

爱美客 (300896.SZ)

肉毒产品落地，进一步丰富医美产品管线

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 医疗美容

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码: S0980517070001
证券分析师:	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码: S0980522120001
证券分析师:	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090004

事项:

公司公告: 1月8日, 公司独家经销的韩国 Huons BioPharma Co., Ltd 旗下的注射用 A 型肉毒毒素产品获药品注册证, 销售区域为中国 (含中国香港、中国澳门)。

国信零售观点: 公司此次在约定区域独家经销的肉毒产品获批, 填补了在该产品管线领域的空白, 通过与现有产品的组合, 能为客户提供更全面的综合解决方案, 有利于增强公司的核心竞争力。根据公司 2025 年中报披露数据, 公司仍有体重管理及颌下脂肪等多款产品在研, 未来上市后也将进一步丰富医美产品管线。总体上, 医美消费渗透率仍有较大提升空间。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。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测至 15.64/17.94/20.99 亿元, 对应 PE 分别为 28.2/24.6/21 倍, 维持“优于大市”评级。

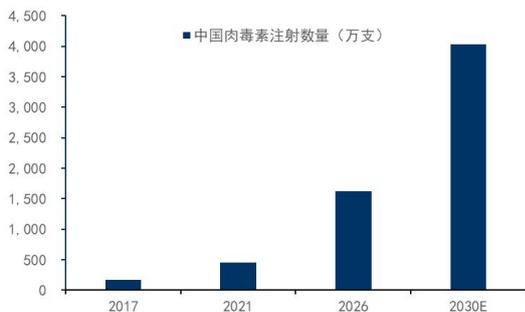
评论:

◆ 肉毒产品落地, 分享行业红利及丰富产品管线

据公司公告, 1月8日, 公司独家经销的注射用 A 型肉毒毒素产品获药品注册证, 销售区域为中国 (含中国香港、中国澳门)。此次产品方为韩国 Huons BioPharma Co., Ltd, 公司与韩国 Huons BP 在 2022 年 5 月 20 日签订《经销协议》, 公司以研发注册方式引进 Huons BP 生产的注射用 A 型肉毒毒素产品。

在医美领域, 肉毒其机制主要是阻断神经信号传导, 使肌肉暂时放松, 从而实现外观改善。主要用于动态皱纹减轻、咬肌缩小、瘦脸瘦肩、下颌线条塑等。据弗若斯特沙利文数据, 中国肉毒毒素注射的数量从 2017 年的 170 万支增长至 2021 年的 450 万支, 复合年增长率 (CAGR) 达到 27.4%。预计到 2026 年这一数字将达到 1620 万。总体市场规模也将进一步扩大, 到 2030 年将达到 390 亿元人民币。

图1: 中国肉毒素注射数量 (万支)



资料来源: 弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理 注: 基于售出及终端消费者接受注射的数量

图2: 中国肉毒素市场规模 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理 注: 基于出场价格

◆ 投资建议

总体上，医美消费渗透率仍有较大提升空间。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。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测至 15.64/17.94/20.99 亿元，对应 PE 分别为 28.2/24.6/21 倍，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

在研项目进度不及预期；终端销售不及预期；新进入者竞争加剧等市场风险。

相关研究报告：

- 《爱美客（300896.SZ）-三季度业绩承压，后续关注新医美产品进展》——2025-10-29
- 《爱美客（300896.SZ）-中报业绩有所承压，医美产品矩阵丰富奠定长期增长潜力》——2025-08-19
- 《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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2434	1515	2425	3506	4876	营业收入	2869	3026	2598	2916	3375
应收款项	218	176	175	196	217	营业成本	141	162	154	172	199
存货净额	50	73	66	64	80	营业税金及附加	15	20	15	17	20
其他流动资产	57	59	65	73	84	销售费用	260	277	282	310	357
流动资产合计	4251	5045	5953	7062	8480	管理费用	144	123	114	116	131
固定资产	234	480	500	508	512	研发费用	250	304	257	285	325
无形资产及其他	115	110	106	101	97	财务费用	(54)	(31)	(48)	(73)	(104)
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	9267	10381	11808	其他收入	(228)	(284)	(257)	(285)	(325)
短期借款及交易性金融负债	15	19	15	16	17	营业利润	2158	2291	1825	2089	2447
应付款项	45	83	29	36	45	营业外净收支	(3)	(9)	0	0	0
其他流动负债	238	242	260	274	311	利润总额	2156	2281	1825	2089	2447
流动负债合计	298	344	304	327	373	所得税费用	301	325	262	296	349
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	1564	1794	2099
长期负债合计	70	46	51	56	61	现金流量表 (百万元)					
负债合计	367	390	356	383	435	净利润	1858	1958	1564	1794	2099
少数股东权益	137	153	152	152	151	资产减值准备	2	(7)	(2)	(0)	(0)
股东权益	6348	7797	8759	9846	11222	折旧摊销	29	30	36	47	51
负债和股东权益总计	6852	8340	9267	10381	11808	公允价值变动损失	16	(33)	0	0	0
						财务费用	(54)	(31)	(48)	(73)	(104)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(410)	(460)	(31)	(2)	4
每股收益	8.59	6.47	5.18	5.94	6.95	其它	(3)	6	2	(1)	(1)
每股红利	4.64	1.65	2.00	2.34	2.40	经营活动现金流	1492	1493	1568	1839	2153
每股净资产	29.34	25.77	29.00	32.60	37.16	资本开支	0	(297)	(50)	(50)	(50)
ROIC	43.58%	47.31%	37%	38%	44%	其它投资现金流	(789)	(1730)	0	0	0
ROE	29.28%	25.11%	18%	18%	19%	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)	(603)	(706)	(724)
收入增长	48%	5%	-14%	12%	16%	其它融资现金流	617	548	(4)	1	0
净利润增长率	47%	5%	-20%	15%	17%	融资活动现金流	(1393)	(421)	(606)	(705)	(723)
资产负债率	7%	7%	5%	5%	5%	现金净变动	(706)	(919)	910	1081	1370
股息率	2.3%	1.1%	1.4%	1.6%	1.6%	货币资金的期初余额	3140	2434	1515	2425	3506
P/E	17.0	22.6	28.2	24.6	21.0	货币资金的期末余额	2434	1515	2425	3506	4876
P/B	5.0	5.7	5.0	4.5	3.9	企业自由现金流	0	1108	1476	1725	2014
EV/EBITDA	15.3	20.5	24.5	21.6	18.6	权益自由现金流	0	1656	1514	1790	2103

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 ±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 ±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