

爱美客：“茅台” 还是“中石油”？

爱美客是“茅台”还是“中石油”？不重要，重要的是别去当“韭菜”。

文 | 孙斌



春节过后，随着抱团概念股的土崩瓦解，众多被赋予“茅台”概念的公司股价也随之大幅下跌，爱美客（300896.SZ）就是其中之一。

从2月18日节后开盘第一天到3月2日，爱美客股价从最高1331元下跌至最低822元，短短9个交易日，股价最高下跌509元，跌幅高达38.24%。

一夜回到解放前。从万众瞩目、资金热捧，到质疑不断、踩踏撤退，爱美客到底发生了什么？

事实上，爱美客还是医美行业的佼佼者，公司发展也算优秀，真正的变化只是来自投资者自身，他们从错判到认清实质，当然也就没有人会为那些不切实际的幻想买单。

当身上所披的“茅台”光环逐渐褪去，或许有一天，茅台还是茅台，但爱美客再也无法跟“茅台”挂钩。或许，对于投资者而言，爱美客已离“茅台”渐行渐远，它正逐渐演变成新版“中石油”。

业绩不及预期，多方质疑

2月9日，爱美客发布2020年年报，上市首年爱美客就慷慨给出“10转8派35元”的高送转分红方案。受此利好消息刺激，股价当日拉升20%，达到涨停，成功突破千元，成为继贵州茅台、石头科技后两市第三只千元股。

当然，这份高送转分红方案也同时被深交所下发关注函。爱美客的分红方案为啥引发争议？主要在于，其2020年的净利润仅4.40亿元，但是其拟向全体股东的派现就高达4.21亿元，几乎将去年全年的净利润全部派发。而另一个争议点在于，此次分红总金额的40%将进入实控人简军和其弟弟简勇的口袋。

对此，2月23日爱美客回复称，大手笔分

红具有合理性。该公司列举了各种理由证明分红的合理性。只不过，爱美客此时的任何辩解都是无力的，业绩说明一切。

其2020年年报显示，该公司总营收为7.09亿元，同比增长27.18%。净利润4.40亿元，同比增长43.93%。爱美客股价一年翻了6倍，收入只增长三成，利润增长五成，这显然不匹配。另外，一家年利润只有4亿元的公司，最高有将近1600亿元的市值，市盈率高达400倍，这显然不合理。

即便是一年净利润450亿元的茅台，其市盈率也只有60倍，更何况茅台的利润是爱美客的100多倍。

就算没有深交所的关注函，爱美客似乎也难自圆其说。就在其发布年报数据后不久，多家机构纷纷下调盈利预测，说白了预期与实际不符。

其中，光大证券下调预测值7.19%，称公司费用可能回升。光大证券最新研报预测爱美客2021年净利润为6.54亿元，而前次预测值为7.05亿元，下调盈利预测7.19%，研报声称：

“考虑到2020年疫情背景下部分费用收缩为短期影响，另外结合未来新品研发上市进度，我们预计2021年费用可能呈现回升，我们下调公司2021~2022年盈利预测，2021年PE167倍。”

值得注意的是，此前研报光大证券对该公司2020年净利润预期为4.49亿元，而该公司实际实现净利润为4.40亿元，未达预期值。

此外，方正证券预测爱美客2021年净利润为6.29亿元，较前次预测值6.42亿元减少2.02%；华西证券预测爱美客2021年净利润为6.32亿元，较前次预测值6.33亿元微调；西部证券预测爱美客2021年净利润6.87亿元，较前次预测值6.91亿元小幅下调0.58%。

被资本市场神话的医美玻尿酸也并非那么美丽。三强企业，一喜一平一忧，行业境况足以说明一切。

在医美行业的几千亿元赛道上，玻尿酸市场只有 50 亿元市场份额，国内三大企业占比还不足三成，顶多不过 20 亿元。

医美翘楚，强势增长

能够一度成为“准茅台”股，爱美客一定有其过人之处。

爱美客成立于 2004 年，是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，主要产品包括Ⅲ类医疗器械系列注射用透明质酸钠产品、面部埋植线产品、衍生的品牌矩阵“伴侣型”化妆品。

爱美客实际控制人简军持股比例为 30.96%。根据爱美客招股说明书，简军 1963 年 11 月出生，为清华大学工商管理硕士。2004 年起，简军先后任爱美客公司董事、副总经理、董事长，2016 年至今，担任爱美客公司董事长。

爱美客招股书显示，该公司先后推出了国内首款透明质酸钠类注射填充剂、国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂、国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料等共六款产品。透明质酸，也就是大家较为熟悉的“玻尿酸”。

从产品来看，爱美客的逸美、宝尼达、爱美莱 / 爱美飞均是不同的玻尿酸产品。在具体售价上，爱美客的爱美莱、嗨体、宝尼达、逸美一加一、爱美飞、逸美在 2019 年度的平均售价分别为 310.83 元 / 支、352.61 元 / 支、2547.49 元 / 支、1220.87 元 / 支、292.75 元 / 支、700.41 元 / 支。

在成本上，爱美客旗下的产品爱美莱、嗨体、宝尼达、逸美一加一、逸美的 2019 年度单位成本分别为 30.41 元 / 支、24.72 元 / 支、32.34 元 / 支、44.33 元 / 支、27.53 元 / 支。

可以看到，爱美客旗下的爱美莱、嗨体、宝尼达、逸美一加一、逸美等产品的毛利率均超过 90%，2019 年度上述产品毛利率分别为 90.22%、92.99%、98.73%、96.37% 和 96.07%。

在众多产品中，宝尼达的产品毛利率也最高。爱美客介绍，宝尼达产品的特点是含有聚乙烯醇微球成分，产品效果维持时间久，定位于高端产品。

数据显示，2014~2016 年，爱美客的综合毛利率分别达到了 93.73%、91.31%、87.19%。2017~2019 年，爱美客的综合毛利率分别为 86.15%、89.34%、92.63%。

在招股书中，爱美客也直言公司产品的销售价格较高，“国内透明质酸钠相关产品种类数量相对有限，医疗美容产品厂家的优质产品具有较强的市场需求支撑。公司产品在各个细分市场有先发优势，持续获取细分市场的高溢价。”

事实上，如此超高的产品毛利率是其可以比肩茅台的最大砝码。并且，相比较同业来说，该公司在最近几年的发展更为强势。

在中国玻尿酸市场，国内三大龙头企业分别是爱美客、华熙生物、昊海生科，三家均为 A 股上市公司。

业务布局上，爱美客业务聚焦玻尿酸注射剂和面部埋植线等领域，产品线布局更为集中；华熙生物业务则涵盖产业链上游原料生产、终端医疗器械和功能性护肤品板块，覆盖范围更加广泛；昊海生科旗下医美及创面护理产品 2019 年收入占比为 19%，其在骨科、眼科等领域亦有较多布局。

盈利水平上，爱美客毛利率、净利率水平均高于华熙生物和昊海生科。昊海生科眼科、骨科产品下游客户为公立医院，受招投标政策及行业竞争影响定价策略较低；华熙原料业务的综合毛利率为 75%~80%，低于医美产品毛利率。如果单比较透明质酸注射产品，三家公司的平均毛利率都在 92% 左右，旗鼓相当。但爱

美客销售及管理费率较低，所以能带来更高的净利率。

2020年，爱美客营收7.09亿元，增长27.18%，净利润4.40亿元，增长43.93%；华熙生物营收26.32亿元，增长39.61%，净利润6.47亿元，增长10.50%；昊海生科营收13.32亿元，下降16.95%，净利润2.3亿元，下降37.95%。

可以看到，国内最大的三家玻尿酸龙头，业绩分化明显，爱美客上市首年业绩最好，也在情理之中。

不过，财报之外，我们也应看到，被资本市场神话的医美玻尿酸也并非那么美丽。三强企业，一喜一平一忧，行业境况足以说明一切。

市场有限，竞争充分

当资本市场追捧“男人的茅台、女人的医美”，爱美客就成为那只被吹上树的“猪”。

但实际上，仅就其主打产品透明质酸市场而言，该市场并不是千亿级别的大市场。根据弗若斯特沙利文报告，2018年中国医美透明质酸终端产品市场规模为37亿元，预计在2021年超50亿元。

事实上，医美行业很大。据Frost&Sullivan数据，2019年中国医疗美容行业市场规模达1436亿元人民币，预计2020年将达1518亿元人民币，2024年突破3000亿元。2015年至2019年复合增长率为22.5%，而其中私营机构发展速度更快。私营机构占据我国医美市场主要份额，占比达90%以上。

在医美行业的几千亿元赛道上，玻尿酸市场实际上只有50亿元市场份额，而就是这50亿元市场份额，国内三大企业占比还不足三成，顶多不过20亿元。只不过，玻尿酸市场的20亿元，到资本市场上已经“膨胀”至2000多亿

元（三家公司市值）。

2008年至今，国家药监局已批准6个国家17家厂商的48款Ⅲ级医疗器械玻尿酸注射产品。其中包括了9家国产品牌的29款产品、8家进口品牌的19款产品，近五年年均审批数量约为5个。国内公司中，爱美客、昊海生科、华熙生物为国产三巨头，分别占10.1%、6.5%、7.2%的市场份额，合计占比23.8%，较2017年的22.4%上升1.4%。海外公司包括韩国LG、韩国Humedix、瑞典QMed、美国艾尔建等8家，2019年占据70%的市场份额。

虽然玻尿酸市场发展趋势良好，但过度膨胀的资本热情只能让企业昙花一现，狭窄的行业赛道根本无法容纳百倍市场规模的巨无霸。

爱美客是否可以支撑千亿市场？是否可以享受300倍甚至400倍的市盈率？答案显而易见。

或许还有人认为，爱美客可以参与医美行业其他领域的竞争，开拓其他类型产品，增加收入和利润。当然，这是一种可能，但就目前中国医美市场来看，爱美客进入医美其他领域的机会很小，各个细分行业都是充分竞争。

先不说进入的门槛多高、成本多大，单就医美行业来说，有哪个细分行业能有90%以上的毛利率，可能只有玻尿酸行业。进入其他领域就意味着身上所有的光环都一扫而空，“神话”般的公司最终只能走向正常公司。

都说女人的钱好赚，爱美客就是很好的例子。但其实，资本市场的钱更好赚，当你看中这家公司的经营有方以及赚钱能力的时候，公司看中的是你为它疯狂的资本炒作、高位减持来买单。

爱美客是“茅台”还是“中石油”？不重要，重要的是别去当“韭菜”。