

相关研究

《医美龙头业绩亮眼, 产品矩阵持续完善》2022. 3

《业绩预告符合预期, 全年业绩高增长》2022. 1

《Q3 收入维持高增, 净利率持续提升创新高》2021. 10

引进韩国肉毒产品, 丰富医美业务矩阵

2022年5月23日

事件: 公司发布公告, 与韩国 Huons BP 签订经销合作框架协议, 约定公司以研发注册方式引进 Huons BP 的肉毒产品, 并在指定经销区域内作为唯一合法经销商进行产品的进口和经销。肉毒产品的进口与经销将丰富公司产品矩阵, 与现有医美产品形成较强协同效应。

点评:

- **唯一排他经销商, 合作期限十年起。** Huons BP 原系韩国上市公司 Hunons Global 的肉毒毒素等生物制品业务部门, 后于 2021 年 4 月 6 日在韩国注册成立。Huons BP 具有丰富的产品研发和专利技术经验, 其肉毒毒素产品 Hutox 于 2019 年 4 月在韩国取得产品注册证, 韩国市场品牌名为 Liztox。公司于 2021 年 6 月通过受让和增资的方式, 持有 Huons BP 25.42% 股权。本次协议签订后: 1) Huons BP 授权公司在经销区域内进口、注册和经销其研发生产的 900kDa (50U、100U 和 200U) 肉毒素类产品。2) 公司为经销区域内唯一且排他的进口商、经销商, 并承诺向 Huons BP 独家购买, 不会直接或间接地研发、开发、制造、进口、经销、销售或意图出售与产品存在竞争关系或可能存在竞争关系的任何产品。3) 公司负责在经销区域代表 Huons BP 或 Huons BP 指定的其他第三方, 为协议项下产品获取进口和销售许可证。4) 产品价格应由协议双方通过书面的方式决定。Huons BP 承诺并保证提供给公司的产品价格是全球范围内的最低价格。5) 产品独家经销期限为其获得 NMPA 注册证批准之日起 10 年, 到期后将自动续签 10 年。
- **携手 Huons BP 布局肉毒产品, 丰富品类矩阵巩固核心优势。** Huons BP 母公司 Huons Global 为韩国知名制药及医疗器械企业, 公司主营业务覆盖药物、医疗器械、美容产品、特种医药等多个大健康领域, 明星单品包括德玛莎水光注射仪、艾莉薇玻尿酸和 Hutox 肉毒素等。本次经销合作协议的签署将助力公司引进海外生物医药品种, 丰富在医美行业的产品矩阵, 凭借公司在产品注册经验和营销体系方面的优势, 肉毒产品的进口和经销将与公司现有医疗器械产品相互协同, 提供更完善的医疗美容产品供应, 满足多元化的市场需求, 进一步巩固公司的核心竞争力。
- **渗透率低前景广阔, 强强联合共享肉毒市场蓝海。** 据头豹研究院统计, 中国肉毒素渗透率远低于全球成熟市场, 2019 年国内肉毒素渗透率仅 0.2%, 远低于美国市场 4.3% 的渗透率。预计 2024 年国内肉毒产品市场规模有望达 80 亿元, 2020-24 年年均复合增速为 20.5%。目前国内获批的肉毒产品仅四款, 行业格局较好。公司同 Huons BP 的布局将在国内肉毒产品市场形成较强的先发优势, 凭借公司良好的市场推广能力和机构粘性, 有望进一步获得市场份额。

盈利预测与投资评级:

- 医美行业高景气度持续, 公司继濡白天使顺利上市后, 引进肉毒产

品，矩阵将不断丰富，未来成长空间大。我们上调 2022-24 年 EPS 为 6.83/10.28/14.66 元（原值为 6.83/10.01/14.32 元），目前股价对应 22 年 73.01 倍 PE，我们长期看好公司注重研发创新，坚持推进战略布局，不断丰富产品线，长期竞争力有望进一步提升，此外凭借差异化的渠道模式和完善的营销布局，公司将持续巩固优势地位、扩大市场份额，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**行业政策变化风险、产品研发和注册风险、市场竞争加剧、产品安全风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	709	1,448	2,328	3,515	4,991
同比(%)	27.2%	104.1%	60.8%	51.0%	42.0%
归属母公司净利润	440	958	1,477	2,225	3,172
同比(%)	43.9%	117.8%	54.2%	50.6%	42.6%
毛利率(%)	91.8%	93.7%	93.2%	93.2%	93.3%
ROE(%)	9.7%	19.0%	22.7%	25.5%	26.6%
EPS (摊薄)(元)	2.03	4.43	6.83	10.28	14.66
P/E	322.28	121.10	73.01	48.48	34.00
P/B	31.26	23.06	16.58	12.35	9.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 5 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	4,376	3,803	5,325	7,645	10,940	
货币资金	3,456	3,264	4,717	6,934	10,104	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	30	72	96	144	205	
预付账款	6	15	18	27	38	
存货	27	35	76	115	162	
其他	857	418	419	424	431	
非流动资产	257	1,462	1,502	1,542	1,582	
长期股权投资	34	1,001	1,001	1,001	1,001	
固定资产	143	143	173	203	233	
无形资产	10	12	22	32	42	
其他	70	306	306	306	306	
资产总计	4,633	5,265	6,827	9,186	12,522	
流动负债	90	179	271	406	569	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	5	9	13	20	28	
其他	85	170	258	386	541	
非流动负债	12	57	57	57	57	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	12	57	57	57	57	
负债合计	101	235	327	462	625	
少数股东权益	-3	0	-7	-7	-7	
归属母公司	4,534	5,029	6,507	8,731	11,904	
负债和股东权益	4,633	5,265	6,827	9,186	12,522	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	709	1,448	2,328	3,515	4,991	
同比 (%)	27.2%	104.1%	60.8%	51.0%	42.0%	
归属母公司净利润	440	958	1,477	2,225	3,172	
同比	43.9%	117.8%	54.2%	50.6%	42.6%	
毛利率 (%)	91.8%	93.7%	93.2%	93.2%	93.3%	
ROE%	9.7%	19.0%	22.7%	25.5%	26.6%	
EPS (摊薄)(元)	2.03	4.43	6.83	10.28	14.66	
P/E	322.28	121.10	73.01	48.48	34.00	
P/B	31.26	23.06	16.58	12.35	9.06	
EV/EBITDA	156.07	107.80	61.70	40.24	27.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	709	1,448	2,328	3,515	4,991	
营业成本	58	91	158	239	336	
营业税金及附加	4	7	11	16	23	
销售费用	71	156	240	362	514	
管理费用	44	65	95	144	205	
研发费用	62	102	182	274	389	
财务费用	-14	-52	-64	-93	-136	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	15	18	35	53	75	
其他	2	30	-12	-8	-3	
营业利润	503	1,127	1,729	2,617	3,732	
营业外收支	0	-5	0	0	0	
利润总额	503	1,122	1,729	2,617	3,732	
所得税	69	165	259	393	560	
净利润	433	957	1,470	2,225	3,172	
少数股东损益	-6	0	-7	0	0	
归属母公司净利润	440	958	1,477	2,225	3,172	
EBITDA	482	1,046	1,672	2,509	3,554	
EPS (当)	2.03	4.43	6.83	10.28	14.66	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	426	943	1,488	2,234	3,165	
净利润	433	957	1,470	2,225	3,172	
折旧摊销	11	20	30	30	30	
财务费用	0	2	0	0	0	
投资损失	-15	-18	-35	-53	-75	
营运资金变	-4	2	23	32	38	
其它	0	-19	0	0	0	
投资活动现金流	-916	-648	-35	-17	5	
资本支出	-32	-23	-70	-70	-70	
长期投资	-899	-652	0	0	0	
其他	15	27	35	53	75	
筹资活动现金流	3,441	-487	0	0	0	
吸收投资	3,473	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	0	-421	0	0	0	
现金流净增加额	2,950	-192	1,453	2,217	3,170	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，五年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。