

爱美客（300896.SZ）

重新递交港股上市申请，坚定推进外延扩张及全球化布局

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 医疗美容

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 执证编码：S0980517070001
联系人：柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

事项：

6月27日晚间，爱美客公告称，公司已于2022年6月27日向香港联交所重新递交了本次发行上市的申请，并于同日在香港联交所网站刊登了本次发行上市的应用资料。

国信零售观点：公司此前曾于2021年7月29日向香港联交所递交了本次发行上市的申请，但由于审计报告有效期6个月届满，致前期上市申请资料失效，本次公司再度递交港股上市申请并更新资料，将重新激活上市程序。我们认为：对于公司而言，港股上市不仅有助于提升市场知名度，助力海外合作和产品销售，同时借助海外融资平台有利于打开公司国际化的外延扩张和资产整合，进一步丰富产品管线。正如公司港股招股书所述，募资将用于股权投资，产品、研发团队及技术的收购，以及在研产品的海外商业化及相关合作来扩大全球化布局等。总体上，我们认为公司此次重启港股上市事宜体现了公司对于自身长期成长的信心，也将进一步强化市场对于公司通过外延并购推进全球化医美布局的预期。

2) 投资建议：短期来看，当前复工复产背景下终端消费需求正逐步复苏，其中医美消费偏刚性，整体复苏态势较好，医美机构亦逐步加大产品采购力度，公司作为行业龙头有望率先实现复苏。中长期看，公司在医美领域凭借高产品认知度和渠道运营能力，有望保持较强经营韧性。产品线中“嗨体”系列将持续受益于市场知名度和口碑提升，“濡白天使”作为再生材料领域的优势竞争品类，全年有望加速放量。而本次公司重新递交港股上市申请，也彰显了公司坚定外延并购及推进全球化布局的决心，未来通过内生外延并举方式，有望持续强化公司产品矩阵建设，夯实公司竞争壁垒。我们暂维持公司2022-2024年归母净利润预测为14.82亿元/20.73亿元/27.78亿元，对应PE分别为85.4/61/45.6倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司重新递交港股上市申请，体现长期全球化布局信心

据公司港股招股书内容，此次港股上市后的募资将用于外延并购、全球商业化布局、增强研发团队及营销团队实力等，具体如下表所示：

表1: 爱美客港股上市募资用途

募资用途	具体内容
投资、收购和授权许可安排	医美器械相关的投资收购以及（较小程度上）授权许可补充产品组合，倾向于在产品供应及在研产品具有协同或互补的标的 扩张生物药品及化学药品组合 医美行业上下游公司的投资或收购，包括拥有研发人才或医疗美容培训及营销能力的公司 溶解透明质酸及提高皮下组织渗透性的透明质酸酶在研产品的研发及商业化
开发及拓展在中国的产品管线，及研发人员招聘	注射用A型肉毒毒素在研产品的研发及商业化 其他在研产品的研发及商业化 用于在中国招聘额外的研发人员，计划五年内增聘150-200名研发人员
在研产品进行海外产品开发、注册及商业化及相关合作来扩大全球化布局，以及招聘海外研发人员	海外产品开发、注册及商业化，如计划五年内在东南亚市场推广我们的产品 海外研发合作 招聘海外研发人员，计划五年内增聘100-150名海外研发人员 招聘额外的销售及营销人员，以及用于建立销售、营销中心及体验中心，计划五年内招聘800-1000名额外当地销售及营销人员；三年内在当地销售及营销人员覆盖的主要城市设立100-150个销售及营销中心
营销和品牌建设活动	品牌建设活动
营运资金及其他一般公司用途	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

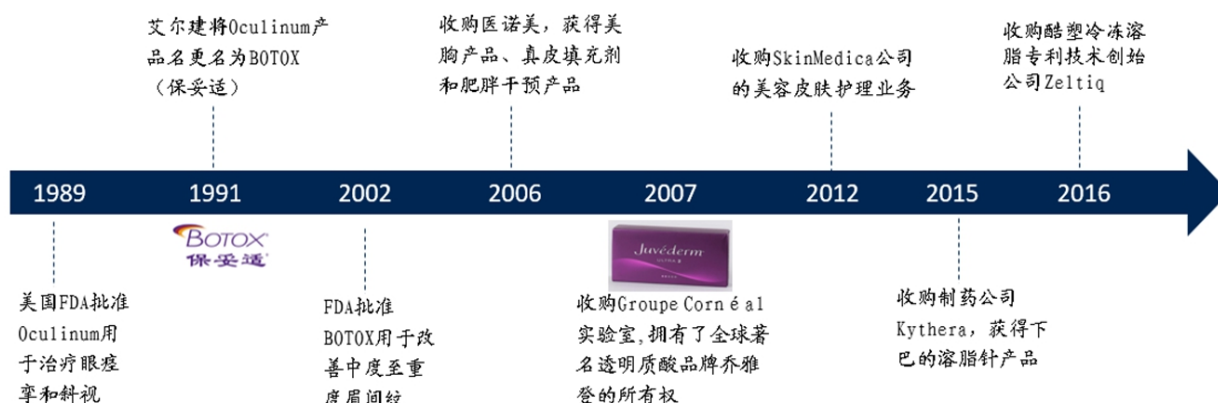
我们认为，对于医美上游企业而言，在医美产品严格的准入标准以及强有力的监管下，合规产品是竞争基础，在此基础上，企业产品管线丰富度和销售推广能力同样是拉开同业差距的重要因素。具体来看：

➢ 产品管线的丰富度：丰富的产品管线是企业建立竞争优势的基础

1) 首先，终端医美需求多元，各细分赛道均有可获取的市场空间，企业拥有丰富的产品管线，首先意味着可经营的赛道更为丰富，有利于做大体量规模；2) 其次，目前医美消费往往是以产品组合的形式出现，比如水光针+肉毒、玻尿酸+肉毒、玻尿酸联合光电等。若医美企业拥有较为丰富的产品线，联合使用的情况下有利于进一步强化品牌认知，并有助于终端推广；3) 未来医美赛道的竞争将日趋激烈，企业单产品的生命周期存在缩短的风险，丰富的管线则在一定程度上可抵御市场竞争风险，提升企业的综合竞争力。

而在企业布局产品管线的过程中，一方面通过自身研发投入进行布局，但由于医美产品的研发生产耗时较长、投入资金大及面临研发失败风险，因此具备一定资金实力的头部企业，也常常会通过外延并购方式拓展产品线。从国际经验看，回顾全球医美龙头艾尔建发展历程，其也是通过积极的外延收购策略，逐步建立了从手术外科、填充注射到光电皮肤类完善的医美产品矩阵。

图1: 艾尔建医美业务收购历程



资料来源：艾尔建官网、搜狐、国信证券经济研究所整理

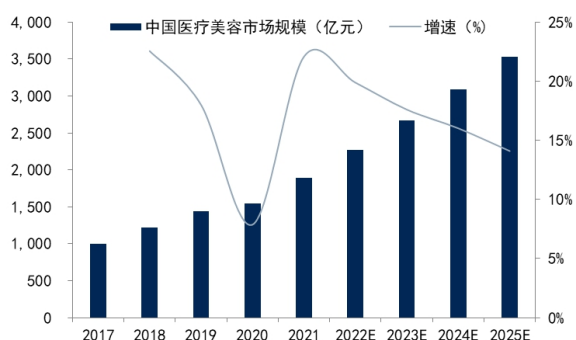
➤ 销售推广能力：强化终端渠道绑定，实现销售稳健达成

与医美机构形成有效绑定：当前随着政策加大对于非法医美的执法力度，渠道加速出清期，头部合规医美机构的市占率有望稳步提升，医美产品方需进一步强化与合规头部医美机构合作，通过强强联合，实现稳定健康的销售增长并提升市场竞争力。回到爱美客的募资用途看，其中公司也提及将重点投入丰富产品管线、强化营销渠道能力等，总体上体现了公司对于自身长期成长的规划和信心，也将进一步增强市场对于公司强化外延并购及推进全球化医美布局的信心。

◆ 医美市场增速快空间大，公司整体行业竞争力领先

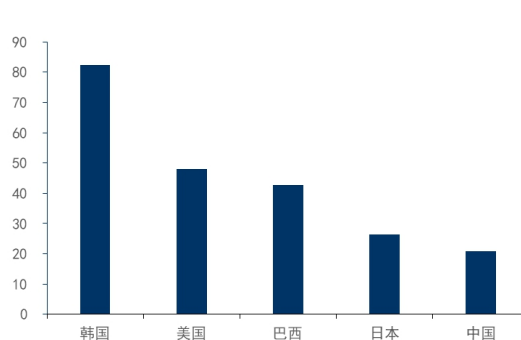
医美行业整体上兼具高成长性和广阔发展空间。据 Frost & Sullivan 数据（引自爱美客招股书），2021 年中国医美行业市场规模达到 1891 亿元，同比增速达到 22%，2017-2021 年复合增速达到 17.5%，预计至 2025 年市场规模达到 3529 亿元。不过对标美国、巴西及韩国等成熟医美市场，中国医美市场渗透率仍有较大提升空间，2020 年中国每千人医美治疗次数约为韩国的 1/4、不及美国和巴西的 1/2。

图2：中国医疗美容市场规模（亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

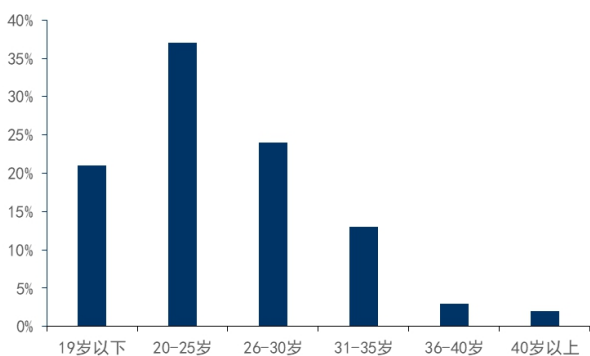
图3：主要国家每千人医疗美容治疗次数（2020年）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

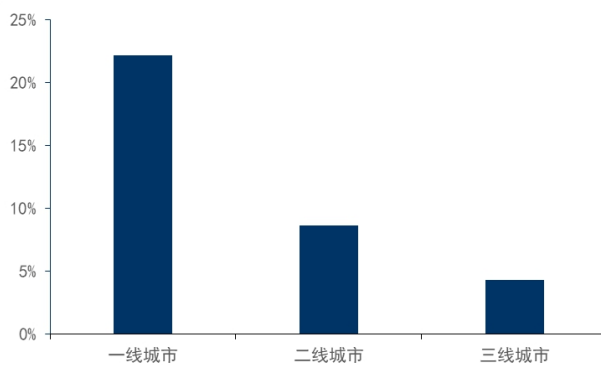
短期来看，由于医美消费的强粘性以及高端属性，在阶段性的线下疫情封控逐步解除后，有望实现较为确定消费需求恢复。长期来看，在美丽健康消费升级趋势下，消费者的医美消费习惯正被加速教育，未来随着年轻消费者成长后消费力提升以及下沉市场医美消费崛起，同时供给端合规/多元化产品供给不断丰富，行业红利有望加速释放，且长期发展确定性高。例如从年龄结构看，根据 Frost & Sullivan 数据，2021 年的医美消费群体中，19 岁以下消费者占比 21%，20-25 岁消费者占比 37%，26-30 岁消费者占比 24%，未来随着这部分人群的需求成长和消费升级有望为行业单价水平、消费频次的持续提升带来支撑。

图4：中国医美消费者年龄结构分布（2021年）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

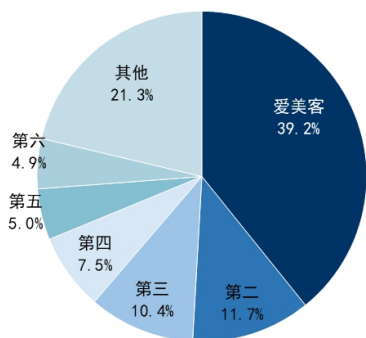
图5：中国按城市等级划分的医疗美容渗透率（2021年）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

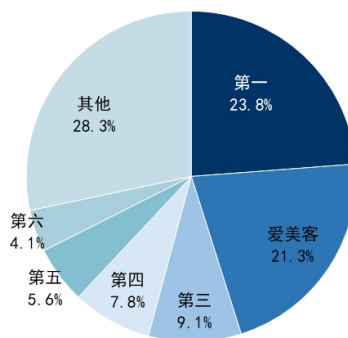
从市场竞争格局看：爱美客作为行业龙头市场竞争地位正在不断强化。据 Frost & Sullivan 数据，按照销量计算，2021 年公司是中国最大的透明质酸皮肤填充剂供应商，市场份额达到 39.2%，领先行业第二名达到 27.5pct；按照销售额计算，2021 年是中国第二大透明质酸皮肤填充剂供应商，市场份额达到 21.3%，较 2020 年的 14.3% 显著提升 7pct，仅落后第一名 2.5pct。

图6：21 年中国透明质酸注射填充剂市场格局（%，按销量）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图7：21 年中国透明质酸注射填充剂市场格局（%，按销售额）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

从产品管线角度看，公司旗下“嗨体”系列产品在颈纹及眼周领域形成了领先的市场竞争力，再生材料新品“濡白天使”亦实现了快速放量，2021 年下半年推出后全年便实现了 6000 万的销售收入，2022 年一季度在疫情反复情况下仍实现 4500 万左右收入，收入占比超过 10%，助力拉升公司整体毛利率水平。展望来看，公司仍有丰富的在研产品管线，包括注射用 A 型肉毒毒素、第二代理植线、利拉鲁肽注射液等，以及港股上市若能顺利完成，利用外延扩张进一步丰富产品管线，提升整体市场竞争力。

表2：爱美客在研产品详情及上市规划

在研产品	开发阶段	下一个里程碑
注射用透明质酸酶	临床前研究	预计于 2023 年递交 IND 申请
注射用 A 型肉毒毒素	III 期临床试验	预计于 2023 年向国家药监局递交 NDA 申请、于 2024 年获批准并上市
利拉鲁肽注射液	I 期临床试验	预计于 2022 年进入下一阶段临床试验
去氧胆酸药物	临床前研究	预计于 2023 年获得临床试验批准
利多卡因丁卡因乳膏	已获临床试验批准	预计于 2024 年完成临床试验
第二代理植线	临床前研究	预计于 2022 年进入临床试验
医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	临床试验	预计于 2023 年递交注册申请、于 2024 年获批准并上市

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：医美龙头优势不断强化，坚定外延并购及推进全球化布局，维持“买入”

短期来看，当前复工复产背景下终端消费需求正逐步复苏，其中医美消费偏刚性，整体复苏态势较好，医美机构亦逐步加大产品采购力度，公司作为行业龙头有望率先实现复苏。中长期看，公司在医美领域凭借高产品认知度和渠道运营能力，有望保持较强经营韧性。产品线中“嗨体”系列将持续受益于市场知名度和口碑提升，“濡白天使”作为再生材料领域的优势竞争品类，全年有望加速放量。而本次公司重新递交港股上市申请，也彰显了公司坚定外延并购及推进全球化布局的决心，未来通过内生外延并举方式，有望持续强化公司产品矩阵建设，夯实公司竞争壁垒。我们暂维持公司 2022-2024 年归母净利润预测为 14.82 亿元/20.73 亿元/27.78 亿元，对应 PE 分别为 85.4/61/45.6 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

政策风险，疫情反复风险，新进入者竞争加剧等市场风险，产品管线研发及上市不及预期风险。

表3: 可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值 (百万元)
代码	名称	评级	2022/06/27	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022/06/27
300896	爱美客	买入	585.00	4.43	6.85	9.58	132.15	85.41	61.04	126,570.60
688363	华熙生物	增持	140.99	1.63	2.22	2.97	86.50	63.63	47.46	67,828.21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《爱美客 (300896.SZ) - 营收及利润增速均超 60%，盈利能力表现稳健》 ——2022-04-27
- 《爱美客 (300896.SZ) - 各产品线表现靓丽，收入利润均取得同比翻倍增长》 ——2022-03-08
- 《爱美客-300896-重大事件快评：2021 年净利润增长超 100%，各产品线稳健高增》 ——2022-01-21
- 《爱美客-300896-2021 年三季报点评：盈利能力进一步提升，医美龙头价值凸显》 ——2021-10-15
- 《爱美客-300896-2021 年中报点评：嗨体系列持续爆发，盈利能力加速提升》 ——2021-08-25

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	3456	3264	4257	5785	7463	营业收入	709	1448	2346	3431	4757
应收款项	33	82	96	169	235	营业成本	58	91	135	186	245
存货净额	27	35	73	94	122	营业税金及附加	4	7	19	27	38
其他流动资产	18	52	59	86	119	销售费用	71	156	297	535	856
流动资产合计	4376	3803	4855	6504	8309	管理费用	44	65	268	388	535
固定资产	143	143	191	241	325	财务费用	(14)	(52)	(94)	(125)	(165)
无形资产及其他	10	12	12	11	11	投资收益	15	18	13	10	10
投资性房地产	70	306	306	306	306	资产减值及公允价值变动	2	27	10	10	10
长期股权投资	34	1001	1003	1005	1015	其他收入	(61)	(100)	0	0	0
资产总计	4633	5265	6366	8066	9965	营业利润	503	1127	1744	2440	3268
短期借款及交易性金融负债	0	8	5	5	5	营业外净收支	(0)	(5)	(1)	(1)	(1)
应付款项	5	9	18	21	29	利润总额	503	1122	1743	2438	3267
其他流动负债	85	162	140	279	82	所得税费用	69	165	261	366	490
流动负债合计	90	179	164	305	117	少数股东损益	(6)	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	440	958	1482	2073	2778
其他长期负债	12	57	62	67	72						
长期负债合计	12	57	62	67	72	现金流量表（百万元）					
负债合计	101	235	225	372	188	净利润	440	958	1482	2073	2778
少数股东权益	(3)	0	(0)	(1)	(2)	资产减值准备	0	2	1	1	1
股东权益	4534	5029	6141	7696	9779	折旧摊销	11	11	17	20	24
负债和股东权益总计	4633	5265	6366	8066	9965	公允价值变动损失	(2)	(27)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(14)	(52)	(94)	(125)	(165)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(51)	(199)	(65)	26	(308)
每股收益	3.66	4.43	6.85	9.58	12.84	其它	(7)	(2)	(1)	(2)	(2)
每股红利	0.00	1.94	1.71	2.40	3.21	经营活动现金流	392	742	1424	2108	2483
每股净资产	37.72	23.25	28.38	35.57	45.20	资本开支	0	(39)	(55)	(60)	(100)
ROIC	21%	26%	54%	132%	155%	其它投资现金流	(842)	471	0	0	0
ROE	10%	19%	24%	27%	28%	投资活动现金流	(875)	(535)	(57)	(62)	(110)
毛利率	92%	94%	94%	95%	95%	权益性融资	3473	0	0	0	0
EBIT Margin	75%	78%	69%	67%	65%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	77%	79%	70%	67%	65%	支付股利、利息	0	(421)	(370)	(518)	(695)
收入增长	27%	104%	62%	46%	39%	其它融资现金流	(40)	443	(3)	0	0
净利润增长率	44%	118%	55%	40%	34%	融资活动现金流	3433	(399)	(373)	(518)	(695)
资产负债率	2%	4%	4%	5%	2%	现金净变动	2950	(192)	993	1528	1679
息率	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	506	3456	3264	4257	5785
P/E	159.9	132.1	85.4	61.0	45.6	货币资金的期末余额	3456	3264	4257	5785	7463
P/B	15.5	25.2	20.6	16.4	12.9	企业自由现金流	420	735	1280	1936	2236
EV/EBITDA	129.4	111.3	77.1	54.9	40.8	权益自由现金流	380	1178	1357	2042	2377

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032