

编者按：

在一个看脸的时代，颜值即经济。

在“颜值焦虑”刺激下，美丽经济盛行，与“美”相关的行业开始受到市场和资本热捧，其中医美行业是典型代表。因发展空间巨大，产品服务具有成瘾性、高频消费、高毛利率等特点，医美行业被资本市场视为可媲美白酒的黄金赛道。

特别是今年以来，不论是一级市场还是二级市场，医美投资皆一片火热。其中，医美概念股更是“涨疯了”，吸引了大批企业跨界入局卡位。追“美”风潮之下泡沫到底有多大？为了透过美丽的外表看到本质，21世纪经济报道、21世纪新健康研究院继续深度聚焦医美行业，在医美产品测评系列之后，强势推出“医美股测评”系列报道，以飨读者。

男人的茅台，女人的玻尿酸。

在资本市场，玻尿酸被视为可媲美茅台的好生意，在A股医美上市公司中玻尿酸龙头爱美客更有“女中茅台”之称。

2020年9月28日，爱美客于深交所创业板上市，开盘价报320元。在颜值焦虑和高毛利率刺激下，爱美客一路受到资本热捧，到2021年2月9日，爱美客股价突破千元大关，成为A股市场继茅台和石头科技之后第三家单股股价超过1000元的公司。

不过，虽然毛利率超过贵州茅台，但春节后爱美客股价就开始坐上了“过山车”。

2月18日，在春节后首个交易日爱美客达到1331元的高点。从2月19日起，爱美客股价开始“跌跌不休”，到2月25日，市值已蒸发超过500亿，到3月25日最低跌至359元，逼近上市首日开盘价。不过，经过三个月不断上涨，截至7月6日，开盘价为823.17元，总市值超1700亿元，今年涨幅高达123.78%。

虽然在二级市场还处于“回血”阶段，但爱美客“底气十足”。2020年实现营收7.09亿元，同比增长27.18%，实现净利润4.4亿元，同比增长43.93%。在疫情影响下，利润增速仍超过40%。

同时根据弗若斯特沙利文2020年研究报告统计，截至2019年，按销售数量计算，爱美客透明质酸钠类注射产品国内市场份额达到26.5%；按金额（入院价）计算，其国内市场份额已达到14.0%，在国产企业中排位第一。

那么，在资本市场倍受追捧的爱美客到底是一家什么样的公司？我们从市场、产品

、驱动力等角度或可窥见一二。

市场：年轻、高渗透、高增长

爱美客身处医美行业的玻尿酸赛道。医美市场整体呈现高增长、低渗透的特点，玻尿酸是医美主要赛道之一，和整个行业相比，玻尿酸市场更加年轻。

根据中研网和前瞻网数据，2019年中国医美市场规模达到1769亿元，2015-2019年CAGR为28.54%，增速高于全球同期。

我国医美市场渗透率低，对比美国、巴西、韩国等医美市场成熟国家10%左右的渗透率，中国医美市场渗透率仅在2%左右，有着5倍的发展空间。

据艾媒咨询梳理，中国医美行业大致经历了萌芽期(1948)、探索期(1949-1994)、成长期(1994-2009)。2010年至今，医美行业进入高速发展期，一方面大量年轻用户持续渗透市场，另一方面市场也步入激烈的淘汰赛阶段。

相比之下，2008年12月，瑞典Q-MedAB公司的“瑞蓝2号”获批，是我国最早拿到批文的纯玻尿酸产品，之后国内玻尿酸市场正式被开启，紧接着爱美客、华熙生物、韩国LG生命科学等企业的玻尿酸产品纷纷踏入市场。我国玻尿酸市场发展至今不到13年。

从玻尿酸在医美行业的市场占比来看，国内市场和全球市场有所不同。

根据ISAPS数据，全球轻医美项目中肉毒素占比最高，为46%；其次为玻尿酸，占比32%。国内相反，根据《新氧2019医美行业白皮书》数据，注射类医美约占我国医美总消费量的57.04%，其中玻尿酸占比最高，为66.59%，肉毒素占比第二，为32.67%，两者实市场规模增速分别为53.11%、90.56%。

在此行业背景下，2004年爱美客（前身为“北京英之煌”）成立，2009年10月，恰逢其时地推出第一款产品“逸美”，搭上进入高速增长期的医美快车道，或许这正是爱美客业绩能够大幅增长的原因之一。

产品：核心拳头缺乏市场竞争

爱美客目前拥有6款主要产品：逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一、紧恋。其中前五款为玻尿酸类产品，紧恋为面部埋植线产品。

嗨体产品相关数据 来源：爱美客招股书

除了溶液类产品，爱美客凝胶类产品以爱芙莱和宝尼达为主，根据长江证券研报数据，由于疫情影响，2020年，其凝胶类产品实现营收2.52亿元，同比下降19.21%，销量同比下滑20.19%。

据了解，爱芙莱用于皮肤真皮中层至深层注射填充，以纠正中、重度鼻唇沟，主打性价比，定位偏低端、亲民，根据新氧APP数据，和嗨体超过2500元的部分终端价格相比，爱芙莱部分终端价格不到700元。2017年至2019年，爱芙莱销量逐年上涨，分别为51.3万支、63.3万支、70.5万支，疫情影响过后，其销量能否再度上涨仍尚未可知。

宝尼达特点是含有聚乙烯醇微球成分，主打效果持久，定位于高端产品，部分终端价格超过1万元，销量相对较少，2017年至2019年分别为0.64万支、1.45万支、2.65万支。另一款凝胶类产品逸美一加一营收占比低于5%。

除了产品各自特点，爱美客增长背后还有玻尿酸类产品共有的驱动力。

第一，复购率较高。玻尿酸主要成分为透明质酸，属于人体天然物质，注射后在半年至一年内可被人体吸收，部分长效玻尿酸，其支撑塑形效果最长18个月，之后消费者仍需注射。

第二，目标用户消费能力强。根据新氧白皮书和艾媒咨询数据，20-30岁的医美消费者占比超过60%，一线城市用户渗透率最高(21.2%)，其次是新一线城市(8.7%)，这部分群体对新事物接受度高，花钱意愿强，来自职场及婚恋等多方面压力更大，从消费能力来看，男性消费者平均客单价为7025元，女性为2551元。

第三，愿意为美付费。医美解决的核心问题是消费者对美的需求，消费者愿意为美付费，背后是我国经济的高速增长和居民收入水平不断提高，以及随着消费升级、消费习惯改变、核心消费人群增加和护肤品消费理念的增强，医美在国内将有较大的增长空间。

驱动力：研发投入不高，营销占先

玻尿酸属于III类植入性医疗器械，和药品、医疗器械逻辑相似，毛利率超过90%并非异常现象，因为研发和销售是这类产品的重要驱动力，也是企业成本的重要部分。

但是从爱美客的费用来看，不论是和医疗器械还是和药品行业相比，研发投入似乎算不上高。

年报数据显示，2019年和2020年，爱美客研发投入金额分别为4856万和6180万，占总营收比例均是8.7%。

和医疗器械行业相比，爱美客虽然研发投入比例高于平均水平，但金额和平均水平有明显差距。根据众成医械研究院数据，2016年-2019年，A股械企的研发强度在6.3%上下波动，2019年A股械企平均研发投入超1亿元，预计2020年将达到1.4亿元。

如果和全球头部药企相比，爱美客研发投入差距更大——2017年，全球Top50药企研发投入占销售收入的比重超过18%。

但在玻尿酸赛道中，爱美客的研发投入似乎属于正常水平。2019年和2020年，华熙生物研发费用分别占总营收4.98%和5.36%，昊海生科研发费用投入分别占总营收7.24%和9.49%。

但是上述三家企业研发费用整体远低于销售费用，2019年和2020年，爱美客销售费用为7717万元和7357万元，分别是研发费用的1.56倍和1.22倍，据21世纪经济报道统计，上述三家企业两年销售费用总和是研发费用的4.9倍。

数据来源：财报 制图/武瑛港

由此可见，目前玻尿酸领域内，销售对业绩拉动的作用或许比研发更明显。业内有观点认为，目前医美产品的研发思路已经从生产+拿证转变到注重产品技术升级和营销进阶阶段。

赖贞对21世纪经济报道分析，从传统医疗器械到医美，再到现在的生活美容，玻尿酸行业一直在不断拓宽边界，产品类别和应用不断迭代，所以研发投入大是必然，而销售费用高应该不仅仅是玻尿酸，整个医美行业都如此。

据了解，目前爱美客的营销模式主要为“直销为主，经销为辅”，直销能够提供更完整的服务，同时也可减少仓储面积、减少呆账、节约中间费用，给产品留出更大降价空间。

但是2017至2019年，爱美客经销模式的销售比例在不断增加，从24.18%增长至35.92%，嗨体的经销渠道销量比例从28.5%增长至47.6%，爱美客表示，经销模式主要覆盖其销售团队无法直接覆盖的医疗机构，爱美客或许正重点发力扩大其产品的

市场占有率。

一位接近玻尿酸生产厂商的业内人士对21世纪经济报道表示，目前玻尿酸生产端部分技术已经没有太高壁垒，只要有设备就可以生产，而设备在市场中并不稀缺，目前玻尿酸市场的竞争重点已是“营销第一位”，其中尤以渠道为重。

一位有多年从业经验的玻尿酸代理也告诉21世纪经济报道，厂家对产品的营销更重要一些，特别是目前市场中同类产品比较多的情况下。

但对于希望进入市场“分一杯羹”的圈外企业，似乎就没有那么容易了。“国内玻尿酸市场有比较多的玩家，对于新进入者来说壁垒依然很高，产品从研发到上市，药监局的审批非常严格，耗费时间也较长，不可能是快速突破，还是需要长期布局。”赖贞说道。

风险：产品结构单一或成最大不确定因素

在连续取得业绩高增长、嗨体也逐渐进入市场放量的同时，爱美客似乎也面临着产品结构单一的风险。

同赛道的昊海生科以透明质酸钠等生物医用材料和技术为基础，产品覆盖眼科、整形美容、骨科、止血等多个细分领域；华熙生物则是目前全球最大透明质酸原料供应商，建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品、功能性食品的全产业链业务体系。

但爱美客以玻尿酸终端产品为主，且对单一产品依赖度较高。爱美客6类主要产品中5类为玻尿酸产品，2020年创造了超过98%的营收，且嗨体一类产品就可能创造超过60%的营收，2020年第一季度这一比例或接近70%。

以赛诺医疗为例，2019年其冠脉支架收入占比超过84%，受全国集采影响，2020年扣非利润下降87%。虽然玻尿酸类产品被带量采购概率不大，但爱美客依赖单一产品的风险值得警惕。

而且目前嗨体的市场独占地位或许将面临挑战。3月9日，伊婉推出全新去细纹解决方案“伊婉蝴蝶术”，据中整协专家介绍，针对颈纹年轻化，伊婉蝴蝶术可结合伊婉C+幸福臻+D-lite钻石注射技术达到三效合一的效果。

除了有竞品杀出，嗨体也并非祛颈纹的唯一方法，肉毒素、射频、点阵激光、提拉埋线均有不同程度效果。

爱美客也已意识到这点，开始进行多领域布局，2019年，爱美客取得聚对二氧环己酮面部埋植线的Ⅲ类医疗器械注册证书，目前已实现产业化；今年6月24日，爱美客称拟以8.86亿元持有韩国肉毒素企业Huons Bio 25.4%股份，其与Huons Global合作独家代理的A型肉毒毒素目前正处于临床阶段；同日，爱美客用于皮肤填充的“童颜针”产品获得国家药监局的Ⅲ类医疗器械注册证；另外，其用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液也正处于临床阶段。

赖贞表示：“爱美客布局比较宽，目前也正在研发新产品，从爱美客产品类别看，还是比较能够抓住大众市场的需求，企业也主推这类受众广的产品。”

从另一个角度来看，除了拓宽产品线，爱美客的玻尿酸产品若想进一步占领市场，就避免不了进入中高端市场，对标进口产品。

根据东方证券数据，进口玻尿酸品牌目前占据市场主导地位，且以中高端为主，从销售金额占比来看，2019年国外企业占据前四，分别为韩国LG（24.2%）、美国Allergan（18.6%）、韩国Humedix（14.3%）和瑞典Q-Med（10.9%），CR4高达68%。