



买入 (维持)

所属行业: 商业贸易  
当前价格(元): 814.20

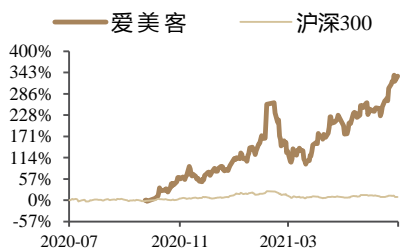
证券分析师

郑澄怀

资格编号: S0120521050001

邮箱: dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	25.72	31.70	73.97
相对涨幅(%)	29.44	32.44	75.44

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 1.《--爱美客: 新产品童颜针正式获批, 丰富后续业绩增长曲线》, 2021.6.25
- 2.《爱美客: 乘风破浪颜值经济, 头角峥嵘医美产业》, 2021.6.20
- 3.《医美行业深度: 颜值经济乘风起, 医美产业相辉映》, 2021.5.21

# 爱美客点评: 增资收购韩国医美资产, 加速肉毒黄金赛道布局

投资要点

- **事件:** 爱美客6月24日公告使用部分超募资金增资暨收购韩国 Huons 股权可行性报告, 拟以人民币 5.81 亿元对 Huons Bio Pharma Co.,Ltds 增资认购标的 80 万股股份, 及以 3.05 亿元收购韩国 Huons Global Co.,Ltds 持有标的公司的 8.8% 股权。本次增资和收购完成后, 爱美客合计持有 Huons Bio 1,220,000 股股份, 持股比例 25.4%。7月2日爱美客公告回复关注函, 就韩国标的细节和合理性给予充分可观说明。
- **点评:** 爱美客加深对外合作, 推进医美“刚需”产品肉毒毒素布局落地, 丰富公司产品线提高公司未来市场占有率, 增进与标的公司合作发挥协同效应, 为长期发展带来更多业绩增长点。Huons Global 为韩国一流医美药械生产商, 医美产品布局及轻医美玻尿酸针剂、肉毒毒素、水光注射仪及麻膏等产品。2020 年度/2021 年 Q1 Huons Bio 公司营业收入与净利润分别为 1.20 亿元/0.34 亿元和 0.28 亿元/0.09 亿元人民币。从利润水平和产能状况来看, Huons Bio 肉毒业务仍有大幅提升空间: Huons Global 旗下肉毒毒素业务的 2020 第一个完整财年净利润率为 23%, 预期未来肉毒毒素业务规模化后的净利润率将攀升至 40%。在 2024 年如期建成第三工厂后, Huons Bio 对肉毒毒素产品的产能将由 360 万瓶/年达到 880 万瓶/年, 并存在产能进一步扩张升级的空间。早在 2018 年, 爱美客已同 Huons 签订合作协议代理引进旗下肉毒毒素 Hutox, 目前该产品于我国 NMPA 已进入临床阶段。
- **肉毒毒素黄金赛道, 增长空间尤为可期。** Hutox 橙毒在韩国本土于 2019 年 4 月上市, 正在推进全球多国的临床注册进程。肉毒毒素市场为高门槛优质医美“刚需”赛道, 我国目前仅有四位参与者获得 III 类药械注册证, 后续新进入者仍有较好机会分取一定市场份额。肉毒毒素作为一种生物活性药物, 通过注射而放松肌肉达到去皱、瘦脸及瘦腿目的。根据 ISAPS 统计, 2020 年肉毒毒素注射于全球非手术医美市场排名第一疗程占比达 46.1%。在我国肉毒毒素产品需求尚未被市场良好挖掘, 中长期有望跟进国际市场趋势实现增速放量。2019 年肉毒毒素于轻医美市场中占比 32.67%, 年度增速达 90.56%。
- **Huons 产品进入大陆已久, 市场影响力初现雏形。** 在橙毒 Hutox 之前, Huons 旗下产品已在中国大放光彩, 例如子公司产品艾莉薇于我国 18-19 年玻尿酸市场销售额占比排名第三, 同时水光注射仪德玛莎在水光市场已获大量认知认可, 成为终端机构热门 b 营销卖点。Huons 公司在中国大陆 To B 影响力已初见雏形, 有助后续 Hutox 等产品突出重围推广认知。
- **投资建议:** 预计公司现有业务 2021/2022/2023/2024/2025 年将实现 13.56 亿元、19.75 亿元、27.07 元、35.92 亿元及 44.69 亿元, 对应归母净利润 8.02 亿元/11.93 亿元/16.32 亿元/20.84 亿元/26.37 亿元。公司产品实力及影响力处于行业前沿水平, 产品图谱丰富呈系列化分布, 紧跟国际潮流前瞻性布局立足公司业务长足发展。突破性产品童颜针获批及收购韩国肉毒毒素布局有望为加速公司版图扩张, 为后续长足发展注入强劲增长动力。公司在医美药械领域处于头部领先地位, 产品及产能有待继续扩容, 未来拓展潜力空间可期, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 医美产品竞争加剧风险, 主管部门交易审批风险, 医疗事故风险等。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	216.36		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	49.38	营业收入(百万元)	558	709	1,356	1,957	2,749
52 周内股价区间(元):	182.61-820.00	(+/-)YOY(%)	73.7%	27.2%	91.1%	44.4%	40.5%
总市值(百万元):	176,160.31	净利润(百万元)	306	440	802	1,183	1,658
总资产(百万元):	4,416.45	(+/-)YOY(%)	148.7%	43.9%	82.5%	47.4%	40.2%
每股净资产(元):	19.80	全面摊薄 EPS(元)	1.41	2.03	3.71	5.47	7.66
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	92.6%	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
		净资产收益率(%)	46.4%	9.7%	16.0%	19.1%	21.1%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

## 内容目录

1. 增资&收购韩国肉毒标的，加速业务落地丰富 .....	5
2. 肉毒毒素医美“刚需”，黄金优质赛道扩容乐观 .....	7
3. 投资建议 .....	10
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

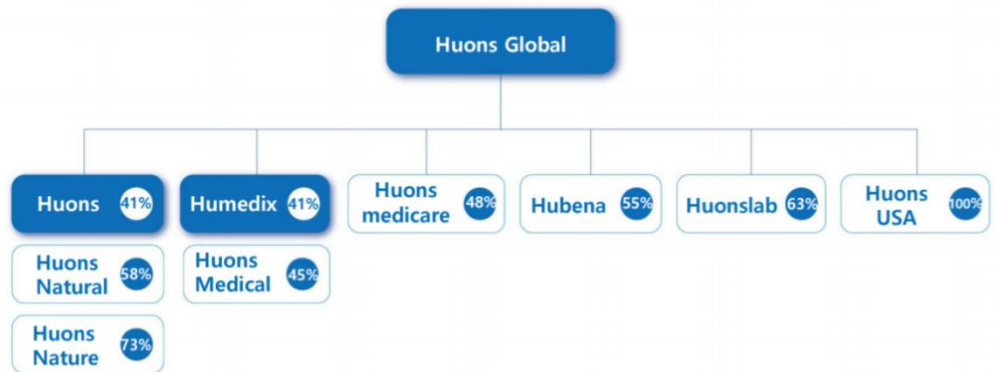
图 1: 2020 年 Q3 Huons Global 公司分拆 Huons Bio 前结构 .....	5
图 2: Huons 肉毒产品海外本土双布局 (图中数据截止 2020Q3) .....	6
图 3: 肉毒毒素工作原理为通过肌肉放松而去皱 .....	7
图 4: 2013-2022E 全球肉毒毒素市场规模 (单位: 亿美元) .....	7
图 5: 2013-2022E 中国肉毒毒素市场规模 (单位: 亿元) .....	7
表 1: Hutox 目前全球推广进展 .....	6
表 2: Huons Bio 在研管线状况 .....	6
表 3: 肉毒毒素在全球非手术类注射项目中占比排名第一 (单位: 疗程次数) .....	8
表 4: 中国目前获批四类肉毒毒素 .....	8
表 5: 计划登陆大陆市场的肉毒毒素产品进展 .....	9

## 1. 增资&收购韩国肉毒标的，加速业务落地丰富

爱美客公司于 2021 年 6 月 24 日公告拟使用超募资金约 8.86 亿元人民币对 Huons Bio 进行增资并收购 Huons Bio 部分股权。本次增资和收购完成后，爱美客合计持有 Huons Bio 1,220,000 股股份，持股比例达 25.4%。Huons BioPharma Co., Ltd. (简称“Huons Bio”) 原系 Huons Global 的肉毒毒素等生物制品业务部门，Huons Global 肉毒毒素产品 Hutox 于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证，并在全球多个国家开展临床试验。Huons Global 希望通过将肉毒毒素等生物制品业务部门单独分拆，设立子公司 Huons Bio，进行公司架构调整，提升肉毒毒素业务的专注度，优化治理结构及加强经营稳定性，使得企业价值得到提升。根据回复函，Huons Global 旗下肉毒毒素业务的第一个完整财年（2020 年度）净利润率为 23%，预期未来肉毒毒素业务规模化后的净利润率将高达 40%。在 2024 年如期建成第三工厂后，Huons Bio 对肉毒毒素产品的产能将由 360 万瓶/年达到 880 万瓶/年，并存在产能进一步扩张升级的空间。

Huons Bio 母公司 Huons Global Co., Ltd. 是韩国知名制药及医疗器械企业，于 2006 年在韩国证券交易所上市 (KOSDAQ:084110)。其主营业务覆盖大健康多个领域，包括药物、医疗器械、美容产品、特种医药，从护肤品到消毒水，从玻尿酸到新冠病毒检测试剂盒，知名产品包括德玛莎水光注射仪、艾莉薇玻尿酸、Hutox 肉毒毒素。Huons Global 旗下成立 Huons、Humedix、Huons Medicare、Hubena、Huons Natural、Panace、Huons Nature、Huons USA 等多家子公司。其中有 2 家上市公司：Huons Co Ltd (KOSDAQ:243070)、Humedix Co Ltd (KOSDAQ:200670)。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。2021 年 4 月，Huons Bio 从 Huons Global 分拆设立，收购交易完成前是 Huons Global 全资子公司。

图 1：2020 年 Q3 Huons Global 公司分拆 Huons Bio 前结构



资料来源：Huons 官网，德邦研究所

肉毒毒素海外本土双布局，Hutox 专攻国际出口市场。Huons 肉毒毒素产品依销售区域分为两种品类：本土产品品牌 Liztox 和外销产品品牌 Hutox。本土品牌 Liztox 于 2019 年 6 月推出，新品上市并于同年取得 0.4 亿元人民销售成绩。而海外外销品牌 Hutox 早于 2016 年 10 月获得韩国出口牌照，预计出口至亚洲、中东乃至美洲多国。截止公司回复函日期，Huons Bio 已在韩国上市的 900KDa 肉毒毒素产品在韩国境外中国、美国及俄罗斯等十个国家开展临床试验和注册工作。

图 2: Huons 肉毒产品海外本土双布局 (图中数据截止 2020Q3)



资料来源: Huons 官网, 德邦研究所

表 1: Hutox 目前全球推广进展

国家	产品	适用症状	注册进展
伊拉克	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	已获批
玻利维亚	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	已获批
哈萨克斯坦	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	已获批
中国	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	临床 3 期
俄罗斯	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	临床 3 期
乌兹别克斯坦	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	上市申请
多米尼尔	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	上市申请
厄瓜多尔	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	上市申请
菲律宾	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	GMP 注册结束
美国	900KDa 肉毒毒素	眉间纹	计划提交临床 IND

资料来源: Wind, 德邦研究所

从 Huons Bio 在研管线来看, 除了肉毒毒素主要产品线外, 后期仍有液体制剂肉毒毒素深度聚焦抗衰祛皱方向, 及针对脂肪团橘皮组织的胶原酶产品线有望上市, 为 Huons Bio 注入更多增长动力。

表 2: Huons Bio 在研管线状况

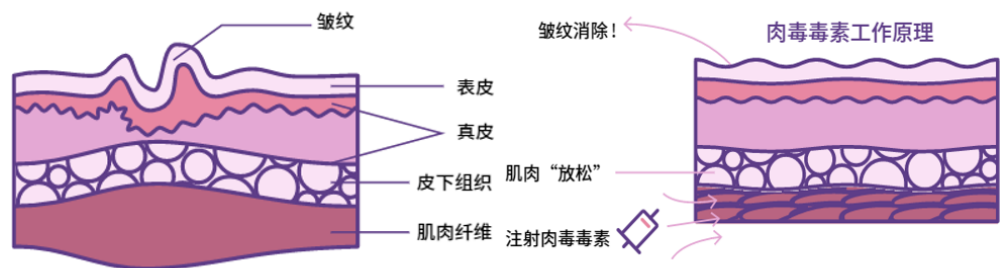
国家	在研产品	具体用途	技术来源	研发进展	预计上市时间
韩国	900KDa 肉毒毒素	良性咬肌肥大	自主研发	临床 2 期	预计 2023 年获批
	900KDa 肉毒毒素	中风后-上肢痉挛	自主研发	已提交 3 期 临床 IND	预计 2023 年获批
	150KDa 肉毒毒素	眉间纹	自主研发	临床 1 期	预计 2024 年获批
	液体制剂肉毒毒素	眉间纹	自主研发	研发阶段	预计 2026 年获批
	胶原酶	脂肪团	自主研发	研发阶段	预计 2027 年获批

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 2. 肉毒毒素医美“刚需”，黄金优质赛道扩容乐观

肉毒毒素为全球医美第一大热门单品，去皱效果直观市场需求持久。肉毒毒素是由肉毒杆菌产生的一种神经毒素，可以阻断神经与肌肉的神经冲动，麻痹过于发达的肌肉使之收缩。全球第一大肉毒毒素品牌 Botox 保妥适在 1989 年获得美国食品医药厅 (FDA) 的认可，用作眼科斜视治疗剂，治疗脸部痉挛、肌肉僵直等疾病。2002 年，美国食品药品监督管理局批准 Botox 保妥适美容产品用于治疗眉间纹，注射肉毒毒素阻断神经与肌肉间的神经信号传递，从而使脸部过度收缩的肌肉松弛，进而使动态性皱纹消失。Allergan 艾尔建即将保妥适肉毒毒素的适应症范围扩大到美学领域。同时 Botox 放松肌肉的功能也可以针对咀嚼肌、颈阔肌、颞肌、颊肌、嘴角肌、斜方肌、腓肠肌进行轮廓肌重新塑造，达到瘦脸、瘦肩、瘦小腿乃至紧致下颌线的效果。

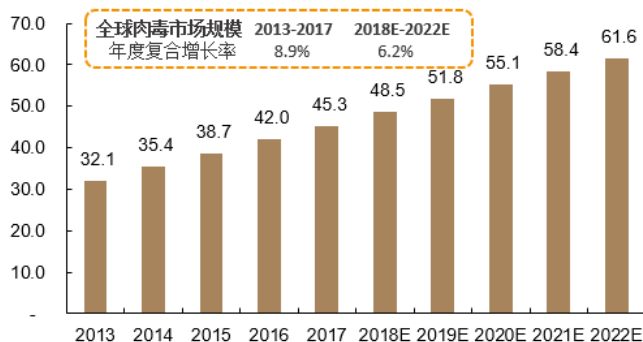
图 3：肉毒毒素工作原理为通过肌肉放松而去皱



资料来源：艾尔建美学，《时尚健康》，德邦研究所

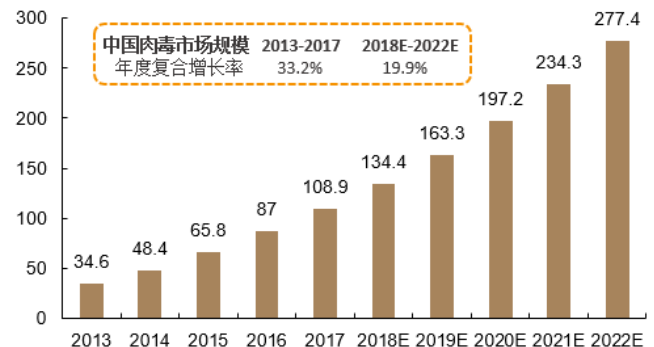
肉毒毒素在全球范围内运用广泛扩容积极，多机构涌入丰富赛道产品。2013 年-2017 年全球和我国市场年均复合增长率为 8.9% 和 33.2%。2017 年肉毒毒素全球和我国市场规模分别达到 45.3 亿美元和 108.9 亿元人民币。由于科研、资质及成本准入门槛较高，数年来国际上艾尔建保妥适在全球肉毒毒素市场上仍拥有主导话语权。但随着欧洲 (Merz、Ipsen 公司) 及韩国 (Hugel、Huons 及大雄等公司) 多个肉毒毒素后起之秀涌入多维度抢占市场空间，打破了保妥适的垄断局面。

图 4：2013-2022E 全球肉毒毒素市场规模 (单位：亿美元)



资料来源：Frost&Sullivan，德邦研究所

图 5：2013-2022E 中国肉毒毒素市场规模 (单位：亿元)



资料来源：Frost&Sullivan，德邦研究所

**不可替代性&高粘性特点：**本土肉毒毒素认知和需求大有提升空间。在市场众多项目和产品中，肉毒毒素凭借其不可替代性与高粘性特点成为轻医美机构中的“刚需产品”。根据 ISAPS 数据统计，2019 年肉毒毒素在全球非手术疗程中位列第一占比达 46.05%。在目前研发运用领域中，肉毒毒素是唯一安全有效可逆而达成放松萎缩肌肉和去除静态纹目的的底层技术，技术层面具有效果高确定性和不可替代性。同时肉毒毒素的代谢周期在 3-6 个月，其效果高确定性和安全代谢性

赋予肉毒毒素产品高客户粘性；相比于其他一些项目有操作次数上限、技术可替代性及审美变迁可能，我们认为肉毒毒素是未来轻医美注射剂中最具确定性和用户粘性的优质细分赛道。相较于海外医美客户对肉毒毒素去皱需求的充分认知与认可，我国肉毒毒素的市场认知偏向于瘦脸瘦腿而去皱空间尚未完全发掘教育，同时目前医美消费者总体年龄段较年轻去皱抗衰需求较轻，相信未来随医美存量客户年纪增长+熟龄段客户拓展我国市场对肉毒毒素的认知与需求大有提升空间。

表 3：肉毒毒素在全球非手术类注射项目中占比排名第一（单位：疗程次数）

项目	代表产品	2019 疗程次数	非手术项目占比	2019vs2018 占比变化
肉毒毒素	Botox、兰州衡力、乐提葆等	6,271,488	46.1%	2.9%
玻尿酸 HA	乔雅登、嗨体、瑞蓝等	4,315,859	31.7%	15.7%
脱毛	飞顿等	1,042,951	7.7%	13.8%
非手术式减脂	酷塑等	462,769	3.4%	-2.2%
光子嫩肤	M22 等	391,415	2.9%	-10.4%

资料来源：ISAPS，德邦研究所

我国竞争愈演激烈，从双寡头格局转向“四足鼎力”。2020 年 5 月之前，我国 NMPA（国家药品监督管理局）批准的注射用 A 型肉毒毒素只有两款，分别为中国“兰州衡力”和美国艾尔建“保妥适”。兰州衡力由我国兰州生物制品研究所生产，1993 年在中国获批用作新药，2012 年才被批准用于整形美容，在全国 29 个省份指定了 77 家经销商；保妥适 Botox 由美国艾尔建公司生产，2009 年被 CFDA 批准用于美容，国药控股分销中心有限公司是其总经销，目前在全国 30 个省份指定了 56 家二级经销商。2020 年 6 月和 10 月法国 Ipsen 旗下英国肉毒吉适 (Dysport) 和韩国 Hugel 公司乐提葆 (Letybo) 纷纷上市，国内 A 型肉毒注射剂市场即将形成“四足鼎立”的格局。在 2020 年之前的十年，国内 A 型肉毒注射剂市场一直处于低端-高端双寡头格局，新品牌入局供需关系即将改变，定位高性价比的乐提葆一定程度上会冲击国产兰州衡力的低端垄断，填补中端市场空白加剧市场化竞争。

表 4：中国目前获批四类肉毒毒素

	保妥适 Botox	衡力	吉适 Dysport	乐提葆 Letybo
产品包装				
生产公司	美国艾尔建	中国兰州生物制品研究所	法国 Ipsen	韩国 Hugel
入市时间	1989	1993	1991	2010
国内获批时间	2009	1993	2020	2020
弥散度	小	大	中	中
分子量	900Kda	300/500/900Kda	500/900Kda	900Kda
赋能剂	人血白蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
见效时间	一周左右	一周左右	1-2 天	一至两周
终端价格	高 2500-5000 元/100 单位	中端 800-2000 元/100 单位	偏高 2000-4000 元/100 单位 (单位计量与其他产品不同)	偏高 2000-3000 元/100 单位

资料来源：新氧 App，四环医药，德邦研究所

纵观医美大国韩国，肉毒市场呈现国产进口多品牌百花齐放局面。我国医美药械/药企仍在积极布局轻医美中高增高确定性的肉毒毒素赛道。预计未来五年，将有至少六家医美/医药企业有望引进海外肉毒毒素品牌，市场格局将继续有待丰富。



**表 5: 计划登陆大陆市场的肉毒毒素产品进展**

品牌	生产公司	代理企业	研究审批阶段
<b>Xeomin</b>	德国 Merz	精鼎医药	临床试验已完成
<b>Hutox 橙毒</b>	韩国 Huons	爱美客	临床试验阶段
<b>The Toxin</b>	韩国 Jetema	华东医药	达成协议
<b>Nabota 绿毒</b>	韩国大熊制药 Daewoong	大熊制药伟业	临床试验阶段
<b>Rentox 红毒</b>	韩国 Pharma Research Bio	LG 化学	达成协议
<b>RT002</b>	美国 Revance	复星医药	临床试验阶段

资料来源: Wind, NMPA, 德邦研究所

**灰色肉毒市场有望转正扩容。**中国市场存在着大量的水货和假货，侵蚀了部分正规市场规模。2017-2018 年国家七部委进行了大量的非法打击整治行动。检查非法医美逾十万家，非法售制药品医疗器械的商家近四万家，并处理了大量违规医疗美容培训、违规医美广告和互联网信息。2020 年，卫健委下发了《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，进一步严格整治医疗美容行业打击非法违规黑医美机构。国家出台的一系列政策都在不断引导行业各个环节向规范化和健康化发展，驱动良性发展，减少行业负面新闻，保障医美市场秩序稳定。在监管政策趋严出清大背景下，肉毒毒素的市场规模有望持续扩张。

### 3. 投资建议

我们预计公司现有业务 2021/2022/2023/2024/2025 年将实现 13.56 亿元、19.75 亿元、27.07 元、35.92 亿元及 44.69 亿元，对应归母净利润 8.02 亿元/11.93 亿元/16.32 亿元/20.84 亿元/26.37 亿元。公司产品实力及影响力处于行业前沿水平，产品图谱丰富呈系列化分布，紧跟国际潮流前瞻性布局立足公司业务长足发展。突破性产品童颜针获批及收购韩国肉毒毒素布局有望为加速公司版图扩张，为后续长足发展注入强劲增长动力。公司在医美药械领域处于头部领先地位，产品及产能有待继续扩容，未来拓展潜力空间可期，给予“买入”评级。

### 4. 风险提示

- 1) **医美产品竞争加剧风险**：预计医美市场未来多种类新产品入市，且多家药企切入医美药械产品赛道加剧竞争；
- 2) **主管部门交易审批风险**：本次交易还需在我国发展改革部门等机构履行备案手续，审批存在一定未知风险；
- 3) **医疗事故风险**：我国医美行业总体处于供不应求状态，终端服务机构合法合规化程度较低，有医疗事故导致公司声誉间接受损风险；

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.03	3.71	5.47	7.66
每股净资产	20.95	23.16	28.63	36.29
每股经营现金流	1.97	3.84	5.55	7.75
每股股利	0.00	1.95	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	322.28	219.53	148.96	106.28
P/B	31.26	35.15	28.44	22.44
P/S	137.98	129.96	90.00	64.08
EV/EBITDA	156.07	183.91	124.06	87.99
股息率%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
净利润率	62.0%	59.2%	60.4%	60.3%
净资产收益率	9.7%	16.0%	19.1%	21.1%
资产回报率	9.5%	15.6%	18.6%	20.6%
投资回报率	9.0%	15.9%	19.0%	21.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.2%	91.1%	44.4%	40.5%
EBIT 增长率	38.9%	96.3%	47.5%	40.3%
净利润增长率	43.9%	82.5%	47.4%	40.2%
偿债能力指标				
资产负债率	2.2%	2.9%	2.6%	2.5%
流动比率	49.1	35.1	38.7	39.8
速动比率	48.7	34.7	38.3	39.4
现金比率	38.7	28.2	32.5	34.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	15.3	11.8	9.2	9.1
存货周转天数	176.2	173.8	139.2	122.3
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
固定资产周转率	5.0	7.1	7.7	9.5

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	440	65	65	65
少数股东损益	-6	0	0	0
非现金支出	12	12	15	13
非经营收益	-16	0	0	0
营运资金变动	-4	17	3	6
经营活动现金流	426	831	1,201	1,676
资产	-32	-63	-83	-50
投资	-899	0	0	0
其他	15	0	0	0
投资活动现金流	-916	-63	-83	-50
债权募资	0	0	0	0
股权募资	3,473	96	0	0
其他	-33	-421	0	0
融资活动现金流	3,441	-325	0	0
现金净流量	2,950	444	1,118	1,626

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月5日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	709	1,356	1,957	2,749
营业成本	56	82	119	160
毛利率%	92.2%	94.0%	93.9%	94.2%
营业税金及附加	4	14	14	21
营业税金率%	0.5%	1.0%	0.7%	0.8%
营业费用	74	136	186	247
营业费用率%	10.4%	10.0%	9.5%	9.0%
管理费用	44	81	108	173
管理费用率%	6.1%	6.0%	5.5%	6.3%
研发费用	62	118	166	234
研发费用率%	8.7%	8.7%	8.5%	8.5%
EBIT	471	925	1,364	1,914
财务费用	-14	-2	-3	-2
财务费用率%	-2.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
营业利润	503	931	1,372	1,923
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	503	931	1,372	1,923
EBITDA	482	14	13	13
所得税	69	128	189	265
有效所得税率%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
少数股东损益	-6	0	0	0
归属母公司所有者净利润	440	802	1,183	1,658

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,456	3,900	5,017	6,644
应收账款及应收票据	30	44	49	68
存货	27	39	45	54
其它流动资产	863	869	870	875
流动资产合计	4,376	4,852	5,983	7,641
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	143	190	254	288
在建工程	0	0	0	0
无形资产	10	14	18	21
非流动资产合计	257	308	376	413
资产总计	4,633	5,159	6,358	8,053
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5	24	16	20
预收账款	0	15	14	12
其它流动负债	85	100	124	159
流动负债合计	89	138	155	192
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债总计	101	151	167	204
实收资本	120	216	216	216
普通股股东权益	4,534	5,011	6,194	7,852
少数股东权益	-3	-3	-3	-3
负债和所有者权益合计	4,633	5,159	6,358	8,053

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。