

2025年3月21日
爱美客 (300896.SZ)

Q4 业绩承压，收购韩国公司迈向国际化

事件：2024 年公司实现收入 30.3 亿元，同比增长 5.4%；归母净利润 19.6 亿元，同比增长 5.3%；扣非后归母净利润 18.7 亿元，同比增长 2.2%。按季度来看，Q4 收入同比减少 7.0%，环比减少 9.5%；归母净利润同比减少 15.5%，环比减少 19.9%；扣非后归母净利润同比减少 21.7%，环比减少 22.7%。

报告摘要

2024 全年收入利润增长，Q4 业绩下滑。

2024 年公司实现收入 30.3 亿元，同比增长 5.4%；归母净利润 19.6 亿元，同比增长 5.3%；扣非后归母净利润 18.7 亿元，同比增长 2.2%。按季度来看，Q4 收入同比减少 7.0%，环比减少 9.5%；归母净利润同比减少 15.5%，环比减少 19.9%；扣非后归母净利润同比减少 21.7%，环比减少 22.7%，略低于市场预期。

拆分来看，溶液类注射产品实现收入 17.4 亿元，同比增长 4.4%；凝胶类注射产品实现收入 12.2 亿元，同比增长 5.0%。2024 年公司毛利率为 94.6%，较 2023 年同期下滑 0.5 个百分点；净利率与 2023 年同期基本持平，达 64.7%。

分红方面，公司向全体股东合计派发现金股利 11.5 亿元（含税），每 10 股派发现金股利 38 元（含税），现金分红占归母净利润比例为 58.5%。

研发力度加大，A 型肉毒毒素、米诺地尔搽剂等产品处于注册申报阶段。

公司加大研发力度，2024 年公司研发费用率为 10.0%，较 2023 年同期提升 1.3 个百分点。在研产品进度方面：III 类械中，用于软组织提升的第二代面部埋植线处于临床试验阶段；生物药中，用于去除动态皱纹的 A 型肉毒毒素处于注册申报阶段，用于溶解透明质酸可皮下注射的注射用透明质酸酶和用于慢性体重管理的司美格鲁肽注射液处于临床试验阶段；化药中，米诺地尔搽剂和利多卡因丁卡因乳膏处于注册申报阶段，去氧胆酸注射液处于临床试验阶段。

收购韩国 REGEN Biotech 公司，迈向国际化。

2025 年 3 月，公司发布公告，其拟通过爱美客国际（全资子公司爱美客香港与首瑞香港共同出资设立）以 1.9 亿美元收购 REGEN Biotech 85% 的股权。

REGEN Biotech 是一家韩国领先的医美产品公司，其获批上市的产品主要是 AestheFill 和 PowerFill，主要成分均为 PDLLA 微球和羧甲基纤维素钠。目前，AestheFill 和 PowerFill 分别获得 34 个和 24 个国家和地区的注册批准。此次交易是公司迈向国际化进程中重要一步，也为后续业绩增长注入强劲动力。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.9 亿元/23.4 亿元/25.9 亿元，对应增幅 6.8%/12.0%/10.6%，对应 PE 分别为 28.1x/25.1x/22.7x，给予“增持”评级。

风险提示：政策风险；研发进展不及预期风险；销售不及预期；行业竞争加剧；消费复苏不及预期。

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB 百万元)	FY 2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	3,026	3,270	3,640	4,014
增长率 (%)	5.4%	8.1%	11.3%	10.3%
归母净利润	1,958	2,090	2,341	2,589
增长率 (%)	5.3%	6.8%	12.0%	10.6%
毛利率 (%)	94.6%	94.6%	94.3%	94.1%
每股盈利 (元)	6.5	6.9	7.7	8.6
市盈率 (x)	29.8	28.1	25.1	22.7

数据来源：Wind，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

医美

投资评级：

增持

下调 评级

6 个月目标价

213.32 元

股价 2025-3-20

193.93 元

总市值(亿元)

586.82

总股本(亿股)

3.03

12 个月低/高(元)

134.05/349.92

平均成交(百万元)

642.24

股东结构

简军

38%

其他

62%

总共

100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.02	-6.54	-33.89
绝对收益	6.61	-5.38	-22.58

数据来源：Wind、国证国际

谢欣洳 医药行业分析师

xiexinru@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

<u>利润表</u>					<u>资产负债表</u>				
(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	3,026	3,270	3,640	4,014	现金及现金等价物	1,515	2,395	2,888	3,499
销售成本	162	178	206	236	应收账款	168	224	220	266
毛利	2,863	3,092	3,434	3,777	存货	73	55	97	76
销售费用	277	304	335	368	其他流动资产	3,289	3,572	3,895	4,264
管理费用	123	135	149	163	流动资产总额	5,045	6,247	7,100	8,105
研发费用	304	331	364	404	固定资产	233	226	217	205
税前盈利	2,281	2,432	2,725	3,013	其他非流动资产	3,062	3,202	3,349	3,513
所得税	325	343	386	426	非流动资产总额	3,295	3,428	3,565	3,718
归母净利润	1,958	2,090	2,341	2,589	总资产	8,340	9,674	10,665	11,823
EPS (元, 基本)	6.5	6.9	7.7	8.6	应付账款	83	54	64	79
					其他流动负债	261	335	347	417
同比增长率					流动负债总额	344	390	411	496
收入(%)	5.4%	8.1%	11.3%	10.3%	其他非流动负债	46	46	46	46
归母净利润 (%)	5.3%	6.8%	12.0%	10.6%	非流动负债总额	46	46	46	46
					总负债	390	436	457	543
<u>财务指标</u>					<u>现金流量表</u>				
盈利能力					经营活动现金流	1,927	1,841	2,063	2,300
毛利率	94.6%	94.6%	94.3%	94.1%	投资活动现金流	-2,357	-193	-239	-216
净利率	64.7%	63.9%	64.3%	64.5%	融资活动现金流	-490	-767	-1,332	-1,473
					净现金变化	-920	881	493	611
营运能力					资本结构				
销售费用率	9.1%	9.3%	9.2%	9.2%	资产负债率	4.7%	4.5%	4.3%	4.6%
管理费用率	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%					
研发费用率	10.0%	10.1%	10.0%	10.1%					

数据来源: Wind、国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010