

短期承压，关注新品

爱美客 2025 年报点评

核心观点

- **营收、净利短期承压，新增冻干粉类产品。** 1)公司 2025 年营收 24.53 亿元/-18.9%，归母净利 12.91 亿元/-34.1%，扣非净利 10.99 亿元/-41.3%，主要受宏观环境、行业竞争变化等影响；Q1-4 单季营收增速分别-17.9/-25.1/-21.3/-9.6%，归母净利增速分别-15.9/-41.7/-34.6/-46.9%，扣非净利增速分别-24/-42.8/-42.4/-64.1%。2)溶液类注射产品(嗨体等)12.65 亿元/-27.48%占比 51.6%；凝胶类注射产品(濡白天使等)8.9 亿元/-26.82%占比 36.3%；冻干粉类注射产品 2.08 亿元占比 8.5%(新增产品)。
- **销售及研发投入增加致使净利率降低，经营现金流短期波动。** 1)毛利率 92.71%/-1.95%，其中溶液类注射产品 93.11%/-0.65%、凝胶类注射产品 97.32%/-0.66pct；净利率 53.07%/-11.59pct。2)期间费用率 38.18%/+15.97pct，我们认为主要因销售及研发投入增加、并购交易咨询与律师费用上升等影响，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 15.77/7.44/0.31/14.67%，同比分别+6.62/+3.38/+1.34/+4.63pct。3)经营净现金流 13.24 亿元/-31.3%，主要因净利润降低及营运资金变动。
- **内生、外延齐发力，产品管线有望持续丰富。** 1)公司持续丰富产品矩阵，完善玻尿酸、再生材料、肉毒素等主要品类，覆盖面部、颈部、身体、毛发等主要场景布局，其中啮科拉 2025 年 5 月在国内上市销售、米诺地尔搽剂 2025 年 9 月获药品注册证、独家经销的注射用 A 型肉毒毒素产品 2026 年 1 月获药品注册证。2)国际化战略取得关键突破，成功完成对 REGEN 85%股权的收购，新增 AestheFill 和 PowerFill 两款核心产品。3)推动产业链上下游资源整合与协同，收购众兴美源布局上游医美原料研发及生产制造领域，收购上海维脉布局医美能量源设备领域。

盈利预测与投资建议

- 考虑到行业竞争加剧、核心产品毛利率或有所波动，我们预测公司 2026-28 年归母净利分别 14.5/16.12/17.75 亿元(此前预测 2026-27 年归母净利分别 24.52/28.17 亿元，本次新增 2028 年预测)，将可比公司 2026 年调整后平均 27 倍 PE 作为 2026 年估值，对应目标价约 129.33 元，维持“买入评级”。
- **风险提示：**行业竞争加剧、终端消费需求持续减弱、储备管线拿证上市及拓展不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,026	2,453	2,751	3,056	3,364
同比增长(%)	5.4%	-18.9%	12.2%	11.1%	10.1%
营业利润(百万元)	2,291	1,516	1,702	1,891	2,082
同比增长(%)	6.1%	-33.8%	12.3%	11.1%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,958	1,291	1,450	1,612	1,775
同比增长(%)	5.3%	-34.1%	12.3%	11.2%	10.1%
每股收益(元)	6.47	4.27	4.79	5.33	5.87
毛利率(%)	94.6%	92.7%	92.0%	91.4%	90.6%
净利率(%)	64.7%	52.6%	52.7%	52.7%	52.8%
净资产收益率(%)	27.7%	16.8%	17.0%	16.0%	15.7%
市盈率	17.7	26.8	23.9	21.5	19.5
市净率	4.4	4.6	3.7	3.3	2.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

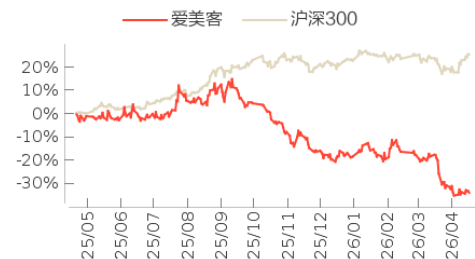
投资评级

买入 (维持)

股价 (2026 年 04 月 17 日)	114.55 元
目标价格	129.33 元
52 周最高价/最低价	201.54/112.3 元
总股本/流通 A 股 (万股)	30,259/20,445
A 股市值 (百万元)	34,662
国家/地区	中国
行业	美容护理
报告发布日期	2026 年 04 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.37	-19.81	-21.71	-35.73
相对表现%	-2.36	-21.78	-21.64	-61.09
沪深 300%	1.99	1.97	-0.07	25.36



证券分析师

陈笑 执业证书编号：S0860525100005
chenxiao2@orientsec.com.cn
021-63326320

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

短期有挑战，内生+外延并举推动中长期增长 2025-03-21

Q3 增速放缓，储备管线稳步推进保障未来增长 2024-10-25

Q2 基本符合预期，中长期成长动能充足 2024-08-27

表 1：可比公司估值

公司代码	公司名称	最新股价 (元人民币)	EPS(元/股)				PE 估值			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华熙生物	688363	43.20	0.36	0.61	1.11	1.37	119.40	70.82	38.78	31.62
贝泰妮	300957	36.78	1.19	1.12	1.41	1.60	30.97	32.72	26.15	23.00
上海家化	600315	20.56	-1.24	0.40	0.60	0.76	-16.59	51.65	34.04	27.12
昊海生科	688366	39.10	1.83	1.09	1.84	2.05	21.39	35.83	21.26	19.03
朗姿股份	002612	16.95	0.58	2.39	0.78	0.86	29.16	7.10	21.76	19.67
调整后平均							27.17	40.06	27.31	23.26

数据来源：wind，东方证券研究所

备注：最新市值取自 2026 年 4 月 17 日收盘价。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,515	1,227	3,049	4,285	5,651	营业收入	3,026	2,453	2,751	3,056	3,364
应收票据、账款及款项融资	168	138	155	172	189	营业成本	162	179	219	264	315
预付账款	23	33	37	41	45	销售费用	277	387	385	406	427
存货	73	93	114	106	94	管理费用	123	183	193	199	202
其他	3,266	2,654	2,724	2,725	2,726	研发费用	304	360	330	370	410
流动资产合计	5,045	4,145	6,078	7,328	8,705	财务费用	(31)	8	7	5	3
长期股权投资	915	1,018	1,018	1,018	1,018	资产、信用减值损失	(2)	(0)	0	0	0
固定资产	233.4	370.1	472	509	511	公允价值变动收益	33	110	42	42	42
在建工程	246	253	152	101	75	投资净收益	66	47	45	45	45
无形资产	110	368	359	350	341	其他	(2)	22	(3)	(7)	(11)
其他	1,791	2,754	2,740	2,725	2,711	营业利润	2,291	1,516	1,702	1,891	2,082
非流动资产合计	3,295	4,763	4,740	4,703	4,656	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	8,340	8,908	10,818	12,031	13,361	营业外支出	11	5	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,281	1,512	1,698	1,888	2,079
应付票据及应付账款	83	50	61	73	87	所得税	325	211	237	263	290
其他	261	597	607	618	628	净利润	1,956	1,302	1,462	1,625	1,789
流动负债合计	344	646	668	691	715	少数股东损益	(1)	10	12	13	14
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,958	1,291	1,450	1,612	1,775
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	6.47	4.27	4.79	5.33	5.87
其他	46	97	97	97	97						
非流动负债合计	46	97	97	97	97	主要财务比率					
负债合计	390	743	765	788	812		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	153	581	592	606	620	成长能力					
实收资本(或股本)	303	303	303	303	303	营业收入	5.4%	-18.9%	12.2%	11.1%	10.1%
资本公积	2,990	2,998	3,397	3,397	3,397	营业利润	6.1%	-33.8%	12.3%	11.1%	10.1%
留存收益	4,527	4,311	5,761	6,937	8,229	归属于母公司净利润	5.3%	-34.1%	12.3%	11.2%	10.1%
其他	(22)	(27)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,950	8,165	10,053	11,243	12,549	毛利率	94.6%	92.7%	92.0%	91.4%	90.6%
负债和股东权益总计	8,340	8,908	10,818	12,031	13,361	净利率	64.7%	52.6%	52.7%	52.7%	52.8%
						ROE	27.7%	16.8%	17.0%	16.0%	15.7%
						ROIC	26.8%	16.0%	15.7%	15.0%	14.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	4.7%	8.3%	7.1%	6.5%	6.1%
净利润	1,956	1,302	1,462	1,625	1,789	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	41	65	73	87	97	流动比率	14.67	6.41	9.10	10.61	12.17
财务费用	(31)	8	7	5	3	速动比率	14.46	6.27	8.93	10.46	12.04
投资损失	(66)	(47)	(45)	(45)	(45)	营运能力					
营运资金变动	59	93	(90)	9	13	应收账款周转率	16.2	16.0	18.8	18.7	18.6
其它	(33)	(96)	(15)	(42)	(42)	存货周转率	2.6	2.2	2.1	2.4	3.1
经营活动现金流	1,927	1,324	1,391	1,639	1,815	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(267)	(470)	(50)	(50)	(50)	每股指标(元)					
长期投资	(459)	336	0	0	0	每股收益	6.47	4.27	4.79	5.33	5.87
其他	(1,631)	(306)	87	87	87	每股经营现金流	6.37	4.38	4.60	5.42	6.00
投资活动现金流	(2,357)	(440)	37	37	37	每股净资产	25.77	25.06	31.27	35.15	39.42
债权融资	4	224	0	0	0	估值比率					
股权融资	17	8	400	0	0	市盈率	17.7	26.8	23.9	21.5	19.5
其他	(511)	(1,364)	(7)	(440)	(487)	市净率	4.4	4.6	3.7	3.3	2.9
筹资活动现金流	(490)	(1,132)	393	(440)	(487)	EV/EBITDA	13.6	19.7	17.6	15.8	14.4
汇率变动影响	0	(39)	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.9	20.6	18.4	16.5	15.0
现金净增加额	(920)	(287)	1,821	1,236	1,366						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。