

公司研究

宏观影响下收入延续承压，尚待需求拐点出现

——爱美客（300896.SZ）2025 年三季报点评

买入（维持）

当前价：163.54 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：吴子倩

执业证书编号：S0930525070004

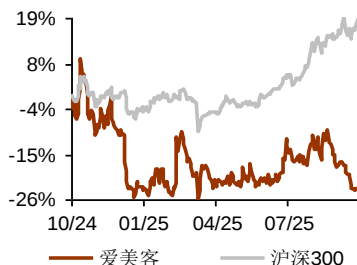
021-52523872

wuziqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.03
总市值(亿元):	494.86
一年最低/最高(元):	154.40/241.02
近 3 月换手率:	70.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.80	-26.49	-43.57
绝对	-10.24	-13.05	-25.21

资料来源：Wind

相关研报

市场竞争加剧，上半年业绩承压——爱美客（300896.SZ）2025 年半年报点评（2025-08-19）

高基数+产品结构分化，拖累一季度业绩表现——爱美客（300896.SZ）2025 年一季度报点评（2025-04-26）

要点

事件：

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度营业收入为 18.6 亿元，同比-21.5%，归母净利润为 10.9 亿元，同比-31.0%；1Q/2Q/3Q 2025 营业收入为 6.6/6.4/5.7 亿元，同比-17.9%/-25.1%/-21.3%，归母净利润为 4.4/3.5/3.0 亿元，同比-15.9%/-41.7%/-34.6%。

点评：

3Q2025 业绩延续疲软，尚待市场需求回升：我们认为，公司 3Q2025 营收同比下滑，主要原因系宏观消费需求的持续疲软以及嗨体、再生类产品面临的市场竞争压力较大。

毛利率同比小幅走低，期间费用率升高拖累净利率表现：2025 年前三季度，公司毛利率同比-1.4pcts 至 93.4%，归母净利率同比-8.1pcts 至 58.6%。3Q2025，公司毛利率同比-1.4pcts 至 93.2%，归母净利率同比-11.0pcts 至 53.7%。我们认为 3Q2025 毛利率同比下滑，主要原因系高单价产品销售占比降低，今年上半年新的颈纹和再生类合规竞品陆续上市、铺货，公司“嗨体”和“濡白天使”等产品面临的市场竞争压力加大。

2025 年前三季度公司期间费用率同比+12.5pcts 至 31.8%。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.4%/6.4%/12.7%/0.3%，分别同比+3.7/+2.5/+4.8/+1.4pcts。3Q2025 期间费用率为 38.6%，同比+18.2pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.4%/8.8%/14.3%/0.1%，分别同比+6.4/+5.5/+5.7/+0.6pcts。我们认为，销售费用率的升高主要系销售推广费用增加以及收入规模下滑所致，管理费用率的升高主要系人工费和咨询服务费增加以及收入规模下滑所致，研发费用率的升高主要系公司持续加大研发投入所致。

此外，受缴纳增值税增加影响，2025 年前三季度公司缴纳税金及附加项为 2330 万元，同比+59.1%。

医美产品布局逐步完善，未来“全球化”+“药妆械协同”有望构筑新增长曲线：医美领域，今年上半年公司推出骨性填充新品“嗨科拉”，并完成对 AestheFill 源头公司韩国 REGEN Biotech, Inc.的收购，进一步丰富再生产品矩阵，A 型肉毒素 Hutox®和司美格鲁肽注射液管线亦在加速推进中，医美产品多元化布局逐步完善；此外，今年 9 月，公司取得米诺地尔搽剂药品注册证，入局毛发医疗市场，10 月公司完成了首个化妆品新原料“甘草查尔酮 A”的备案，有望从原料端切入“医美级护肤品”赛道，未来“药妆械协同”有望构筑新增长曲线；同时，公司有望借助 REGEN Biotech, Inc.的渠道加速开拓出海业务，进一步打开成长天花板。

医美龙头企业，维持“买入”评级：考虑到医美行业竞争压力趋大，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测分别至 13.9/15.3/17.0 亿元（下调幅度分别为 15%/16%/16%），对应 EPS 分别是 4.58/5.06/5.63 元，当前股价对应 PE 分别是 36/32/29 倍。公司作为医美龙头企业，具备显著的研发与技术优势，未来有望凭借新产品的布局以及业务出海拓展新的增量，长期具备一定的想象空间，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业政策变化风险，新品商业推广不及预期风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,869	3,026	2,426	2,497	2,779
营业收入增长率	47.99%	5.45%	-19.81%	2.91%	11.29%
净利润（百万元）	1,858	1,958	1,387	1,533	1,703
净利润增长率	47.08%	5.33%	-29.15%	10.50%	11.11%
EPS（元）	8.59	6.47	4.58	5.06	5.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	29.28%	25.11%	17.26%	17.54%	17.98%
P/E	19	25	36	32	29
P/B	5.6	6.3	6.2	5.7	5.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-28

注：2023-2024 年末公司总股本数分别为 216.36/302.59 百万股，假设 2025-2027 年末股本数为 302.59 百万股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,869	3,026	2,426	2,497	2,779
营业成本	141	162	148	107	102
折旧和摊销	29	30	58	70	75
税金及附加	15	20	29	22	25
销售费用	260	277	315	237	264
管理费用	144	123	165	132	147
研发费用	250	304	315	250	278
财务费用	-54	-31	19	13	10
投资收益	40	66	60	60	80
营业利润	2,158	2,291	1,638	1,925	2,163
利润总额	2,156	2,281	1,637	1,923	2,161
所得税	301	325	228	274	318
净利润	1,855	1,956	1,408	1,650	1,843
少数股东损益	-4	-1	21	117	140
归属母公司净利润	1,858	1,958	1,387	1,533	1,703
EPS(元)	8.59	6.47	4.58	5.06	5.63

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,954	1,927	1,250	1,572	1,748
净利润	1,858	1,958	1,387	1,533	1,703
折旧摊销	29	30	58	70	75
净营运资金增加	393	20	15	42	72
其他	-326	-81	-209	-72	-101
投资活动产生现金流	-1,279	-2,357	1,169	-20	0
净资本支出	-64	-239	-330	-80	-80
长期投资变化	951	915	0	0	0
其他资产变化	-2,166	-3,033	1,499	60	80
融资活动现金流	-1,380	-490	-968	-841	-979
股本变化	0	86	0	0	0
债务净变化	4	4	-19	0	0
无息负债变化	51	19	89	-48	-4
净现金流	-706	-920	1,452	711	769

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	95.1%	94.6%	93.9%	95.7%	96.3%
EBITDA 率	74.0%	72.6%	64.7%	75.2%	75.5%
EBIT 率	72.7%	71.3%	62.4%	72.4%	72.8%
税前净利润率	75.1%	75.4%	67.5%	77.0%	77.8%
归母净利润率	64.8%	64.7%	57.2%	61.4%	61.3%
ROA	27.1%	23.5%	16.2%	17.5%	17.9%
ROE (摊薄)	29.3%	25.1%	17.3%	17.5%	18.0%
经营性 ROIC	125.2%	105.7%	71.2%	82.7%	88.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	5%	5%	5%	4%	4%
流动比率	14.28	14.67	29.52	42.23	48.34
速动比率	14.11	14.46	29.21	41.95	48.07
归母权益/有息债务	423.10	411.57	-	-	-
有形资产/有息债务	429.21	417.52	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,852	8,340	8,669	9,443	10,313
货币资金	2,434	1,515	2,966	3,678	4,447
交易性金融资产	1,204	2,878	2,878	2,948	3,018
应收账款	206	168	190	196	218
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	12	8	6	6	7
存货	50	73	67	48	46
其他流动资产	23	36	24	25	31
流动资产合计	4,251	5,045	6,497	7,261	8,125
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	951	915	915	915	915
固定资产	219	233	340	387	418
在建工程	15	246	157	120	95
无形资产	115	110	368	369	370
商誉	245	278	278	278	278
其他非流动资产	47	64	34	34	34
非流动资产合计	2,601	3,295	2,173	2,182	2,187
总负债	367	390	461	412	409
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	45	83	76	55	52
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	2	1	1	2
流动负债合计	298	344	220	172	168
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	2	2	2
非流动负债合计	70	46	240	240	240
股东权益	6,485	7,950	8,209	9,031	9,904
股本	216	303	303	303	303
公积金	3,568	3,541	3,541	3,541	3,541
未分配利润	2,961	4,375	4,613	5,317	6,051
归属母公司权益	6,348	7,797	8,034	8,739	9,472
少数股东权益	137	153	175	292	432

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	9.07%	9.15%	13.00%	9.50%	9.50%
管理费用率	5.03%	4.06%	6.80%	5.30%	5.30%
财务费用率	-1.89%	-1.03%	0.78%	0.53%	0.35%
研发费用率	8.72%	10.04%	13.00%	10.00%	10.00%
所得税率	14%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	4.17	3.80	2.74	3.20	3.58
每股经营现金流	9.03	6.37	4.13	5.20	5.78
每股净资产	29.34	25.77	26.55	28.88	31.30
每股销售收入	13.26	10.00	8.02	8.25	9.18

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19	25	36	32	29
PB	5.6	6.3	6.2	5.7	5.2
EV/EBITDA	14.9	20.5	27.7	22.8	20.2
股息率	2.5%	2.3%	1.7%	2.0%	2.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP