

蔣佳龍
(886-2)2563-6262
gerald.chiang@firstsec.com.tw

雙美(4728)

區間操作, TP 82 (潛在報酬 8.32%)

區間操作

Price(07/30):75.7

Target Price : 82

評價上, 雙美近年受惠中國醫美市場蓬勃發展, 膠原蛋白植入劑出貨大幅成長, 公司計畫擴大南科新廠投資規模, 為未來與國際大廠合作準備, 公司申請新產品認證中, 預估今明兩年都有新產品上市, 同時也將開發醫療成分的保養品, 預計明年上市。研究部預估雙美今年營運維持穩健成長, 營收規模擴大之下, 營益率還有提升的空間, 少了去年第四季營運調整所造成的一次性費損, 今年獲利將顯著成長。依研究部預估雙美 2020 年 EPS3.74 元計算, 目前本益比約 20 倍, 考量中國醫美診所營運漸上軌道, 醫師端即時因應疫情改變診療方式, 公司訂單回溫, 能見度約一季, 消費者接受醫美手術意願提高, 進入下半年旺季, 研究部給予雙美 22 倍本益比評價, 目標價 82 元, 投資建議區間操作。

● 近期投資評等

- 預估 2020 年營收為 8.65 億, YoY+45.65%, 毛利率 88.81%, 稅後 EPS 為 3.74 元:

雙美(4728)6 月營收 0.65 億, YoY+20.39%, 中國醫美診所復工後, 積極回補庫存, 公司 TFP 計畫成果持續顯現。雙美五月下旬在中國淘寶電商平台推出塗抹式活性膠原蛋白保濕精華液, 目前預購訂單湧入, 公司期待後續其他膠原蛋白全新升級系列保養品, 在 20Q3 陸續上架銷售, 可望帶動公司營運規模持續擴大。

● 公司基本資料

股本(億)	5.450
收盤價	75.7
成交量	68.00
市值(億)	41.30
P/E(x)	20.26

● 法人持股及融資券

	比率	週增減
外資	12.47	0.23
投信	0	0
自營商	2.24	-0.29
融資率	18.61	2.03
券餘(張)	32	8

● 除股息狀況

現金股利	1.5
現金股利(總和)	1.5
現金股利(去年)	1.2
股票股利	0
除息日	--
除權日	--
殖利率(%)	1.98

雙美 20Q1 營收為 1.71 億, YoY+78.95%, 毛利率 88.29%, 稅後淨利 0.56 億, YoY+148.33%, 資本額 5.45 億下, 稅後 EPS 為 1.03 元。20Q1 區域營收比重為中國 91%、台灣 9%, 產品營收來源以膠原蛋白植入劑為主。在新冠肺炎疫情影響下, 目前公司合作醫師採用線上問診, 再進行預約到醫院注射的模式進行。3 月起隨著中國實體醫美機構陸續恢復營業、線下經濟逐漸復甦, 醫美診所對於膠原蛋白植入劑拉貨增加。由於第一季暫緩線下學術交流活動, 節省營銷費用, 因此獲利顯著成長, 第二季後學術、推廣等活動會恢復舉行, 全年費用率將會回升至以往平均約 55% 水準。

雙美 2019 年營收 5.94 億元, YoY+55.97%, 稅後淨利 1 億元, YoY+34.54%, EPS1.84 元, 營收、獲利皆創歷史新高, 惟 19Q4 認列建廠重新規劃、調整代理商通路等相關費用與損

● 近期報酬率(%)

日	週	月
0.93	-2.95	-6.89

失，共 2525 萬元，單季每股虧損 0.27 元。雙美 2019 年營收比重為膠原蛋白植入劑 90.03%、保養品 8.16%、其他 1.81%。膠原蛋白植入劑銷售業績大幅成長，較 2018 年成長 95.40%，2019 年膠原蛋白植入劑 1 號、3 號陸續通過認證並核准上市，公司爭取膠原蛋白產品的專業醫學美容注射技術與更多醫生及機構的合作機會，推升生產基地之產能利用率達滿載的水位，不過，19Q4 認列建廠重新規劃、調整代理商通路等相關費用與損失，共新台幣 2,525 萬元，也導致單季稅後虧損 1420 萬元，每股虧損約 0.27 元，雙美董事會決議擬配發每股現金股利 1.5 元。

展望 2020 年，雖然 20Q1 因新冠肺炎疫情擴散營收短期受影響，但中國醫美診所已於 2 月復工開業，雙美大陸子公司於客戶復工後即陸續接獲膠原蛋白植入劑訂單出貨，目前訂單能見度約一季，後續若疫情趨緩，營收有望恢復成長動能，公司將持續擴增膠原蛋白原料之產品線的廣度，規劃於 20Q3 推出導入生物纖維膜材質的膠原蛋白面膜，於中國淘寶、天貓等之電商平台上架銷售。雙美去年開始導入 TFP(Target、Focus、Persistency)營銷計畫，結合大數據平台有效利用資源。第一階段醫師認證已經上線近一年，目前認證機構總數 811 家，較 4 月增加 89 家，總醫師註冊人數 657 人，美塑醫師註冊總數 115 人，通過認證 90 人；注射醫師註冊總數 542 人，通過認證 43 人。第二階段將 TFP 營銷計畫導入總公司銷售人員培訓，亦包含代理商銷售人員之培訓。在新冠肺炎疫情影響下，目前醫師採用線上問診，再進行預約到醫院注射的模式進行。雙美也擴大在電商平台的投資，以及定期在線上與名醫直播與客戶維持互動。

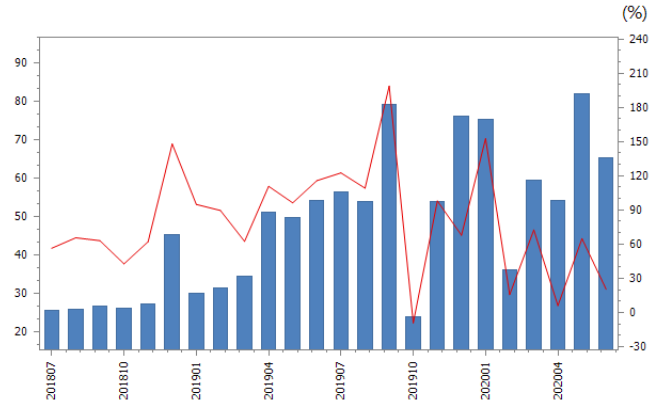
雙美南科新廠規劃將打造成觀光工廠，預計 2022 年投產，佔年產能上看 200 萬支，遠大於現有滿載年產能約 28 萬支，因應自有品牌產品未來兩岸的市場需求，以及為和國際大廠合作做準備。雙美今年另一個目標是以膠原蛋白原料為基礎，研發相關護膚品包含面膜、保養品等，預計 2021 年會有更多產品上市，同時開拓除了醫美診所以外的通路，去年已打入康是美、Momo 等通路。另一方面，公司將膠原蛋白植入劑原料升級進而增加適應症範圍，擁有中國藥監局（NMPA）械字號認證雙美 1 號之 MC32 膠原美塑療程，將醫療級膠原蛋白，直接注射到真皮層內，不像其他產品需要間接刺激產生膠原蛋

白，優勢在於效果即時且更持久，可全面改善肌膚問題，搶攻美塑療法市場的份額，去年膚柔美 MC32 占大陸總營收約 20%，今年目標提高到占比 25%，20Q1 平均單月營收占比已達 22%，公司努力控管膠原蛋白植入劑終端價格，今年公司整體毛利率應可維持去年水準，下半年進入醫美旺季，營收可望逐季增溫。綜合以上，研究部預估雙美 2020 年營收為 8.65 億，YoY+45.65%，毛利率 88.81%，稅後淨利 2.04 億，YoY+102.84%，資本額 5.45 億下，稅後 EPS 為 3.74 元。

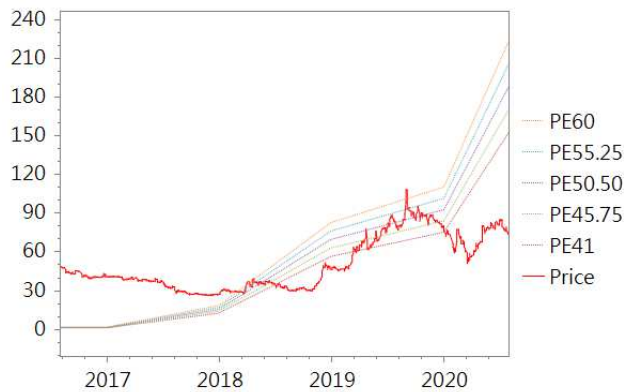
股價相對指數走勢圖



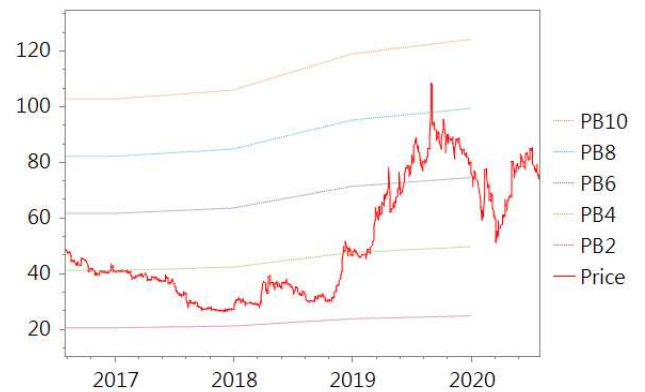
月營收&年增率



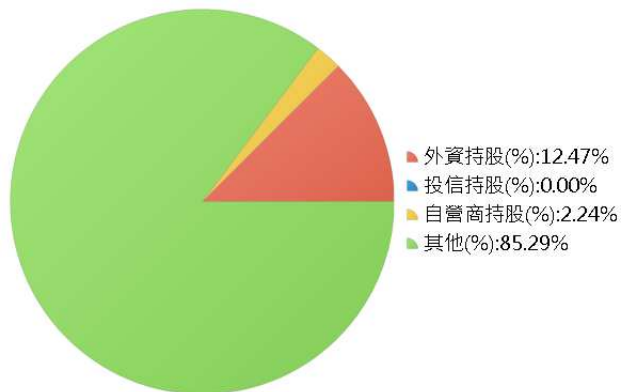
Forward PE bands



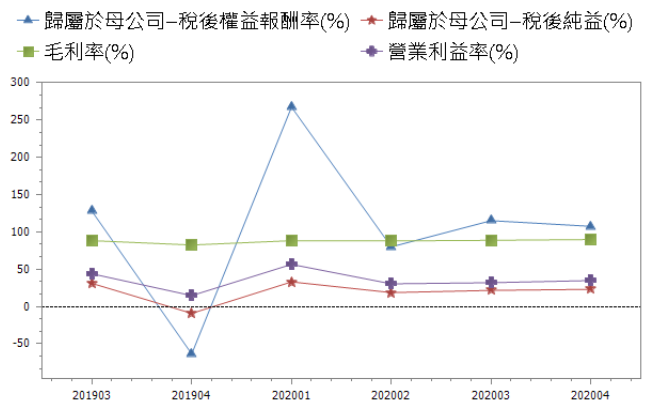
Forward PB bands



持股統計



財務比率



4728 雙美綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F
營業收入淨額	95.50	155.1	189.6	153.9	170.9	201.4	236.1	257.1	594.1	865.4
毛利率	85.94	88.77	88.34	82.46	88.29	87.96	88.76	89.87	86.54	88.81
營業利益率	19.06	33.06	43.86	14.57	56.49	30.36	31.89	34.76	29.46	37.24
營業外收入及支出	10.71	-0.250	-5.456	-25.64	-9.924	-4.152	-3.253	-5.643	-20.64	-22.97
稅前純益	28.91	51.01	77.71	-3.219	86.61	57.71	72.68	84.37	154.4	301.4
稅後純益	22.67	33.18	58.80	-14.21	56.30	37.51	50.87	59.06	100.4	203.7
普通股股本	544.6	544.6	544.6	544.6	544.6	544.6	544.6	544.6	544.6	544.6
未稀釋 EPS	0.42	0.61	1.08	-0.27	1.03	0.69	0.93	1.08	1.84	3.74
稀釋後 EPS	0.42	0.61	1.08	-0.27	1.03	0.69	0.93	1.08	1.84	3.74
QoQ(%)										
營收	-3.24	62.39	22.29	-18.83	11.02	17.82	17.24	8.89		
營業利益	-32.92	181.62	62.25	-73.04	330.5	-36.68	23.14	18.69		
稅後純益	-24.16	46.35	77.21	--	--	-33.38	35.61	16.08		
YoY(%)										
營收	80.16	107.67	144.09	55.97	78.95	29.84	24.48	66.99	95.4	45.65
營業利益	212.21	302.35	386.66	-17.37	430.33	19.26	-9.49	298.48	178.77	84.11
稅後純益	48.04	111.01	328.49	--	148.33	13.05	-13.48	--	34.54	102.84

4728 雙美資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	486.2	494.4	579.7	825.7
現金及約當現金	434.7	314.2	314.3	583.5
短期投資合計	13.06	32.00	24.76	21.48
應收帳款與票據合計	7.934	14.54	13.24	21.17
存貨	16.43	21.05	23.19	41.20
非流動資產	111.2	166.5	178.2	286.9
投資性不動產	79.24	78.86	78.49	78.12
無形資產	17.32	13.67	9.686	8.736
資產總計	597.5	660.9	757.9	1,113
流動負債	19.21	28.09	71.48	275.6
一年內到期長期負債	--	0.000	24.00	--
非流動負債	22.99	60.13	38.40	160.2
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	0.000	24.00	--	--
負債總計	42.20	88.22	109.9	435.8
資本公積	19.55	19.55	25.44	25.44
保留盈餘	2.389	19.22	77.11	115.1
權益總計	555.3	572.7	648.0	676.8

4728 雙美現金流量表

營業活動現金流量	16.58	37.09	100.8	284.4
投資活動現金流量	-4.505	-182.0	-92.07	90.12
籌資活動現金流量	-3.515	24.00	-5.169	-99.41
本期現金增減數	3.997	-120.5	0.144	269.2

4728 雙美綜合損益表

單位: Mn,%,元	2017	2018	2019	2020F
營業收入淨額	190.1	304.1	594.1	865.4
毛利率	72.36	79.03	86.54	88.81
營業利益率	6.98	20.65	29.46	37.24
營業外收入及支出	7.937	24.58	-20.64	-22.97
稅前純益	21.21	87.38	154.4	301.4
稅後純益	16.54	74.66	100.4	203.7
普通股股本	544.6	544.6	544.6	544.6
未稀釋 EPS	0.31	1.38	1.84	3.74
稀釋後 EPS	0.31	1.37	1.84	3.74
YoY(%)				
營收	22.24	59.93	95.4	45.65
營業利益	328.54	373.15	178.77	84.11
稅後純益	848.11	351.51	34.54	102.84

4728 雙美財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	0.31	2.93	12.23	15.16
稅後資產報酬率(%)	0.29	2.63	10.52	10.74
流動比率(%)	2,531.18	1,760.31	810.99	299.58
速動比率(%)	2,445.67	1,685.38	778.55	284.63
負債比率(%)	7.06	13.35	14.5	39.17
利息保障倍數(倍)	--	--	166.49	57.27
應付款項週轉天數(天)	99.5	120.18	141.64	247.71
應收款項週轉天數(天)	22.38	26.05	20.78	17.27
存貨週轉天數(天)	142.62	128.35	124.89	144.92