

# 大比例参股 25.4%韩国肉毒公司 Huons BioPharma，重磅产品童颜针如期获批丰富公司产品线

## 爱美客 (300896)

### 事件概述

6月24日，公司公告拟约8.86亿元对Huons Bio进行增资并收购Huons Bio部分股权，持股比例25.4%。

6月25日，药监局网站显示，爱美客的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶（童颜针）已于2021年6月24日获批。

### 分析判断：

#### ▶ 大比例参股韩国肉毒公司 Huons Bio，稳固国内肉毒代理权

Huons Bio 专注肉毒业务，爱美客为其中国市场代理商。爱美客2018年9月与韩国 Huons 签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，Huons 授权爱美客在中国区域内 10 年肉毒独家代理权，爱美客全权负责其国内产品业务。Huons Bio 分拆前是 Huons Global 的肉毒毒素业务部门，其肉毒毒素产品 Hutox 于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证。Huons Bio 为 2021 年 4 月从 Huons Global 分拆设立，是 Huons Global 全资子公司，2020 年/2021Q1 收入分别为 1.20/0.34 亿元，净利润分别为 0.28/0.09 亿元。母公司 Huons Global 于 2020 年/2021Q1 收入分别为 31.37 亿/7.63 亿元，净利润分别为 2.56 亿/0.42 亿元。

Huons Bio 公司估值 35 亿元。公司以约 8.86 亿元增资+收购 Biopharma 公司后持股 Huons Bio 股权为 25.4%，Biopharma 交易整体估值 35 亿元，对应 2020 年 P/E 为 125X，若 2021Q1 线性外推 2021 年全年净利润为 0.36 亿则估值为 97X。公司大比例参股 Huons Bio 后，将会成为上市公司唯一具备肉毒核心资产的上市公司。

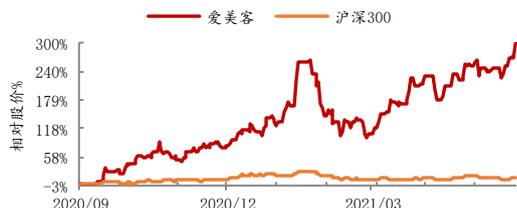
肉毒市场巨大，合规肉毒市场 2024 年有 80 亿元，增速快。据弗若斯特沙利文报告，2019 年我国肉毒毒素市场规模 35 亿元，2015~2019 年复合增速为 31.2%，沙利文预计 2019~2024E 复合增速为 17.5%，2024 年我国肉毒毒素市场规模为 80 亿元，水货市场实际上更大。目前我国共四家公司获得肉毒注册证，分别为艾尔建、兰州生物、高德美和四环医药（代理 huge1 肉毒）。

#### ▶ 重磅童颜针如期获批，切入胶原蛋白再生市场

童颜针（又称聚左旋乳酸填充剂），主要用于皮肤下陷、松

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	752.52
股票代码：	300896
52 周最高价/最低价：	1331.02/311.0
总市值(亿)	1,628.15
自由流通市值(亿)	371.58
自由流通股数(百万)	49.38



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002  
联系电话：

联系人：谭国超  
邮箱：tangc@hx168.com.cn  
联系电话：

### 相关研究

- 【华西医药】爱美客 (300896) 点评报告：业绩略超预期，嗨体持续带动业务快速发展  
2021.04.26
- 【华西医药】爱美客 (300896) 点评报告：嗨体高速增长带动公司业务开疆拓土，潜在医美品种值得期待  
2021.02.09
- 【华西医药】医美系列报告之二 爱美客 (300896) 深度报告：医美龙头，洞察消费趋势，引领医美发展潮流  
2020.11.27

弛区域的塑形和填充等抗衰老领域，通过刺激免疫反应合成胶原蛋白，达到填充效果。爱美客的童颜针其核心成分为聚左旋乳酸微球，可吸收材质、形态为凝胶。童颜针的注射周期为 2~6 次，每次间隔 3~6 周，效果可以维持 0.5~3 年。市场胶原蛋白再生（童颜针&少女针）为三类医疗器械的公司主要有三家，分别为华东医药、圣博玛和爱美客，而其他市场在用的童颜针如瑞博 Reborn、欧倍颜 EVOPLLA、仙诺德 SinaMagic 均为一类器械，严格来说不符合产品使用的要求，医美市场规范要求高，未来不合格的产品会被清理出市场。目前市场一类医疗器械的童颜针价格在 1~2 万元/次。考虑到爱美客在销售团队的推广能力、与医美终端的学术链接更强，童颜针推出，大大增加了公司在新重磅产品的布局，奠定了公司未来 3~5 年的持续高速增长。

### ► 维持“买入”评级

我们略微上调公司盈利预测，预计公司 2021~2023 年收入分别为 11.05/16.30/23.10 亿元（维持不变），同比增长 55.8%/47.5%/41.7%，归母净利润分别为 7.35/10.55/14.83 亿元（原为 6.83/10.08/14.32 亿元），同比增长 55.2%/47.7%/42.1%，对应市盈率分别为 221X/154X/110X。

公司的童颜针已经获批，即将推出市场；参股并拥有国内代理权的 Huons 肉毒毒素处于临床阶段，预计 2023~2024 年获批；利拉鲁肽注射液（慢病体重管理）处于临床阶段。公司产品布局合理有梯队，从早期入门玻尿酸、含麻玻尿酸、高端塑型玻尿酸（宝尼达）、到嗨体颈纹、到嗨体熊猫针、到嗨体冬活、到童颜针，公司每个阶段推出的产品深入的洞察到求美者的需求，在销售端直接把握终端客户，为医美机构持续创造利润，实现双赢局面。此次出海，参股海外公司，坚定引入海外优质医美产品，为公司长远发展打下基础。考虑到公司嗨体产品的持续快速增长、童颜针 2021 年获批、2024~2025 年肉毒毒素和埋线等产品的接力，公司在医美赛道竞争优势显著，我们维持买入评级。

### 风险提示

医美行业整顿风险，产品推广不及预期，产品获批不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	558	709	1,105	1,630	2,310
YoY (%)	73.7%	27.2%	55.8%	47.5%	41.7%
归母净利润(百万元)	306	440	735	1,055	1,483
YoY (%)	148.7%	43.9%	67.2%	43.4%	40.6%
毛利率 (%)	92.6%	92.2%	92.8%	92.9%	93.0%
每股收益 (元)	1.41	2.03	3.40	4.87	6.85
ROE	46.4%	9.7%	14.9%	17.6%	19.8%
市盈率	532.91	370.25	221.47	154.40	109.78

资料来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	709	1,105	1,630	2,310	净利润	433	721	1,034	1,454
YoY (%)	27.2%	55.8%	47.5%	41.7%	折旧和摊销	11	23	23	23
营业成本	56	80	117	163	营运资金变动	-4	9	24	23
营业税金及附加	4	6	8	12	经营活动现金流	426	731	1,048	1,454
销售费用	74	113	165	233	资本开支	-32	-352	-202	-202
管理费用	44	68	99	140	投资	-899	-465	-565	-565
财务费用	-14	-60	-54	-59	投资活动现金流	-916	-795	-734	-721
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	3,473	96	0	0
投资收益	15	22	33	46	债务募资	0	0	0	0
营业利润	503	845	1,213	1,706	筹资活动现金流	3,441	-325	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	2,950	-389	314	733
利润总额	503	845	1,213	1,706	<b>主要财务指标</b>				
所得税	69	125	179	252	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
净利润	433	721	1,034	1,454	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	440	735	1,055	1,483	营业收入增长率	27.2%	55.8%	47.5%	41.7%
YoY (%)	43.9%	67.2%	43.4%	40.6%	净利润增长率	43.9%	67.2%	43.4%	40.6%
每股收益	2.03	3.40	4.87	6.85	<b>盈利能力</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	92.2%	92.8%	92.9%	93.0%
货币资金	3,456	3,067	3,381	4,114	净利率	61.1%	65.2%	63.4%	62.9%
预付款项	6	8	12	17	总资产收益率 ROA	9.5%	14.5%	17.1%	19.3%
存货	27	44	59	83	净资产收益率 ROE	9.7%	14.9%	17.6%	19.8%
其他流动资产	887	1,337	1,902	2,473	<b>偿债能力</b>				
流动资产合计	4,376	4,457	5,354	6,686	流动比率	<b>49.05</b>	<b>37.86</b>	<b>30.46</b>	<b>27.03</b>
长期股权投资	34	49	64	79	速动比率	48.68	37.42	30.05	26.63
固定资产	143	470	647	824	现金比率	38.74	26.06	19.23	16.63
无形资产	10	10	10	10	资产负债率	2.2%	2.6%	3.1%	3.4%
非流动资产合计	257	601	795	989	<b>经营效率</b>				
资产合计	4,633	5,057	6,149	7,675	总资产周转率	0.15	0.22	0.27	0.30
短期借款	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
应付账款及票据	5	15	22	31	每股收益	2.03	3.40	4.87	6.85
其他流动负债	85	102	153	216	每股净资产	20.95	22.85	27.73	34.58
流动负债合计	89	118	176	247	每股经营现金流	1.97	3.38	4.85	6.72
长期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	1.94	0.00	0.00
其他长期负债	12	12	12	12	<b>估值分析</b>				
非流动负债合计	12	12	12	12	PE	370.25	221.47	154.40	109.78
负债合计	101	130	188	260	PB	31.26	32.93	27.14	21.76
股本	120	216	216	216					
少数股东权益	-3	-17	-38	-67					
股东权益合计	4,531	4,927	5,961	7,415					
负债和股东权益合计	4,633	5,057	6,149	7,675					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

谭国超：中山大学理学毕业，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与新时代证券研究所，具备医疗产业临床一线、一级市场投资和二级市场研究经验。2019年11月加入华西证券研究所，主要负责A+H股医疗器械标的。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。