

美容护理

2025 年 05 月 05 日

爱美客 (300896)

——短期业绩承压，25 年内需复苏有望助力业绩拐点

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 25Q1 财报，业绩符合市场预期。**25Q1 公司营收 6.6 亿元，同比下滑 17.9%；归母净利润 4.4 亿元，同比下滑 15.9%。扣非归母净利润 4.0 亿元，同比下滑 24.0%。去年同期 24Q1 业绩基数相对较高，以相对疲软的消费环境，共同影响公司业绩短暂承压。
- **政府补贴带高净利率，费用率持续上行。1) 盈利能力：**25Q1 毛利率 93.9%，同比下降 0.7pct。净利率 66.9%，同比提升 1.6pct。**2) 费用端：**销售费用率 9.9%，同比提升 1.5pct；管理费用率 4.7%，同比提升 0.7pct；研发费用率 8.8%，同比提升 1.7pct。**3) 运营能力：**25Q1 应收帐款 2.2 亿元，同比增长 42.3%；存货 0.7 亿元，同比增长 46.5%；25Q1 经营活动现金流量净额 3.3 亿元，同比下滑 38.0%，主要为 25Q1 净利润同比下降及营运资金变动所致。
- **收购策略打开业绩天花板，合作海外知名厂商助力出海。**收购韩国 REGEN Biotech,Inc.公司 (AestheFill 母公司) 控股权，外延并购打开进一步增长空间。全资子公司持股占比 70%的“爱美客国际”，拟以 1.9 亿美元收购韩国 REGEN Biotech 公司 85%的股权，该公司主要从事医用材料、医疗器械及医药等相关产品的研发，以再生类医美药械产品知名，已获批上市的产品主要包括：AestheFill(已在国内成功拿证)与 PowerFill。同时，韩国 REGEN Biotech,Inc.公司拥有海外知名产品和渠道，有望助力公司海外业务布局。
- **在研管线布局全面，25 年预计迎来肉毒素上市和放量。**注射用 A 型肉毒素处于注册申报阶段；利多卡因丁卡因乳膏处于注册申报阶段；司美格鲁肽注射液处于临床试验阶段；去氧胆酸注射液处于临床试验阶段；第二代埋线处于临床试验阶段；米诺地尔搽剂处于注册申报阶段。
- **公司深耕国内医美药械市场，拿证壁垒较强，拟外购成熟再生产品母公司股权，内部肉毒素、司美格鲁肽等产品在研待发。**具备行业高壁垒、赛道高潜力、产品高盈利的商业模式，短期业绩略低于预期，不改长期渗透率提升的强贝塔逻辑。根据 25Q1 业绩，小幅下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 20.9/23.1/26.5 亿元 (原盈利预测为 21.5/24.4/28.7 亿元)，对应 PE 分别为 25/23/20 倍。考虑到 25 年提振消费及肉毒等新品放量带来的看点，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场需求变动；行业竞争加剧；新品销售不及预期；居民收入预期下行；在研项目延期推出；行业政策变化风险；宏观经济复苏不及预期；产品研发与注册不及进度预期等风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,026	663	3,196	3,557	4,099
同比增长率 (%)	5.5	-17.9	5.6	11.3	15.2
归母净利润 (百万元)	1,958	444	2,091	2,311	2,650
同比增长率 (%)	5.3	-15.9	6.8	10.5	14.7
每股收益 (元/股)	6.50	1.47	6.91	7.64	8.76
毛利率 (%)	94.6	93.9	95.0	94.1	93.2
ROE (%)	25.1	5.4	23.9	23.1	23.0
市盈率	27		25	23	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 04 月 30 日

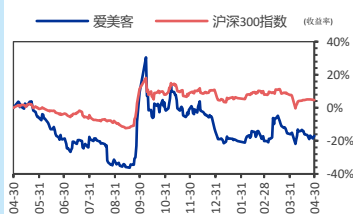
收盘价 (元)	173.00
一年内最高/最低 (元)	282.72/132.81
市净率	6.4
股息率% (分红/股价)	2.20
流通 A 股市值 (百万元)	36,086
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	27.23
资产负债率%	3.70
总股本/流通 A 股 (百万)	303/209
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com
聂霜 A0230524120002
nieshuang@swsresearch.com

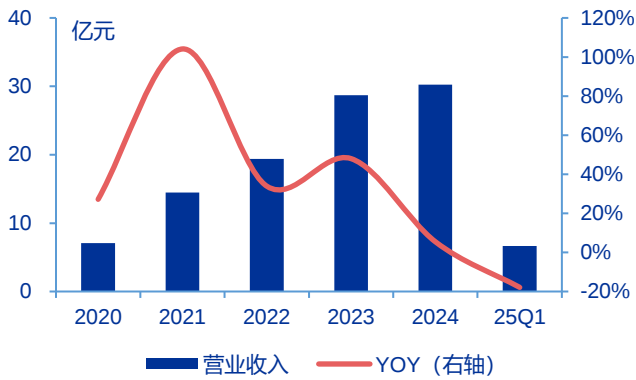
联系人

王立平
(8621)23297818x
wanglp@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

图 1: 25Q1 营收 6.6 亿元, 同比下滑 17.9%



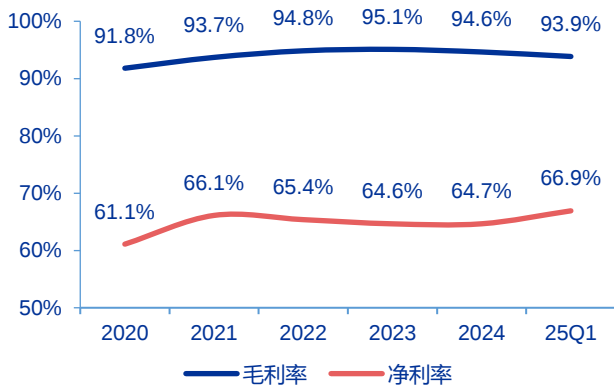
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润 4.4 亿元, 同比下滑 15.9%



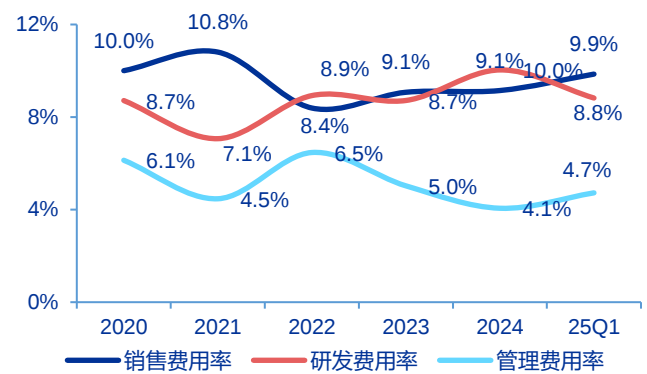
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25Q1 毛利率 93.9%, 净利率 66.9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25Q1 销售费用率 9.9%, 管理费用率 4.7%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,869	3,026	3,196	3,557	4,099
其中: 营业收入	2,869	3,026	3,196	3,557	4,099
减: 营业成本	141	162	159	209	278
减: 税金及附加	15	20	16	18	20
主营业务利润	2,713	2,844	3,021	3,330	3,801
减: 销售费用	260	277	272	302	348
减: 管理费用	144	123	121	121	123
减: 研发费用	250	304	288	313	340
减: 财务费用	-54	-31	3	3	3
经营性利润	2,113	2,171	2,337	2,591	2,987
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-5	2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	66	84	84	84	84
营业利润	2,158	2,291	2,421	2,675	3,070
加: 营业外净收入	-3	-9	0	0	0
利润总额	2,156	2,281	2,421	2,675	3,070
减: 所得税	301	325	330	365	421
净利润	1,855	1,956	2,091	2,310	2,649
少数股东损益	-4	-1	0	-2	-1
归属于母公司所有者的净利润	1,858	1,958	2,091	2,311	2,650

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。