

爱美客（300896.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



吴宇同
家电、纺织服装 & 医美
化妆品研究员

2026年1月28日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	138.12
总市值	417.94亿
PE-TTM	28.52
PB-MRQ	5.66

估值结果

价值	328.61亿
DDM估值 上行空间	-21%
状态	偏高估
价值	341.50亿
动态估值 上行空间	-18%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

爱美客是国内医美上的龙头公司，核心产品为玻尿酸类凝胶、溶液注射填充剂、面部埋植线等医美 III 类医疗器械，同时布局医美级护肤品及生物新材料等相关领域。

公司的成长空间偏高，主要是由于轻医美行业的渗透率仍然有提升的空间，以及公司的产品矩阵持续扩容，肉毒素橙毒获批补齐品类空白。盈利趋势较差，主要是由于行业竞争加剧，价格战可能更加激烈，对于盈利能力会有负面影响。公司的产业格局星级较好，主要是由于当前行业龙头市占率高，市场较为集中。公司具备一定的护城河，品牌上，龙头地位夯实，嗨体等爆款形成专属品类认知，医生培训体系强化专业口碑；渠道端超60%直销绑定7000+机构，专业团队培训固化医生操作习惯，终端换品成本高，粘性较高。

基于医美渗透率仍然有广阔的提升空间+公司通过内生外延持续拓展，在研产品储备丰富叠加外延并购打开增量市场的假设，我们认为公司当前处于合理偏高估的状态。

我们区别于市场的观点

我们认为爱美客当前处于合理偏高估的状态。市场给予爱美客较高的估值倍数，核心逻辑是其作为医美上游龙头，具备资质、技术等强护城河，叠加新品管线储备与国际化布局，预期行业复苏后业绩重回高增长轨道。但我们认为市场估值略偏乐观，短期行业调整未结束，公司2025年业绩双降，核心产品受价格战与竞品冲击增长失速，估值与长期成长性不匹配。新品落地与业绩复苏存在不确定性，难以完全支撑当前估值，需等待估值消化或业绩拐点确认。

风险提示

市场竞争加剧风险：爱美客为国内医美创新产品龙头，具备先发优势。医美市场需求高增、行业前景向好且产品毛利率居高位，吸引大量企业入局，行业竞争日趋激烈，公司经营业绩或将受此影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	4
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	6
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	7

1. 基本信息

爱美客是国内医美的龙头公司，聚焦非手术医美注射针剂领域，为国家级专精特新“小巨人”企业，也是国内首批获玻尿酸III类医疗器械证的企业，现手握10余张III类械证，资质壁垒显著。公司核心产品嗨体为国内唯一获批颈纹修复的III类械，濡白天使等高端品市占率领先，2026年肉毒素橙毒获批补齐品类空白。研发持续高投入，管线覆盖减重、毛发健康等领域，同时并购韩国REGEN切入海外再生医美市场，国际化布局成效初显，行业合规化洗牌下龙头优势持续强化。

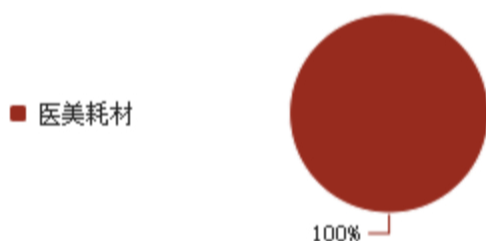
2. 业务介绍

对于爱美客公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

医美耗材：

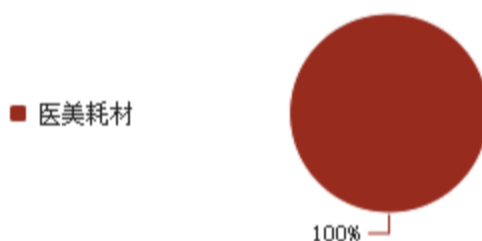
公司主营医美耗材的研发、生产与销售，是国内医美上游龙头，核心产品均为高壁垒 III 类医疗器械，应用于各类轻医美项目。公司产品矩阵丰富，以玻尿酸类注射针剂为核心，含溶液类（嗨体为国内唯一颈纹修复合规产品，是营收主力）、凝胶类（濡白天使、宝尼达等用于面部填充塑形）及埋植线（紧恋）等品类，2026年肉毒素橙毒获批补齐品类空白。销售采用直销为主（占比超 60%）、经销为辅模式，深度绑定7000余家医美机构。公司同时并购韩国REGEN布局海外市场，研发管线拓展至减重、毛发健康等领域，还逐步延伸至化妆品、生物医药赛道，形成多元化业务布局。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司聚焦非手术注射针剂研产销一体化，自研+并购双轮驱动，管线覆盖玻尿酸、再生针剂、肉毒素、减重等赛道，并购REGEN补齐海外技术与渠道。通过专业医生培训、数字化平台深度绑定7000余家机构，渠道粘性较强。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度高。研发人员占比28.57%，团队覆盖多专业领域，技术储备深厚。累计拥有超60项专利，搭建多类生物医用材料技术平台，手握12款III类械证。自研+并购双轮驱动，肉毒素橙毒获批，司美格鲁肽等管线在研，还承担国家级生物医用材料攻关任务，产学研结合紧密，专利申请与技术转化持续落地。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司的营销强度高。营销端以直销为核心（占比超60%），搭配专业化学术营销模式，组建400余名专业销售团队，通过“全轩课堂”等平台培训2.9万名认证医生，搭建数字化平台绑定7000余家核心机构。2026年肉毒素橙毒等新品上市后，营销投入重点向新品铺市倾斜，同时借力并购REGEN推进海外30余国渠道布局，实现营销投入与业务拓展同频，既强化现有产品市占率，也为新增量赛道奠定渠道基础。

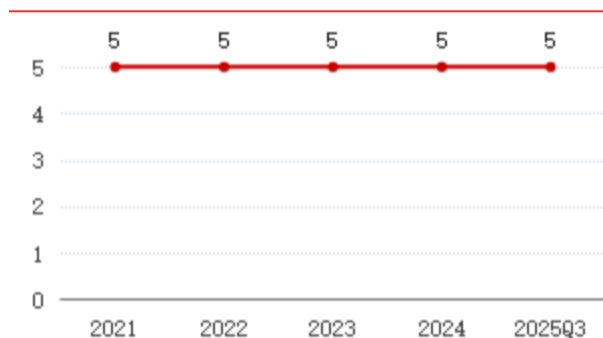
4. 历史经营绩效

公司历史的盈利能力、业务控制能力表现优秀，主要是由于医美注射类产品毛利率高，对于下游的议价能力强。近年来公司的成长能力有所下行，主要是受到宏观经济不景气的影响，医美需求较弱。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



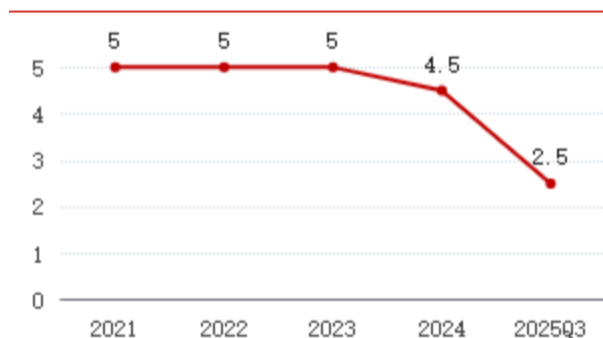
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力非常强。2020-2023年，毛利率长期稳定在93%以上，净利率维持高位，核心得益于嗨体、濡白天使的先发壁垒与品类独占优势，竞争温和，产品定价权强，支撑盈利高速增长。2024年盈利能力增速显著放缓因行业竞争加剧，竞品持续涌入，核心产品增速下滑，费用投入开始加码。2025年前三季度盈利能力承压，主要是由于核心产品失速、消费下行，研发及销售费用持续增加，进一步侵蚀利润空间。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



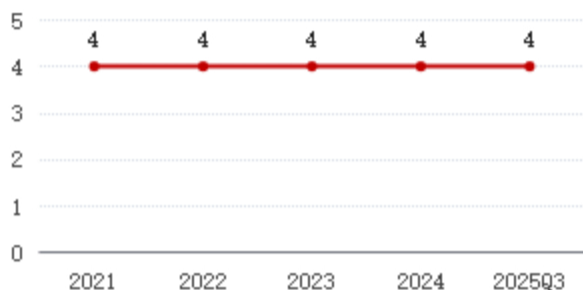
数据来源：公司财报，壹评级

2024年之后，公司的成长能力下滑。2020-2023成长能力优秀，核心依托嗨体独占颈纹赛道的稀缺红利，叠加濡白天使放量成为第二增长曲线，医美行业高景气下双品类驱动业绩高增。2024年成长动能放缓，主要是由于核心产品先发优势消退，华熙生物等竞品入局分流份额，行业竞争加剧。2025年前三季度成长能力显著承压，主要是由于溶液、凝胶类核心产品双失速，叠加消费端疲软，新品尚未形成规模贡献。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



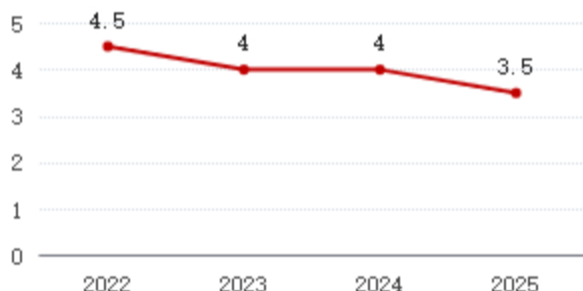
数据来源：公司财报，壹评级

公司的业务控制能力较好。产品端，手握11款III类械证，核心产品嗨体独占颈纹细分赛道，对于下游的议价能力较强。渠道端，以超60%直销占比深度绑定7000余家核心医美机构，通过专业医生培训固化终端粘性，掌控渠道触达与铺市节奏。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报星级中等偏上。2021年以来公司现金分红比例呈逐步提升态势，分红力度稳步加大，充分体现管理层对股东的回报意愿与重视程度。同时公司经营性现金流长期保持充裕状态，现金流与净利润匹配度较高，无大额资金占用及偿债压力，为持续实施现金分红提供了坚实的财务支撑。

5. 四维评级

公司的成长空间和产业格局星级较高，主要是由于轻医美行业未来渗透率仍有广阔的提升空间，以及当前行业龙头市占率高，市场较为集中。公司的盈利趋势星级较低，主要是由于行业竞争在逐步加剧，且当前有价格战，预计公司未来的盈利能力可能走弱。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的成长空间较高，核心驱动源于产品、新赛道与国际化的三重突破。产品矩阵持续扩容，肉毒素橙毒获批补齐品类空白，丰富注射针剂布局；减重、毛发健康等新赛道管线稳步推进，打开增量空间；并购REGEN切入海外市场，实现全球渠道与产品协同，国际化布局逐步落地。

医美耗材(3.5星):

该业务的增长空间较高。国内轻医美市场2026-2030年预计CAGR18%-20%，肉毒素渗透率不足5%，行业合规化推动龙头集中度提升。2026年橙毒获批补齐肉毒素空白，公司可复用7000+机构渠道在150亿市场快速放量，还能组合销售提客单价。毛发健康新品落地、减重管线进入临床，并购REGEN获海外30余国渠道，叠加研渠壁垒，多维度打开长期成长空间。

5.2 盈利趋势

☆☆☆☆☆

公司的盈利趋势星级较低，主要是由于医美行业竞争的持续升级。当前医美赛道入局企业不断增多，市场份额争夺日趋激烈，价格战已成为部分企业抢占市场的重要手段，且后续存在进一步加剧的可能性。而价格战的持续发酵会直接压缩公司产品的利润空间，对其整体盈利能力形成显著且持续的负面影响，最终导致其盈利趋势评级偏低。

医美耗材(1.5星):

该业务盈利趋势较差，核心原因在于医美上游行业竞争日趋白热化，各类竞品持续涌入核心赛道分流市场份额，行业内卷背景下价格战的爆发概率与激烈程度均有所提升。这一趋势不仅会直接压缩公司产品的定价空间，还可能倒逼公司让渡部分利润以稳固渠道和市占率，进而对毛利率、净利率等核心盈利指标形成直接负面影响。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局较好，主要是由于头部龙头企业凭借技术、产品、品牌等多重优势占据了较高的市场份额，整体市场集中度处于较高水平。

医美耗材(4星):

该业务当前的竞争格局较好，核心源于行业呈现高集中特征，龙头企业市占率处于较高水平。公司作为国产医美上游龙头，在玻尿酸、再生材料等核心注射针剂品类市占率稳居行业前列。

5.4 护城河

★★★★☆

公司具备一定的护城河。品牌上，龙头地位夯实，嗨体等爆款形成专属品类认知，医生培训体系强化专业口碑；渠道端超60%直销绑定7000+机构，专业团队培训固化医生操作习惯，终端换品成本高，粘性较高。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
医美耗材	(5星) 该业务的护城河宽度星级高，其经壹评级调整的ROE约为183%，经壹评级调整的ROIC约为170%，具备较高的超额收益。公司当前为轻医美龙头公司，产品力较强，业务控制能力与盈利能力均较好。	(3星) 该业务的护城河可持续性一般，主要具备品牌和线下渠道护城河。医美行业新品迭代快、头部竞品持续加码布局，品牌认知易被分流，线下渠道也面临竞品的渠道攻坚与资源争夺，未来其品牌影响力与渠道壁垒均存在一定的衰退风险。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于医美渗透率仍然有广阔的提升空间+公司通过内生外延持续拓展，在研产品储备丰富叠加外延并购打开增量市场的假设，根据壹评级的ddm估值和动态估值，公司当前处于合理估值的状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主营业务为医美耗材，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

行业层面，未来国内轻医美市场仍有较高的增长空间，其中注射针剂（玻尿酸、肉毒素、再生材料）作为核心品类，增速略高于行业平均。公司层面，2025年核心玻尿酸产品短期承压，2026年橙毒上市成为增长引擎，2027-2029年海外业务与新赛道（毛发、减重）接力增长我们预计2025年至2029年公司的收入分别同比增长-15%/12%/12%/10%/10%/8%。

盈利能力假设：

我们认为当前轻医美行业竞争加剧，为稳定市占率未来公司可能会持续投入较高的销售费用，我们预测销售费用率将从2024年的9.1%提升至2030年的12.1%。随着公司规模扩大、海外业务拓展及并购整合推进，管理费用率整体维持稳定。毛利率方面，伴随行业竞争加剧，我们认为未来价格战仍将持续，预计公司的毛利率将从2024年的94.6%下降至2030年的89%。综上所述，我们认为公司的净利率将下降至2030年的52.1%。

表2：公司整体业绩预测

爱美客	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	19.4	28.7	30.3	25.7	28.8	32.3	35.5	39.0
归母净利润(亿)	12.6	18.6	19.6	15.3	16.8	18.3	19.6	20.9
归母净利润增速(%)	31.9	47.1	5.3	-21.8	9.5	9.1	7.1	7.0
经营性净利润(亿)	11.8	17.9	18.5	15.3	16.8	18.3	19.6	20.9
经营性净利润增速(%)	33.8	51.3	3.6	-17.5	9.5	9.1	7.1	7.0
经营性归母净利润(亿)	11.8	17.9	18.6	15.3	16.8	18.3	19.6	20.9
经营性归母净利润增速(%)	33.3	52.1	3.5	-17.5	9.5	9.1	7.1	7.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

医美耗材	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	19.4	28.7	30.3	25.7	28.8	32.3	35.5	39.0
收入增速(%)	33.9	48.0	5.4	-15.0	12.0	12.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	11.8	17.9	18.5	15.3	16.8	18.3	19.6	20.9
经营性净利率(%)	61.0	62.4	61.3	59.5	58.2	56.7	55.1	53.6
经营性净利润增速(%)	33.8	51.3	3.6	-17.5	9.5	9.1	7.1	7.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
医美耗材	6.0%	中等	较好	较强	8.5%	15	20.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
医美耗材(亿)	70.4	216.8	287.2	54.3	-	-	341.5
公司整体测算(亿)	70.4	216.8	287.2	54.3	-	-	341.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
医美耗材(亿)	171.7	102.6	274.3	54.3	-	-	328.6
公司整体测算(亿)	171.7	102.6	274.3	54.3	-	-	328.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

☆☆☆☆☆

我们认为公司的收入和盈利能力的可预测性均较差。一方面，医美行业竞争加剧，价格战发酵节奏、消费端复苏力度均存较大不确定性，公司核心产品增长易受竞品分流影响，新品放量、海外业务及新赛道推进节奏难以精准预判；另一方面，为攻坚市场公司费用投放弹性较大，叠加不同品类毛利率差异显著，成本与利润端的波动难以把控，核心盈利指标测算存在较高变数，整体收入与盈利能力的预判难度显著提升。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。