

爱美客 (300896)

证券研究报告

2021年06月28日

拟增资并收购 Huons Bio 部分股权，加快海外协同及进军

事件

公司公告拟使用约 5.81 亿元增资认购 Huons Bio 的 80 万股股份，出资约 3.05 亿元收购 Huons Global 所持有的 Huons Bio 8.8% 股权，合计使用超募资金 8.86 亿元，本次增资和收购完成后，爱美客合计持有 Huons Bio 股份的 25.4%，Huons Global 持股比例占 74.6%。Huons Global 是韩国知名制药及医疗器械企业，主营业务覆盖大健康多个领域，知名产品包括 Hutox 肉毒素等。Huons Bio 分拆前为 Huons Global 肉毒毒素业务部门，2021 年 4 月 Huons Bio 从 Huons Global 分拆设立，20 年营收 1.2 亿元，净利润 0.28 亿元，21Q1 营收 0.34 亿元，净利润 0.086 亿元。

点评

Hutox 于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证，爱美客于 2018 年 9 月与 Huons 签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，代理期 10 年，目前已进入临床试验阶段。20 年 Huons Bio 净利润 0.28 亿元，本次投资计算其市值为 35 亿，对应 20 年净利润收购估值 PE 为 125 倍，肉毒素为稀缺核心资产。通过此次投资，公司身份由代理经销身份转为股东，未来有望受益于：1) 进一步夯实与 Huons 合作，降低投资风险；2) 对产品销售、推广具有较高话语权与自主权，同时 Huons Bio 还有一系列产品处于研发阶段，在研发、经营等方面与爱美客有深度协同的商业价值，公司长期注重业务协同，此前公司与宁波仰华共同设立基金主要投资领域包括医疗医药等；3) Huons Bio 在海外布局，同时 Hutox 已销往全球 20+ 个国家和地区，未来通过投资相关领域全球领先企业、引进海外先进技术和成果等，Huons 强大的海外销售渠道布局有望为爱美客旗下产品进军全球市场赋能，此前公司启动 H 股上市计划，叠加此次合资设立子公司预期未来将继续助力拓宽医美版图；4) 6 月 10 日，国家卫健委联合七部门联合开展非法医美服务整治，未来规范化将成为行业长期趋势，作为肉毒素市场稀有牌照，未来橙毒若获批，在规范化背景下公司预计将进一步受益。

投资建议：产品端公司产品差异化布局+定位精准，场景区分满足消费者多样化需求；营销端公司持续完善营销网络建设，加强学术推广与技术培训，深度参与机构运营提高现有产品销售；研发端通过加强自主研发、合作研发、投资入股等方式推动产品升级和新产品的开发。随着童颜针的上市，公司有望保持长期领先市场地位和强竞争能力，预计高毛利率产品熊猫针有望持续放量+童颜针获批在即有望贡献净利润，预计 2021/2022 年净利润 8.0/11.8 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：产品研发注册不及预期，市场竞争加剧，标的公司的运营管理存在一定风险，标的公司核心人员流失风险，本次投资能否通过审批或备案程序以及通过的时间存在不确定性

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	557.72	709.29	1,290.91	2,008.65	2,932.63
增长率(%)	73.74	27.18	82.00	55.60	46.00
EBITDA(百万元)	404.86	560.36	905.97	1,342.58	1,824.10
净利润(百万元)	305.52	439.75	796.93	1,176.07	1,593.59
增长率(%)	148.68	43.93	81.22	47.58	35.50
EPS(元/股)	1.41	2.03	3.68	5.44	7.37
市盈率(P/E)	532.91	370.25	204.30	138.44	102.17
市净率(P/B)	247.09	35.91	30.24	26.86	24.12
市销率(P/S)	291.93	229.55	126.12	81.06	55.52
EV/EBITDA	0.00	132.71	174.21	117.13	85.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	752.52 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	216.36
流通 A 股股本(百万股)	49.38
A 股总市值(百万元)	162,815.23
流通 A 股市值(百万元)	37,158.45
每股净资产(元)	19.80
资产负债率(%)	3.17
一年内最高/最低(元)	1331.02/311.00

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

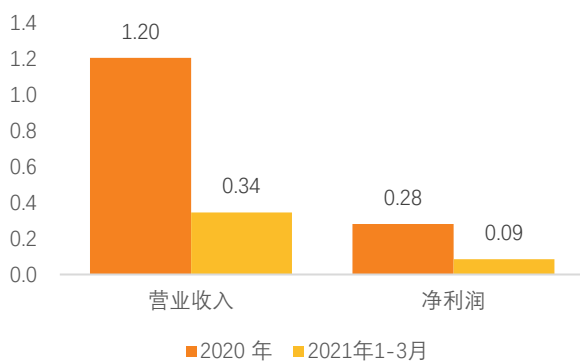
相关报告

- 1 《爱美客-季报点评:21Q1 归母净利润略超预期，高毛利率产品熊猫针有望持续放量》 2021-05-13
- 2 《爱美客-首次覆盖报告:差异化铸就壁垒，专业奠定医美龙头地位》 2020-09-30

1. 事件

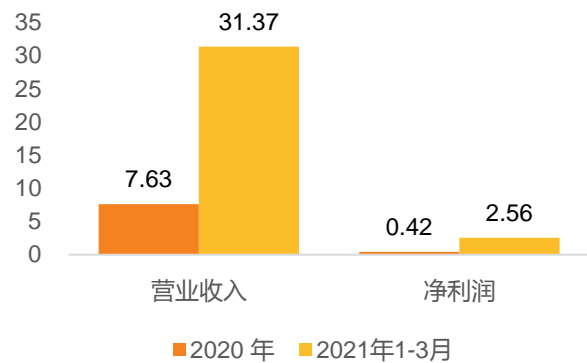
公司公告拟使用约 5.81 亿元增资认购 Huons Bio 的 80 万股股份，出资约 3.05 亿元收购 Huons Global 所持有的 Huons Bio 8.8% 股权，合计使用超募资金 8.86 亿元，本次增资和收购完成后，爱美客合计持有 Huons Bio 股份的 25.4%，Huons Global 持股比例占 74.6%。Huons Global 是韩国知名制药及医疗器械企业，主营业务覆盖大健康多个领域，知名产品包括 Hutox 肉毒素等。Huons Bio 分拆前为 Huons Global 肉毒毒素业务部门，2021 年 4 月 Huons Bio 从 Huons Global 分拆设立，20 年营收 1.2 亿元，净利润 0.28 亿元，21Q1 营收 0.34 亿元，净利润 0.086 亿元。

图 1: Huons Bio 2020 年与 2021 年 Q1 财务情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: Huons Global 2020 年与 2021 年 Q1 财务情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 点评

Hutox 于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证，爱美客于 2018 年 9 月与 Huons 签订 A 型肉毒毒素产品在中国的合作协议，代理期 10 年，目前已进入临床试验阶段。20 年 Huons Bio 净利润 0.28 亿元，本次投资计算其市值为 35 亿，对应 20 年净利润收购估值 PE 为 125 倍，肉毒素为稀缺核心资产。

图 3: Huons 明星产品“橙毒” Hutox



资料来源: medex worldwide, 天风证券研究所

通过此次投资，公司身份由代理经销身份转为股东，未来有望受益于：

- 1) 进一步夯实与 Huons 合作，降低投资风险；
- 2) 对产品销售、推广具有较高话语权与自主权，同时 Huons Bio 还有一系列产品处于研发阶段，在研发、经营等方面与爱美客有深度协同的商业价值，公司长期注重业务协同，此前公司与宁波仰华共同设立基金主要投资领域包括医疗医药等；

表 1：爱美客正在研发中产品

产品名称	产品功能及用途	产品类别	研发阶段
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶	用于皮肤填充	III 类 医疗器械	注册申报阶段
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	手术防粘连	III 类 医疗器械	注册申报阶段
医用生物补片	用于硬脑膜和软组织修复	III 类 医疗器械	注册检验阶段
A 型肉毒毒素	医疗美容中用于去除动态皱纹等	生物药品	临床试验阶段
基因重组蛋白药物（瘦身纤体）	用于糖尿病及肥胖症的治疗	生物药品	临床试验阶段

资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

- 3) Huons Bio 在海外布局，同时 Hutox 已销往全球 20+个国家和地区，未来通过投资相关领域全球领先企业、引进海外先进技术和成果等，Huons 强大的海外销售渠道布局有望为爱美客旗下产品进军全球市场赋能，此前公司启动 H 股上市计划，叠加此次合资设立子公司预期未来将继续助力拓宽医美版图；

图 5：Huons Global 业务布局



资料来源：Huons 官网，天风证券研究所

- 4) 6 月 10 日，国家卫健委联合七部门联合开展非法医美服务整治，未来规范化将成为行业长期趋势，我们认为未来橙毒若获批，在规范化背景下公司预计将进一步受益。

3. 投资建议及盈利预测

产品端公司产品差异化布局+定位精准，场景区分满足消费者多样化需求；营销端公司持续完善营销网络建设，加强学术推广与技术培训，深度参与机构运营提高现有产品销售；研发端通过加强自主研发、合作研发、投资入股等方式推动产品升级和新产品的开发。随着童颜针的上市，公司有望保持长期领先市场地位和强竞争能力，预计高毛利率产品熊猫针有望持续放量+童颜针获批在即有望贡献净利润，预计 2021/2022 年净利润 8.0/11.8 亿元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	505.61	3,455.84	4,092.49	4,946.01	5,490.84
应收票据及应收账款	14.74	29.82	33.73	(3.97)	(5.79)
预付账款	4.57	6.27	13.46	17.80	28.02
存货	23.29	26.80	63.01	80.36	128.92
其他	16.49	857.10	868.21	584.13	779.63
流动资产合计	564.70	4,375.84	5,070.90	5,624.33	6,421.61
长期股权投资	0.00	33.89	33.89	33.89	33.89
固定资产	150.64	142.87	158.14	193.49	227.89
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	10.66	10.36	9.88	9.40	8.92
其他	17.64	69.70	40.68	45.09	51.45
非流动资产合计	178.95	256.83	278.59	351.47	393.90
资产总计	743.65	4,632.67	5,563.55	6,189.86	7,029.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	7.43	4.56	73.54	16.14	105.04
其他	59.81	84.65	92.40	100.37	161.23
流动负债合计	67.24	89.21	165.94	116.51	266.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.70	12.24	13.38	13.11	12.91
非流动负债合计	13.70	12.24	13.38	13.11	12.91
负债合计	80.95	101.44	179.31	129.62	279.18
少数股东权益	3.77	(2.59)	(0.60)	(0.60)	(0.60)
股本	90.00	120.20	216.36	216.36	216.36
资本公积	139.69	3,544.63	3,544.63	3,544.63	3,544.63
留存收益	568.93	4,413.62	5,168.47	5,844.48	6,534.63
其他	(139.69)	(3,544.63)	(3,544.63)	(3,544.63)	(3,544.63)
股东权益合计	662.70	4,531.22	5,384.23	6,060.24	6,750.39
负债和股东权益总计	743.65	4,632.67	5,563.55	6,189.86	7,029.57

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	297.97	433.39	796.93	1,176.07	1,593.59
折旧摊销	10.06	11.08	9.21	11.53	13.93
财务费用	0.00	0.00	(27.43)	(32.85)	(37.93)
投资损失	(6.97)	(14.73)	(10.85)	(10.85)	(10.85)
营运资金变动	18.83	(13.86)	56.92	(40.17)	78.71
其它	(10.18)	9.81	10.85	10.85	10.85
经营活动现金流	309.72	425.68	835.62	1,114.58	1,648.29
资本支出	23.37	38.27	58.86	80.27	50.20
长期投资	0.00	33.89	0.00	0.00	0.00
其他	(48.99)	(988.41)	(127.30)	125.87	(288.15)
投资活动现金流	(25.62)	(916.25)	(68.43)	206.14	(237.95)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.71	3,449.47	123.59	32.85	37.93
其他	(45.74)	(8.66)	(254.14)	(500.05)	(903.44)
筹资活动现金流	(44.03)	3,440.80	(130.54)	(467.20)	(865.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	240.06	2,950.23	636.65	853.52	544.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	557.72	709.29	1,290.91	2,008.65	2,932.63
营业成本	41.10	55.52	100.69	160.69	234.61
营业税金及附加	3.54	3.66	6.65	10.35	15.12
营业费用	77.17	73.56	136.84	251.08	337.25
管理费用	48.09	43.50	74.87	126.55	337.25
研发费用	48.56	61.80	96.82	150.65	219.95
财务费用	(1.71)	(14.33)	(27.43)	(32.85)	(37.93)
资产减值损失	(0.02)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
公允价值变动收益	0.00	1.57	10.85	10.85	10.85
投资净收益	6.97	14.73	10.85	10.85	10.85
其他	(16.20)	(33.44)	(43.41)	(43.41)	(43.41)
营业利润	350.21	502.74	924.19	1,363.90	1,848.10
营业外收入	0.68	0.08	0.19	0.24	0.30
营业外支出	0.10	0.16	0.09	0.11	0.11
利润总额	350.79	502.66	924.29	1,364.03	1,848.29
所得税	52.82	69.27	127.37	187.97	254.70
净利润	297.97	433.39	796.93	1,176.07	1,593.59
少数股东损益	(7.55)	(6.36)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	305.52	439.75	796.93	1,176.07	1,593.59
每股收益(元)	1.41	2.03	3.68	5.44	7.37

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	73.74%	27.18%	82.00%	55.60%	46.00%
营业利润	144.45%	43.55%	83.83%	47.58%	35.50%
归属于母公司净利润	148.68%	43.93%	81.22%	47.58%	35.50%
获利能力					
毛利率	92.63%	92.17%	92.20%	92.00%	92.00%
净利率	54.78%	62.00%	61.73%	58.55%	54.34%
ROE	46.37%	9.70%	14.80%	19.40%	23.61%
ROIC	246.06%	301.97%	471.11%	286.14%	308.88%
偿债能力					
资产负债率	10.88%	2.19%	3.22%	2.09%	3.97%
净负债率	-76.30%	-76.27%	-76.01%	-81.61%	-81.34%
流动比率	8.40	49.05	30.56	48.27	24.12
速动比率	8.05	48.75	30.18	47.58	23.63
营运能力					
应收账款周转率	46.76	31.84	40.63	134.98	-601.13
存货周转率	30.76	28.32	28.75	28.02	28.03
总资产周转率	0.92	0.26	0.25	0.34	0.44
每股指标(元)					
每股收益	1.41	2.03	3.68	5.44	7.37
每股经营现金流	1.43	1.97	3.86	5.15	7.62
每股净资产	3.05	20.95	24.89	28.01	31.20
估值比率					
市盈率	532.91	370.25	204.30	138.44	102.17
市净率	247.09	35.91	30.24	26.86	24.12
EV/EBITDA	0.00	132.71	174.21	117.13	85.81
EV/EBIT	0.00	135.36	176.00	118.15	86.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com