

美容护理

报告日期：2025 年 08 月 21 日

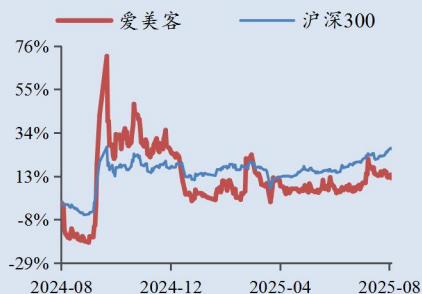
H1 业绩短期承压，产品高毛利与研发储备夯实长期竞争

——爱美客（300896.SZ）2025 年半年报业绩点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 08 月 19 日

当前价格（元）	181.32
52 周价格区间（元）	132.81-282.72
总市值（百万元）	54,865.99
流通市值（百万元）	37,821.82
总股本（万股）	30,259.21
流通股（万股）	20,859.16
近一月换手（%）	39.98

分析师：王佳琪

执业证书编号：S0230525040001

邮箱：wangjq@hlzq.com

相关阅读

《一季度短期业绩承压，国际化及研发投入助力长期增长——爱美客（300896.SZ）2025 一季报点评》2025.04.29

《爱美客拟收购韩国 Regen，开启国际化战略——爱美客（300896.SZ）事件点评报告》2025.03.14

《收入端稳健增长，研发能力持续进步——爱美客（300896.SZ）2024 年半年报点评报告》2024.08.27

事件：

2025 年 8 月 18 日，公司发布 2025 年半年度报告。2025 上半年营业总收入为 12.99 亿元，同比下降 21.59%；归母净利润为 7.90 亿元，同比下降 29.57%。经营活动现金流净额因净利润下滑及营运资金变动同比下降 43.06%。

观点：

- 尽管业绩短期承压，高毛利产品与研发投入夯实长期竞争力。2025 年上半年，营业收入同比下降 21.59%，“溶液类”与“凝胶类”核心注射产品收入均下滑超过 23%，显示市场需求或销售情况出现压力。尽管营业成本仅微增 1.2%，毛利率仍保持在 90%以上高位，说明公司产品仍具备较强的盈利能力。财务费用上涨 121.63%，主要由于外币投资汇兑损失所致；研发投入大幅增长 24.47%，反映公司持续加大技术创新投入。整体来看，公司面临收入收缩和汇兑损失带来的盈利压力，但高毛利率和研发投入增加表明其产品与技术基础仍然坚实，需关注后续市场复苏与资金管理情况。
- 加速海外战略布局，持续提升公司核心竞争力。公司 3 月 10 日公告，控股子公司爱美客国际以 1.90 亿美元现金收购韩国 REGEN 公司 85% 股权。REGEN 是韩国首家、全球第三家获批聚乳酸类皮肤填充剂的企业，核心产品 AestheFill（面部）与 PowerFill（身体）已分别获得 35 与 23 个国家和地区注册。本次收购将加速公司国际化布局，整合研发、生产及销售资源，为业绩持续增长注入新动力。
- 研发转化底蕴深厚，产品管线布局广阔。公司依托高素质团队及省级研发平台，掌握固液渐变互穿交联等多类核心技术，2025 年上半年研发投入 1.57 亿元（占营收 12.05%），获授权专利 182 项。专利技术已应用于含 PVA 微球、利多卡因等多款首款商业化皮肤填充剂，并实现透明质酸钠、聚乳酸填充剂及 PPDO 埋植线产业化；目前正推进重组蛋白、多肽等生物药开发。公司现有 12 款 III 类医疗器械，为机构提供差异化解决方案，并在研 A 型肉毒毒素、司美格鲁肽注射液等产品，覆盖生物材料、制药与化药领域，持续支撑业务增长。
- 盈利预测及投资评级：考虑到行业竞争加剧，公司市场拓展及利润释放进度或有所放缓，我们下调 2025-2027 年收入至 27.23 亿

元/31.26 亿元/35.48 亿元(前值 34.52 亿元/39.63 亿元/44.98 亿元)。归母净利润为 17.68 亿元/19.52 亿元/22.46 亿元(前值 21.35 亿元/24.67 亿元/28.40 亿元)。对应公司 2025 年 8 月 19 日股价 2025-2027 年 PE 分别为 31.0/28.1/24.4 倍。参考可比公司昊海生科、华熙生物、锦波生物，我们看好公司主业的稳健增长和持续投入创新产品研发，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**1) 新品获批进度不及预期；2) 市场竞争加剧；3) 受宏观环境影响，终端需求疲软；4) 新品销售不及预期；5) 政策及监管环境趋严。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,869	3,026	2,723	3,126	3,548
增长率（%）	47.99	5.45	-10.00	14.80	13.50
归母净利润（百万元）	1,858	1,958	1,768	1,952	2,246
增长率（%）	47.08	5.33	-9.70	10.43	15.06
ROE（%）	28.60	24.61	20.63	20.30	20.58
每股收益/EPS（摊薄/元）	8.59	6.47	5.84	6.45	7.42
市盈率（P/E）	50.4	29.7	31.0	28.1	24.4
市净率（P/B）	10.5	7.4	6.5	5.8	5.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：可比公司估值

重点公司	股票	2025/08/19	2025/08/19	EPS（元）					PE				
代码	名称	股价（元）	市值（亿元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
688366.SH	昊海生科	56.75	120.66	2.44	1.80	2.09	2.45	2.82	31.7	31.4	27.1	23.1	20.1
688363.SH	华熙生物	53.81	259.19	1.23	0.36	0.97	1.28	1.63	43.7	148.7	55.3	41.8	32.8
832982.BJ	锦波生物	314.96	362.41	4.64	8.27	11.33	14.18	16.61	120.9	49.5	27.80	22.21	19.2
/	可比公司估值	/	/	2.77	3.48	4.79	5.97	7.02	65.4	76.5	34.0	26.8	24.0
300896.SZ	爱美客	181.32	548.66	8.59	6.47	5.84	6.45	7.42	50.4	29.7	31.0	28.1	24.4

数据来源：IFinD，华龙证券研究所；其中，锦波生物 2025、2026 年盈利预测和爱美客盈利预测来自华龙证券研究所，其他公司盈利预测来自同花顺一致预期。

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,251	5,045	6,206	7,326	8,238	营业收入	2,869	3,026	2,723	3,126	3,548
现金	2,434	1,515	3,797	4,813	6,638	营业成本	141	162	98	203	202
应收票据及应收账款	206	168	169	218	221	税金及附加	15	20	15	17	20
其他应收款	12	8	10	10	13	销售费用	260	277	255	281	324
预付账款	33	23	28	30	36	管理费用	144	123	136	161	171
存货	50	73	1	152	1	研发费用	250	304	237	284	324
其他流动资产	1,516	3,259	2,201	2,102	1,331	财务费用	-54	-31	-16	-28	-39
非流动资产	2,601	3,295	2,625	2,780	2,929	资产和信用减值损失	-5	2	-3	-3	-3
长期股权投资	951	915	910	896	889	其他收益	26	18	16	19	20
固定资产	219	233	231	288	335	公允价值变动收益	-16	33	18	16	13
无形资产	115	110	127	148	172	投资净收益	40	66	39	44	47
其他非流动资产	1,316	2,037	1,356	1,449	1,534	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	6,852	8,340	8,830	10,106	11,168	营业利润	2,158	2,291	2,070	2,284	2,623
流动负债	298	344	216	442	215	营业收入	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	4	11	5	5	6
应付票据及应付账款	45	83	0	160	0	利润总额	2,156	2,281	2,065	2,280	2,618
其他流动负债	253	261	216	282	215	所得税	301	325	298	327	373
非流动负债	70	46	46	46	46	净利润	1,855	1,956	1,768	1,952	2,245
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-4	-1	0	0	-1
其他非流动负债	70	46	46	46	46	归属母公司净利润	1,858	1,958	1,768	1,952	2,246
负债合计	367	390	262	488	262	EBITDA	2,253	2,357	2,132	2,348	2,690
少数股东权益	137	153	153	153	152	EPS（元）	8.59	6.47	5.84	6.45	7.42
股本	216	303	328	328	328	主要财务比率					
资本公积	3,459	3,390	3,365	3,365	3,365	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	3,069	4,527	5,494	6,573	7,831	成长能力					
归属母公司股东权益	6,348	7,797	8,415	9,464	10,754	营业收入同比增速(%)	47.99	5.45	-10.00	14.80	13.50
负债和股东权益	6,852	8,340	8,830	10,106	11,168	营业利润同比增速(%)	45.02	6.13	-9.64	10.35	14.84
						归属于母公司净利润同比增速(%)	47.08	5.33	-9.70	10.43	15.06
						获利能力					
						毛利率(%)	95.09	94.64	96.40	93.50	94.30
						净利率(%)	64.65	64.66	64.92	62.46	63.27
						ROE(%)	28.60	24.61	20.63	20.30	20.58
						ROIC(%)	29.96	25.42	21.46	21.00	21.19
						偿债能力					
						资产负债率(%)	5.36	4.68	2.97	4.83	2.34
						净负债比率(%)	-37.25	-18.78	-44.29	-50.02	-60.84
						流动比率	14.28	14.67	28.77	16.58	38.26
						速动比率	12.95	13.28	26.87	15.30	36.32
						营运能力					
						总资产周转率	0.44	0.40	0.32	0.33	0.33
						应收账款周转率	17.19	16.16	16.72	16.91	17.20
						应付账款周转率	4.40	2.54	2.36	2.61	2.60
						每股指标（元）					
						每股收益(最新摊薄)	8.59	6.47	5.84	6.45	7.42
						每股经营现金流(最新摊薄)	9.03	6.37	5.52	6.32	6.92
						每股净资产(最新摊薄)	29.34	25.77	27.81	31.28	35.54
						估值比率					
						P/E	50.4	29.7	31.0	28.1	24.4
						P/B	10.5	7.4	6.5	5.8	5.1
						EV/EBITDA	24.82	23.41	25.29	22.58	19.32

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 6-12 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为 R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4 及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046