

公司研究

拟收购 AestheFill 源头公司，进一步提升国内再生市场话语权

——爱美客（300896.SZ）收购事件点评

买入（维持）

当前价：174.89 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

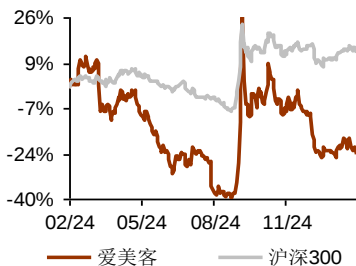
联系人：吴子倩

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.03
总市值(亿元):	529.20
一年最低/最高(元):	132.81/282.72
近 3 月换手率:	54.86%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.77	-18.71	-36.56
绝对	0.41	-20.21	-27.10

资料来源：Wind

相关研报

受消费整体疲软影响，单季度增长放缓——爱美客（300896.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-24）

行业竞争加剧，去年同期基数偏高，影响二季度业绩增长——爱美客（300896.SZ）2024 年半年报点评（2024-08-22）

一季度表现符合预期，期待“求美版图”持续扩张——爱美客（300896.SZ）2024 年一季度业绩预告点评（2024-04-10）

要点

事件：

爱美客全资子公司爱美客香港与首瑞香港共同设立合资公司爱美客国际，并拟通过爱美客国际收购韩国 REGEN Biotech, Inc. 85%股权。

点评：

收购 AestheFill 源头公司，进一步完善公司再生医美体系：REGEN Biotech, Inc. 是一家韩国领先的医美产品公司，已获批上市的产品主要包括再生注射类产品 AestheFill 和 PowerFill，分别用于面部适应症和身体适应症。其中，AestheFill 已于 2024 年 1 月获得了中国国家药品监督管理局(NMPA)证书（国械注进 20243130043），并在国内市场销售。此次收购，爱美客国际将以 1.9 亿美元现金作为支付对价，其中爱美客香港出资 1.33 亿美元（占比 70%），首瑞香港出资 0.57 亿美元（占比 30%），交易完成后公司最终持股比例为 59.5%，拥有实际控制权。

AestheFill 作为国内首款获批的进口童颜针，此前江苏吴中曾通过收购达透医疗取得了其在中国大陆的独家代理权，并于 2024 年 4 月正式上市销售，在国内医美市场反响热烈。此次收购完成后，爱美客将在现有濡白天使、如生天使的基础上进一步完善其再生医美产品体系，有利于技术融合和产品协同，提升高端产品收入占比。

双向协同，助力公司开拓海外市场：REGEN Biotech, Inc.公司的 AestheFill 已获得了包括 34 个国家和地区的注册批准，并建立了广泛的分销体系，在除中国大陆以外的中国台湾、韩国等多地医美市场占据一定份额，PowerFill 亦获得了 24 个国家和地区的注册批准，体现出 REGEN Biotech, Inc.公司的产品安全性与有效性已经得到国际市场的充分认可，表明其在推动产品国际化上的经验丰富。此次收购完成，将有利于公司与 REGEN Biotech, Inc.的资源整合，有助于公司快速开拓海外市场。

新工厂投产在即，产能瓶颈有望突破，维持“买入”评级：以 REGEN Biotech, Inc. 的 2023 年净利润为基准，此次收购交易价格对应 PE 为 32.5 倍，考虑到 AestheFill 于 24 年才进入中国市场销售，目前产品处于增量渗透且供不应求的状态，而 REGEN Biotech, Inc.的第二工厂已获得韩国 GMP 认证、预计于今年二季度投产。我们认为，新工厂的投产将有效解决当前产能瓶颈问题，推动 AestheFill 市场规模在中国及海外市场的进一步增长，此次收购将为公司未来贡献持续的利润增量。考虑到公司收购交易完成尚有不不确定性，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 20.58/24.13/28.93 亿元，对应 EPS 分别是 6.80、7.97、9.56 元，当前股价对应 PE 分别是 26、22、18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业政策变化风险，交易审批风险，业务整合风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,939	2,869	3,139	3,767	4,634
营业收入增长率	33.91%	47.99%	9.40%	19.99%	23.03%
净利润（百万元）	1,264	1,858	2,058	2,413	2,893
净利润增长率	31.92%	47.08%	10.72%	17.26%	19.90%
EPS（元）	5.84	8.59	6.80	7.97	9.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.61%	29.28%	26.04%	24.88%	24.38%
P/E	30	20	26	22	18
P/B	6.5	6.0	6.7	5.5	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-10

注：2022-2023 年末公司股本数为 216.36 百万股，预计 2024-2026 年末公司股本数为 302.59 百万股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,939	2,869	3,139	3,767	4,634
营业成本	100	141	161	189	231
折旧和摊销	14	29	40	42	45
税金及附加	10	15	14	17	21
销售费用	163	260	261	331	417
管理费用	125	144	126	162	199
研发费用	173	250	279	395	510
财务费用	-45	-54	-41	-56	-60
投资收益	33	40	60	60	60
营业利润	1,488	2,158	2,417	2,805	3,393
利润总额	1,488	2,156	2,416	2,804	3,391
所得税	221	301	358	391	499
净利润	1,268	1,855	2,057	2,413	2,893
少数股东损益	4	-4	0	0	0
归属母公司净利润	1,264	1,858	2,058	2,413	2,893
EPS(元)	5.84	8.59	6.80	7.97	9.56

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,194	1,954	1,733	2,272	2,720
净利润	1,264	1,858	2,058	2,413	2,893
折旧摊销	14	29	40	42	45
净营运资金增加	153	393	293	162	227
其他	-236	-326	-658	-345	-445
投资活动产生现金流	-944	-1,279	868	-15	-15
净资本支出	-156	-64	-75	-75	-75
长期投资变化	935	951	0	0	0
其他资产变化	-1,723	-2,166	943	60	60
融资活动现金流	-374	-1,380	-476	-562	-665
股本变化	0	0	86	0	0
债务净变化	3	4	-15	0	0
无息负债变化	74	51	-54	47	64
净现金流	-124	-706	2,125	1,695	2,041

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	94.8%	95.1%	94.9%	95.0%	95.0%
EBITDA 率	72.2%	74.0%	75.4%	72.7%	71.8%
EBIT 率	71.3%	72.7%	74.2%	71.6%	70.8%
税前净利润率	76.8%	75.1%	77.0%	74.4%	73.2%
归母净利润率	65.2%	64.8%	65.6%	64.1%	62.4%
ROA	20.3%	27.1%	24.7%	23.7%	23.3%
ROE (摊薄)	21.6%	29.3%	26.0%	24.9%	24.4%
经营性 ROIC	118.2%	125.2%	110.5%	115.5%	124.4%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	5%	5%	4%	3%	3%
流动比率	18.44	14.28	24.83	26.87	28.11
速动比率	18.23	14.11	24.64	26.69	27.93
归母权益/有息债务	517.38	423.10	-	-	-
有形资产/有息债务	517.68	429.21	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	6,259	6,852	8,338	10,180	12,413
货币资金	3,140	2,434	4,559	6,254	8,294
交易性金融资产	704	1,204	1,204	1,204	1,204
应收账款	128	206	431	517	636
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	12	13	16	19
存货	47	50	50	57	69
其他流动资产	91	23	29	41	59
流动资产合计	4,134	4,251	6,612	8,422	10,624
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	935	951	951	951	951
固定资产	195	219	220	221	222
在建工程	5	15	25	32	37
无形资产	117	115	124	132	140
商誉	245	245	245	245	245
其他非流动资产	50	47	46	46	46
非流动资产合计	2,125	2,601	1,726	1,758	1,789
总负债	313	367	298	345	409
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	19	45	51	60	73
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	9	16	20
流动负债合计	224	298	266	313	378
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	3	3	3	2
非流动负债合计	89	70	32	31	31
股东权益	5,946	6,485	8,040	9,835	12,004
股本	216	216	303	303	303
公积金	3,520	3,568	3,525	3,525	3,525
未分配利润	2,107	2,961	4,473	6,269	8,438
归属母公司权益	5,846	6,348	7,903	9,699	11,868
少数股东权益	100	137	137	136	136

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	8.39%	9.07%	8.30%	8.80%	9.00%
管理费用率	6.47%	5.03%	4.00%	4.30%	4.30%
财务费用率	-2.33%	-1.89%	-1.31%	-1.48%	-1.29%
研发费用率	8.93%	8.72%	8.90%	10.50%	11.00%
所得税率	15%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	2.80	2.32	2.04	2.39	2.87
每股经营现金流	5.52	9.03	5.73	7.51	8.99
每股净资产	27.02	29.34	26.12	32.05	39.22
每股销售收入	8.96	13.26	10.37	12.45	15.31

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	30	20	26	22	18
PB	6.5	6.0	6.7	5.5	4.5
EV/EBITDA	24.0	16.1	19.8	16.6	13.1
股息率	1.6%	1.3%	1.2%	1.4%	1.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP