

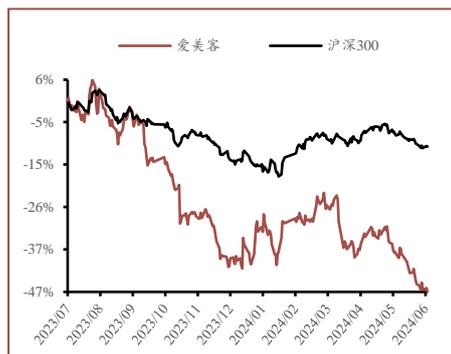
## 肉毒 Hutox 获注册受理，管线布局稳步扩展

■ 证券研究报告

## ★ 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2024-07-02</b>
收盘价(元)	170.55
流通股本(亿股)	2.08
每股净资产(元)	31.81
总股本(亿股)	3.02

## 最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001  
liuyang01@ctsec.com

联系人 李梦莹

limx@ctsec.com

## 相关报告

- 《Q1 业绩接近预告上沿，增持彰显长期信心》 2024-04-25
- 《Q1 延续快速增长，多元产品矩阵驱动长期发展》 2024-04-09
- 《23 年稳定兑现高增，医美龙头持续精进》 2024-03-20

## 核心观点

- ❖ **事件：独家代理 A 型肉毒毒素 Hutox 国内获受理。**爱美客注射用 A 型肉毒毒素于 6 月 27 日正式获国家药监局注册受理，适应症为中重度眉间纹。该肉毒为韩国药企 Huons 旗下产品，在韩国市场品牌名为 Liztox，2021 年爱美客通过收购 Huons 公司股权，获得 Hutox 肉毒素产品在中国区独家经销权利。
- ❖ **国内肉毒市场空间广阔，在研产品蓄势待发：**ISAPS 数据显示，2022 年全球肉毒疗程数在所有非手术类医美项目中排名第一，占比远高于排名第二的玻尿酸。据百谏方略，肉毒素 2023 年全球市场规模 77 亿美元；据华经产业研究院，国内合规市场规模 2023 年约 98 亿元人民币，增速约 18%，我们认为份额提升+合规替代逻辑下国内肉毒仍具备较大空间。目前国内市场共有 5 款合规肉毒产品+多款在研产品，合规产品供给增加有望进一步挤压水货市场，拓展合规产品空间，爱美客有望借韩国头部原厂+国内龙头渠道实现突围。
- ❖ **继玻尿酸、再生等管线后再添重磅单品，看好公司向平台化龙头迈进：**我们认为对标艾尔建、高德美来看，中长期医美公司将通过自研+BD 等多种手段，向平台化、集团化方向发展，在医美品类日益完善的当下，上游厂商需要通过搭配化解决方案提高自身势能，爱美客作为品类布局相对完善的头部企业有望在行业趋势中受益，截至目前已布局玻尿酸、再生材料、埋植线、妆品，待上市管线中包括肉毒、光电、减重、溶脂针等品类，其中：1) 肉毒、宝尼达 2.0 已进入注册申报阶段；2) 医用透明质酸钠-羟丙甲基纤维素凝胶、第二代理植线、利多卡因丁卡因乳膏处于临床试验阶段，利拉鲁肽注射液完成 I 期临床；3) 司美格鲁肽注射液、去氧胆酸注射液、注射用透明质酸酶处于临床前在研阶段，预计年内提交临床试验申请。
- ❖ **投资建议：**作为医美上游龙头打造嗨体、濡白系列，在研管线储备丰富，医美市场扩容&合规化促进集中度提升背景下有望持续成长。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 38.3/49.9/63.2 亿元，实现归母净利润 24.5/31.6/39.7 亿元，对应 PE 分别为 21/16/13 倍。维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**外部宏观环境变动风险；医美政策变动风险；产品获批不及预期；市场竞争加剧风险

## 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1939	2869	3830	4988	6317
收入增长率(%)	33.91	47.99	33.49	30.21	26.66
归母净利润(百万元)	1264	1858	2454	3157	3973
净利润增长率(%)	31.90	47.08	32.02	28.67	25.84
EPS(元/股)	5.84	8.60	8.11	10.44	13.14
PE	96.98	34.22	21.02	16.34	12.98
ROE(%)	21.61	29.28	30.35	30.83	30.07
PB	20.96	10.03	6.38	5.04	3.90

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 07 月 02 日收盘价计算）

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1938.84</b>	<b>2869.35</b>	<b>3830.38</b>	<b>4987.65</b>	<b>6317.29</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	99.91	140.77	194.81	294.81	416.70	营业收入增长率	33.9%	48.0%	33.5%	30.2%	26.7%
营业税费	9.50	15.37	15.32	19.95	25.27	营业利润增长率	32.1%	45.0%	31.7%	29.1%	25.9%
销售费用	162.67	260.32	344.73	448.89	568.56	净利润增长率	31.9%	47.1%	32.0%	28.7%	25.8%
管理费用	125.43	144.27	195.35	254.37	322.18	EBITDA 增长率	34.4%	51.4%	32.8%	27.7%	24.8%
研发费用	173.11	250.13	337.07	458.86	581.19	EBIT 增长率	34.2%	50.7%	31.9%	28.0%	25.4%
财务费用	-45.22	-54.19	-39.84	-54.86	-84.50	NOPLAT 增长率	33.9%	52.3%	32.2%	27.5%	25.4%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	18.3%	8.9%	26.6%	26.1%	28.5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>29.41</b>	<b>-16.08</b>	<b>-24.00</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>	净资产增长率	18.2%	9.1%	26.8%	26.2%	28.6%
投资和汇兑收益	33.13	39.67	57.46	74.81	94.76	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1488.20</b>	<b>2158.21</b>	<b>2843.20</b>	<b>3670.38</b>	<b>4619.24</b>	毛利率	94.8%	95.1%	94.9%	94.1%	93.4%
加:营业外净收支	0.11	-2.66	-0.10	0.50	0.30	营业利润率	76.8%	75.2%	74.2%	73.6%	73.1%
<b>利润总额</b>	<b>1488.31</b>	<b>2155.55</b>	<b>2843.10</b>	<b>3670.88</b>	<b>4619.54</b>	净利润率	65.4%	64.6%	64.1%	63.3%	62.9%
减:所得税	220.72	300.64	389.51	513.92	646.74	EBITDA/营业收入	72.7%	74.3%	73.9%	72.5%	71.4%
<b>净利润</b>	<b>1263.56</b>	<b>1858.48</b>	<b>2453.60</b>	<b>3156.96</b>	<b>3972.81</b>	EBIT/营业收入	71.2%	72.5%	71.6%	70.4%	69.7%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	3139.59	2433.85	3649.96	5521.87	8306.43	固定资产周转天数	37	28	24	19	15
交易性金融资产	703.69	1204.10	1534.10	1739.10	1894.10	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>145</b>	<b>193</b>	<b>181</b>	<b>152</b>	<b>126</b>
应收账款	127.76	206.07	253.58	339.27	429.88	流动资产周转天数	778	541	568	600	654
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	24	26	24	25	25
预付账款	20.86	33.40	41.88	65.26	92.45	存货周转天数	171	129	145	144	142
存货	46.72	49.77	77.23	116.16	161.71	总资产周转天数	1178	872	829	809	823
其他流动资产	90.52	23.46	103.46	113.66	122.16	投资资本周转天数	1131	832	789	764	775
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	21.6%	29.3%	30.3%	30.8%	30.1%
长期股权投资	935.14	950.70	950.70	950.70	950.70	ROA	20.2%	27.1%	28.2%	28.6%	27.9%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	19.6%	27.4%	28.6%	28.9%	28.2%
固定资产	195.02	219.48	252.86	260.17	261.91	费用率					
在建工程	5.01	14.72	21.24	28.57	36.03	销售费用率	8.4%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
无形资产	116.64	114.92	150.94	185.82	214.98	管理费用率	6.5%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%
其他非流动资产	49.52	46.54	50.10	53.20	54.10	财务费用率	-2.3%	-1.9%	-1.0%	-1.1%	-1.3%
<b>资产总额</b>	<b>6258.55</b>	<b>6852.36</b>	<b>8704.55</b>	<b>11050.57</b>	<b>14247.42</b>	三费/营业收入	12.5%	12.2%	13.1%	13.0%	12.8%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	19.34	44.70	46.54	75.92	108.89	资产负债率	5.0%	5.4%	5.5%	6.1%	6.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	5.3%	5.7%	5.8%	6.4%	6.7%
其他流动负债	0.23	1.34	1.34	1.34	1.34	流动比率	18.44	14.28	14.54	13.69	13.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	18.14	13.03	13.54	12.90	13.09
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	438.57	872.72	915.34	937.21	1175.49
<b>负债总额</b>	<b>312.77</b>	<b>367.32</b>	<b>479.84</b>	<b>668.90</b>	<b>892.94</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>99.65</b>	<b>137.10</b>	<b>139.30</b>	<b>141.40</b>	<b>143.40</b>	DPS(元)	2.80	1.85	2.65	3.31	3.31
股本	216.36	216.36	302.44	302.44	302.44	分红比率					
留存收益	2215.37	3069.09	4720.49	6875.35	9846.15	股息收益率	0.5%	0.6%	1.6%	1.9%	1.9%
<b>股东权益</b>	<b>5945.78</b>	<b>6485.04</b>	<b>8224.72</b>	<b>10381.67</b>	<b>13354.48</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	5.84	8.60	8.11	10.44	13.14
净利润	1267.58	1854.92	2453.60	3156.96	3972.81	BVPS(元)	27.02	29.34	26.73	33.86	43.68
加:折旧和摊销	28.62	52.61	88.52	105.66	110.21	PE(X)	97.0	34.2	21.0	16.3	13.0
资产减值准备	2.65	4.51	0.00	0.00	0.00	PB(X)	21.0	10.0	6.4	5.0	3.9
公允价值变动损失	-29.41	16.08	24.00	-5.00	-5.00	P/FCF					
财务费用	3.15	2.34	3.00	3.75	3.75	P/S	63.2	22.2	13.5	10.3	8.2
投资收益	-33.13	-39.67	-57.46	-74.81	-94.76	EV/EBITDA	84.8	28.7	16.9	12.8	9.6
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-60.12	79.65	-53.23	27.26	46.29	PEG	3.0	0.7	0.7	0.6	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1193.94</b>	<b>1954.07</b>	<b>2458.53</b>	<b>3213.31</b>	<b>4032.99</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-943.71</b>	<b>-1279.13</b>	<b>-523.50</b>	<b>-337.65</b>	<b>-244.69</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-374.18</b>	<b>-1379.85</b>	<b>-718.92</b>	<b>-1003.75</b>	<b>-1003.75</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 07 月 02 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。