

爱美客 (300896.SZ)

整体业绩增长稳健，外延并购强化产品布局和国际业务

优于大市

核心观点

2024年收入利润双增长。公司2024年实现营收30.26亿元，同比增长5.45%，归母净利润19.58亿元，同比增长5.33%，扣非归母净利润18.72亿元，同比增长2.2%。单季度看，四季度收入下滑7%至6.5亿元，归母净利润和扣非归母净利润分别下滑15.47%和21.67%，受医美终端消费景气承压和2023年四季度基数较高因素影响。

产品线持续丰富，外延并购强化再生材料和国际业务布局。分产品看，2024年溶液类和凝胶类注射产品营收增速均在5%左右，收入占比分别为57.64%/40.18%，较2023年变化不大。公司多个在研医疗器械、药品等管线产品获得进展，肉毒产品进入审评阶段，司美格鲁肽注射液获得临床试验批件等。此外，公司最新3月拟收购韩国再生材料医美企业韩国REGEN Biotech，补充了在医美再生材料领域的布局及借此打开国际化销售之路。

持续重视研发投入，现金流状况基本稳定。公司2024年毛利率94.64%，同比略降0.46pct，在行业价格竞争加剧下总体稳定。销售费用率9.15%，同比稳定，管理费用率同比下降0.97pct至4.06%。研发费用率10.04%，继续维持较高的研发创新投入。2024年存货周转天数136天，增加12.6天，系期末库存商品增加，以及合并范围增加带来的原材料增加所致。经营性现金流净额19.27亿元，同比基本稳定，保持良好现金流状况。

风险提示：在研项目进度不及预期；终端销售不及预期；竞争环境恶化。

投资建议：整体来看医美行业中长期渗透率仍有较大提升空间，合规监管趋势下龙头企业的优势也将进一步凸显。短期公司积极依托现有产品矩阵，拓展渠道占有率；中长期自研+外延结合，持续丰富的产品管线储备，以及打开国际化业务，为业绩增长提供新的增量。出于对医美消费短期景气度的谨慎考虑，以及收购韩国企业事项仍待审批，我们下调公司2025-2026年归母净利润预测至22.37/26.18亿元（前值分别为24.93/28.68亿元），并新增2027年归母净利润预测为30.17亿元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,869.35	3,025.67	3,519.67	4,073.79	4,633.67
(+/-%)	47.99%	5.45%	16.33%	15.74%	13.74%
净利润(百万元)	1858.48	1957.60	2237.33	2617.86	3016.98
(+/-%)	47.08%	5.33%	14.29%	17.01%	15.25%
每股收益(元)	8.59	6.47	7.41	8.67	9.99
EBIT Margin	71.74%	70.73%	71.76%	72.09%	72.52%
净资产收益率(ROE)	29.28%	25.11%	24.39%	24.33%	23.69%
市盈率(PE)	22.90	30.41	26.56	22.70	19.69
EV/EBITDA	20.57	27.61	23.35	20.07	17.57
市净率(PB)	6.71	7.64	6.48	5.52	4.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·医疗美容

证券分析师：张峻豪 021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

证券分析师：柳旭 0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

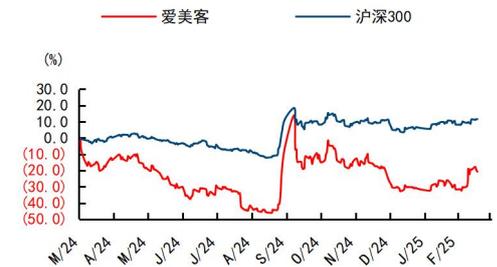
证券分析师：孙乔蓉

021-60375463
sunqiaorong@guosen.com.cn
S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	196.74元
总市值/流通市值	59532/41038百万元
52周最高价/最低价	354.00/132.81元
近3个月日均成交额	641.20百万元

市场走势

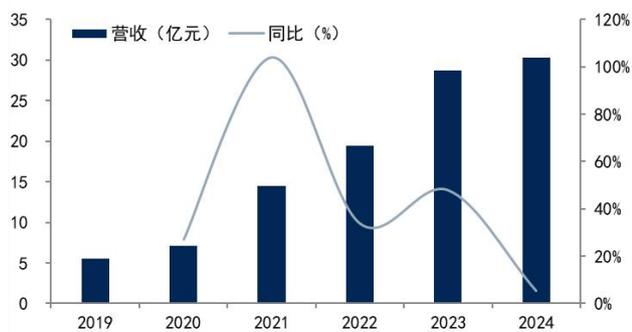


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

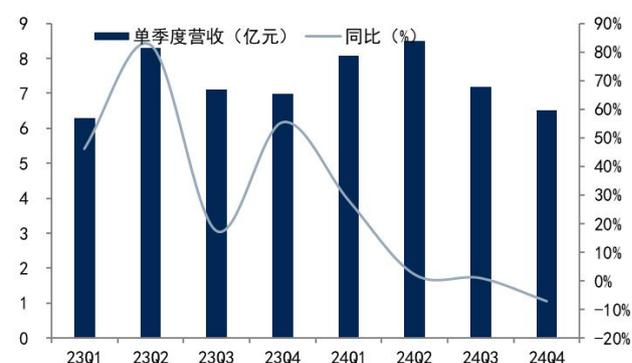
相关研究报告

- 《爱美客(300896.SZ)-收购韩国医美企业，强化再生材料和国际化布局》——2025-03-11
- 《爱美客(300896.SZ)-前三季度归母净利润增长11.79%，持续丰富产品管线储备》——2024-10-24
- 《爱美客(300896.SZ)-上半年归母净利润同比增长16%，医美产品矩阵有望持续丰富》——2024-08-22
- 《爱美客(300896.SZ)-一季度归母净利润增长27%，产品矩阵建设稳步推进》——2024-04-25
- 《爱美客(300896.SZ)-一季度业绩增长稳健，持续强化品牌影响力》——2024-04-09

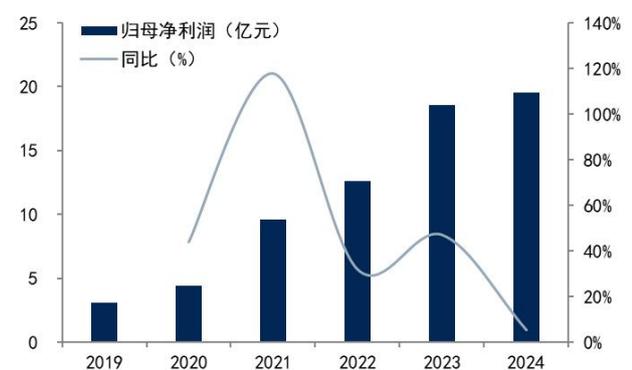
公司 2024 年实现营收 30.26 亿元，同比增长 5.45%，归母净利润 19.58 亿元，同比增长 5.33%，扣非归母净利润 18.72 亿元，同比增长 2.2%。单季度看，四季度收入下滑 7%至 6.5 亿元，归母净利润和扣非归母净利润分别下滑 15.47%和 21.67%，受医美终端消费景气承压和 2023 年四季度基数较高因素影响。

图1: 爱美客营业收入及增速 (亿元、%)


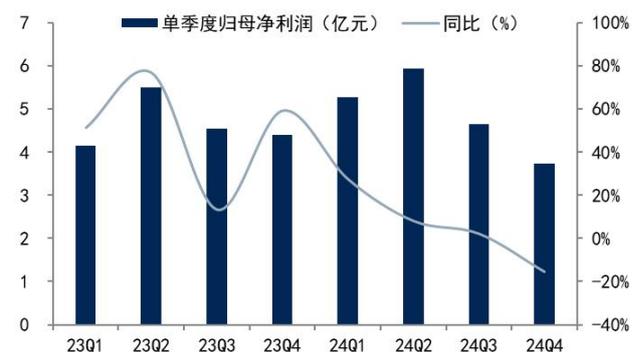
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 爱美客单季营业收入及增速 (亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 爱美客归母净利润及增速 (亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 爱美客单季归母净利润及增速 (亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品看，2024 年溶液类和凝胶类注射产品营收增速均在 5%左右，收入占比分别为 57.64%/40.18%，较 2023 年变化不大。公司多个在研医疗器械、药品等管线产品获得进展，肉毒产品进入审评阶段，司美格鲁肽注射液获得临床试验批件等。

表1: 爱美客分产品收入情况 (亿元、%)

产品类别	2022 年			2023 年			2024 年		
	销售收入	营收占比	同比增速	销售收入	营收占比	同比增速	销售收入	营收占比	同比增速
溶液类注射产品	12.93	66.68%	23.57%	16.71	58.22%	29.22%	17.44	57.64%	4.40%
凝胶类注射产品	6.38	32.91%	65.61%	11.58	40.35%	81%	12.16	40.18%	5.01%
面部埋植线	0.05	0.28%	1.49%	0.06	0.21%	10.06%	0.07	0.22%	14.95%
其他	0.03	0.13%	-76.82%	0.35	1.22%	1265.80%	0.59	1.96%	68.47%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

此外，公司最新 3 月拟收购韩国再生材料医美企业韩国 REGEN Biotech，补充了在医美再生材料领域的布局及借此打开国际化销售之路。收购完成后，爱美客将

持有韩国 REGEN Biotech 59.5% 股权，纳入合并报表。韩国 REGEN Biotech 成立于 2000 年，已获批上市的产品主要包括：AestheFill 与 PowerFill。两款产品主要成分均为 PDLLA 微球和羧甲基纤维素钠（再生材料），助力其成为韩国第一家，全球第三家取得聚乳酸类皮肤填充剂产品注册证的公司。

具体来看：AestheFill 主要应用于面部填充，已获得 34 个国家和地区的注册批准，包括中国市场。AestheFill 在中国市场由江苏吴中旗下子公司代理，根据公司季报披露，江苏吴中医美生科业务 2024 年 Q1-Q3 实现营业收入 1.99 亿元，预计主要由公司医美业务核心产品 Aesthefill 上市放量贡献。PowerFill 产品，主要应用于男性私密填充，获得 24 个国家和地区的注册批准，暂未包括中国市场。两款产品自上市以来，其安全性与有效性已经得到市场的充分认可。

图5: AestheFill 产品



图6: PowerFill 产品

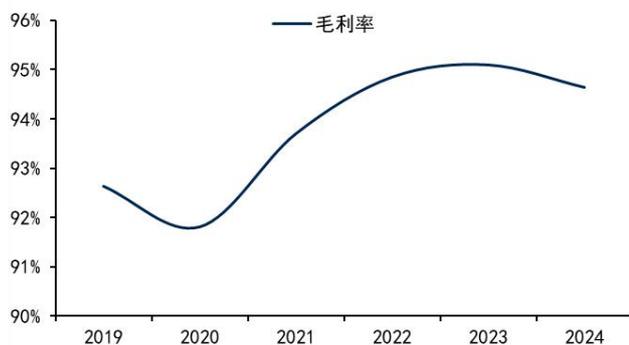


资料来源：REGEN Biotech 官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：REGEN Biotech 官网、国信证券经济研究所整理

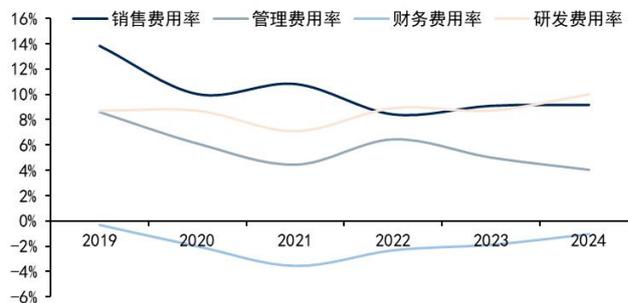
公司 2024 年毛利率 94.64%，同比略降 0.46pct，在行业价格竞争加剧下总体稳定。销售费用率 9.15%，同比稳定，管理费用率同比下降 0.97pct 至 4.06%。研发费用率 10.04%，继续维持较高的研发创新投入。2024 年存货周转天数 136 天，增加 12.6 天，系期末库存商品增加，以及合并范围增加带来的原材料增加所致。经营性现金流净额 19.27 亿元，同比基本稳定，保持良好现金流状况。

图7: 爱美客毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 爱美客主要费用率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：整体来看医美行业中长期渗透率仍有较大提升空间，合规监管趋势下龙头企业的优势也将进一步凸显。短期公司积极依托现有产品矩阵，拓展渠道占

有率；中长期自研+外延结合，持续丰富的产品管线储备，以及打开国际化业务，为业绩增长提供新的增量。出于对医美消费短期景气度的谨慎考虑，以及收购韩国企业事项仍待审批，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 22.37/26.18 亿元（前值分别为 24.93/28.68 亿元），并新增 2027 年归母净利润预测为 30.17 亿元，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (25-03-19)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资 评级
				23A	24A	25E	26E	23A	24A	25E	26E			
300896.SZ	爱美客	196.74	595.32	8.59	6.47	7.41	8.67	22.90	30.41	26.56	22.70	25.11	1.86	优于 大市
688363.SH	华熙生物	50.76	244.50	1.23	0.34	1.30	1.61	41.27	149.29	39.05	31.53	2.34	0.14	优于 大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测 注：华熙生物为 wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2434	1515	2897	4465	6433	营业收入	2869	3026	3520	4074	4634
应收款项	218	176	145	201	229	营业成本	141	162	189	220	250
存货净额	50	73	66	61	70	营业税金及附加	15	20	20	24	28
其他流动资产	57	59	88	102	116	销售费用	260	277	305	345	385
流动资产合计	4251	5045	6418	8051	10069	管理费用	144	123	136	158	174
固定资产	234	480	500	508	512	研发费用	250	304	343	390	436
无形资产及其他	115	110	106	101	97	财务费用	(54)	(31)	(54)	(91)	(135)
投资性房地产	1301	1791	1791	1791	1791	投资收益	40	66	30	20	20
长期股权投资	951	915	917	919	929	资产减值及公允价值变动	(16)	33	0	0	0
资产总计	6852	8340	9731	11370	13397	其他收入	(228)	(284)	(343)	(390)	(436)
短期借款及交易性金融负债	15	19	15	16	17	营业利润	2158	2291	2610	3048	3516
应付款项	45	83	37	50	61	营业外净收支	(3)	(9)	0	0	0
其他流动负债	238	242	303	337	372	利润总额	2156	2281	2610	3048	3516
流动负债合计	298	344	355	403	450	所得税费用	301	325	374	432	501
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	70	46	51	56	61	归属于母公司净利润	1858	1958	2237	2618	3017
长期负债合计	70	46	51	56	61	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	367	390	407	460	511	净利润	1858	1958	2237	2618	3017
少数股东权益	137	153	152	151	149	资产减值准备	2	(7)	(2)	(0)	(0)
股东权益	6348	7797	9173	10760	12737	折旧摊销	29	30	36	47	51
负债和股东权益总计	6852	8340	9731	11370	13397	公允价值变动损失	16	(33)	0	0	0
						财务费用	(54)	(31)	(54)	(91)	(135)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(410)	(460)	27	(14)	0
每股收益	8.59	6.47	7.41	8.67	9.99	其它	(3)	6	1	(1)	(1)
每股红利	4.64	1.65	2.85	3.41	3.44	经营活动现金流	1492	1493	2300	2650	3067
每股净资产	29.34	25.77	30.37	35.63	42.17	资本开支	0	(297)	(50)	(50)	(50)
ROIC	43.58%	47.31%	52%	56%	64%	其它投资现金流	(789)	(1730)	0	0	0
ROE	29.28%	25.11%	24%	24%	24%	投资活动现金流	(805)	(1991)	(52)	(52)	(60)
毛利率	95%	95%	95%	95%	95%	权益性融资	(1)	30	0	0	0
EBIT Margin	72%	71%	72%	72%	73%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	73%	72%	73%	73%	74%	支付股利、利息	(1005)	(500)	(862)	(1031)	(1040)
收入增长	48%	5%	16%	16%	14%	其它融资现金流	617	548	(4)	1	0
净利润增长率	47%	5%	14%	17%	15%	融资活动现金流	(1393)	(421)	(866)	(1029)	(1040)
资产负债率	7%	7%	6%	5%	5%	现金净变动	(706)	(919)	1382	1568	1967
股息率	1.7%	0.8%	1.4%	1.7%	1.7%	货币资金的期初余额	3140	2434	1515	2897	4465
P/E	22.9	30.4	26.6	22.7	19.7	货币资金的期末余额	2434	1515	2897	4465	6433
P/B	6.7	7.6	6.5	5.5	4.7	企业自由现金流	0	1108	2177	2504	2883
EV/EBITDA	20.6	27.6	23.4	20.1	17.6	权益自由现金流	0	1656	2220	2584	3000

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032