爱美客: 爱美客 (300896.SZ) 公司点评: 童颜针获批, 进军再生类医美市场》 2021-06-30
- 3 《爱美客: 爱美客 (300896.SZ) 公司点评: 拟收购 Huons Bio, 全球化进程加速》 2021-06-25

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	557.72	709.29	1459.58	2422.31	3441.38
归母净利润 (百万元)	305.52	439.75	953.02	1568.96	2216.69
每股收益 (元)	1.41	2.03	4.40	7.25	10.25
每股净资产 (元)	3.05	20.95	23.86	27.73	31.62
P/E	453.37	314.98	145.34	88.28	62.49
P/B	210.21	30.55	26.83	23.08	20.25

资料来源: Wind、财信证券

投资要点:

► **业绩概览:** 疫情反复影响下, 公司 Q3 仍有稳健表现。公司 2021 前三季度实现营收 10.23 亿元/+120.29%, 归母净利 7.09 亿元/+144.09%, 扣非归母净利 6.70 亿元/+139.05%, 其中非经常性损益主要包括投资博安生物 (从事抗体产品开发)、先为达 (从事生物药肥胖治疗) 所产生的公允价值变动收益 4263 万元。单 2021Q3 实现营收 3.90 亿元/+75.09% (环比 Q2+4.28%), 归母净利 2.83 亿元/+98.01% (环比 Q2+10.98%), 扣非归母净利 2.59 亿元/+86.03% (环比 Q2+4.44%)。

► **盈利能力:** 高价值产品比例提升优化收入结构, 规模扩张带动费用率下行。公司高单价、高毛利产品占比持续提升, 其中“嗨体”系列产品仍在放量增长, 叠加新品“濡白天使”Q3 已经开始贡献一定收益, 公司收入结构进一步优化, 2021Q1-Q3 毛利率同比提升 2.00pcts 至 93.54%。规模效应下, 2021Q1-Q3 期间费用率同比下降 5.56pcts 至 16.07%, 分拆项目来看, 销售/管理/研发/财务费用率同比 +0.76pcts/-1.64pcts/-1.09pcts/-3.59% 至 9.81%/4.10%/6.03%/-3.86%。毛利率走高加之期间费用率下降, 带动公司 2021Q1-Q3 净利率同比提升 7.67pcts 至 69.25%。单看 Q3 情况, 2021Q3 毛利率环比提升 0.25pcts 至 94.02%, 期间费用率环比提升 0.76pcts 至 15.25%。细分来看, 下半年以来态活泡泡针、濡白天使等新品投放或导致销售费用率环比提升 0.89pcts 至 9.95%; 管理费用率环比提升 0.23pcts 至 4.06%; 研发费用率环比下降 1.05pcts 至 4.50%; 财务费用率环比提升 0.70pcts 至 -3.26%。被投资方估值变动产生短期利润贡献, 公司 2021Q3 净利率环比提升 3.48pcts 至 72.75%再创新高。

► **核心看点:** 行业高速有序发展, 公司处于龙头地位兼具 β 与 α 价值。

1) **监管陆续出台驱动医美行业逐渐呈正规化、头部化发展, Q4 传统医美消费旺季叠加再生材料医美时代已至, 公司 β 逻辑加强。** 今年自 6 月份以来, 行业政策监管逐渐趋严, 引发市场对行业景气度的担忧, 但我们一直强调监管趋严将加速长尾企业出清, 利好头部企业集中度提升, 水货及假货市场份额将回流至正规市场, 合规持证产品、合法合规机构将长期共同促进行业健康发展。展望后市, 一方面, Q4 传统医美旺季已经来临, 行业需求将得到进一步释放; 另一方面, 今年年

初以来国内有以 PLLA 为核心材料的“艾薇岚”（长春圣博玛旗下产品）、“濡白天使”陆续获批上市，锦波生物的重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维已正式获得 NMPA 批准，供给升级驱动再生材料医美市场发展，医美板块有望迎来估值修复行情，强化公司 β 逻辑。

2) 现有产品具备差异化竞争优势，在研产品管线丰富，渠道营销能力成熟，公司先发优势显著， α 价值凸显。从产品端来看，公司现有明星产品“嗨体”聚焦颈纹市场、爆品“嗨体熊猫针”精准定位眼周泪沟问题、新品“濡白天使”将 PLLA-乙二醇共聚物与玻尿酸进行创新融合，产品定位均与市场上主流的填充剂有较大区隔；公司在研产品继续聚焦医美市场，用于治疗额部后所的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶目前正在临床阶段（有望于 2024-2025 年上市）、第二代理植线产品正处于临床前阶段（明年有望进入临床实验）、肉毒素产品已在三期临床阶段（有望于 2024 年上市），此外在研产品管线还将布局健康管理市场，用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液已经完成一期临床（有望在 2025 年获批）。从渠道端来看，公司近年来积极扩充营销团队以完善公司的渠道销售网络，加强学术推广与技术培训，深度协助机构运营，有效提升了公司的终端渗透率和新品推广效率。我们看好公司填充剂+再生材料+肉毒素+埋线的产品矩阵布局，公司自身营销和渠道能力强劲，叠加港股上市助力全球化进程，公司有望长期稳固行业龙头地位， α 价值显著。

- **盈利预测与投资建议：明星产品放量增长且新品顺利推广护航公司增长，公司充分享受行业红利，维持“推荐”评级。**公司专注医美市场，强研发+优质产品+深度渠道运营构筑公司在注射医美领域的深厚壁垒，加之公司商业逻辑清晰，持续深入洞察消费者需求，并坚持以产品力做为产品设计的核心，现已带动再生材料医美市场兴起，公司已成为中国医美市场的先行者。考虑到童颜针上市推广后，终端反馈良好，我们略上调公司 2021-2023 年营业收入分别至 14.60/24.22/34.41 亿元（增速分别为 105.78%/65.96%/42.07%），归母净利润分别为 9.53/15.69/22.17 亿元（增速分别为 116.72%/64.63%/41.28%），EPS 分别为 4.40/7.25/10.25 元，当前市值对应 PE 分别为 145/88/62 倍。公司未来两年业绩复合增速为 88.98%，参考可比公司 PEG 估值且考虑到公司的成长性和龙头溢价，我们给予公司 2022 年 1.2 倍 PEG，合理价格区间在 760.00—782.00 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：研发进度不及预期；产品获批进度不及预期；整容医疗事故风险；行业竞争加剧风险。**

财务预测摘要

利润表 (百万元)						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	558	709	1460	2422	3441	成长性					
减:营业成本	41	56	93	150	206	营业收入增长率	73.7%	27.2%	105.8%	66.0%	42.1%
营业税费	4	4	8	14	20	营业利润增长率	144.5%	43.6%	115.5%	64.7%	41.4%
销售费用	77	74	140	225	313	净利润增长率	148.7%	43.9%	116.7%	64.6%	41.3%
管理费用	48	44	74	119	165	EBITDA 增长率	120.5%	38.4%	108.4%	66.3%	42.3%
财务费用	-2	-14	-27	-36	-43	EBIT 增长率	124.8%	39.1%	110.6%	67.0%	42.6%
研发费用	49	62	102	184	275	NOPLAT 增长率	157.9%	42.3%	117.5%	65.5%	41.8%
加:资产减值损失	0	0	0	0	0	投资资本增长率	15.9%	17.7%	16.0%	28.0%	2.8%
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	净资产增长率	63.7%	583.8%	13.6%	15.9%	13.6%
投资收益及其他	9	16	15	18	19	利润率					
营业利润	350	503	1084	1785	2523	毛利率	92.6%	92.2%	93.6%	93.8%	94.0%
加:营业外净收支	1	0	0	0	0	营业利润率	62.8%	70.9%	74.2%	73.7%	73.3%
利润总额	351	503	1084	1785	2523	净利润率	54.8%	62.0%	65.3%	64.8%	64.4%
减:所得税	53	69	144	237	335	EBITDA/营业收入	72.6%	79.0%	80.0%	80.2%	80.4%
归母净利润	306	440	953	1569	2217	EBIT/营业收入	70.8%	77.5%	79.3%	79.7%	80.0%
资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	506	3456	4066	4825	5624	固定资产周转天数	93	74	34	19	12
交易性金融资产	0	842	850	850	850	流动营业资本周转天数	-7	-5	2	9	11
应收账款	15	33	41	89	108	流动资产周转天数	278	1,254	1,161	811	659
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	8	12	9	10	10
预付帐款	5	6	12	17	23	存货周转天数	12	13	10	10	10
存货	23	27	57	77	107	总资产周转天数	390	1,364	1,219	842	681
其他流动资产	16	12	11	13	12	投资资本周转天数	84	77	44	32	26
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资回报率					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	46.4%	9.7%	18.5%	26.1%	32.4%
长期股权投资	0	34	34	34	34	ROA	40.1%	9.4%	17.9%	25.5%	31.6%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	246.1%	302.0%	558.2%	796.8%	882.9%
固定资产	151	143	132	121	111	费用率					
在建工程	0	0	0	0	0	销售费用率	13.8%	10.4%	9.6%	9.3%	9.1%
无形资产	11	10	10	9	9	管理费用率	8.6%	6.1%	5.1%	4.9%	4.8%
其他非流动资产	18	70	41	45	51	财务费用率	-0.3%	-2.0%	-1.9%	-1.5%	-1.2%
资产总额	744	4633	5253	6082	6929	三费/营业收入	30.9%	23.2%	19.8%	20.3%	20.7%
短期债务	0	0	0	0	0	偿债能力					
应付帐款	7	17	19	28	44	资产负债率	10.9%	2.2%	2.0%	1.9%	2.2%
应付票据	0	0	0	0	0	负债权益比	12.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.3%
其他流动负债	60	72	74	77	98	流动比率	8.40	49.05	54.13	55.94	47.61
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	8.05	48.75	53.52	55.20	46.85
其他非流动负债	14	12	13	13	13	利息保障倍数	-231.37	-38.32	-42.31	-53.18	-64.08
负债总额	81	101	106	118	154	分红指标					
少数股东权益	4	-3	-16	-37	-65	DPS(元)	-	1.94	1.94	3.38	6.36
股本	90	120	216	216	216	分红比率	0.0%	95.7%	44.1%	46.6%	62.1%
留存收益	569	4414	4946	5784	6624	股息收益率	0.0%	0.3%	0.3%	0.5%	1.0%
股东权益	663	4531	5147	5964	6775						
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润	298	433	953	1569	2217	EPS(元)	1.41	2.03	4.40	7.25	10.25
加:折旧和摊销	10	11	11	11	11	BVPS(元)	3.05	20.95	23.86	27.73	31.62
资产减值准备	1	1	0	0	0	PE(X)	453.37	314.98	145.34	88.28	62.49
公允价值变动损失	0	-2	0	0	0	PB(X)	210.21	30.55	26.83	23.08	20.25
财务费用	0	0	-27	-36	-43	P/FCF	483.68	333.70	149.45	91.39	62.68
投资收益	-7	-15	-13	-17	-18	P/S	248.36	195.28	94.90	57.18	40.25
少数股东损益	-8	-6	-13	-21	-28	EV/EBITDA	138.26	126.85	114.33	68.34	47.71
营运资金的变动	27	-22	-8	-69	-24	CAGR(%)	73.2%	71.6%	100.8%	73.2%	71.6%
经营活动产生现金流量	310	426	902	1437	2114	PEG	6.19	4.40	1.44	1.21	0.87
投资活动产生现金流量	-26	-916	4	17	18	ROIC/WACC	23.43	28.76	53.16	75.88	84.09
融资活动产生现金流量	-44	3441	-297	-695	-1334	REP	17.13	15.06	13.20	7.18	6.27

资料来源: Wind、财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438