



爱美客 (300896.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩暂时承压，外延并购接力成长

业绩简评

2025 年 8 月 18 日，公司发布 2025 年半年度报告。25H1 公司实现营业收入 12.99 亿元（同比-22%），归母净利润 7.89 亿元（同比-30%），扣非归母净利润 7.22 亿元（同比-34%）。

单季度来看，25Q2 公司实现收入 6.36 亿元（同比-25%），归母净利润 3.46 亿元（同比-42%），扣非归母净利润 3.20 亿元（同比-43%）。

经营分析

业绩暂时承压，在研管线稳步推进。细分业务上，25H1 公司溶液类注射产品收入 7.44 亿元（同比-24%），毛利率 93.15%；凝胶类注射产品收入 4.93 亿元（同比-24%），毛利率 97.75%；冻干粉类注射产品收入 1947 万元、面部埋植线产品收入 332 万元。公司持续高强度研发投入，25H1 研发费用达 1.57 亿元，研发费用率 12.05%（同比+4.46pct）。在研管线方面，公司的注射用 A 型肉毒毒素及米诺地尔搽剂已处于注册申报的最后审评阶段，利多卡因丁卡因乳膏上市申请已经受理，产品上市后有望丰富公司产品类型，与公司现有产品相互协同，满足日益多元化的市场需求，提升品牌影响力和核心竞争力。

外延并购落地，开启全球化新篇章。报告期内公司以 1.90 亿美元收购 Mount Beacon、IRC、Mr. Choi 持有的韩国 REGEN（下称“标的公司”）85%的股权。1) 构建再生产品矩阵：REGEN 的核心产品 AestheFill（面部）和 PowerFill（身体）均为基于 PDLLA（聚双旋乳酸）的再生材料。这与公司自有的基于 PLLA（聚左旋乳酸）的“濡白天使”系列形成完美互补，完善公司再生产品矩阵。2) 打造国际化战略平台：REGEN 的产品已在全球 34 个国家和地区获批，拥有现成的国际分销网络和注册经验。公司有望利用 REGEN 的渠道和韩国 KFDA 的认证优势，加速自有产品的国际化进程。

盈利预测、估值与评级

考虑到客观环境因素，我们下调公司业绩预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 18.91、20.94、22.73 亿元，分别同比-3%、+11%、+9%，EPS 分别为 6.10、6.93、7.52 元，现价对应 PE 为 29、26、24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

产品研发进度不及预期；竞争加剧导致净利率下滑风险；市场推广不及预期风险等。

医药组

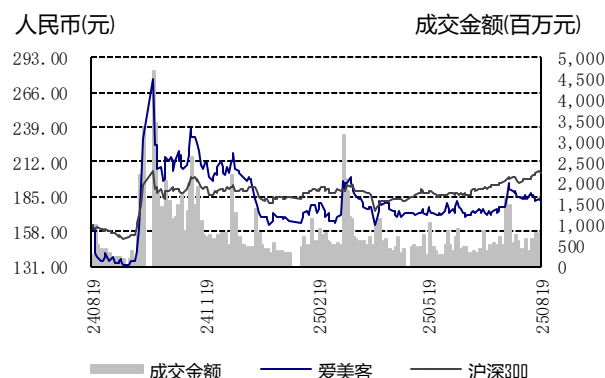
分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：181.32 元

相关报告：

- 1.《爱美客公司点评：短期业绩受行业调整拖累，在研产品为长期竞争力...》，2025.4.27
- 2.《爱美客公司点评：行业逆风中实现稳健增长，研发+并购持续拓展产...》，2025.3.22
- 3.《爱美客公司点评：拟收购韩国 REGEN,国际化布局加速》，2025.3.11



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,869	3,026	3,050	3,418	3,713
营业收入增长率	47.99%	5.45%	0.79%	12.09%	8.63%
归母净利润(百万元)	1,858	1,958	1,891	2,094	2,273
归母净利润增长率	47.08%	5.33%	-3.42%	10.77%	8.55%
摊薄每股收益(元)	8.590	6.469	6.248	6.921	7.512
每股经营性现金流净额	9.03	6.37	6.10	6.93	7.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.28%	25.11%	20.89%	19.92%	18.71%
P/E	34.27	28.21	29.02	26.20	24.14
P/B	10.03	7.08	6.06	5.22	4.52

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,939	2,869	3,026	3,050	3,418	3,713
增长率		48.0%	5.4%	0.8%	12.1%	8.6%
主营业务成本	-100	-141	-162	-168	-195	-215
%销售收入	5.2%	4.9%	5.4%	5.5%	5.7%	5.8%
毛利	1,839	2,729	2,863	2,882	3,224	3,498
%销售收入	94.8%	95.1%	94.6%	94.5%	94.3%	94.2%
营业税金及附加	-10	-15	-20	-20	-22	-24
%销售收入	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
销售费用	-163	-260	-277	-290	-335	-371
%销售收入	8.4%	9.1%	9.1%	9.5%	9.8%	10.0%
管理费用	-125	-144	-123	-137	-164	-186
%销售收入	6.5%	5.0%	4.1%	4.5%	4.8%	5.0%
研发费用	-173	-250	-304	-335	-393	-427
%销售收入	8.9%	8.7%	10.0%	11.0%	11.5%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	1,368	2,058	2,140	2,099	2,309	2,490
%销售收入	70.6%	71.7%	70.7%	68.8%	67.6%	67.1%
财务费用	45	54	31	44	72	99
%销售收入	-2.3%	-1.9%	-1.0%	-1.5%	-2.1%	-2.7%
资产减值损失	-3	-5	2	0	0	0
公允价值变动收益	29	-16	33	0	0	0
投资收益	33	40	66	50	50	50
%税前利润	2.2%	1.8%	2.9%	2.3%	2.0%	1.9%
营业利润	1,488	2,158	2,291	2,204	2,441	2,649
营业利润率	76.8%	75.2%	75.7%	72.3%	71.4%	71.4%
营业外收支	0	-3	-9	0	0	0
税前利润	1,488	2,156	2,281	2,204	2,441	2,649
利润率	76.8%	75.1%	75.4%	72.3%	71.4%	71.4%
所得税	-221	-301	-325	-313	-347	-376
所得税率	14.8%	13.9%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	1,268	1,855	1,956	1,891	2,094	2,273
少数股东损益	4	-4	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,264	1,858	1,958	1,891	2,094	2,273
净利率	65.2%	64.8%	64.7%	62.0%	61.3%	61.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,268	1,855	1,956	1,891	2,094	2,273
少数股东损益	4	-4	-1	0	0	0
非现金支出	31	57	53	42	54	63
非经营收益	-45	-38	-92	-39	-47	-45
营运资金变动	-60	80	10	-47	-5	-17
经营活动现金净流	1,194	1,954	1,927	1,847	2,097	2,274
资本开支	-156	-64	-239	-254	-185	-175
投资	-813	-1,243	-2,154	459	-50	-50
其他	25	27	36	50	50	50
投资活动现金净流	-944	-1,279	-2,357	254	-185	-175
股权募资	95	41	30	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-470	-1,421	-521	-638	-638	-639
筹资活动现金净流	-374	-1,380	-490	-638	-638	-639
现金净流量	-124	-706	-920	1,464	1,274	1,461

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,140	2,434	1,515	2,968	4,229	5,676
应收款项	132	218	176	202	218	231
存货	47	50	73	67	76	83
其他流动资产	815	1,550	3,281	3,196	3,181	3,154
流动资产	4,134	4,251	5,045	6,434	7,704	9,144
%总资产	66.0%	62.0%	60.5%	66.9%	69.4%	71.7%
长期投资	1,408	1,860	2,280	1,821	1,871	1,921
固定资产	200	234	480	597	657	713
%总资产	3.2%	3.4%	5.8%	6.2%	5.9%	5.6%
无形资产	401	395	423	620	713	804
非流动资产	2,125	2,601	3,295	3,176	3,397	3,609
%总资产	34.0%	38.0%	39.5%	33.1%	30.6%	28.3%
资产总计	6,259	6,852	8,340	9,610	11,101	12,753
短期借款	11	15	19	21	21	21
应付款项	104	75	115	97	102	101
其他流动负债	108	208	210	210	230	238
流动负债	224	298	344	328	353	360
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	89	70	46	76	84	91
负债	313	367	390	404	437	451
普通股股东权益	5,846	6,348	7,797	9,052	10,511	12,149
其中：股本	216	216	303	303	303	303
未分配利润	2,107	2,961	4,375	5,631	7,090	8,727
少数股东权益	100	137	153	153	153	153
负债股东权益合计	6,259	6,852	8,340	9,610	11,101	12,753

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.840	8.590	6.469	6.248	6.921	7.512
每股净资产	27.020	29.340	25.768	29.916	34.737	40.149
每股经营现金净流	5.518	9.032	6.369	6.104	6.929	7.517
每股股利	0.000	3.500	2.100	2.100	2.100	2.100
回报率						
净资产收益率	21.61%	29.28%	25.11%	20.89%	19.92%	18.71%
总资产收益率	20.19%	27.12%	23.47%	19.67%	18.87%	17.82%
投入资本收益率	19.44%	27.13%	22.98%	19.44%	18.47%	17.28%
增长率						
主营业务收入增长率	33.91%	47.99%	5.45%	0.79%	12.09%	8.63%
EBIT 增长率	33.30%	50.45%	3.97%	-1.91%	9.99%	7.84%
净利润增长率	31.92%	47.08%	5.33%	-3.42%	10.77%	8.55%
总资产增长率	18.87%	9.49%	21.72%	15.22%	15.52%	14.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.8	21.2	22.6	23.0	22.0	21.5
存货周转天数	149.1	125.1	137.9	145.0	143.0	140.0
应付账款周转天数	50.9	83.0	143.6	130.0	110.0	90.0
固定资产周转天数	36.7	27.9	28.2	35.9	33.2	31.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.45%	-55.87%	-55.01%	-63.28%	-66.45%	-69.36%
EBIT 利息保障倍数	-30.3	-38.0	-68.4	-47.5	-32.2	-25.1
资产负债率	5.00%	5.36%	4.68%	4.21%	3.94%	3.54%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	10	16	27	87
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.10	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究