

爱美客（300896.SZ）

优于大市

中报业绩有所承压，医美产品矩阵丰富奠定长期增长潜力

核心观点

中报业绩增长增压。公司 2025 上半年实现营收 12.99 亿元，同比-21.59%，取得归母净利润 7.89 亿元，同比-29.57%，扣非归母净利润 7.22 亿元，同比-33.7%。单二季度看，营收 6.36 亿元，同比-25.11%，归母净利润 3.46 亿元，同比-41.75%，扣非归母净利润 3.2 亿元，同比-42.83%。公司整体业绩表现承压，一是行业终端仍受消费力下行压力影响，二是医美获批产品日趋增多，竞争格局加剧，而公司自身产品管线处于新老交替期。

此外，公司每 10 股派发现金股利 12 元（含税），合计派发现金股利 3.62 亿元，占上半年归母净利润的 45.82%。

产品线持续丰富，收购韩国医美企业补充再生品类产品矩阵。分产品看，2025 上半年溶液类注射产品收入 7.44 亿元，同比-23.79%；凝胶类注射产品收入 4.93 亿元，同比-23.99%。公司上半年收购了韩国的 REGEN 公司 85% 的股权，旗下 AestheFill 与 PowerFill 两款产品强化了再生类医美领域布局及借助收购打开国际市场的销售。此外，公司肉毒产品处于注册申报阶段，未来有望上市进一步丰富产品矩阵。

毛利率有所下降，研发费用持续投入。公司 2025 上半年毛利率 93.44%，同比-1.48pct，受产品结构变化及行业竞争加剧等因素影响。销售费用率/管理费用率分别为 11.1%/5.34%，分别同比+2.58pct/+1.25pct，受到费用刚性及收入下降影响。研发费用率 12.05%，同比+4.46pct，为后续产品梯队建设保持研发投入。财务费用率同比+1.79pct 至 0.39%，系境外外币投资产生的汇兑损失所致。现金流方面，上半年实现经营性现金流净额 6.55 亿元，同比-43.06%，系净利润同比下降及营运资金变动所致。

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：行业层面，医美消费渗透率远期仍有较大提升空间，但短期产品供给增加下竞争也将持续加剧，未来平台化外延是医美上游企业的重要发展方向。公司一方面自研投入打造新产品线，另外外延并购丰富产品管线，同时也打开国际化业务，为业绩增长提供新的增量。考虑行业竞品增多可能影响公司产品销售，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 18.55/20.73/23.25 亿元（前值分别为 21.22/24.3/28.03 亿元），对应 PE 分别为 29.9/26.8/23.9 倍，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	3,090.02	3,375.65	3,738.32
(+/-%)	47.99%	5.45%	2.13%	9.24%	10.74%
净利润(百万元)	1858.48	1957.60	1855.04	2073.09	2325.04
(+/-%)	47.08%	5.33%	-5.24%	11.75%	12.15%
每股收益(元)	8.59	6.47	6.14	6.86	7.70
EBIT Margin	71.74%	70.73%	68.40%	69.14%	69.42%
净资产收益率 (ROE)	29.28%	25.11%	20.76%	20.34%	19.84%
市盈率 (PE)	21.41	28.42	29.93	26.79	23.88
EV/EBITDA	19.23	25.82	26.03	23.51	21.16
市净率 (PB)	6.27	7.14	6.21	5.45	4.74

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

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔蓉若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

183.87 元

收盘价

总市值/流通市值

55638/38354 百万元

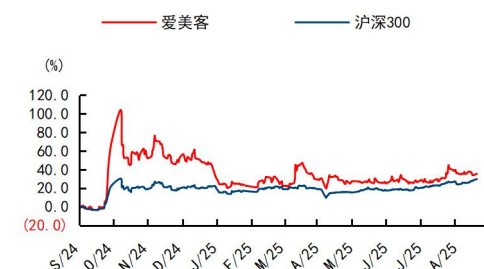
52 周最高价/最低价

282.72/132.81 元

近 3 个月日均成交额

531.72 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）-业绩一季度增长承压，海外并购有望打开新增长空间》——2025-04-25

《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》——2025-03-20

《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

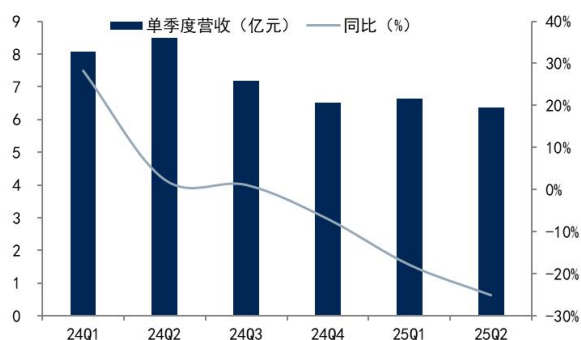
《爱美客（300896.SZ）-前三季度归母净利润增长 11.79%，持续丰富产品管线储备》——2024-10-24

《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

公司 2025 上半年实现营收 12.99 亿元,同比-21.59%,取得归母净利润 7.89 亿元,同比-29.57%,扣非归母净利润 7.22 亿元,同比-33.7%。单二季度看,营收 6.36 亿元,同比-25.11%,归母净利润 3.46 亿元,同比-41.75%,扣非归母净利润 3.2 亿元,同比-42.83%。公司整体业绩表现承压,一是行业终端仍受消费力下行压力影响,二是医美获批产品日趋增多,竞争格局加剧,而公司自身产品管线处于新老交替期。

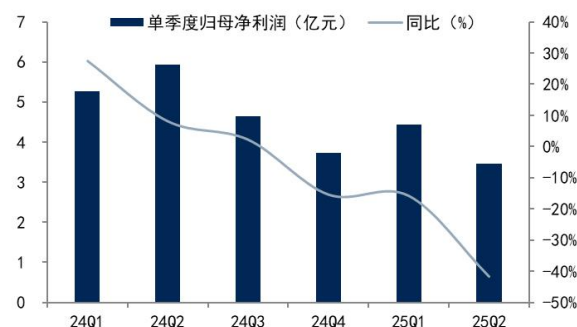
此外,公司每 10 股派发现金股利 12 元(含税),合计派发现金股利 3.62 亿元,占上半年归母净利润的 45.82%。

图1: 爱美客单季度营业收入及增速(亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 爱美客单季度归母净利润及增速(亿元、%)

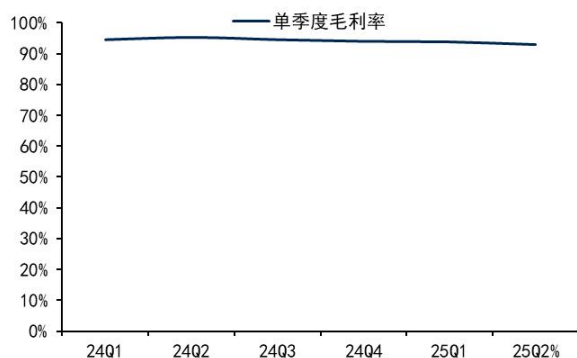


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品看,2025 上半年溶液类注射产品收入 7.44 亿元,同比-23.79%;凝胶类注射产品收入 4.93 亿元,同比-23.99%。公司上半年收购了韩国的 REGEN 公司 85% 的股权,旗下 AestheFill 与 PowerFill 两款产品强化了再生类医美领域布局及借助收购打开国际市场的销售。此外,公司肉毒产品处于注册申报阶段,未来有望上市进一步丰富产品矩阵。

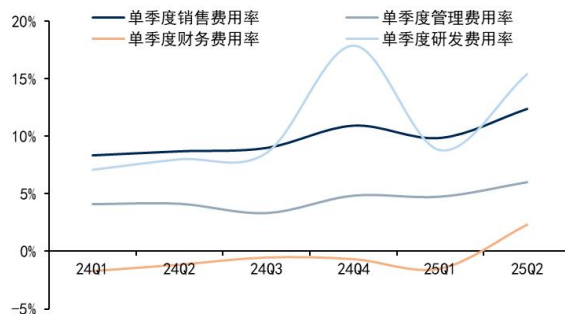
公司 2025 上半年毛利率 93.44%,同比-1.48pct,受产品结构变化及行业竞争加剧等因素影响。销售费用率/管理费用率分别为 11.1%/5.34%,分别同比+2.58pct/+1.25pct,受到费用刚性及收入下降影响。研发费用率 12.05%,同比+4.46pct,为后续产品梯队建设保持研发投入。财务费用率同比+1.79pct 至 0.39%,系境外外币投资产生的汇兑损失所致。现金流方面,上半年实现经营性现金流净额 6.55 亿元,同比-43.06%,系净利润同比下降及营运资金变动所致。

图3: 爱美客单季度毛利率(%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 爱美客单季度费用率(%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：行业层面，医美消费渗透率远期仍有较大提升空间，但短期产品供给增加下竞争也将持续加剧，未来平台化外延是医美上游企业的重要发展方向。公司一方面自研投入打造新产品线，另外外延并购丰富产品管线，同时也打开国际化业务，为业绩增长提供新的增量。考虑行业竞品增多可能影响公司产品销售，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 18.55/20.73/23.25 亿元（前值分别为 21.22/24.3/28.03 亿元），对应 PE 分别为 29.9/26.8/23.9 倍，维持“优于大市”评级。

表1：公司估值表

代码	公司简称	股价 (25-08-18)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资 评级
				24A	25E	26	27E	24A	25E	26	27E			
300896.SZ	爱美客	183.87	556.38	6.47	6.14	6.86	7.70	28.42	29.93	26.79	23.88	25.11	-	优于 大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2434	1515	2601	3852	5370	营业收入	2869	3026	3090	3376	3738
应收款项	218	176	209	227	241	营业成本	141	162	183	200	220
存货净额	50	73	81	77	90	营业税金及附加	15	20	17	20	23
其他流动资产	57	59	77	84	93	销售费用	260	277	336	359	396
流动资产合计	4251	5045	6191	7464	9017	管理费用	144	123	134	133	145
固定资产	234	480	500	508	512	研发费用	250	304	306	330	360
无形资产及其他	115	110	106	101	97	财务费用	(54)	(31)	(51)	(80)	(115)
投资性房地产	1301	1791	1791	1791	1791	投资收益	40	66	0	0	0
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	9505	10782	12345	其他收入	(228)	(284)	(306)	(330)	(360)
短期借款及交易性金融负债	15	19	15	16	17	营业利润	2158	2291	2164	2414	2710
应付款项	45	83	35	44	52	营业外净收支	(3)	(9)	0	0	0
其他流动负债	238	242	313	320	347	利润总额	2156	2281	2164	2414	2710
流动负债合计	298	344	363	380	415	所得税费用	301	325	310	342	386
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	70	46	51	56	61	归属于母公司净利润	1858	1958	1855	2073	2325
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	415	437	477	净利润	1858	1958	1855	2073	2325
少数股东权益	137	153	152	151	150	资产减值准备	2	(7)	(2)	(0)	(0)
股东权益	6348	7797	8938	10194	11718	折旧摊销	29	30	36	47	51
负债和股东权益总计	6852	8340	9505	10782	12345	公允价值变动损失	16	(33)	0	0	0
						财务费用	(54)	(31)	(51)	(80)	(115)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(410)	(460)	(33)	(1)	4
每股收益	8.59	6.47	6.14	6.86	7.70	其它	(3)	6	1	(1)	(1)
每股红利	4.64	1.65	2.37	2.70	2.65	经营活动现金流	1492	1493	1857	2117	2379
每股净资产	29.34	25.77	29.59	33.76	38.80	资本开支	0	(297)	(50)	(50)	(50)
ROIC	43.58%	47.31%	43%	44%	49%	其它投资现金流	(789)	(1730)	0	0	0
ROE	29.28%	25.11%	21%	20%	20%	投资活动现金流	(805)	(1991)	(52)	(52)	(60)
毛利率	95%	95%	94%	94%	94%	权益性融资	(1)	30	0	0	0
EBIT Margin	72%	71%	68%	69%	69%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	73%	72%	70%	71%	71%	支付股利、利息	(1005)	(500)	(715)	(816)	(802)
收入增长	48%	5%	2%	9%	11%	其它融资现金流	617	548	(4)	1	0
净利润增长率	47%	5%	-5%	12%	12%	融资活动现金流	(1393)	(421)	(718)	(815)	(801)
资产负债率	7%	7%	6%	5%	5%	现金净变动	(706)	(919)	1087	1250	1518
股息率	1.8%	0.9%	1.3%	1.5%	1.4%	货币资金的期初余额	3140	2434	1515	2601	3852
P/E	21.4	28.4	29.9	26.8	23.9	货币资金的期末余额	2434	1515	2601	3852	5370
P/B	6.3	7.1	6.2	5.4	4.7	企业自由现金流	0	1108	1763	1999	2231
EV/EBITDA	19.2	25.8	26.0	23.5	21.2	权益自由现金流	0	1656	1803	2068	2329

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

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