

# 爱美客 (300896.SZ)

优于大市

## 持续推进新品上市销售，员工持股计划完善利益共享机制

### 核心观点

**仍处新老产品交替期，整体上半年业绩承压。**公司 2026 上半年实现营收 12.16 亿元，同比-6.42%，归母净利润 5.93 亿元，同比-24.84%，扣非归母净利润 5.31 亿元，同比-24.48%。其中二季度看，营收 5.82 亿元，同比-8.45%，归母净利润 2.95 亿元，同比-14.62%，降幅较一季度收窄 18.15pct，扣非归母净利润 2.33 亿元，同比-27.32%。整体业绩受公司产品新老交替、外部行业竞争激烈等因素影响而有所承压。

此外，公司公布了 2026 年员工持股计划（草案），参与人数包括董事、高管、中层管理人员及核心技术（业务）人员等不超过 189 人，受让价格为 49.29 元/股，为当前股价的 50%左右，不超过 116.59 万股，占总股本的 0.39%。

**持续推进产品生态化建设，今年计划上市多款新品。**分产品看，溶液类注射产品收入 5.91 亿元，同比-20.51%，凝胶类注射产品收入 3.79 亿元，同比-23.08%，冻干粉类注射产品收入 2.09 亿元，同比增长 973.5%，主要系聚乳酸面部填充剂“AestheFill”产品，贡献了重要业绩增量。产品矩阵维度，公司今年 8 月上市了独家经销的肉毒产品，且下半年预计上市射频皮肤治疗仪产品，以及注射用透明质酸钠复合溶液产品新增面部真皮浅层注射范围，进一步丰富了产品矩阵，形成玻尿酸+肉毒+童颜针+光电器械的组合。

**产品结构变化影响毛利率，新产品前期推广带来销售费用增加。**公司上半年毛利率 92.49%，同比-0.95pct，主要系产品结构变化，冻干粉类注射产品占比提升影响。销售费用率同比+8.22pct 至 19.32%，主要系新品上市带来市场推广及人工费用增加影响。管理费用率同比+2.45pct 至 7.79%，系人员增加影响。研发费用率同比-0.52pct 至 11.53%。现金流方面，上半年实现经营性现金流 5.35 亿元，同比-18.32%。

**风险提示：**在研项目进度不及预期；终端销售不及预期；竞争环境恶化。

**投资建议：**受新老产品交替影响，以及行业竞争日趋激烈等因素，公司短期业绩承压。但今年以来童颜产品 AestheFill 取得较好增长，肉毒等产品也上市贡献增量，产品矩阵完善下预期经营逐步好转。且公司渠道覆盖广泛，品牌认知度较高，进一步有利于产品的推广和销售。考虑公司产品结构变化影响毛利率，以及新品推广带来销售费用增加，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润至 12.2/14.34 亿元（前值分别为 17.94/20.99 亿元），新增 2028 年预测为 16.37 亿元，对应 PE 分别为 24/20.5/17.9 倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 3,025.67 | 2,452.62 | 2,777.43 | 3,214.70 | 3,624.37 |
| (+/-%)      | 5.45%    | -18.94%  | 13.24%   | 15.74%   | 12.74%   |
| 净利润(百万元)    | 1957.60  | 1291.02  | 1219.89  | 1433.89  | 1636.51  |
| (+/-%)      | 5.33%    | -34.05%  | -5.51%   | 17.54%   | 14.13%   |
| 每股收益(元)     | 6.47     | 4.27     | 4.04     | 4.75     | 5.42     |
| EBIT Margin | 70.73%   | 53.51%   | 50.58%   | 51.11%   | 51.56%   |
| 净资产收益率(ROE) | 25.11%   | 17.02%   | 15.25%   | 17.00%   | 18.84%   |
| 市盈率(PE)     | 15.01    | 22.76    | 24.04    | 20.46    | 17.92    |
| EV/EBITDA   | 13.72    | 22.26    | 20.60    | 17.56    | 15.54    |
| 市净率(PB)     | 3.77     | 3.87     | 3.67     | 3.48     | 3.38     |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 美容护理·医疗美容

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

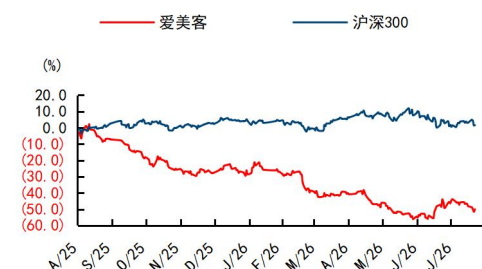
n

S0980523090004

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 97.12 元         |
| 总市值/流通市值    | 29388/21465 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 202.88/83.36 元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 485.97 百万元      |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《爱美客(300896.SZ)-肉毒产品落地，进一步丰富医美产品管线》——2026-01-09

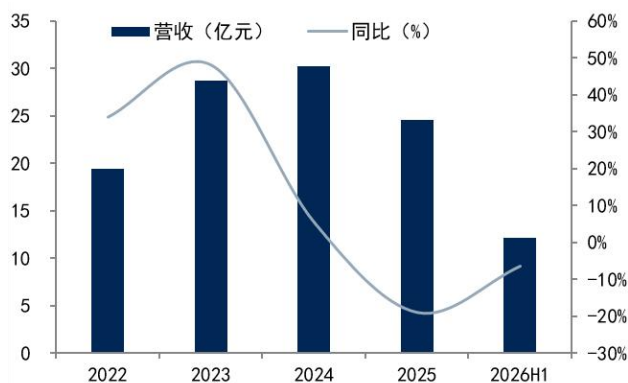
《爱美客(300896.SZ)-三季度业绩承压，后续关注新医美产品进展》——2025-10-29

《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

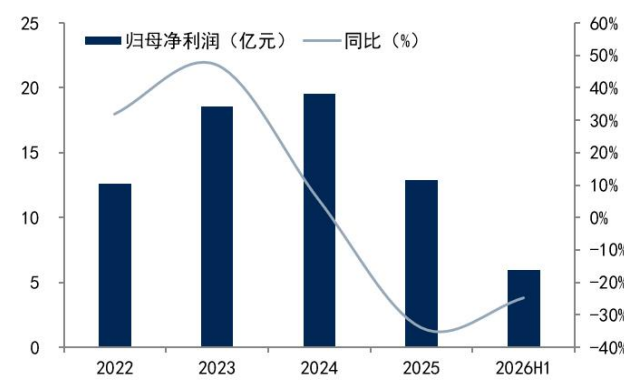
《爱美客(300896.SZ)-整体业绩增长稳健，外延并购强化产品布局和国际业务》——2025-03-20

图1: 爱美客营业收入及增速 (亿元、%)



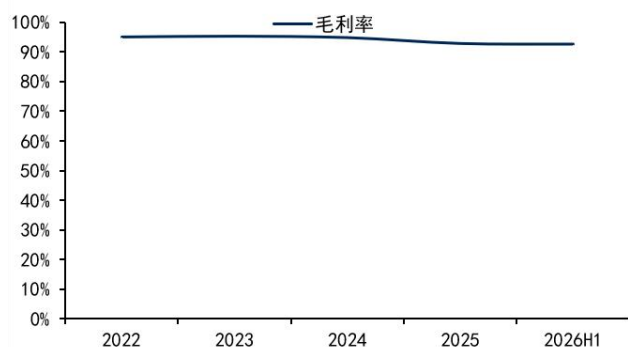
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 爱美客归母净利润及增速 (亿元、%)



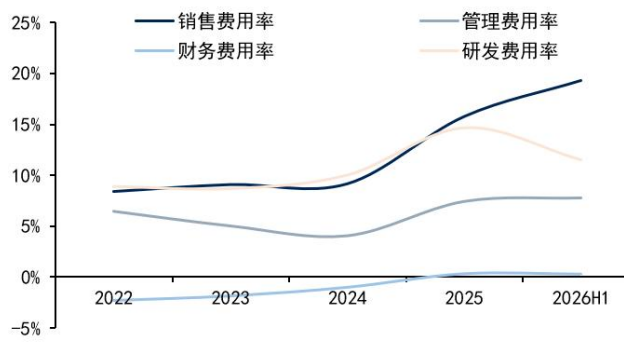
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 爱美客毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 爱美客费用率变化 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 受新老产品交替影响, 以及行业竞争日趋激烈等因素影响, 公司短期业绩承压。但今年以来童颜产品 AestheFill 取得较好增长, 肉毒等产品也上市贡献增量, 产品矩阵完善下预期经营逐步好转。且公司渠道覆盖广泛, 品牌认知度较高, 进一步有利于产品的推广和销售。考虑公司产品结构变化影响毛利率, 以及新品推广带来销售费用增加, 我们下调公司 2026-2027 年归母净利润至 12.2/14.34 亿元 (前值分别为 17.94/20.99 亿元), 新增 2028 年预测为 16.37 亿元, 对应 PE 分别为 24/20.5/17.9 倍, 维持“优于大市”评级。

表1: 爱美客盈利预测主要调整项目

| 指标    | 2026 年 |        | 2027 年 |        | 调整原因                              |
|-------|--------|--------|--------|--------|-----------------------------------|
|       | 原值     | 现值     | 原值     | 现值     |                                   |
| 毛利率   | 94.10% | 92.39% | 94.10% | 92.71% | 预期未来冻干粉类注射产品占比进一步提升, 该产品毛利率低于 90% |
| 销售费用率 | 10.63% | 18.65% | 10.58% | 18.58% | 公司组建新的产品事业部, 人工费用和市场推广费增加         |

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2024        | 2025        | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 利润表（百万元）          | 2024          | 2025         | 2026E        | 2027E         | 2028E         |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 1515        | 1227        | 1725         | 2077         | 2406         | 营业收入              | 3026          | 2453         | 2777         | 3215          | 3624          |
| 应收款项             | 176         | 146         | 179          | 195          | 223          | 营业成本              | 162           | 179          | 211          | 234           | 264           |
| 存货净额             | 73          | 93          | 86           | 100          | 117          | 营业税金及附加           | 20            | 32           | 23           | 30            | 37            |
| 其他流动资产           | 59          | 54          | 69           | 80           | 91           | 销售费用              | 277           | 387          | 518          | 597           | 671           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5045</b> | <b>4145</b> | <b>4685</b>  | <b>5078</b>  | <b>5461</b>  | 管理费用              | 123           | 183          | 232          | 264           | 289           |
| 固定资产             | 480         | 623         | 628          | 621          | 610          | 研发费用              | 304           | 360          | 388          | 446           | 494           |
| 无形资产及其他          | 110         | 368         | 353          | 338          | 324          | 财务费用              | (31)          | 8            | (26)         | (39)          | (50)          |
| 投资性房地产           | 1791        | 2754        | 2754         | 2754         | 2754         | 投资收益              | 66            | 47           | 0            | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 915         | 1018        | 1020         | 1022         | 1032         | 资产减值及公允价值变动       | 33            | 109          | 0            | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>8340</b> | <b>8908</b> | <b>9440</b>  | <b>9813</b>  | <b>10181</b> | 其他收入              | (284)         | (304)        | (388)        | (446)         | (494)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 19          | 243         | 256          | 118          | 151          | 营业利润              | 2291          | 1516         | 1431         | 1682          | 1919          |
| 应付款项             | 83          | 50          | 40           | 51           | 63           | 营业外净收支            | (9)           | (4)          | 0            | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 242         | 354         | 455          | 508          | 562          | <b>利润总额</b>       | <b>2281</b>   | <b>1512</b>  | <b>1431</b>  | <b>1682</b>   | <b>1919</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>344</b>  | <b>646</b>  | <b>751</b>   | <b>677</b>   | <b>776</b>   | 所得税费用             | 325           | 211          | 201          | 237           | 269           |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益            | (1)           | 10           | 10           | 12            | 13            |
| 其他长期负债           | 46          | 97          | 102          | 107          | 112          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>1958</b>   | <b>1291</b>  | <b>1220</b>  | <b>1434</b>   | <b>1637</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>46</b>   | <b>97</b>   | <b>102</b>   | <b>107</b>   | <b>112</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2024</b>   | <b>2025</b>  | <b>2026E</b> | <b>2027E</b>  | <b>2028E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>390</b>  | <b>743</b>  | <b>853</b>   | <b>784</b>   | <b>888</b>   | 净利润               | 1958          | 1291         | 1220         | 1434          | 1637          |
| 少数股东权益           | 153         | 581         | 586          | 596          | 605          | 资产减值准备            | (7)           | 2            | (0)          | (0)           | 0             |
| 股东权益             | 7797        | 7584        | 8001         | 8434         | 8687         | 折旧摊销              | 30            | 41           | 60           | 71            | 76            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>8340</b> | <b>8908</b> | <b>9440</b>  | <b>9813</b>  | <b>10181</b> | 公允价值变动损失          | (33)          | (109)        | 0            | 0             | 0             |
|                  |             |             |              |              |              | 财务费用              | (31)          | 8            | (26)         | (39)          | (50)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2024</b> | <b>2025</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> | 营运资本变动            | (460)         | (818)        | 54           | 28            | 16            |
| 每股收益             | 6.47        | 4.27        | 4.04         | 4.75         | 5.42         | 其它                | 6             | (4)          | 6            | 9             | 10            |
| 每股红利             | 1.65        | 5.03        | 2.66         | 3.31         | 4.58         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>1493</b>   | <b>403</b>   | <b>1340</b>  | <b>1543</b>   | <b>1738</b>   |
| 每股净资产            | 25.77       | 25.06       | 26.49        | 27.93        | 28.77        | 资本开支              | 0             | (288)        | (50)         | (50)          | (50)          |
| ROIC             | 47.31%      | 26.26%      | 25%          | 28%          | 32%          | 其它投资现金流           | (1730)        | 598          | 0            | 0             | 0             |
| ROE              | 25.11%      | 17.02%      | 15%          | 17%          | 19%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(1694)</b> | <b>206</b>   | <b>(52)</b>  | <b>(52)</b>   | <b>(60)</b>   |
| 毛利率              | 95%         | 93%         | 92%          | 93%          | 93%          | 权益性融资             | 0             | 417          | 0            | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 71%         | 54%         | 51%          | 51%          | 52%          | 负债净变化             | 0             | 0            | 0            | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 72%         | 55%         | 53%          | 53%          | 54%          | 支付股利、利息           | (500)         | (1523)       | (803)        | (1001)        | (1383)        |
| 收入增长             | 5%          | -19%        | 13%          | 16%          | 13%          | 其它融资现金流           | 281           | 1731         | 13           | (138)         | 33            |
| 净利润增长率           | 5%          | -34%        | -6%          | 18%          | 14%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(718)</b>  | <b>(897)</b> | <b>(790)</b> | <b>(1139)</b> | <b>(1350)</b> |
| 资产负债率            | 7%          | 15%         | 15%          | 14%          | 15%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(919)</b>  | <b>(287)</b> | <b>498</b>   | <b>352</b>    | <b>328</b>    |
| 股息率              | 1.7%        | 5.2%        | 2.7%         | 3.4%         | 4.7%         | 货币资金的期初余额         | 2434          | 1515         | 1227         | 1725          | 2077          |
| P/E              | 15.0        | 22.8        | 24.0         | 20.5         | 17.9         | 货币资金的期末余额         | 1515          | 1227         | 1725         | 2077          | 2406          |
| P/B              | 3.8         | 3.9         | 3.7          | 3.5          | 3.4          | 企业自由现金流           | 0             | 64           | 1273         | 1462          | 1649          |
| EV/EBITDA        | 13.7        | 22.3        | 20.6         | 17.6         | 15.5         | 权益自由现金流           | 0             | 1795         | 1308         | 1357          | 1725          |

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<br>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 $\pm 10\%$ 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<br>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 $\pm 10\%$ 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