



爱美客 (300896.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩短期承压，关注新品放量进展

业绩简评

2026年3月20日，公司发布2025年年度报告。2025年公司实现营业收入24.53亿元(同比-18.94%)，归母净利润12.91亿元(同比-34.05%)，扣非归母净利润10.99亿元(同比-41.30%)。

单季度来看，25Q4公司实现收入5.88亿元(同比-9.61%)，归母净利润1.98亿元(同比-46.85%)，扣非归母净利润1.22亿元(同比-64.1%)。

经营分析

业绩短期承压，费用率有所上升。2025年，公司溶液类与凝胶类注射产品营业收入分别为12.65亿元、8.90亿元，同比分别下降27.48%、26.82%，主要受宏观环境及行业竞争形势变化等因素影响。此外公司新增的冻干粉类注射产品实现营业收入2.08亿元，成为新的业绩贡献点。从盈利能力看，2025年公司综合毛利率为92.70%，同比下降1.94pct，但仍维持在较高水平。净利率下降主要受收入下滑及费用率上升影响，2025年期间费用率有所上升，销售/管理/研发费用率分别为15.8%、7.4%、14.7%。其中销售费用增长主要系人工费和广告宣传费增加，管理费用增长主要系并购及投资相关的咨询与律师费及人工成本增加所致。

产品矩阵持续丰富蓄力长期发展。2026年1月，公司独家经销的注射用A型肉毒毒素产品获批，标志着公司正式进入医美第二大品类，有望与现有填充剂产品形成协同效应，提供全面部综合解决方案。报告期内，公司完成对韩国REGEN公司85%股权的收购，将AestheFill和PowerFill两款全球化产品纳入麾下，加速国际化布局。此外，公司自主研发的米诺地尔搽剂(规格2%和5%)获得药品注册证书，用于治疗脱发和斑秃，将公司业务拓展至毛发健康管理领域。同时，公司在研管线储备丰富，包括用于慢性体重管理的司美格鲁肽注射液等产品已进入临床试验阶段，为公司长远发展奠定坚实基础。

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2026-2028年公司归母净利润分别为14.29、16.17、18.21亿元，分别同比+11%、+13%、+13%，EPS分别为4.72、5.34、6.02元，现价对应PE为27、24、21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

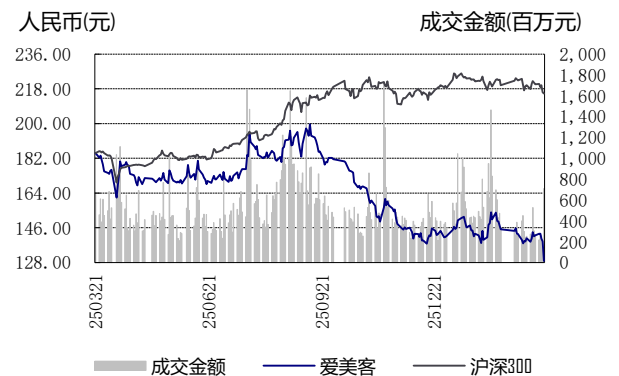
分析师：甘坛煥 (执业S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：128.88元

相关报告：

- 1.《爱美客公司点评：业绩暂时承压，关注在研管线进展》，2025.10.29
- 2.《爱美客公司点评：业绩暂时承压，外延并购接力成长》，2025.8.19
- 3.《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



公司基本情况(人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,026	2,453	2,802	3,176	3,556
营业收入增长率	5.45%	-18.94%	14.26%	13.32%	11.98%
归母净利润(百万元)	1,958	1,291	1,429	1,617	1,821
归母净利润增长率	5.33%	-34.05%	10.70%	13.12%	12.66%
摊薄每股收益(元)	6.469	4.267	4.723	5.343	6.019
每股经营性现金流净额	6.37	4.38	4.25	5.36	6.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.11%	17.02%	17.06%	17.27%	17.27%
P/E	28.21	33.22	27.29	24.12	21.41
P/B	7.08	5.65	4.66	4.17	3.70

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	2,869	3,026	2,453	2,802	3,176	3,556
增长率		5.4%	-18.9%	14.3%	13.3%	12.0%
主营业务成本	-141	-162	-179	-205	-232	-260
%销售收入	4.9%	5.4%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
毛利	2,729	2,863	2,274	2,598	2,944	3,297
%销售收入	95.1%	94.6%	92.7%	92.7%	92.7%	92.7%
营业税金及附加	-15	-20	-32	-36	-41	-46
%销售收入	0.5%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-260	-277	-387	-434	-492	-551
%销售收入	9.1%	9.1%	15.8%	15.5%	15.5%	15.5%
管理费用	-144	-123	-183	-196	-222	-249
%销售收入	5.0%	4.1%	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费用	-250	-304	-360	-378	-429	-480
%销售收入	8.7%	10.0%	14.7%	13.5%	13.5%	13.5%
息税前利润 (EBIT)	2,058	2,140	1,312	1,553	1,759	1,970
%销售收入	71.7%	70.7%	53.5%	55.4%	55.4%	55.4%
财务费用	54	31	-8	19	31	58
%销售收入	-1.9%	-1.0%	0.3%	-0.7%	-1.0%	-1.6%
资产减值损失	-5	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	-16	33	110	50	50	50
投资收益	40	66	47	30	30	30
%税前利润	1.8%	2.9%	3.1%	1.8%	1.6%	1.4%
营业利润	2,158	2,291	1,516	1,662	1,880	2,118
营业利润率	75.2%	75.7%	61.8%	59.3%	59.2%	59.6%
营业外收支	-3	-9	-4	0	0	0
税前利润	2,156	2,281	1,512	1,662	1,880	2,118
利润率	75.1%	75.4%	61.7%	59.3%	59.2%	59.6%
所得税	-301	-325	-211	-233	-263	-296
所得税率	13.9%	14.2%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,855	1,956	1,302	1,429	1,617	1,821
少数股东损益	-4	-1	10	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,858	1,958	1,291	1,429	1,617	1,821
净利率	64.8%	64.7%	52.6%	51.0%	50.9%	51.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,855	1,956	1,302	1,429	1,617	1,821
少数股东损益	-4	-1	10	0	0	0
非现金支出	57	53	75	65	77	84
非经营收益	-38	-92	-132	-106	-65	-75
营运资金变动	80	10	79	-102	-7	-3
经营活动现金净流	1,954	1,927	1,324	1,287	1,621	1,828
资本开支	-64	-239	-171	-130	-185	-175
投资	-1,243	-2,154	-331	70	0	0
其他	27	36	63	30	30	30
投资活动现金净流	-1,279	-2,357	-440	-31	-155	-145
股权募资	41	30	417	0	0	0
债权募资	0	0	0	159	-390	0
其他	-1,421	-521	-1,550	-649	-650	-638
筹资活动现金净流	-1,380	-490	-1,132	-491	-1,040	-638
现金净流量	-706	-920	-287	766	426	1,044

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,434	1,515	1,227	1,987	2,404	3,436
应收款项	218	176	146	186	202	221
存货	50	73	93	81	91	101
其他流动资产	1,550	3,281	2,679	2,479	2,464	2,438
流动资产	4,251	5,045	4,145	4,733	5,160	6,196
%总资产	62.0%	60.5%	46.5%	48.4%	49.6%	53.3%
长期投资	1,860	2,280	1,959	1,939	1,989	2,039
固定资产	234	480	623	725	771	811
%总资产	3.4%	5.8%	7.0%	7.4%	7.4%	7.0%
无形资产	395	423	2,069	2,257	2,343	2,427
非流动资产	2,601	3,295	4,763	5,051	5,249	5,440
%总资产	38.0%	39.5%	53.5%	51.6%	50.4%	46.7%
资产总计	6,852	8,340	8,908	9,784	10,409	11,636
短期借款	15	19	243	411	21	21
应付款项	75	115	160	121	125	140
其他流动负债	208	210	243	229	249	265
流动负债	298	344	646	761	395	426
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	70	46	97	65	75	85
负债	367	390	743	826	470	511
普通股股东权益	6,348	7,797	7,584	8,378	9,359	10,545
其中：股本	216	303	303	303	303	303
未分配利润	2,961	4,375	4,159	4,953	5,934	7,120
少数股东权益	137	153	581	581	581	581
负债股东权益合计	6,852	8,340	8,908	9,784	10,409	11,636

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	8.590	6.469	4.267	4.723	5.343	6.019
每股净资产	29.340	25.768	25.063	27.686	30.929	34.848
每股经营现金净流	9.032	6.369	4.376	4.253	5.357	6.040
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	29.28%	25.11%	17.02%	17.06%	17.27%	17.27%
总资产收益率	27.12%	23.47%	14.49%	14.61%	15.53%	15.65%
投入资本收益率	27.13%	22.98%	13.31%	14.19%	15.13%	15.14%
增长率						
主营业务收入增长率	47.99%	5.45%	-18.94%	14.26%	13.32%	11.98%
EBIT 增长率	50.45%	3.97%	-38.68%	18.30%	13.32%	11.98%
净利润增长率	47.08%	5.33%	-34.05%	10.70%	13.12%	12.66%
总资产增长率	9.49%	21.72%	6.80%	9.83%	6.39%	11.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.2	22.6	22.8	23.0	22.0	21.5
存货周转天数	125.1	137.9	169.2	145.0	143.0	142.0
应付账款周转天数	83.0	143.6	135.2	130.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	27.9	28.2	55.1	55.0	48.0	41.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.87%	-55.01%	-38.44%	-41.65%	-45.65%	-50.06%
EBIT 利息保障倍数	-38.0	-68.4	174.9	-80.6	-57.5	-34.1
资产负债率	5.36%	4.68%	8.35%	8.44%	4.51%	4.39%

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	5	6	11	17	46
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.06	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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