

出品 | 虎嗅商业消费组

作者 | 周月明

题图 | 视觉中国

内卷的护肤品赛道，“医美概念”到底是新出路还是新红海？

5月5日，巨子生物（旗下包括可复美、可丽金等品牌）向港交所递交招股书，正式冲刺IPO。据弗若斯特沙利文数据显示，按零售额计，巨子生物是2021年中国第二大的专业皮肤护理产品公司，同时从2019年起连续三年一直是中国最大的胶原蛋白专业皮肤护理产品公司。

让巨子生物被关注的，还有其“赚钱”能力，来自招股书的数据显示，2019年至2021年，巨子生物的营收分别为9.57亿元、11.90亿元、15.52亿元，而其过去三年的平均毛利率约为85%。巨子生物被视为“医美面膜”（专业名称为“医用敷料”）这一细分赛道的代表性公司，从招股书的信息看，医用敷料产品是支撑巨子生物的关键，随着巨子生物冲击IPO，“医美风”到底能热多久，成为圈内人关注的焦点。

有着七年行业经历的医美机构老板李林红聊到消费者心态变化时，总结说：“女孩儿着迷‘功效’、‘医美’这样的概念，但凡有这几个字样的产品就比普通护肤品好卖得多。”

年轻消费

群体重成分党的崛起

起，被视为护肤赛道“医美风”的增

长引擎。艾瑞咨询

发布的《2021年中国功效型护肤品行业研究报告》显示，成分与功效成了消费者最重视的护肤理念，占据调研人群的80%。

需求火热自然催生出一批有着医美概念的护肤品公司，壮大之后的它们，也不约而同的寻求资本的关注。单是医美面膜这一赛道，短时间内就冒出三家IPO。

他认为从一些指标来看，“医美概念”对护肤品的利润状态和复购率影响明显。

不过，虽然被部分投资者看好，但“医美护肤概念”公司的上市之路并不太顺利。创尔生物先是冲刺科创板失败，后又转战北交所；敷尔佳更是洋洋洒洒回复了501页监管层问询后，还是变成了中止审核。巨子生物能否顺利闯关，争当“医美面膜第一股”，敲钟之路也因“前辈的坎坷”蒙了一层阴影。

当然，除了上市的不确定性，摆在巨子生物眼前的，还有更多挑战。研发能力、销售模式以及盈利模型，都是巨子生物要面临的关卡。

研发投入与科研背景“反差大”

“医”字天然有种公信力，医美面膜公司们也在努力营造自己的“内行感”，若查看它们的背景，可发现或多或少都与医疗、科研机构“沾亲带故”。

比如敷尔佳的前身曾是东北药企哈三联的代理商，巨子生物的联合创始人本身就是一对科学家夫妻。

据招股书称，巨子生物董事会

主席严建亚1988年获得西北大学

化学工程学士学位，后留校任教，他的妻子范代娣是公司执行董事兼首席科学官，1994年博士毕业后回到西北大学，担任生物医药研究院院长。巨子生物视为核心科技的“类人胶原蛋白”也是这位灵魂人物的研发成果。

除了创始人夫妇有学术背景，虎嗅在查询巨子生物背景资料时，曾看到过与其相关的不少活动中，都有西北大学教授的身影出现。

比如公司旗下可丽金品牌创始人马晓轩

，不仅是西北大学教授，还是西安创客村电子商务公司的总经理（该公司是巨子生

物的第

一大客户，创

建网站创客云商也是巨子生

物重要销售渠道)；又比如西北大学经济管理学院教授王珏

也曾多次发文介绍创客云商平台，并出席过巨子生物工厂参观活动；除此之外，西北大学校长郭立宏

也曾“站台”创客云商第三届产业互联网峰会，并称赞范代娣团队的科研成果。巨子生物的背后仿佛有一个西北大学教授联盟。

相较于敷尔佳来说，巨子生物的“专业背景”貌似更为深厚，敷尔佳前身只是哈三联的代理商，其独立研发能力曾在IPO时受到质疑，据当时的招股书，哈三联才是掌握核心专利的一方，且自身也已经开始生产同类产品。如果这样来看的话，巨子生物貌似更有研发优势。

不过，有意思的是，有着“闪闪发光”高校科研资源的巨子生物，研发投入却是另一重景象。

据招股书，2019年至2021年，巨子生物研发占营收比例分别为1.2%、1.1%和1.6%，只比被认为“缺乏独立研发能力”的敷尔佳高一点（敷尔佳报告期内研发费用占比仅在0.1%左右）。但高校、医疗背景都相对较弱的创尔生物2021年研发占比已达9.25%，其他医美赛道上市公司比如华熙生物、爱美客，2021年这个比例也分别达到5.7%和7%。

除此之外，若对比研发团队规模的话，巨子生物也不占优势。据财报，其研发团队共84人，占雇员总数12.6%。相较之下，创尔生物技术人员占比达32%，华熙生物、爱美客2021年这一占比也达到17%、23%。

由此可见，相较于自己的科研背景，巨子生物在研发投入上似乎略显“吝啬”。

在

一份

2022年5

月10日的巨子生物

交流纪要中，有人对巨子生物研发投入不多，专利壁垒如何提出了疑问。

据交流纪要的回答，研发投入占比不高的原因在于技术由范教授自身掌握，很多技术投入成本没有量化。而对于专利壁垒如何，交流纪要的回答就比较模糊了，其称巨子生物技术开发较早，很早就注册了商标。在商标上面，只有巨子生物有类人胶原蛋白概念，其他产品多为重组胶原蛋白。但技术层面上，巨子生物的产品与人体

胶原蛋白结构接近度很高，其他产品不了解。

无论如何，巨子生物的高校背景、科研背景都是其重要背书。在营销专家眼里，这被视为很重要的营销手段。

“这种模式会给消费者一种降维打击的感觉，就像军用品走向民用领域。”品牌营销专家李雷林告诉虎嗅。

“关系好”的第一大客户

值得注意的，还有巨子生物的销售模式。

从招股书来看，巨子生物对单一销售渠道的依赖比较严重。其客户虽然包括个人消费者、电商平台、医院、诊所等，但第一大客户收入占比却非常高。数据显示，2019年、2020年及2021年，最大客户就单独贡献了52.2%、49.3%及29.3%的收入。

这第一大客户的来头更是有趣：其名为西安创客村，本身就与巨子生物有着很紧密的关系。

在上文中，曾提到西北大学教授马晓轩不仅是可丽金品牌的创始人，还是西安创客村的总经理，而据西安日报早期报道，西安创客村的创始人正是巨子生物的CEO严建亚，可以看出最大客户与公司关联甚多。

那么西安创客村又是一家怎样的组织呢？其创办的创客云商，就是巨子生物旗下产品一个重要的线上销售平台。据早期报道，想要加入创客村需要缴纳12000元成为分销商，加入后享受3.5折的拿货价，同时可以邀请他人加入，拉一个1200的创客可以拿2400的提成，如果达到一定层级，例如专员、社群总监，还能在你所有下线的销售额中抽取提成。

一位两年前曾是可丽金、可复美代理的西安女士向虎嗅描述了当时的经历，其称那时大部分产品都卖给了身边朋友、家人，最后有2万多元的货没卖出去全都自用了。

值得注意的是，早在2013年，巨子生物还曾与电子商务公司万色城合作推出“万色水母”系列护肤品，当时主打的是朋友圈微商销售模式，2015年，巨子生物与万色城结束合作，而后者曾因品牌太过单一等原因于2019年冲击上市失败。

抛开关于创客云商平台销售模式的争论，财报数据可见的是，2021年，巨子生物第

一大客户西安创客村占营收比例的下滑，由2020年的55%降至38%，从这一角度而言，巨子生物对于西安创客村的依赖在减弱，但从另一面来看，对巨子生物新的客户开拓能力要求不断增高。

## 营收与利润的平衡

对于投资者而言，医美面膜赛道的一些指标看上去很是“靓丽”。

比如净利率堪比茅台。据虎嗅查询，敷尔佳报告期内（2019年至2021年前三季度）毛利率基本都在75%以上，净利率基本在49%左右。巨子生物报告期内（2019年至2021年）毛利率基本都在85%左右，净利率更是分别达到60%、69%和53%，要知道的是，茅台净利率基本都在52%左右。

又比

如有着优

越的复购率。据招

股书称，2021年，巨子生物旗下可

复美品牌在天猫商城的复购率为42.9%，可丽金为32.4%。

这种高复购率也得益于其营销方式，医美机构老板李林红跟虎嗅分享了一个细节，每当客户做完医美手术之后，他们就会向顾客推荐可丽金、可复美等术后修复产品，并强调前一周最好每天早晚各用一片，一般而言，女孩儿们都会在这种时候备上几盒医美面膜，并很快消耗掉。

不过，值得注意的是，纵使有这些“靓丽”的指标，巨子生物的IPO前辈们业绩增长已经显现乏力了。

据财报显示，创尔生物2020年之后就陷入增长危机（当年营收同比增速仅为0.22%），2021年更是开始下滑（营收同比降20%）；敷尔佳营收259%的高速增长只发生在2019年一年，之后就开始回落（2020年营收增速18%、净利润微降2%）。

相较之下，巨子生物的营收增速相对高一些（2020年和2021年分别为25%、30%

公允价值相关收益有关，若剔除这部分收益，其2021年净利润增速为24%。

眼下，摆在巨子生物面前的，是营收与净利润的平衡，若想持续保持业绩高增长，必然要投入更多成本。

从财报数据来看，报告期内巨子生物的销售开支大幅增加。2019年至2021年，公司销售开支分别为9000万元、1.6亿元及3.5亿元，分别占当年总收入的9.8%、13.3%及22.3%。

这虽然支撑了营收的增长，但同时也拉低了巨子生物的高净利率，2021年，巨子生物的净利率一度降了16个百分点，由69.4%下滑至53.3%。

品牌专家李雷林告诉虎嗅，若公司盈利空间过高与业绩增速平淡同时存在的话，有时并不意味着是件好事。或许是公司路线比较保守，不愿拿利润再投入换更多营收；更坏的情况是公司也想扩大投入，但市场已没有太多回报率高的机会点。业绩增速与盈利空间一向是企业面临的平衡问题。

正在改变与想要改变世界的人，都在 虎嗅APP