



“女人的茅台”是怎样炼成的？



来源：苏宁金融研究院

作者：付一夫 苏宁金融研究院消费金融研究中心主任

在 A 股市场上，茅台是当仁不让的大牛股。

茅台之所以能备受各路投资者青睐，除了强大的品牌影响力、独特的酿造工艺等优势之外，还有很重要的一個原因，那就是超高的毛利率。根据其财报披露的数据，2020 年茅台酒产品的毛利率高达 93.99%，每瓶 500ml 的飞天茅台各项成本仅为 100 多元钱，但建议零售价却能标到 1499 元/瓶，一些市场终端甚至能卖到每瓶三四千元之高。

然而有这样一门生意，它的暴利程度比起茅台亦是不遑多让，行业龙头最近的股价同样节节攀升。由于女性是主要受众群体，不少人将之称为“女人的茅台”——这门生意就是玻尿酸。

那么，玻尿酸是如何异军突起的？未来还拥有多大投资价值？本文将尝试做出解答。

1

讨论玻尿酸之前，有必要先来简单介绍一下“颜值经济”。

爱美之心，人皆有之，古今中外，概莫如是。早在两千多年前，大哲学家亚里士多德就曾对弟子们说：“俊美的相貌是比任何介绍信都管用的推荐书”；在我国，有四大美女的不朽传奇以及“回眸一笑百媚生”的千

古佳句；到了互联网时代的今天，在流行的“三拼”中，“颜值不行拼人品，人品不行拼情怀”，颜值居于首位，就连男女之间谈恋爱都要讲“始于颜值”。

许多证据都显示，高颜值会产生“溢价效应”，并能为其所有者带来不少额外的好处。

根据英国刊物《经济学人》的研究，权力往往属于颜值更高的领导人，不管在大猩猩社群还是今天的西方发达国家，领导人要达到职业生涯的最高点，相貌（包括身高、肌肉、语音语调）和成就同样重要；美国劳动力经济学家丹尼尔·荷马仕在其《颜值与劳动力市场》一文中明确指出，提出颜值和终生劳动力总收入呈较强的正相关性，社会上既存在丑陋罚金（Ugliness Penalty）现象也存在颜值奖金（Beauty Premium）现象；韩国一篇名为《婚姻和劳动力市场的整容手术效应》的研究论文则证实了，颜值最高的男性收入比颜值中等的男性收入高 15.2%，颜值最高的女性收入比颜值中等的女性收入高 11.1%。

上述证据告诉我们，“靠脸吃饭”的确是有一定道理的，颜值高的人往往会获得更多的关注和机会，进而成长得更快，发展得更好。然而在现实生活中，并非人人都是天生丽质，再加上人们思想观念的转变与收入水平的提高，使得一系列围绕颜值的消费活动与商业行为开始兴起，是为“颜值经济”。

起初，“颜值经济”的主要范畴还是各种化妆品、护肤品、修图软件

和美颜相机。不过近些年，伴随着互联网社交媒体渗透率的提高，明星网红的示范效应越来越强，各种平台上的“晒图”需求日益旺盛，同时也让不少人增添了几分关于颜值和衰老的焦虑。

如此一来，越来越多的人开始真正愿意为了“变美”而付费，除了日常的护肤维稳与彩妆扮靓之外，很多女性以及部分“精致”的男性还热衷于在非手术类的轻医美项目上一再投入，包括激光、射频、注射填充等等。

相比于传统的护肤品，通过轻医美手段实现颜值“升级”的效果更为立竿见影。比起手术类整形，这些非手术类的轻医美项目恢复时间更快，价格与风险相对更低，因此更容易被消费者接受，市场需求也随之旺盛起来。来自艾瑞咨询的数据显示，我国轻医美市场占整体医美市场规模的比重显著高于手术类美容整形市场，约为 65%~70%，其年复合增长率同样高于医美市场规模的整体增速。

在此背景下，轻医美中最热门的项目玻尿酸成为了行业风口。

2

曾几何时，玻尿酸只是少数高收入人群的专属。大 S 就曾说过：“如果没有玻尿酸，很多女明星会活不下去。”不过近些年，玻尿酸已经逐渐进入大众视野，并越来越受到那些有着追求“美貌”和“年轻”诉求的普通消费者追捧。

玻尿酸，又叫透明质酸（HA），分布于人体的真皮层组织中，它具有

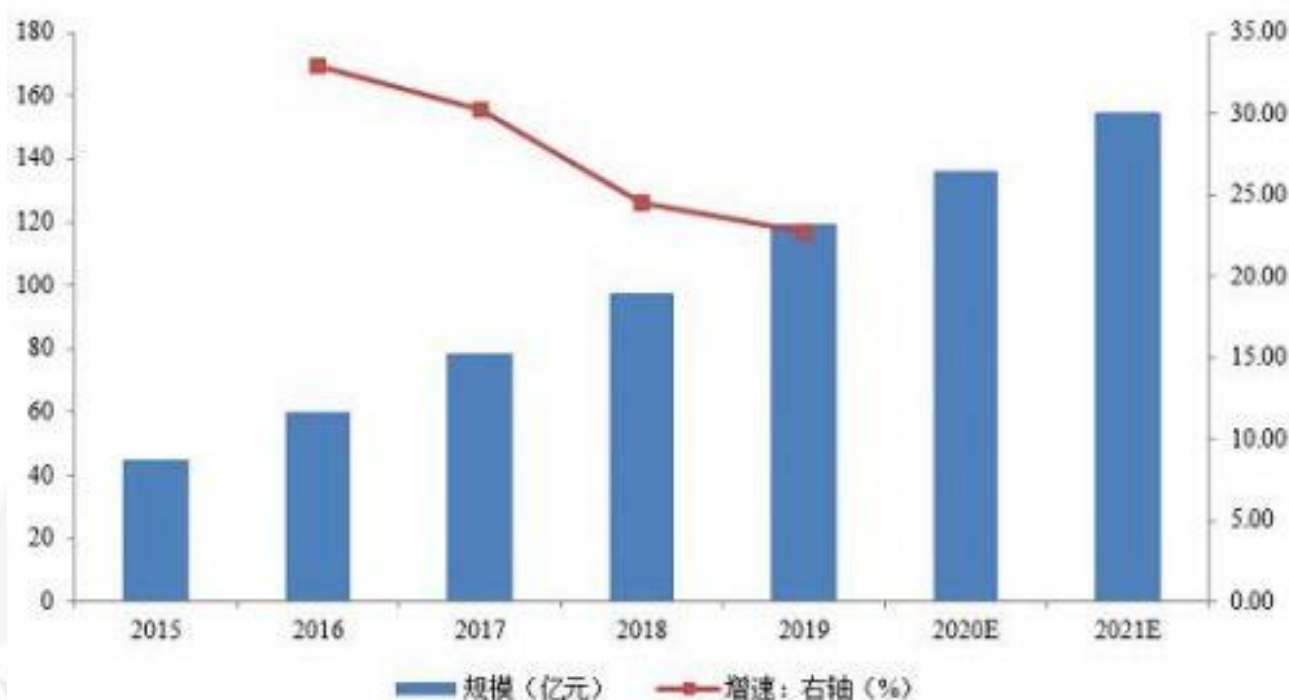
良好的填充效果和生物兼容性，注入到肌肤表层后不仅可以起到填充凹陷部位、抚平皱纹、修饰脸部轮廓的作用，还能为皮肤提供营养物质，使皮肤变得更加水润光滑。正因为这些特性，玻尿酸在补水、填充和除皱等轻医美项目中得到了广泛的应用，市场规模也日益扩大。数据显示，我国玻尿酸市场规模从 2015 年的 45.2 亿元增长至 2019 年的 136.0 亿元，年复合增长率为 27.5%，预计在 2021 年市场规模可达到 154.6 亿元。

玻尿酸分类及用途

分类	用途
注射液玻尿酸	用于预防手术粘连、抗衰老、注射美容等
滴眼液玻尿酸	用做减轻药物刺激、延长药效的药物载体
外敷玻尿酸	用于各类保湿护肤品中
食品用玻尿酸	用于营养补充食品中

资料来源：苏宁金融研究院根据公开信息整理

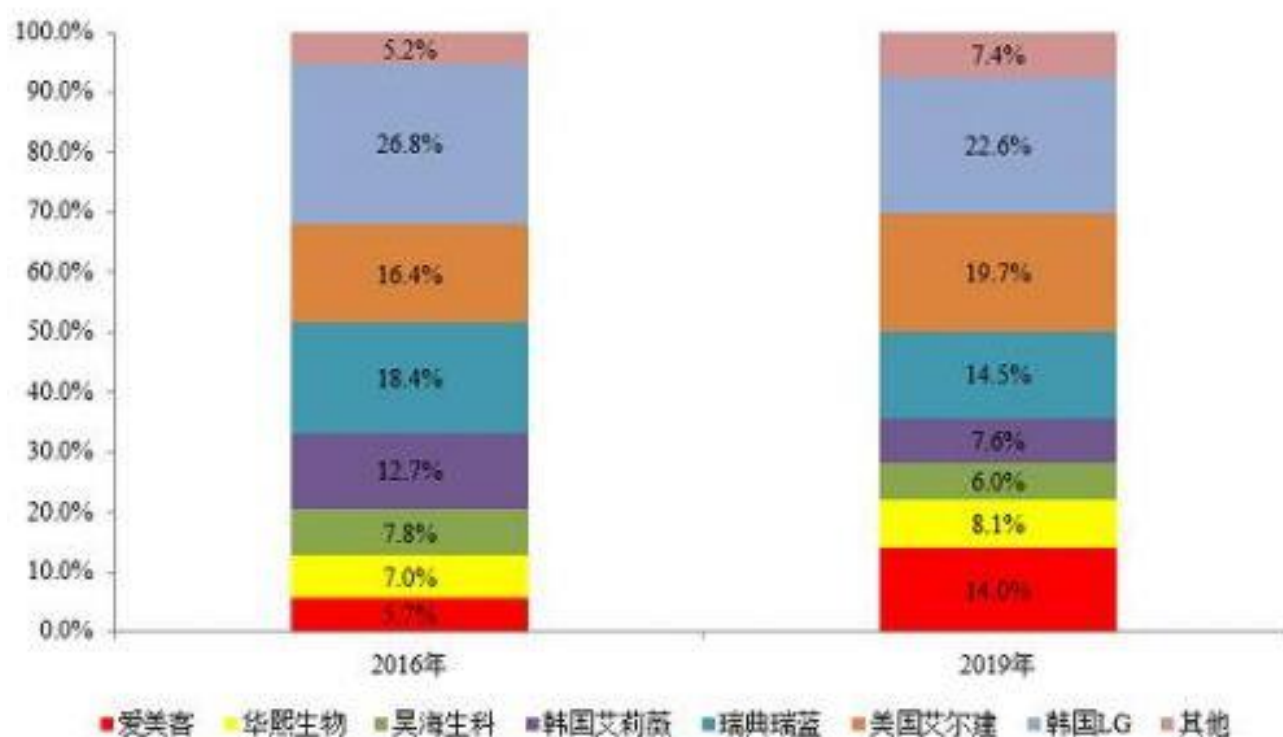
我国玻尿酸市场规模统计及预测



数据来源：中商情报网，苏宁金融研究院

长期以来，我国玻尿酸市场一直都是由国际品牌主导，超过六成份额的玻尿酸产品都来自于进口，其中在 2019 年，韩国 LG 化学和美国艾尔建两家公司合计占比就达到了 42%。不过，近几年本土品牌正日渐崛起，伴随着国产玻尿酸生产工艺与产品质量的不断优化，以及消费者对国产品牌认可度的持续提高，未来玻尿酸的国产替代进程还将进一步得到深化。

我国玻尿酸市场格局



数据来源: Frost & Sullivan, 苏宁金融研究院

在本土品牌当中，以爱美客、华熙生物和昊海生科为代表的“玻尿酸三巨头”最具竞争力。数据显示，三者合计占据的市场份额已从 2016 年的 20.5% 提升至 2019 年的 28.1%。其中，爱美客的市占率从 2016 年的 5.7% 快速升至 2019 年的 14%，华熙生物的市占率则由 7% 上升至 8.1%。

值得一提的是，三家公司业务布局侧重领域各有不同：爱美客专注于医美填充类产品，华熙生物业务涉及医疗终端产品、功能性护肤品、原料产品等等，昊海生科则涉及眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四大领域。由于在玻尿酸业务上的布局，三家公司都表现出强劲的增长态势，在资本市场上更是大放异彩。

以爱美客为例。财报数据显示，2015~2020 年，爱美客营业收入符合增长率高达 44.6%。虽然 2020 年受疫情影响，公司经营承压，但凭借着专治颈纹的玻尿酸产品嗨体等营收的迅猛提升，公司全年依然实现了 7.09 亿元的营业收入，同比增长 27.2%；实现归母净利润 4.40 亿元，同比增长 43.9%。正是因为业绩和成长性上的出色表现，爱美客登录创业板首日，股价就暴涨了 187.56%。随后的三四个月里，爱美客股价更是一路狂飙，从 2020 年 9 月 28 日的 340 元/股上涨至 2021 年 2 月底的 1331 元/股，风头无两。时至今日，爱美客市值已突破 1400 亿元，成为了 A 股市场上不折不扣的大牛股。

此外，华熙生物和昊海生科在资本市场上同样表现不俗，这里不再赘述。

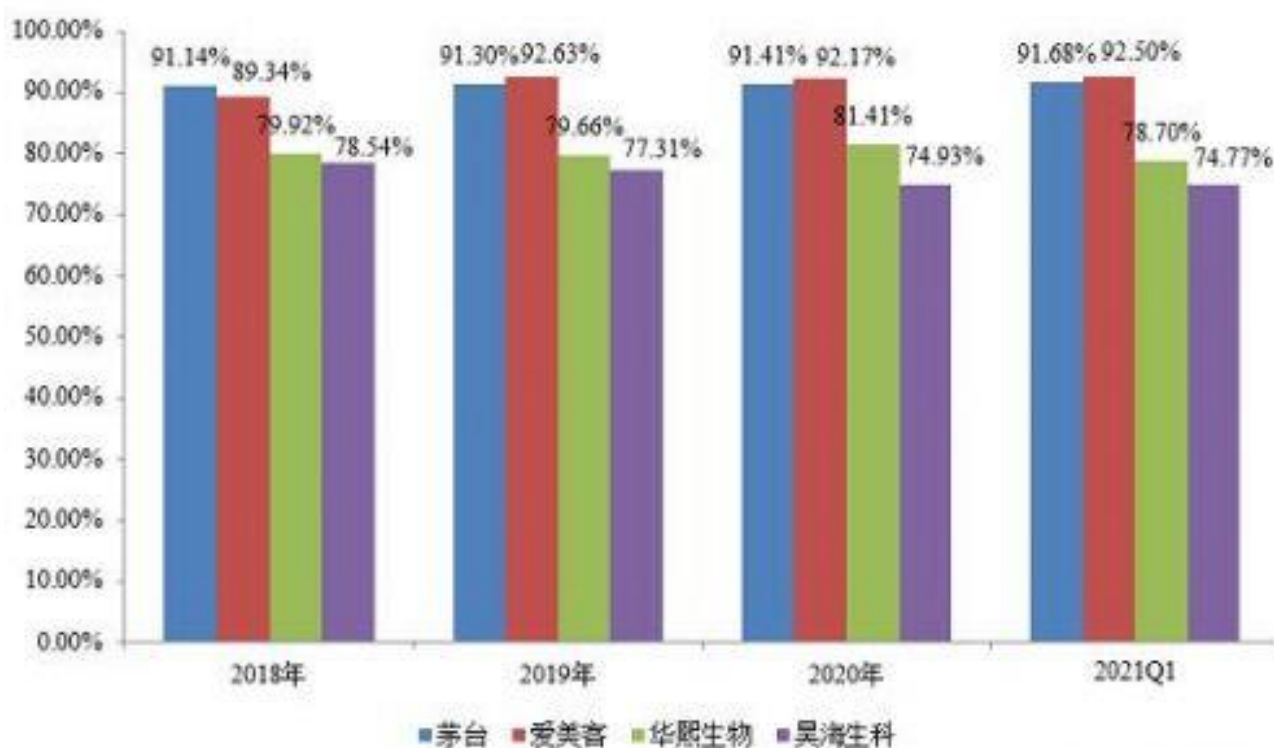
3

玻尿酸是好生意吗？答案当然是肯定的。除了前文提到的居民收入提高、思想观念转变、国产替代加速等因素之外，还有如下“三高”，让玻尿酸成为了一门可以“躺着赚钱的生意”：

其一，高毛利率。

本文开篇提到，茅台之所以能成为国内第一股，超过 90%的毛利率发挥了关键作用。然而比起茅台，玻尿酸的暴利程度并不逊色。数据显示，爱美客的毛利率自 2019 年起就高于茅台，2021 年一季度甚至达到了惊人的 92.5%，而华熙生物和昊海生科的毛利率几乎也达到了 75%以上。

茅台与“玻尿酸三巨头”毛利率对比



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31979

