

# 25H1 业绩短期承压，研发加码+国际化开拓新空间

爱美客 (300896.SZ)

## 核心观点

医美终端需求疲软叠加上游医美产品竞争加剧，25Q2 公司继续承压，25Q2 公司营收、归母净利润分别-25.11%、-41.75%。25H1 核心产品均有不同程度的下滑，溶液类、凝胶类注射产品分别-23.79%、-23.99%。公司研发端持续加码，目前正拓展产品线至体重管理、局部麻醉等新兴领域，推进 A 型肉毒毒素(注册申报)、利多卡因丁卡因乳膏(注册申报)、司美格鲁肽(临床试验)等产品的研发与注册。25 年 4 月完成并购韩国 REGEN 公司且并表，进一步完善再生产品矩阵，有望打开国际化空间。

## 事件

公司发布 2025 年半年报：25H1 公司实现营收 12.99 亿元/-21.59%，归母净利润 7.89 亿元/-29.57%，扣非归母净利润 7.22 亿元/-33.70%，基本 EPS 为 2.62 元/-29.57%，ROE(加权)为 10.10%/-6.52pct。公司拟每 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%。

## 简评

医美终端需求疲软叠加上游医美产品竞争加剧，25Q2 公司继续承压。25Q2 公司营收 6.36 亿元/-25.11%，归母净利润 3.46 亿元/-41.75%，扣非归母净利润 3.20 亿元/-42.83%，延续 25Q1 的承压态势。25Q2 公司毛利率为 93.00%/-2.26pct，净利率为 54.38%/-15.53pct，主要系产品结构变化以及今年上半年新的颈纹和再生类竞品上市下竞争加剧。25Q2 销售、管理、研发、财务费用率为 12.39%/+3.70pct、5.99%/+1.88pct、15.42%/+7.38pct、2.33%/+3.47pct。

核心产品均有不同程度的下滑。分产品看，①溶液类注射产品：25H1 营收 7.44 亿元/-23.79%，毛利率为 93.15%/-0.83pct，预估嗨体熊猫针和颈纹针降幅更大。②凝胶类注射产品：25H1 营收 4.93 亿元/-23.99%，毛利率为 97.75%/-0.23pct，濡白天使受到新品冲击较大。③冻干粉类注射产品：25H1 营收 0.19 亿元，毛利率为 75.0%；④面部埋植线：25H1 营收 0.03 亿元/-4.6%，毛利率为 80.2%。

毛利率略有下降，研发端持续加码。25H1 公司毛利率为 93.44%/-1.48pct，净利率为 60.77%/-6.88pct。25H1 公司销售、管

## 维持

## 买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

发布日期：2025 年 08 月 22 日

当前股价：181.32 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.08/-3.38	5.40/-5.29	8.44/-21.00
12 月最高/最低价(元)		282.72/134.05
总股本(万股)		30,259.21
流通 A 股(万股)		20,859.16
总市值(亿元)		548.66
流通市值(亿元)		378.22
近 3 月日均成交量(万)		299.48
主要股东		
简军		31.09%

## 相关研究报告

25.04.27	【中信建投轻工纺服及教育】爱美客(300896)25Q1 业绩承压，关注国际化布局和新品上市
25.03.23	【中信建投轻工纺服及教育】爱美客(300896)24Q4 业绩承压，拟控股收购韩国医美再生龙头

理、研发、财务费用率分别为 11.10%/+2.58pct、5.34%/+1.25pct、12.05%/+4.46pct、0.39%/+1.79pct。销售费用率提升主要系公司销售促进费、会议费及差旅交通费增加；研发端公司持续加大研发投入；财务费用率主要系公司境外投资购汇、产生 2036 万汇兑损失所致。公司正推进 A 型肉毒毒素（注册申报）、利多卡因丁卡因乳膏（注册申报）、司美格鲁肽（临床试验）、透明质酸酶（临床试验）、去氧胆酸注射液（临床试验）等产品的研发与注册，拓展产品线至体重管理、局部麻醉等新兴领域。

**25 年 4 月完成并购韩国 REGEN 公司且并表，进一步完善再生产品矩阵，有望打开国际化空间。**公司于 2025 年 4 月 30 日完成收购韩国 REGEN Biotech 公司 59.5% 股权（对应金额 1.90 亿美元）并纳入合并报表，REGEN Biotech 为韩国再生医美龙头，核心产品包含 AestheFill（面部）和 PowerFill（身体），当前韩国新工厂于 2025Q2 投产。REGEN Biotech 2023、2024Q1-3 营收分别为 0.82、0.72 亿元，净利润分别为 0.50、0.30 亿元。从并表到 6 月底，REGEN 为贡献收入 1981 万元、净利润 737 万元。此次收购完成后，1）REGEN 公司核心产品 AestheFill（主打面部年轻化，尤其在胶原再生和轮廓提升）与公司已上市的凝胶类再生产品濡白天使（深层塑形和长效支撑）形成协同，形成更全面的再生抗衰解决方案；同时搭配公司旗下嗨体、啫科拉、宝尼达等众多产品，可为求美者提供更多元、效果更佳解决方案；2）REGEN 旗下的 AestheFill 和 PowerFill 已经分别获得了 35 个和 23 个国家和地区的注册批准，国际分销网络和注册经验有望帮助公司自有产品的国际化进程，公司正从“本土市场领导者”向“全球产业链参与者”转型。

**盈利预测：**基于市场需求疲软以及行业竞争加剧，下调盈利预测，预计 2025-2027 年营收为 27.5、33.1、37.2 亿元，同比 -9.1%、+20.3%、+12.3%；归母净利润 17.2、20.4、23.1 亿元，同比 -12.0%、+18.4%、+13.2%，对应 PE 为 31、26、23 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**1）医美监管加强：公司的主营产品为 III 类医疗器械，属于许可经营产品。如果国家对于医疗器械生产和经营的政策改变，可能对公司的经营计划产生影响；2）产品研发和注册风险：公司新产品研发从实验室研究至最终获批上市销售，一般需经过实验室研究、动物实验、注册检验、临床试验和注册申报等多个环节，具有一定的不确定性，公司面临产品研发和注册风险。3）市场竞争加剧的风险：公司是国内领先的医疗美容创新产品提供商，在国内市场具有一定的先发优势。近年来医疗美容市场的需求快速增长，公司所处行业发展前景向好，主导产品行业平均毛利率水平较高，吸引多家企业通过自主研发或者兼并收购的方式进入国内市场，行业竞争将逐渐加剧，公司的经营业绩将面临市场竞争加剧的风险。4）诉讼仲裁风险：公司控股子公司 REGEN Biotech, Inc. 目前正处于重大仲裁诉讼中，或对于公司业务产生不利影响。

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>4,251.3</b>	<b>5,045.2</b>	<b>6,052.8</b>	<b>7,306.2</b>	<b>8,583.0</b>
现金	2,433.8	1,514.7	2,534.2	3,639.2	4,821.7
应收票据及应收账款合计	206.1	168.5	177.2	213.2	239.5
其他应收款	12.0	7.8	8.4	10.1	11.3
预付账款	33.4	22.7	27.4	33.0	37.0
存货	49.8	72.8	81.6	116.7	128.0
其他流动资产	1,516.2	3,258.7	3,223.9	3,294.2	3,345.5
<b>非流动资产</b>	<b>2,601.1</b>	<b>3,295.3</b>	<b>3,220.1</b>	<b>3,138.4</b>	<b>3,067.7</b>
长期投资	950.7	914.6	924.7	934.7	944.8
固定资产	267.3	274.8	266.4	251.5	230.2
无形资产	114.9	110.2	91.8	73.5	55.1
其他非流动资产	1,268.1	1,995.6	1,937.1	1,878.6	1,837.6
<b>资产总计</b>	<b>6,852.4</b>	<b>8,340.5</b>	<b>9,272.8</b>	<b>10,444.6</b>	<b>11,650.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>297.7</b>	<b>343.9</b>	<b>424.2</b>	<b>585.0</b>	<b>644.3</b>
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据及应付账款合计	44.7	83.0	65.7	93.9	103.0
其他流动负债	253.0	260.9	358.5	491.1	541.3
<b>非流动负债</b>	<b>69.7</b>	<b>46.5</b>	<b>37.2</b>	<b>28.4</b>	<b>21.0</b>
长期借款	37.5	26.0	16.7	7.9	0.6
其他非流动负债	32.2	20.4	20.4	20.4	20.4
<b>负债合计</b>	<b>367.3</b>	<b>390.4</b>	<b>461.3</b>	<b>613.4</b>	<b>665.3</b>
少数股东权益	137.1	153.1	153.1	153.1	153.1
股本	216.4	302.6	302.6	302.6	302.6
资本公积	3,459.4	3,389.9	3,389.9	3,389.9	3,389.9
留存收益	2,672.2	4,104.6	4,966.0	5,985.7	7,139.9
归属母公司股东权益	6,347.9	7,797.1	8,658.5	9,678.2	10,832.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,852.4</b>	<b>8,340.5</b>	<b>9,272.8</b>	<b>10,444.6</b>	<b>11,650.7</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,954.1</b>	<b>1,927.2</b>	<b>1,802.0</b>	<b>2,032.0</b>	<b>2,228.6</b>
净利润	1,854.9	1,956.3	1,722.8	2,039.4	2,308.3
折旧摊销	52.6	55.0	85.3	91.7	80.7
财务费用	-54.2	-31.3	-23.3	-36.4	-50.6
投资损失	-39.7	-65.9	-60.1	-60.1	-60.1
营运资金变动	32.6	25.6	92.2	12.3	-34.9
其他经营现金流	107.8	-12.7	-15.0	-15.0	-15.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,279.1</b>	<b>-2,357.4</b>	<b>65.0</b>	<b>65.0</b>	<b>65.0</b>
资本支出	71.7	251.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	-1,242.9	-2,153.7	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	-107.9	-454.7	65.0	65.0	65.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,379.8</b>	<b>-490.1</b>	<b>-847.4</b>	<b>-992.0</b>	<b>-1,111.0</b>
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	-10.9	-11.4	-9.3	-8.8	-7.4
其他筹资现金流	-1,368.9	-478.7	-838.1	-983.3	-1,103.6
<b>现金净增加额</b>	<b>-705.7</b>	<b>-919.9</b>	<b>1,019.6</b>	<b>1,104.9</b>	<b>1,182.6</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2,869.3</b>	<b>3,025.7</b>	<b>2,749.5</b>	<b>3,307.5</b>	<b>3,715.2</b>
营业成本	140.8	162.2	192.7	275.5	302.3
营业税金及附加	15.4	20.0	27.5	33.1	37.2
销售费用	260.3	276.8	253.0	297.7	326.9
管理费用	144.3	122.8	110.0	130.6	144.9
研发费用	250.1	303.7	288.7	337.4	371.5
财务费用	-54.2	-31.3	-23.3	-36.4	-50.6
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
信用减值损失	-4.5	2.2	2.0	2.4	2.7
其他收益	26.4	17.8	19.7	19.7	19.7
公允价值变动收益	-16.1	33.2	30.0	30.0	30.0
投资净收益	39.7	65.9	60.1	60.1	60.1
资产处置收益	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>2,158.2</b>	<b>2,290.5</b>	<b>2,012.8</b>	<b>2,381.9</b>	<b>2,695.5</b>
营业外收入	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9
营业外支出	3.9	10.5	4.9	4.9	4.9
利润总额	2,155.6	2,281.0	2,008.7	2,377.9	2,691.5
所得税	300.6	324.7	285.9	338.5	383.1
<b>净利润</b>	<b>1,854.9</b>	<b>1,956.3</b>	<b>1,722.8</b>	<b>2,039.4</b>	<b>2,308.3</b>
少数股东损益	-3.6	-1.3	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,858.5</b>	<b>1,957.6</b>	<b>1,722.8</b>	<b>2,039.4</b>	<b>2,308.3</b>

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	47.99	5.45	-9.13	20.29	12.32
营业利润 (%)	45.02	6.13	-12.13	18.34	13.16
归属于母公司净利润 (%)	47.08	5.33	-11.99	18.38	13.19
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	95.09	94.64	92.99	91.67	91.86
净利率 (%)	64.77	64.70	62.66	61.66	62.13
ROE (%)	29.28	25.11	19.90	21.07	21.31
ROIC (%)	105.24	92.60	72.77	93.08	109.06
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	5.36	4.68	4.98	5.87	5.71
净负债比率 (%)	-36.95	-18.72	-28.57	-36.94	-43.89
流动比率	14.28	14.67	14.27	12.49	13.32
速动比率	12.95	13.28	13.20	11.52	12.34
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.42	0.36	0.30	0.32	0.32
应收账款周转率	13.92	17.96	15.51	15.51	15.51
应付账款周转率	3.15	1.95	2.93	2.93	2.93
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	6.14	6.47	5.69	6.74	7.63
每股经营现金流 (最新摊薄)	6.46	6.37	5.96	6.72	7.36
每股净资产 (最新摊薄)	20.98	25.77	28.61	31.98	35.80
<b>估值比率</b>					
P/E	28.85	27.39	31.12	26.29	23.23
P/B	8.45	6.88	6.19	5.54	4.95
EV/EBITDA	27.57	21.58	22.74	18.90	16.47

数据来源: wind, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

### 黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk