

颜值时代，医美崛起

——美丽经济趋势下我国医美产业深度剖析

行业深度

◆医美概述：颜值经济崛起，2020年超3000亿市场规模可期

我国医美发展经过三个阶段：建国后-1980年初萌芽；1980-2008年逐渐兴起；2008年后我国医美行业进入加速发展的阶段，相关公司拥抱资本化浪潮、行业并购整合频繁、跨国合作加深。

受益于精致生活理念渗透、居民美丽需求日渐凸显，医美客群基础广谱化，2017年我国医美市场规模1760亿元，成为继美国和巴西之后的世界第三大医美市场；据ISAPS预测2020年我国医美市场预计达3150亿元，2018~2020年复合增速29%，其中非手术类占主导，2017年数量占比71%、未来继续提升至2019年的74%。

◆产业梳理：上游门槛高、盈利强，下游发展早期、盈利能力及集中度待提升，中游配套服务商兴起

医疗美容的产业链包含上游医疗美容试剂设备生产商、下游医美机构、以及中游医美资讯/广告、保险等配套服务：上游门槛较高、集中度较高，企业盈利能力强（毛利率60~90%，净利率25~60%）；下游高度分散化，营销投入高（占收入比重约30~40%），仍处发展早期、盈利能力较弱（多数企业净利率不足10%）、集中度待提升；中游服务商种类丰富，其中医美互联网平台解决行业信息不对称的痛点、模式创新及发展空间前景广阔。

◆未来展望：行业规范助力行业发展，产业并购整合、集中度提升

我国医美行业起步较晚，目前发展仍较粗放，诸多风险凸显。针剂原料混乱（注射类针剂仅20%为正品）、从业者水平参差不齐（正规医生占比仅10%）、机构质量良莠不齐（黑诊所数量是正规诊所6倍）、信息不对称等。而随着监管的成熟和医美资讯平台的出现，行业将向规范化方向发展。

在下游企业中，龙头优势明显、未来集中度望提升、盈利能力望改善。作为重资产行业，医美企业的扩张需要较大投入，与自建医院相比，并购能快速实现区域扩张。近年医美行业并购整合持续推进，预计未来并购会成为集中度提升的主要手段。相关主板公司携资金实力与执行力，积极并购整合，布局医美领域；三板公司多为专科医院，通过内生增长及外延并购、经验复制+内部培养等连锁化运营提升集团整体竞争力。

◆相关公司：主板公司跨界并购快速布局医美朝阳行业、三板专业医美公司“内生增长+外延整合”发展动力足，行业龙头暂未上市

颜值经济潜力巨大，医美行业具备3年翻番的空间，空间广阔建议关注相关标的：（1）A股相关公司布局较晚，凭借资金实力迅速并购大量医美终端进入行业，未来有望抢占行业优质资源、持续整合诞生医美集团，如打造“女装+婴童+医美+化妆品”生态圈的朗姿股份，深挖地利、打造亚洲最大整形集团的苏宁环球；（2）三板以医美医院为主，具有丰富行业经验，通过扩充新产品、新项目实现内生增长，同时通过外延并购+经验复制等实现连锁扩张后的集团化运作，发挥协同效应、提升集团总体价值，如华韩整形、利美康、丽都整形（已退市）、伊美尔（已退市）等；（3）美莱、艺星（2018年6月申请香港上市）等龙头未上市、医院数量领先同业、运营经验丰富。

◆风险分析：医美服务不规范、相关政策收紧，医美需求扩张较慢等。

分析师

李婕（执业证书编号：S0930511010001）

021-22169107

lijie_yjs@ebsec.com

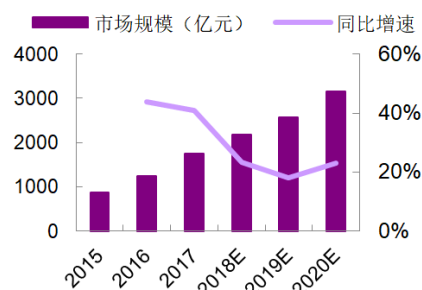
联系人

罗晓婷

021-22169049

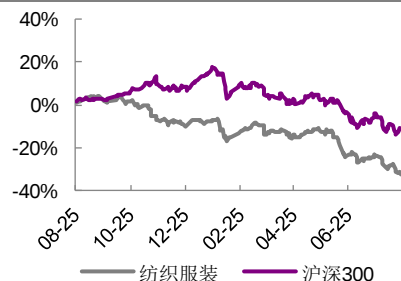
luoxt@ebsec.com

医美行业市场规模及增速



资料来源：ISAPS

行业与上证指数对比图



资料来源：wind

相关研报

匠心打造中高端服饰集团，差异化定位龙头快速成长——比音勒芬（002832.SZ）投资价值分析报告

2018-8-16

消费升级助力行业高景气，本土品牌占优拥抱成长——母婴童深度报告系列（一）

2018-8-15

演绎中至高档女装，缔造年轻原创时尚——地素时尚（600357.SH）新股深度报告

2018-6-21

化妆品行业蓬勃发展，本土品牌锋芒初露——化妆品行业深度报告

2018-6-17

目 录

1、 医美行业：颜值经济崛起、3000 亿市场可期.....	7
1.1、 医美概述：颜值当道，科技助力	7
1.1.1、 定义：技术改变颜值，人生不是天生.....	7
1.1.2、 发展：2008 年后我国医美行业进入快速发展阶段.....	8
1.2、 行业空间：市场广阔、增长迅速，非手术类是亮点.....	10
1.3、 驱动因素：美丽需求明朗化，客群基础广谱化.....	12
2、 产业梳理：上游高门槛、下游低集中度、APP 互联新趋势	15
2.1、 产业链概述：上游原料器械+下游美容机构+相关服务商.....	15
2.2、 上游：高门槛导致高集中度	15
2.3、 下游：集中度低、营销费用高	20
2.4、 服务商：助力医美生态圈形成	22
3、 未来展望：规范化/集中化是大势所趋，产业并购是主要途径	24
3.1、 行业整体：处于初级阶段，未来会向规范化发展	24
3.1.1、 现状：规范性尚有提升空间，美丽消费存隐患.....	24
3.1.2、 趋势：标准化推进+信息不对称改善，行业向规范化发展	25
3.2、 下游龙头优势明显，集中度和盈利能力望提升.....	27
3.3、 并购是提升集中度主要手段，上市公司布局加速.....	28
4、 相关公司梳理.....	31
4.1、 医美行业相关公司概况	31
4.2、 A 股：跨界打造医美生态圈	32
4.2.1、 苏宁环球：打造“亚洲第一，世界一流”医美品牌	32
4.2.2、 朗姿股份：打造“女装+婴童+医美+化妆品”生态圈	36
4.3、 新三板：终端服务提供商为主	37
4.3.1、 华韩整形：连锁式扩张、集团化运营的医美第一股	37
4.3.2、 利美康：西南知名医美品牌，并购实现区域扩张	41
4.3.3、 丽都整形（已退市）：自建模式扩张，打造“医、教、研”一体化的专业医美医院.....	44
4.3.4、 伊美尔（已退市）：国内首家专业整形美容的连锁集团	45
4.4、 其他：非上市公司医美企业	46
5、 风险提示.....	47
附录：	47

图表目录

图 1：医疗美容和生活美容举例及区别	7
图 2：全球医美行业发展历程	9
图 3：2016 年各国整形医生数量及占全球的比例	9
图 4：2016 年各国医美项目数量（万例）	9
图 5：我国医疗美容行业发展阶段	10
图 6：2015 年全球主要医美国家每万人整容次数	10
图 7：我国医疗美容行业规模	11
图 8：我国非手术类医美项目数量占比持续提升	12
图 9：美图公司相关应用不断推出满足人们美丽需求	12
图 10：美图公司月活跃用户数量（百万人）	13
图 11：2016 年全球医美市场消费者性别分布	13
图 12：2016 年我国医美女性消费者年龄分布	13
图 13：2016 年我国女性年龄分布（百万人）	14
图 14：2016 年我国医美消费者各个客群的人数占比	14
图 15：医美产业链情况	15
图 16：医美上游主要产品	16
图 17：2016 年全球最受欢迎的整形美容手术数量（万例）	17
图 18：玻尿酸销量市场份额（2015 年）	18
图 19：玻尿酸销售额市场份额（2015 年）	18
图 20：国内医疗美容机构主要类型	20
图 21：2017 年医美机构销售费用高昂	22
图 22：医美 APP 的出现改变了医疗美容的消费模式	22
图 23：2017 年我国医美正规与非正规机构数量（家）	24
图 24：2017 年我国正规与非正规手术数量（万例）	24
图 25：非法执业者与合规执业者人数	24
图 26：非法医美不良影响不同情形案例数量占比	24
图 27：规模扩张、业务成熟使得医美服务流程精细化	28
图 28：2001-16 年中国医美行业并购规模及案例数量	28
图 29：2013-16 年医美行业上游和下游并购金额占比基本对半	29
图 30：苏宁环球营收及增速	33
图 31：苏宁环球归母净利及增速	33
图 32：2017 年苏宁环球分业务收入占比	34
图 33：苏宁环球房地产业务收入、增速及占总收入比重	34
图 34：苏宁环球毛利率、期间费用率、净利率	34
图 35：苏宁环球三费率	34
图 36：朗姿股份收入及增速	34

图 37：朗姿股份归母净利及增速	34
图 38：2017 年朗姿股份分业务收入情况	34
图 39：朗姿股份医美业务收入及增速、占总收入比重	34
图 40：华韩整形收入及增速	34
图 41：华韩整形归母净利及增速	34
图 42：2017 年华韩整形分块业务收入占比	39
图 43：华韩整形分业务收入（亿元）及增速	39
图 44：华韩整形毛利率、净利率	39
图 45：华韩整形三费率	39
图 46：利美康收入及增速	39
图 47：利美康归母净利及增速	39
图 48：2017 年利美康分业务收入情况	42
图 49：利美康分业务收入（百万元）及增速	42
图 50：利美康毛利率、期间费用率、净利率（%）	42
图 51：利美康三费率	42
图 52：丽都整形收入及增速	44
图 53：丽都整形归母净利及增速	44
图 54：2017 年丽都整形分业务收入情况	45
图 55：丽都整形毛利率、期间费用率、净利率（%）	45
表 1：医美包括美容外科、美容皮肤科、美容牙科和美容中医科	8
表 2：手术类和非手术类医美主要项目	11
表 3：主要医疗美容药剂和设备生产商获批时间	16
表 4：我国市场上获批的肉毒素品牌具体情况	18
表 5：玻尿酸前十大品牌情况	18
表 6：医美器械主要品牌	19
表 7：国内代表性医疗美容终端	21
表 8：医美机构主要销售渠道	21
表 9：医美 O2O 主要平台	23
表 10：新氧盈利模式	23
表 11：新氧 APP 从消费者筛选期、决策期、恢复期入手提供更好的服务	23
表 12：非法上游产品带来医美安全隐患	24
表 13：我国医美医生不足	25
表 14：我国政府部门对医美的监管措施	26
表 15：医美医院相关标准情况	26
表 16：主要医美企业终端数量和医生人数	27
表 17：我国上市公司医美相关并购事件	29

表 18：医美相关主板上市公司情况.....	31
表 19：医美相关新三板公司情况	32
表 20：医美相关非上市公司情况	32
表 21：苏宁环球针对不同城市级别有不同的医美战略.....	33
表 22：苏宁环球盈利预测（收入、净利单位：百万元）	35
表 23：苏宁环球盈利预测与估值	36
表 24：朗姿股份医美相关业务布局.....	36
表 25：华韩整形盈利预测表（收入、净利单位：百万元）	40
表 26：华韩整形盈利预测与估值	40
表 27：利美康盈利预测（收入、净利单位：百万元）	43
表 28：利美康盈利预测与估值	43
表 29：国内外母婴童相关上市公司估值表.....	47

投资聚焦

研究背景

在精致生活理念升级和消费者美颜需求凸显的背景下，外表重要性的提升催生出强大的颜值消费力。作为帮助爱美人士修复、重塑容貌和身体部位形态的科技手段，医疗美容逐步深入人心。

为此，本文重点对我国医美行业上下游产业链、发展现状和趋势、相关公司等进行细致梳理和深度剖析，寻求能够充分分享行业红利的医美业态与相关标的。

本文创新之处

- 1) 医学美容作为医学的一项分支具有较强的专业性，因此本文从服务内容、资金投入、从业资质、经营许可等多个角度全面解释医学美容的定义。
- 2) 本文回顾了全球及我国医美行业发展历程：我国医美行业起步较晚，建国后开始萌芽，80年代以后逐渐兴起、进入2008年后多家医美专科医院成立、行业并购整合兴起、中外医美合作持续开展，行业进入快速发展期。
- 3) 本文重点研究我国医美行业发展空间：2017年我国医疗美容市场规模超1760亿元、成为世界第三大医美市场，而从人均水平上看，我国医美水平仍较为落后，未来我国医美行业在颜值经济动力下空间广阔，据ISAPS预测，2020年我国医美市场有望达到3150亿元、较2017年实现翻番、2018~2020年复合增速29.35%。其中手术类及微整形为医美两大细分领域，2017年微整形占比71%，有望继续提升至2019年的74%。
- 4) 本文全面解析了医美产业链上、中、下游的各自特征：上游医疗美容试剂设备生产商门槛高、集中度高、盈利强；中游医美资讯/广告、保险等配套服务商正逐步消除行业信息不对称等问题，近年兴起；下游为整形美容医院，仍处发展早期、盈利能力较弱、集中度待提升。
- 5) 未来我国医美行业将向规范化发展，其中部分优质医美公司凭借多年运营经验、借力资本实力进行连锁化扩张、未来行业集中度有望提升。

投资观点

在颜值经济崛起背景下，我国医美行业正经历蓬勃发展，行业维持高景气度，未来三年市场规模有望翻番。我们认为医美行业属于医学一项分支，具有较强的专业性，预计中长期看行业将向资质深厚、运营经验丰富、形成良好的内部人才团队培养机制的优质医美领导品牌集中。然而短期内我国医美行业仍处于发展早期、行业高度分散、大量医美医院经营待规范、诊疗水平待提高，虽然部分医美品牌已经凸显、但仍处于跑马圈地中、规模效应及盈利能力均有待凸显/提升，集团化运作水平仍待提高。

行业参与者主要有跨界并购进入该领域的A股上市公司、专科医美医院，其各有优势：1) 前者凭借雄厚的资金实力有望抢占行业优质稀缺资源、对外合作开展较为顺利，夯实竞争壁垒；2) 后者专业性强、行业经验丰富，通过外延并购及自建等实现区域扩张，经验复制提升集团整体经营质量，规模效应有望凸显。建议关注苏宁环球、朗姿股份、华韩整形、利美康等标的。

1、医美行业：颜值经济崛起、3000 亿市场可期

1.1、医美概述：颜值当道，科技助力

1.1.1、定义：技术改变颜值，人生不是天生

不管是社交网络晒照成风，还是小鲜肉们千万级别的微博粉丝，都表明这是一个“颜值经济”时代。窈窕淑女，君子好逑。如果没有上天眷顾的好容颜，那就得靠后天改变。变“美”可以通过软件手段（美图，PS），美妆手段（化妆、护肤）和科技手段（医疗美容）。其中医疗美容具有前者所不具备的彻底性、持久性、真实性。

医疗美容是指运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学手段对人的容貌和身体部位形态进行修复与重塑，具体包括美容外科、美容皮肤科、美容牙科和美容中医科。与生活美容^①和普通医疗相比，医疗美容在进入门槛、从业人员资格、美容方法、传播特点等方面，均有其自身的特点。与生活美容相比，医疗美容经营许可要求更高、美容方法科技含量更高、要求资金投入更多；而与普通医疗相比，医疗美容门槛则比较低、回报期更短、也更注重渠道营销。

图 1：医疗美容和生活美容举例及区别

医疗美容		生活美容	
经营许可证	需要《医疗机构执业许可证》及注明相应美容科目	不需《医疗机构执业许可证》，通常只需卫生许可证、营业执照等	
从业人员资格	必须获得相应临床医学的学历，且必须通过国家统一的执业医师考试并取得临床执业医师资格，同时还必须经过统一考试、获得省级以上卫生行政部门授予的美容医师资格	没有统一的技术职称标准。流行于社会上的各种美容师、高级美容师、国际美容大师等均不是技术职称，多是对外展示的商业性的形象包装	
美容方法	运用符合国家标准各类药物、各类手术(包括外科手术和激光等治疗)、中医疗法（针灸等），及符合国家标准各类医疗器械，如激光、射频、光子治疗(光子嫩肤)等	运用符合国家标准各类化妆品、保健品和非医疗用的器材，如运动器材、按摩器材等	
资金投入	大型手术器械具有重资产属性，需要较大资产投入	技术简单，场地较小，前期固定资产投入低	

资料来源：新氧 APP、医学美容教育网、中国知网《我国医疗美容市场的现状与对策》(中国医学科学院整形外科医院教育处 刘淑红)、光大证券研究所

^① 生活美容，指的是运用化妆品、保健品和非医疗器械等非医疗性手段，对人体所进行的诸如皮肤护理、按摩等带有保养或保健性的非侵入性的美容护理。

表 1：医美包括美容外科、美容皮肤科、美容牙科和美容中医科

科目	项目	细分项目
美容外科	头面部	面部整形
		下颌整形、改脸型、自体脂肪面部填充等
		眼部整形
		眼睑整形、开内外眼角、双眼皮、祛眼袋等
	躯干	鼻部整形
		隆鼻、鼻尖整形、鼻部再造、鼻部矫正等
		唇部整理
		兔唇修复、丰唇、薄唇等
		胸部整形
		隆胸、乳房下垂矫正、乳头乳晕缩小术等
		腹部整形
		全身、腰腹吸脂、腋臭手术等
		臀部整形
		四肢整形
美容皮肤科	会阴部	
	处女膜修补术、阴茎延长术、阴道紧缩术等	
	其他	
	体表小肿瘤切除、自体脂肪注射移植术等	
美容牙科	口腔	
	明星美牙、牙齿矫正、牙周矫正等	
	抽吸、填充及注射	
	伊维兰、爱贝芙、玻尿酸注射、肉毒素注射、胶原蛋白注射、美白针、水光针等	
美容中医科	化学剥落	
	化学换肤	
	激光和其他电磁波	
	彩光嫩肤、激光皮肤磨削术	
美容牙科	皮肤相关手术	
	皮肿瘤物切除、毛发移植、腋臭手术等	
美容中医科	牙齿美容修复、牙周美容技术操作、牙合畸形矫治	
	针灸、中药内服美容法、中药外治美容技术	

资料来源：中国卫生部，光大证券研究所

1.1.2、发展：2008 年后我国医美行业进入快速发展阶段

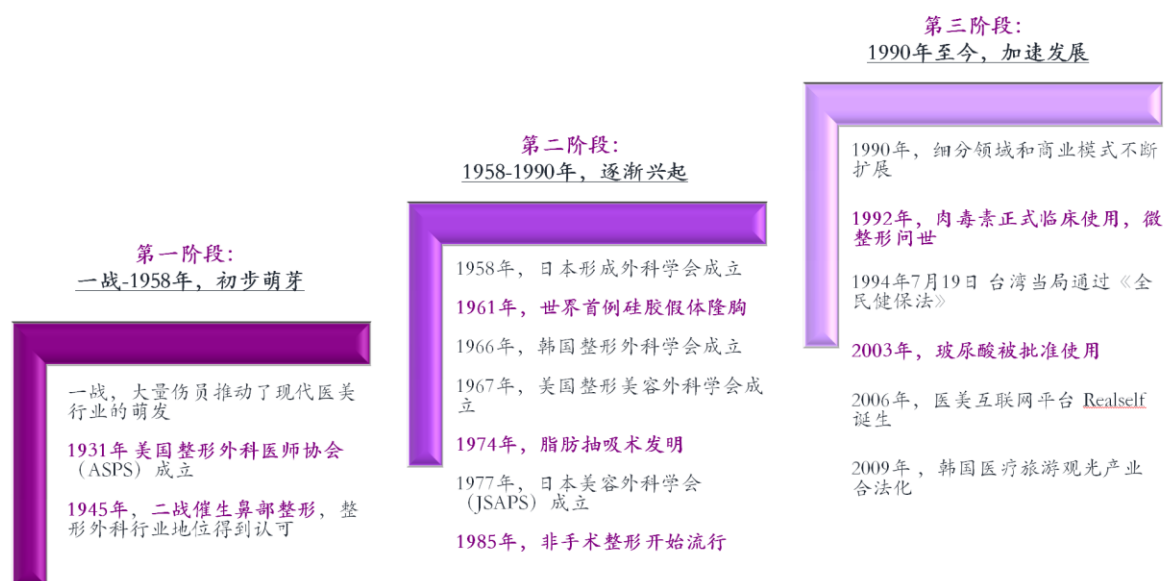
全球来看，整容行业是由一战开始后的外形修复手术开始发展的。1990 年之后，全球的整形行业开始进入快速发展期，细分领域和商业模式不断扩展。

1) 19 世纪 20 年代-1958 年，初步萌芽：战争推动了现代医美行业的萌发，如二战催生了鼻部整形。

2) 1958-1990 年，逐渐兴起：医美发展快速的国家纷纷成立了整形外科学会，行业开始规范化，如 1958 年 1 月，日本“形成外科学会”成立，是亚洲最早的整形协会；韩国（1966 年）、美国（1967 年）也先后成立整形外科学会。另一方面，技术的进步与应用是推动医美行业发展的核心力量，如首例硅胶假体隆胸（1961 年）的成功，脂肪抽吸术（1974 年）的发明。

3) 1990 年至今，加速发展：这一阶段，行业领域逐渐细分，商业模式不断扩展，各种美容注射材料不断被批准使用，如 1992 年肉毒素在美国正式临床使用、2003 年玻尿酸被批准使用，微整形得到极大发展；韩国更是形成了医疗旅游观光产业。

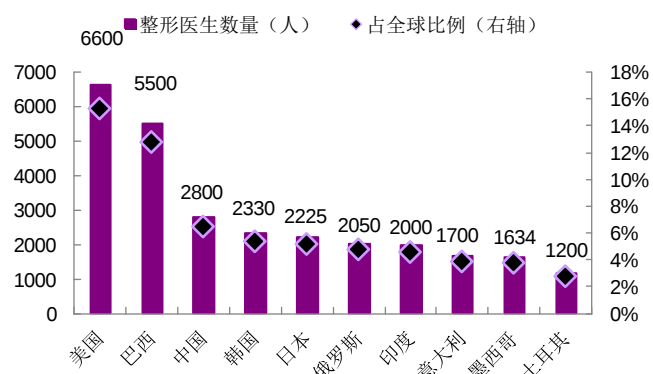
图 2：全球医美行业发展历程



资料来源：美国整形外科协会官网、清科研究中心、光大证券研究所

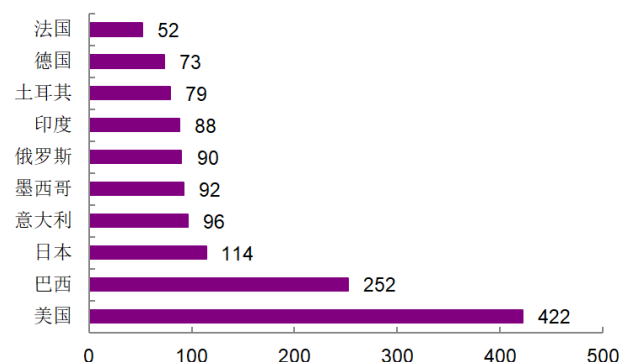
发展至今，全球的医美行业已经形成了基本稳定的格局。从各国医生数量和医美手术案例数量角度，美国都是全球医美第一大国。而在亚洲，韩国整形医生数量位居世界第四，且是全世界医美渗透率最高的国家。我国医美市场同样发展迅速、空间广阔，2016年我国的整形医生数量达2800人，在全球排名第三。

图 3：2016 年各国整形医生数量及占全球的比例



资料来源：ISAPS、光大证券研究所

图 4：2016 年各国医美项目数量（万例）



资料来源：ISAPS、光大证券研究所

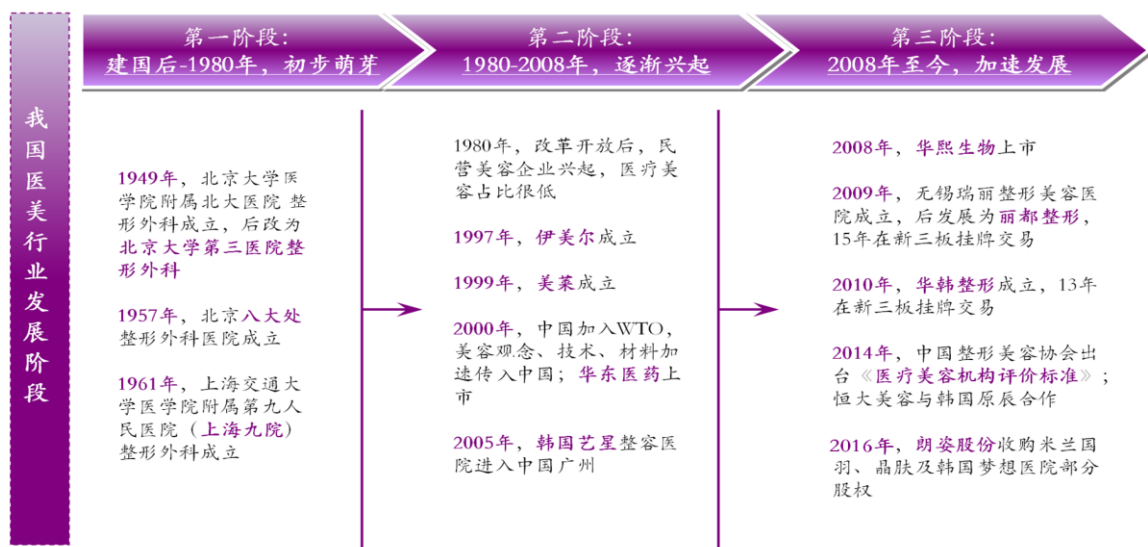
我国医美行业起源于建国之后，改革开放后开始兴起，目前已经进入快速发展的阶段：

1) 建国后-1980 年，初步萌芽：公立医院为主（以北京大学第三医院整形外科、北京八大处整形外科医院、上海九院为代表），规模较小、行业发展缓慢。

2) 1980-2008 年，逐渐兴起：改革开放后，民营美容行业兴起，医美仍然占比较低。随后，伊美尔（1997 年）、美莱（1999 年）等企业相继成立。而加入 WTO 后，人们观念进一步开放，为行业参与者提供了更多的机会，2005 年韩国整容集团艺星医院进入中国。

3) 2008 至今，加速发展：这一阶段有三个特点，第一是多家相关公司上市或挂牌，如 2008 年华熙生物香港上市、2009 年丽都整形前身成立、2010 年华韩整形成立；第二是行业整合并购频繁，朗姿股份、苏宁环球、复星等均通过并购对医美行业展开布局；第三是中韩合作进一步加深，以朗姿、恒大为代表，不断引进韩国技术和医生并推广。

图 5：我国医疗美容行业发展阶段



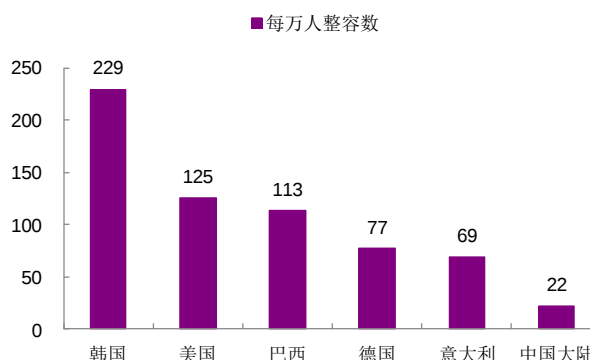
资料来源：各大医院官网、wind、光大证券研究所

1.2、行业空间：市场广阔、增长迅速，非手术类占主导

➤ 行业整体：渗透率偏低、空间广阔，2018-2020 年复合增速近 30%

渗透率角度，我国大陆地区每万人整容次数显著低于日本、韩国、中国台湾、泰国等东亚邻国（地区），根据 ISAPS 数据，中国大陆 2015 年于合法机构执行的整形疗程平均每万人约 22 次，远低于美国的 125 次以及韩国的 229 次。由此可见，我国医美行业渗透率较低，仍有广阔发展空间。

图 6：2015 年全球主要医美国家每万人整容次数

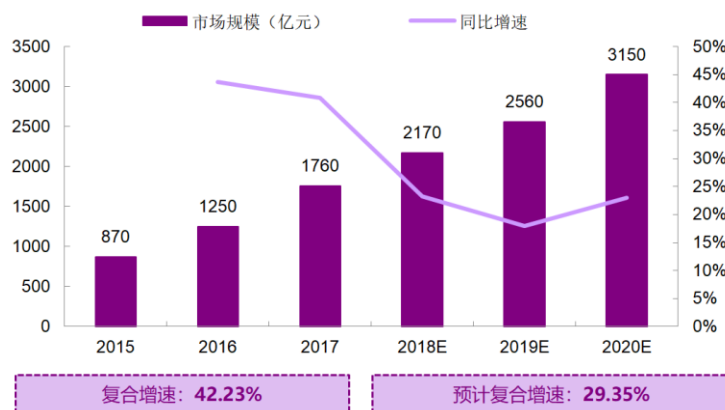


资料来源：ISAPS、wind、光大证券研究所测算

注：每万人整容次数由 2015 年各国年整形案例数除以该国人数（百万人）得到。其中各国年整形案例数取自 ISAPS2015 年报，国家人数来自 wind。

市场规模上看，2017 年我国医疗美容市场规模超过 1760 亿元，成为继美国和巴西之后的世界第三大医美市场。据 ISAPS 预测，至 2020 年，我国医美市场有望达到 3150 亿元，2015-2017 年的年复合增速高达 42.23%，预计 2018~2020 年的年复合增速达 29.35%。

图 7：我国医疗美容行业规模



资料来源：ISAPS、光大证券研究所

➤ 子行业空间：非手术类项目占主导，2019E 数量占比可达 74%

按照是否需要手术，医疗美容有手术类与非手术类两大分支。手术类医疗美容包括埋线双眼皮、吸脂瘦身等；非手术类医疗美容（又称“微整形”）主要包括四个领域，填充剂注射、无创年轻化、生化注射、激光治疗，具体包括光子嫩肤、美白针等。

表 2：手术类和非手术类医美主要项目

大类	小类	代表项目	价格区间（元）
手术类美容项目	五官医疗美容	埋线双眼皮	3000-5000
	美体医疗美容	吸脂瘦大腿	500-2000
	皮肤医疗美容	手术祛疤	1000-4000
	口腔医疗美容	半隐形牙齿矫正	10000-20000
	其他医疗美容	处女膜修复	2000-6000
非手术类医疗美容	填充剂注射	硅胶隆鼻	3000-10000
	无创年轻化	热拉提	8000-12000
	生化注射	美白针	1000-3000
	激光治疗	光子嫩肤	400-4000

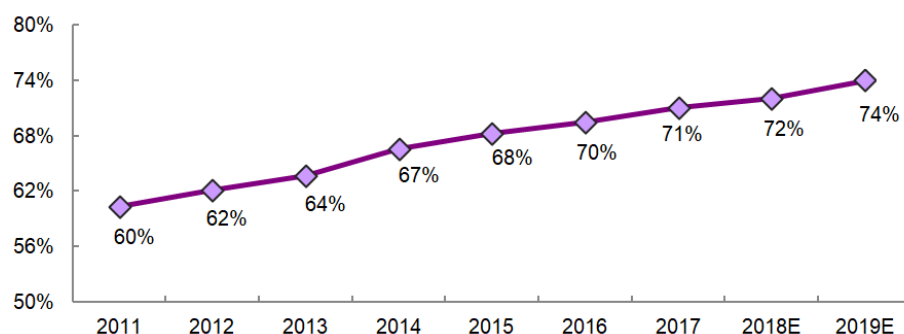
资料来源：新氧 APP、悦美网、华韩整形网站、光大证券研究所

注：此处各项目价格区间不包括优惠折扣。

与传统手术项目相比，非手术类项目创伤小，一般 1-2 天就可以恢复，这不仅降低了消费者的痛苦，最低限度占用消费者的时间，同时还满足部分消费者隐私需求^②。此外，非手术类项目大大提高了医美的成功率和安全性。多项优点致近年我国非手术类项目数量占比持续提升，2017 年非手术类项目数量占比 71%、较 2011 年提升 11PCT，据 Frost&Sullivan 预计、至 2019 年我国医疗美容非手术项目数量占比将继续提升至 74%。

^② 整形消费者的隐私需求指的是其不希望别人知道自己接受过医美治疗。

图 8：我国非手术类医美项目数量占比持续提升



资料来源：Frost&Sullivan、光大证券研究所

1.3、驱动因素：美丽需求明朗化，客群基础广谱化

➤ 消费升级：精致生活理念渗透、美丽需求日渐凸显

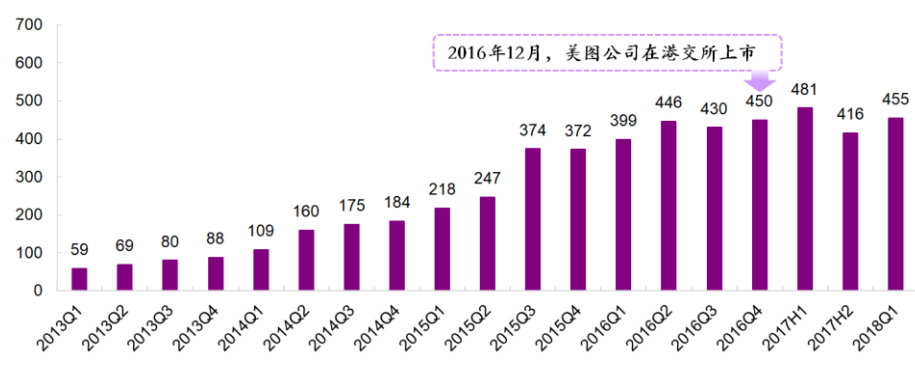
在精致生活理念升级和人们美颜需求提升的背景下，外表重要性的提升催生出强大的颜值消费力。以颜值应用典型代表美图公司为例，截止 2017 年 12 月末，月活跃用户数量已达 4.16 亿人，显示出人们越发强劲的美丽需求。

图 9：美图公司相关应用不断推出满足人们美丽需求



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 10：美图公司月活跃用户数量（百万人）



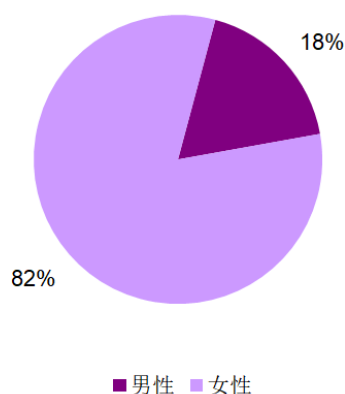
资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：美图公司公告未披露 2017Q1 的数据

➤ 客群基础：我国女性人数众多、收入提升，且消费者结构广谱化

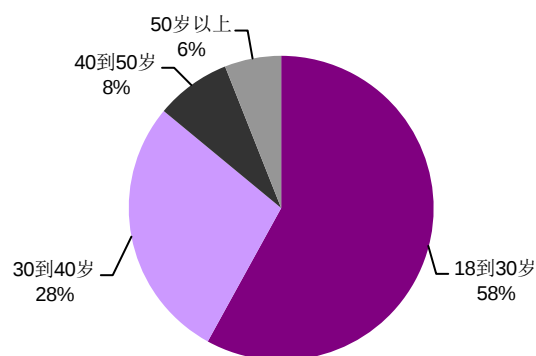
女性是医美市场的主要客群。从全球医美市场的经验来看，2016 年全球医美市场男女消费者占比分别为 18%/82%。而女性医美消费者中，18~30 岁/30~40 岁/40~50 岁的女性各占 58%/28%/8%，合计至 94%，构成了全球医美市场的主力消费力量。

图 11：2016 年全球医美市场消费者性别分布



资料来源：ISAPS，光大证券研究所

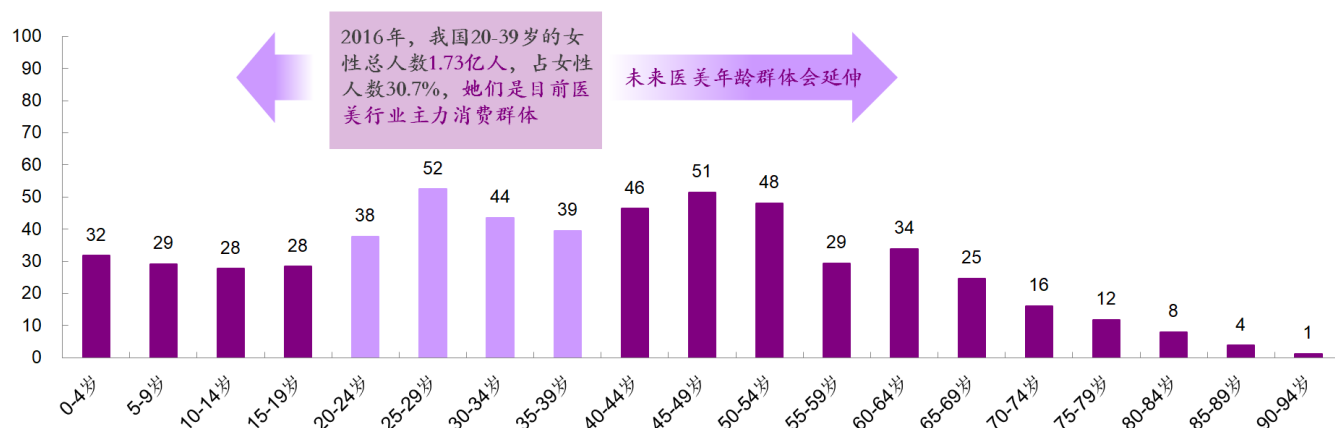
图 12：2016 年我国医美女性消费者年龄分布



资料来源：ISAPS，光大证券研究所

而我国庞大的女性人口基数可为医疗美容行业的发展提供广袤土壤。2016 年，我国 20-39 岁的女性总人数 1.73 亿人，占女性人数 30.7%，她们是目前医美行业主力消费群体。我国潜在女性客户群体广阔，且近年来随着女性人均可支配收入提高，女性消费力量进一步崛起，未来发展空间巨大。

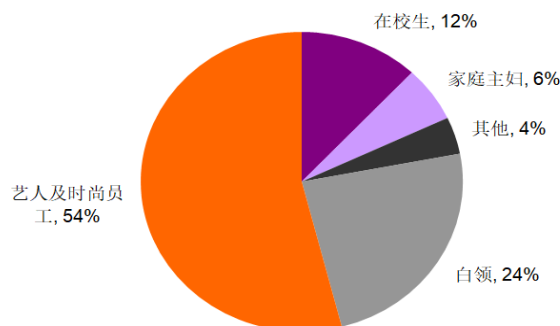
图 13：2016 年我国女性年龄分布（百万人）



资料来源：中国统计年鉴，光大证券研究所

我国的整形美容消费者客群也在不断广谱化。随着医疗美容的普及、以及媒体各类宣传不断教育消费者提升其接受度，消费人群的构成正在发生变化，在年龄、职业、收入、地域等多个维度上不断拓展，规模也日益庞大。最初的医美消费者以艺人和时尚类工作者为主，目前，我国医美消费者已覆盖多个客群，包括艺人及时尚员工、白领、在校生等多个群体。

图 14：2016 年我国医美消费者各个客群的人数占比



资料来源：德勤《中国医疗美容市场分析》、光大证券研究所

2、产业梳理：上游高门槛、下游低集中度、APP 互联新趋势

2.1、产业链概述：上游原料器械+下游美容机构+相关服务商

医疗美容的产业链包括两个环节，上游主要是医疗美容试剂和设备的生产商，下游主要是医疗美容机构。此外还有一些医美相关服务提供商，即广告宣传、医美 APP 以及医美保险等。上游的产品通过厂家直销或经销商经销的方式到达下游医美机构。下游医美机构利用广告宣传引导客流，运用医美 APP 交流信息，并将美容产品提供给消费者。

图 15：医美产业链情况



资料来源：Wind、清科研究中心、光大证券研究所

医美上游的产业集中度高，规范性强，龙头已具备规模优势，竞争格局基本稳定。下游的医疗美容机构集中度低，公立、私立、地下美容机构共存，行业发展尚不成熟，仍然处于整合阶段。

2.2、上游：高门槛导致高集中度

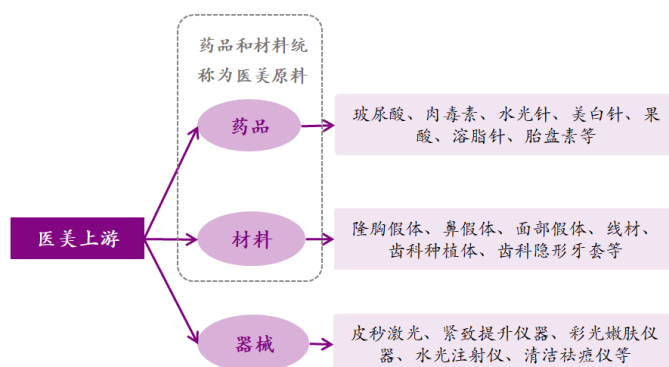
➤ 上游概况：分原料、器械两类，壁垒较高

医美行业上游由原料和器械构成，医美原料中药品类主要有玻尿酸^③、肉毒素^④、水光针、美白针、胶原蛋白、果酸等，材料类主要有隆胸假体、鼻假

^③玻尿酸：是一种粘性多糖，在制药、美容以及保健产品中被广泛运用。其具有的保水性、润滑性、假塑性、可降解性及生物相容性等诸多特性，具有塑造轮廓、抚平皱纹、提升肌肤弹性及均匀肤色的功效。

体、面部假体、齿科种植体等；器械主要有皮秒激光、紧致提升仪器、彩光嫩肤仪器、水光注射仪、清洁祛痘仪等。

图 16：医美上游主要产品



资料来源：新氧APP、光大证券研究所

上游医美原料普遍具有较长的研发周期和认证周期，技术壁垒和市场准入壁垒较高，药品监管监督要求较高、技术研发较难达标，这就导致上游原料进入门槛很高。例如我国肉毒素的认证周期^⑤为 8-10 年，玻尿酸认证周期为 3-5 年，通过认证的产品很少。器械方面对技术精密程度要求较高，比较依赖进口产品，准入壁垒较高。高门槛导致了市场的高集中度，同时也会产生高利润。玻尿酸和肉毒素占据了医美药品的大部分市场，医美设备使用最多的是激光美容仪，其他还有射频美容仪、美容注射器（注射填充材料用）、吸脂机等。

表 3：主要医疗美容药剂和设备生产商获批时间

类型	种类	厂商	品牌/产品	CFDA 获批时间
药剂类	肉毒素	美国 Allergan	Botox	2012 年
		兰州生物制品研究所	兰州衡力	2015 年
	玻尿酸	瑞典 Q-Med AB	瑞蓝 2 号	2008 年
		北京爱美客	EME	2009 年
		华熙生物	润百颜	2012 年
		北京爱美客	宝尼达	2012 年
		韩国 LG	伊婉	2013 年
		上海其胜	海薇	2013 年
		北京蒙博润	舒颜	2014 年
		台湾科研	法思丽	2014 年
		韩国 Humedix	艾莉薇	2015 年
		北京爱美客	爱芙莱	2015 年
		美国 Allergan	乔雅登	2015 年
		杭州协和	欣菲聆	2015 年

^④肉毒素：一种神经毒素，作用于胆碱能运动神经的末梢，以某种方式拮抗钙离子的作用，干扰乙酰胆碱从运动神经末梢的释放，使肌纤维不能收缩致使肌肉松弛以达到除皱、瘦脸的目的。

^⑤ 认证周期：从临床试验到拿到 CFDA 批文的时间。

	胶原蛋白	韩国 LG	伊婉	2016 年
		和康生物	肤美登	2016 年
		荷兰汉福	爱贝芙	2012 年
		双美	双美 1 号	2009 年
		美国曼托	妙桃	2013 年
	硅凝胶	法国 ES	唯美	-
		美国 Allergan	娜绮丽	2011 年
		广州万和	罗兰	2014 年
		上海威宁	浪漫情怀、丰韵佳人等	2014 年
		上海东月	硅凝胶乳房植入体	2014 年
		上海威宁	康宁	2013 年
设备类	激光美容	Lumenis	M22/Ultrapulse 等	2011 年
		飞顿	Soprano XLi/Harmony XL 等	2012 年
		索尔塔	MC-SYS-SR1500	2014 年
		深圳大族	Hans 系列	2012 年
		赛诺秀	Smartlipo 等	2013 年
		赛诺龙	eMatric 等	2011 年
		奇致激光	二氧化碳激光治疗仪	2008 年
	射频美容仪	Thermage	Thermacool	2002 年
		赛诺龙	Vela shape	2011 年
		飞顿	Accent XL	2014 年

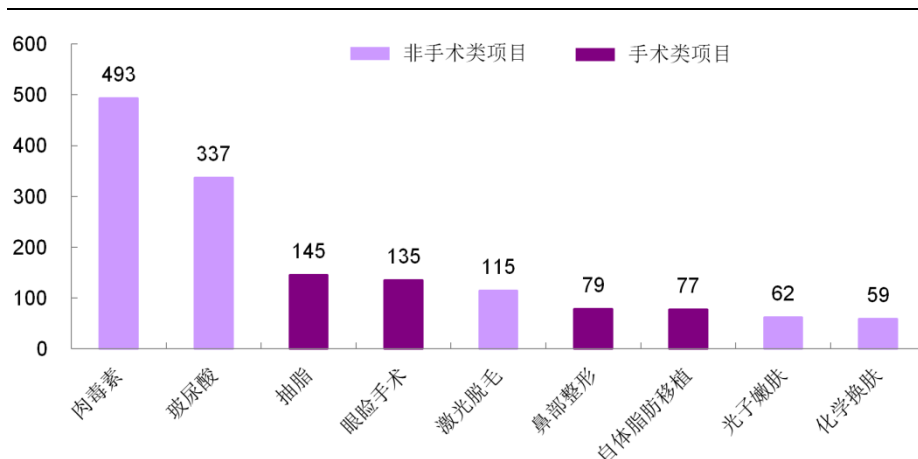
资料来源：CFDA、品牌官网、光大证券研究所

注：各个细分品类中的产品按照获批时间排序。

➤ 医美原料市场：高门槛、高集中度

医美药品中使用最为广泛的是肉毒素和玻尿酸。据 ISAPS，2016 年全球最受欢迎的整容项目分别是肉毒素、玻尿酸、抽脂、眼睑手术、激光脱毛、鼻部塑形、自体脂肪移植、光子嫩肤和化学换肤，其中，肉毒素和玻尿酸项目分别达到 493/337 万例，由于其相关整容项目的重要性，我们在医美原料市场重点对其进行分析。

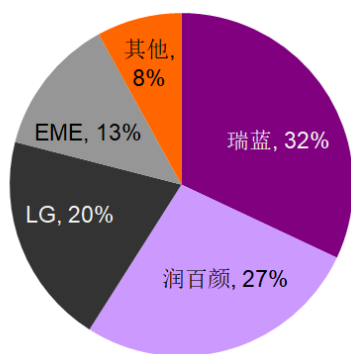
图 17：2016 年全球最受欢迎的整形美容手术数量（万例）



资料来源：ISAPS、光大证券研究所

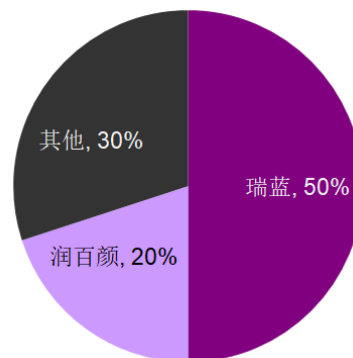
医美药品产业集中化和规模化程度高，行业门槛高，专业性和规范性强，生产进口皆需要获得相应的审批。目前，肉毒素获得正式批文的仅美国 Allergan 旗下 Botox 和兰州生物制品研究所的衡力。截止 2017 年 8 月，获得国家食品药品监督管理局 (CFDA) 审批的玻尿酸品种有 11 家企业的 13 个品牌。

图 18：玻尿酸销量市场份额（2015 年）



资料来源：华熙生物公告、光大证券研究所

图 19：玻尿酸销售额市场份额（2015 年）



资料来源：华熙生物公告、光大证券研究所

表 4：我国市场上获批的肉毒素品牌具体情况

品牌	研制成功时间	来源国家	产品特点/发展情况	终端售价（元/100 单位）
保妥适(Botox)	1992 年	美国	BOTOX 是国内获得 CFDA 认证的 A 型肉毒素品牌，在过去的 20 年中已获 83 个国家的批准，风靡全球，是全球各界名流的美容产品。	3000-5000
衡力	/	中国	衡力肉毒素是兰州生物制品研究所注射用衡力 A 型 50-100 单位肉毒素，是我国独家获准生产销售的生物制品，并获韩国 KFDA 颁布的注册证书，是我国第一个以成品形式出口的生物制品，目前已在 30 多个国家注册，在国际市场上具有良好的声誉。	2000-3000

资料来源：各大品牌官网、新三板智库、光大证券研究所

表 5：玻尿酸前十大品牌情况

品牌	产品形象	研制成功时间	来源国家	产品特点/发展情况
瑞蓝		1996 年	瑞典	瑞典 Q-MedAB 推出的全球知名美容整形用透明质酸注射填充剂的专业品牌,国内首个获 CFDA 批准的注射用修饰透明质酸凝胶。
伊婉		2010 年	韩国	韩国 LG 生命科学采用高分子量透明质酸加强稳定技术研制的美容类玻尿酸品牌,首个韩国进口玻尿酸品牌,国内代理:华东宁波医药有限公司。
艾莉薇		2003 年	韩国	由韩国大型透明质酸钠原料制药企业 HUONS 公司研发生产，是较早获批的进口注射用交联透明质酸钠凝胶的品牌
乔雅登		2006 年	美国	乔雅登玻尿酸是由著名的 BOTOX(保妥适)生产商——美国艾尔建公司代理,于 2006 年 6 月通过美国 FDA 批准使用进入美国市场，在 2007 年 6 月由美国食药局 FDA 核准效果可长达一年，是目前核准产品中效果持久的玻尿酸注射凝胶。
润百颜		2008 年	中国	润百颜是首个获得中国食品药品监督管理局(CFDA)批准，用于美容整形的国产纯透明质酸填充剂。

海薇		2007 年	中国	海薇是中国较早的单相交联透明质酸凝胶。卓越的流变学性质和生物力学表现,使海薇成为更适合立体塑性和抗衰提升的玻尿酸。
舒颜		2008 年	中国	公司 2012 年通过国家食品药品监督管理总局 GMP 认证,2014 年 2 月获得医疗器械产品注册证书,舒颜牌注射用透明质酸钠凝胶(玻尿酸)正式上市。
爱芙莱		2004 年	中国	爱芙莱是目前国内较早获得 CFDA 认证,含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶,是普及型玻尿酸换代产品。爱芙莱特有的独家“舒缓技术”,产品特别加入舒缓减痛配方 Lidocaine,显著减少注射时的痛楚。
法思丽		2001 年	中国台湾	与风靡全球近十年的海德密丝(Hya-Dermis)玻尿酸是同一个厂家生产。FACILLE 法思丽经过独家 CHAP 交联透明质酸平台专利对海德密丝(Hya-Dermis)进行了全新升级,提高了颗粒紧密度,增强了粘弹性。2014 年,法思丽正式进入中国大陆。
欣菲聆		2002 年	中国	杭州协合医疗用品有限公司,专业从事医用生物材料研发/生产及销售的高新技术企业,获得 CFDA 批准的交联透明质酸钠凝胶品牌。

资料来源:各大品牌官网、光大证券研究所

注:紫色底纹为我国本土品牌

➤ 医美器械市场:规模持续扩大、壁垒高竞争者少

医疗美容器械市场是一个新兴市场。据 Frost&Sullivan 预测,2016 年全球医疗美容器械市场的销售收入达到 49 亿美元,其中美国市场销售规模达 16 亿美元,排名第一;其后为中国和巴西,规模分别为 8 亿美元和 6 亿美元左右。目前医美器械市场器械种类繁多,由于技术壁垒和市场准入壁垒高,新参与的竞争者较少,竞争不激烈,相关企业营业收入高,利润空间大,毛利率可达 70% 左右。

表 6: 医美器械主要品牌

项目分类	器械	品牌
皮秒激光	超皮秒	赛诺龙-凯黛乐
	蜂巢皮秒	赛诺秀
	探索皮秒	探索皮秒
紧致提升仪器	美版超声刀	Ulthera
	热玛吉	索尔塔
	热拉提	飞顿
	深蓝射频	飞顿
	Double-M 超声刀	韩国超声刀
	丽肤美	飞顿
	Fotona 4D 极速提拉	欧洲之星
彩光嫩肤仪器	王者之冠	科医人
	飞顿 2 号	飞顿
	ellipse 激光	ellipse
水光注射仪	纳晶水光仪	纳晶
	德玛莎二代	德玛莎
	美立方水光仪	美立方
清洁祛痘仪	超微小气泡	恩盛

祛斑色素仪	LED 高能红蓝光	皓欣
	LED 光波治疗仪	奇致
	雷霆大 Q 激光	飞顿
	赛诺秀 C6	赛诺秀
	Qmax 点阵祛斑王	欧洲之星
溶脂瘦身	维萨公爵	维思
	热立塑	索尔塔
	优立塑	赛诺龙
	酷塑冷冻溶脂	酷塑
	隔空溶脂	BTL Aesthetics

资料来源：品牌官网、光大证券研究所

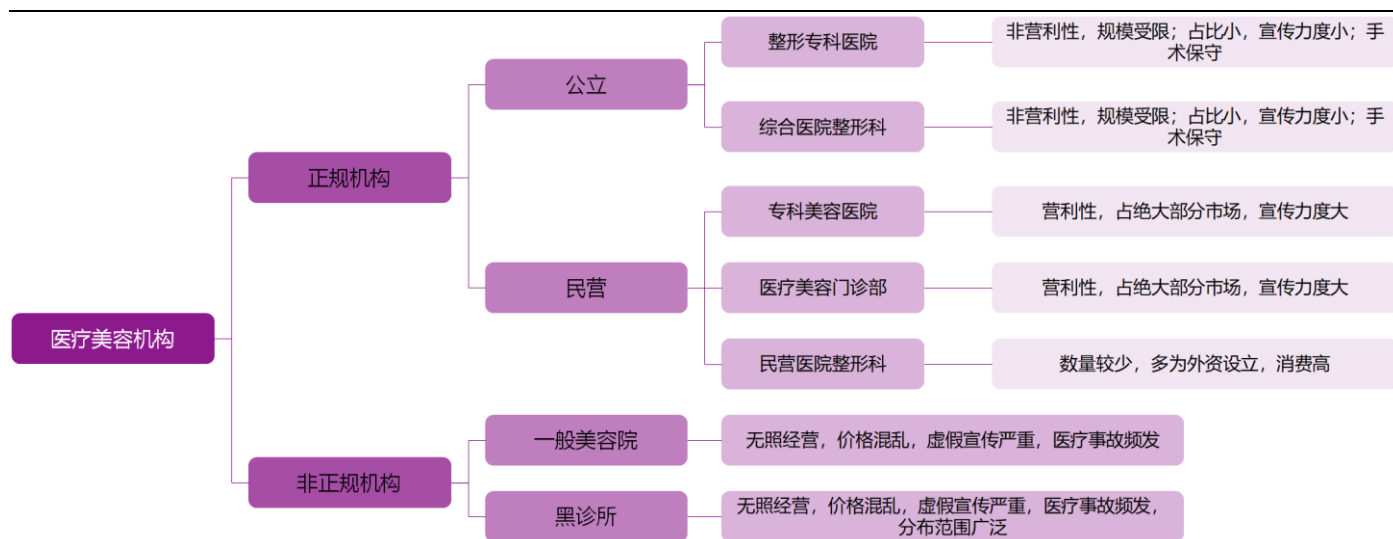
➤ 上游盈利能力较强

医美行业上游盈利能力较强，代表性公司毛利率可达 50~90%，净利率可达 25~60%。以华熙生物（港股退市）为例，2016 年毛利率和净利率分别为 70.16%/26.92%；昊海生物科技（港股）2017 年毛利率和净利率分别为 78.62%/29.62%。

2.3、下游：集中度低、营销费用高

中国当前医疗美容医院市场上，正规医疗美容终端主要分为公立医院整形外科和民营美容医院两大阵营，同时还包括一些小诊所和美容院等非正规医美机构。总体来说，私立民营美容医院和旗下诊所是市场主体，占据 80% 以上市场份额。而公立医院集中了行业内顶尖的专家学者和外科医师，拥有国内最先进的医疗美容资源和技术，管理规范，可信任度高，随着医疗改革的深入推进，公立医院望与民营资本共同推进中国美容事业的快速发展。

图 20：国内医疗美容机构主要类型



资料来源：清科研究中心、光大证券研究所

根据中商产业研究院统计，目前全国在卫生部门注册的医疗美容机构超过 10000 家，其中公立整形医院和公立医院整形科占比约 11%。民营医院得益

于国家的政策支持和资本的流入，2000 年之后出现了爆发式增长。截至目前，国内现有 4000 余家规模以上民营整形机构，还有大量无法统计的私人诊所等机构，民营整形医院占据 80% 以上市场份额。医疗美容终端众多，集中度较低，竞争较为激烈。

表 7：国内代表性医疗美容终端

属性	名称	成立时间	旗下品牌	覆盖城市（截止 2015 年）
公立	上海第九人民医院整形外科	1920	—	上海
	中国医学科学院整形外科医院（八大处）	1957	—	北京
民营	美莱医疗美容医院集团	1999	美莱整形、华美整形	26 城
	艺星整形	2005	艺星	14 城
	伊美尔	1997	伊美尔	8 城
	鹏爱医疗美容	1997	鹏爱	12 城
	欧华国际医疗美容连锁	2008	欧华	9 城
	华韩整形	2010	华韩	5 城
	丽都整形	2009	丽都整形	5 城
	利美康	2003	利美康	贵州

资料来源：上市公司股份转让说明书、医院官方网站、光大证券研究所

行业下游美容机构的业务拓展很大程度上依赖于消费者导流情况。目前医美机构主要通过四种方式来吸引消费者，分别是广告投入、搜索竞价、美容院导流和 APP 服务，而在 APP 服务普及率不高的情况下医美机构将大量的营销成本投入到了吸引消费者中。医美机构数量众多，竞争激烈，每个机构需要投入大量费用进行营销吸引顾客，激烈的竞争环境使得营销费用占比很大。

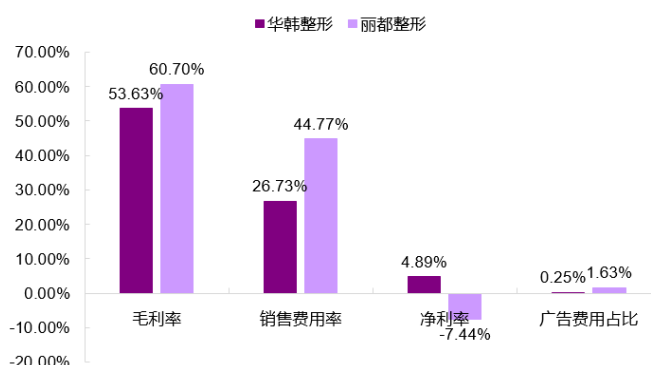
表 8：医美机构主要销售渠道

名称	方式	优点	缺点
户外广告/电视广告	通过在户外和电视上投放广告，增强整形医院知名度吸引顾客	覆盖面大，普及率高	费用较高，针对性弱
搜索竞价	通过百度关键词竞价，按点击次数收费，将潜在顾客导流到医院网站	针对性强，信息传播迅速	费用很高，可靠性低
美容院导流	美容院将有意整形的顾客导向整形医院，医院给予提成	引流效果好，效率高	费用较高，可信度低
APP 平台	通过在线整形社区向消费者介绍整容项目，分享整容经历，提供线上特卖	方便快捷便宜，信息共享全面，针对性高	普及度较低

资料来源：光大证券研究所

广告营销费用和导客平台分成构成医疗美容机构的主要成本，较高的营销成本使得整形机构利润水平普遍较低，净利率基本在 10% 以下。未来各医美机构凭借规模化营销能力和市场整合占据更大的市场份额，市场规范化的趋势也会降低营销费用，医美机构盈利能力有较大提升空间。

图 21：2017 年医美机构销售费用高昂



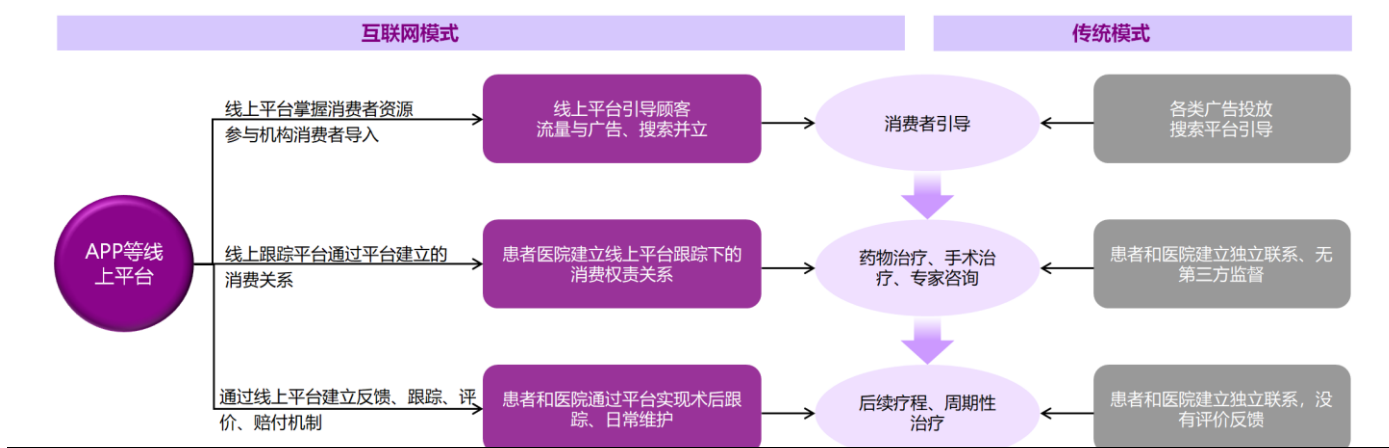
资料来源：wind、光大证券研究所

2.4、服务商：助力医美生态圈形成

医美产业链相关服务提供商主要包括广告宣传服务提供商、医美互联网平台（APP）以及医美保险等。我们认为互联网技术的发展会对行业信息不透明的现状带来改善，因此本节着重对其进行介绍。

在传统模式下，医美机构通过自行派发传单广告、搜索竞价等方式进行营销。互联网平台充当中介平台作用，帮助医美机构进行市场推广、术前咨询、术后服务、客户案例大数据的采集利用，同时提供第三方支付功能；并为消费者提供外接法律援助、保险服务、消费信贷等功能。新型服务提供商的介入，能够帮助解决消费者、医师、医美机构之间信息不对称的现状，改善了传统模式的弊端，通过更加迅速、低廉、有效的方式进行导客，具有广阔的发展前景，能够促进医美行业迅速发展。

图 22：医美 APP 的出现改变了医疗美容的消费模式



资料来源：光大证券研究所

表 9：医美 O2O 主要平台

产品	服务内容	上市时间	融资情况
更美	权威专家入驻，真实用户分享、美容项目特卖	2013 年 5 月	2015 年 7 月完成 B 轮数千万美元融资，投资方维梧资本、红杉资本
新氧	案例分享交流社区、美容项目特卖，医生入驻	2013 年 2 月	2014 年 12 月完成 B 轮 2000 万美元融资，投资方经纬中国，挚信资本
美黛拉	定期项目体验，精选整形特卖	2014 年 8 月	2015 年 1 月完成 A 轮数百万美元融资
悦美	整形项目明细，真实案例分享，医生入驻	2012 年 2 月	2014 年 9 月实现 A 轮 500 万美元融资，领头方联创策源
真优美	免费约诊，变美报销，认证医生私人订制方案	2014 年 1 月	完成天使融资，投资方 21 世纪创投
美尔贝	医师咨询预约	2011 年 1 月	2015 年 1 月完成 A 轮 2000 万人民币融资，投资方同创伟业、竞技世界

资料来源：各 APP 终端、公司官网、光大证券研究所

➤ 案例：新氧——医美 APP 龙头

新氧创建于 2013 年，通过提供社区交流服务聚集消费者、并向医院引流实现变现。APP 主要提供价格对比、效果反馈、在线预约、社区交流的功能，同时也开展了医疗美容行业的相关服务，比如保险、云诊所等。其致力于用科技的方式帮助爱美女性健康变美。发展至 2017 年，新氧官微阅读量达到 3.8 亿次，成为中国知名的医美 APP。

新氧主要通过四种方式实现盈利：1) 医美交易平台为医美医院引流、实现商品销售、拼图获得佣金和广告费用。2) 新氧自有的云诊所：通过自有诊所实现销售变现。3) 医美相关金融业务：通过医美分期、保险、白条等金融业务实现变现。4) 通过医美社区的佣金广告实现变现。

表 10：新氧盈利模式

内容	变现方式
医美电商平台	引流消费者至医美终端，助力销售变现
新氧云诊所	共享医生集团打造自有诊所
新氧金融业务	医美分期，医美白条，医美保险
医美社区	整容日记，项目宝典，医生和医院的点评

资料来源：公司官网、光大证券研究所

新氧的优势在于较好解决了用户的痛点。其主要是从消费者的筛选期、决策期、恢复期三个阶段入手，层层把控，解决行业信息不对称、不透明两大难题，降低医美订单的营销成本至 10% 左右，从而实现快速扩张。

表 11：新氧 APP 从消费者筛选期、决策期、恢复期入手提供更好的服务

	筛选期	决策期	恢复期
行业痛点	单向营销增加医美机构与用户直接沟通的难度，传统医美机构精准获客难度较大；用户的整形消费行为也较为盲目。	信息不透明令以服务为导向的医美行业，长期处于以营销为导向的状态下。医美机构的品牌传播是一大难题。	消费者在整形手术后需要经历的一段相对难捱的时期，未来的不确定性令他们怀疑服务或不自信。
新氧模式	线下派遣商务人员深入医院产品端，辅助医美机构进行线上运营；线上则开办新氧商学院，帮医美机构培训运营人员。通过咨询与服务直接与用户对接也降低了营销成本。	新氧以“消费者评价”为基准，搭建了类似“大众点评”的医美服务评价体系，筛选正规医美机构入驻。	新氧通过“美丽日记”鼓励用户在整形后积极上传恢复过程。整形日记能够让消费者互助实现恢复期自信的建立，或在决策期作为参考。

资料来源：新氧 APP、光大证券研究所

3、未来展望：规范化/集中化是大势所趋，产业并购是主要途径

3.1、行业整体：处于初级阶段，未来会向规范化发展

我国医美行业起步较晚，目前仍处于初级阶段，诸多风险随着行业的发展壮大逐渐凸显。针剂原料市场混乱、医师水平参差不齐、机构质量良莠不齐、信息不对称等都是行业发展尚不成熟的表现。而随着监管的成熟和医美平台的出现，行业未来会向规范化方向发展。

3.1.1、现状：规范性尚有提升空间，美丽消费存隐患

➤ 原料：存在假货和走私现象，影响手术安全性

目前，我国医美上游药物产品包括玻尿酸、肉毒素、胶原蛋白、水光针、美白针、童颜针等，合规的产品需 CFDA 认证。据整形美容协会，当前我注射类医美产品非正规渠道销售量是正规市场的 2~3 倍。非法医美的存在将加大手术的风险。

表 12：非法上游产品带来医美安全隐患

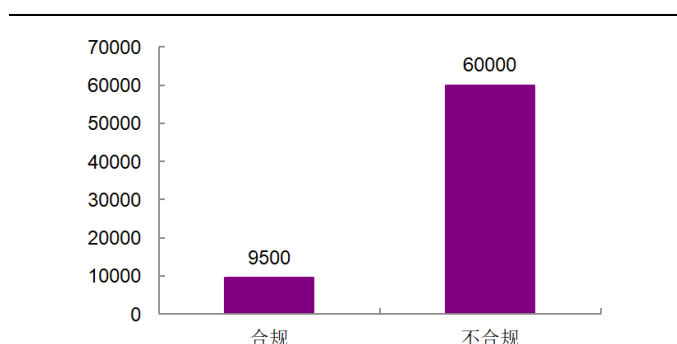
项目	风险
肉毒素	肉毒素是剧毒药品。非法肉毒素的菌株剂量难以掌握，含量超标会导致面部肌无力，严重会致死。
玻尿酸	并非无害，部分人注射玻尿酸后，明显的出现各种并发症问题，包括肿胀、瘀青、感染、移位、皮肤坏死、失明等。
超声刀	超声刀在国内尚未获得批准。这类仪器使用门槛极高，应用不当会致皮肤烫伤、坏死与神经损伤。
热玛吉	设备头部限用一次，但有谋暴利者，重复利用设备头，导致不可预见的损伤，如皮肤烫伤、面部损伤。

资料来源：2017 新氧医美白皮书、光大证券研究所

➤ 终端：非正规诊所数量是正规诊所数量的 6 倍，带来潜在风险

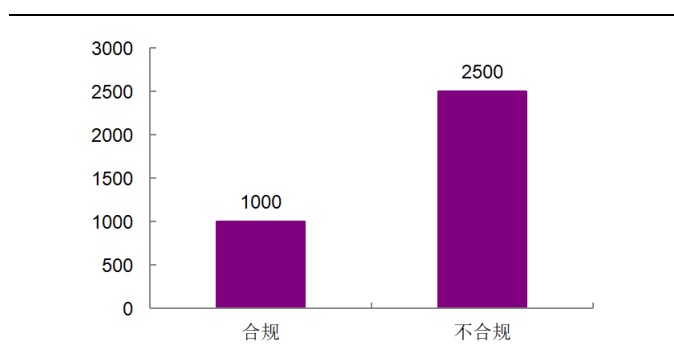
正规医美需要在正规机构中由合规执业者用合法药品进行操作。然而，随着中国医美市场的发展，一些无资质认可的非法医美机构进入市场，分享利润，部分生活美容机构、美发美甲店、私人工作室等。据更美 APP 数据，截至 2017 年底，中国黑诊所数量已超 6 万家，是正规诊所的 6 倍；黑诊所年手术量为正规诊所的 2.5 倍，超 2500 万例。

图 23：2017 年我国医美正规与非正规机构数量（家）



资料来源：更美 2017 医美黑皮书，光大证券研究所

图 24：2017 年我国正规与非正规手术数量（万例）



资料来源：更美 2017 医美黑皮书，光大证券研究所

➤ 医生：正规执业者占 10%，非法整容 3 年毁 10 万张脸（更美 APP 数据）

对比美国成熟市场，中国医美医生存在较大缺口。全球医美疗程数量前五的国家中，中国医美外科医生人数于 2015 年仍维持 2800 人，每百万人仅享有 2.2 名医美外科医生，远低于美国及巴西的 20.3/百万人以及 27.5/百万人。

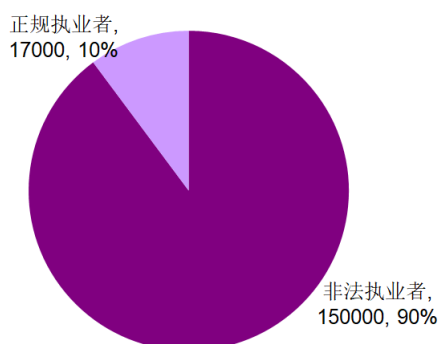
表 13：我国医美医生不足

排名	国家	医美医生人数	医美医生全球占比	医美医生人数/百万人
1	美国	6500	16.00%	20.3
2	巴西	5500	13.50%	27
3	中国	2800	6.90%	2.2
4	韩国	2150	5.50%	16.5
5	印度	2150	5.30%	1.7

资料来源：ISAPS，光大证券研究所

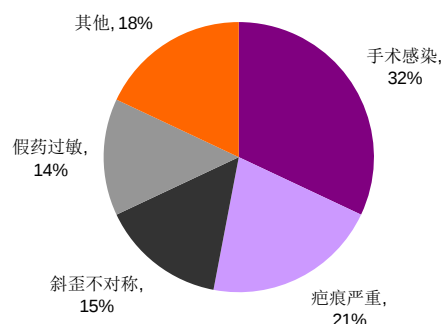
根据我国法律相关规定，合格整形医生须有《医师资格证》、《医师执业证》、《医疗美容主诊医生职业资格证》。随着医美机构日益增多，专业的医美人才缺口也将越来越大。非法医美医生是指没有《执业医师证》和医美工作经历的执业者。据更美 APP 相关报告，截至 2017 年底我国非法医美执业者约 15 万人，是合规者的 9 倍。

图 25：非法执业者与合规执业者人数



资料来源：更美 2017 医美黑皮书，光大证券研究所

图 26：非法医美不良影响不同情形案例数量占比



资料来源：更美 2017 医美黑皮书，光大证券研究所

3.1.2、趋势：标准化推进+信息不对称改善，行业向规范化发展

在行业多方面尚不规范的背景下，自 2009 年起，整治行业乱象的政策逐渐出炉，目前行业监管覆盖范围逐渐扩大、越来越多的医美医院满足各类行业标准、要求趋严，规范行业各个方面，有利于医美的长远发展。

表 14：我国政府部门对医美的监管措施

时间	政策
2009	中国卫生部发布《医疗美容项目分级管理目录》，规范美容项目分类
2010	商务部发布《商务部关于“十二五”期间促进美容行业规范发展的指导性意见》，将医美纳入“十二五”服务业发展的总体框架
2012	北京卫生局发布《北京市医疗美容管理办法实施细则》，加强北京市医美机构监管并制定国外医师聘用标准。
2013	国务院发布《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》，对全国盈利性医疗机构提出减半征收等建议，纠正各地出台的歧视性价格政策。
2014	中国医疗美容协会发布《医疗美容机构评价标准》，明确了全国民营医美机构中就医者资格、医院服务等评价标准。
2016	中共中央、国务院在十八届五中全会制定《“健康中国 2030”规划纲要》，“健康中国”被正式列入“十三五”规划，在多重利好政策的下，医美在内的大健康产业正成为极具开发潜力的“朝阳产业”。
2017	七部委联合发起监管行动，政府持续加大力度净化市场。中国整形美容协会评出第一批 5A 医疗整形美容机构。

资料来源：国家卫计委、中国整形美容协会、国务院办公厅、新华网、光大证券研究所

表 15：医美医院相关标准情况

认证机构	影响力	认证流程	上榜的医疗美容机构
JCI(国际医疗卫生机构认证联合委员会)	JCI 是世界公认的医疗服务标准，代表了医疗服务和医院管理的全球最高水平，也代表了世界卫生组织所认可的医疗服务模式	JCI 标准涵盖 368 个标准（其中 200 个核心标准，168 个非核心标准），每个标准之下又包含几个衡量要素，共有 1033 小项。	截止 2018 年 3 月我国共有 83 家医院获得 JCI 认证。其中医美专科医院为：南京医科大学友谊整形外科医院，北京市华韩医疗美容医院，四川悦好医学美容医院，瑞韩医学美容医院。
三级甲等	依据卫计委推行的《医院分级管理办法》等的规定划分的医疗机构级别，是中国内地对医院实行“三级六等”的划分等级中的最高级别。	三级：（符合病床数在 501 张以上）向所在地区以及周边辐射区域提供高水平医疗卫生服务和执行高等教育、科研任务的区域性以上医院。 甲等：按分等评分标准获得超过 900 分。	目前三甲医院 773 所，主要为公立医院。其中三甲的医美医院包括著名的上海九医、中国医学科学院整形外科医院（北京八大处医院）、北大三医。
星级认证（香港艾力彼医院认证体系）	当今中国第三方医院评价的重要体系。通过星级认证之后，可成为中国等级医院评审的有力补充，再通过辅导式认证“以评促建”，促进医院的专业化管理和优秀医院识别。	从四大模块（M 职业化管理；Q 质量与安全；S 服务与患者体验；F 财务与控费）对医院进行第三方评价与认证。认证有效期三年。	进入前 100 强的民营类整形医院为贵州整形美容外科医院。
TüV 标志（德国 TüV 定制的一个安全认证标志）	140 年历史，TüV Bauart 标志在欧洲乃至全球受到生产厂商和各国认证机构的广泛认可。产品取得 TüV Bauart 标志认证，证明该产品满足相关欧洲或国际标准的安全要求。	审评由前期三次体验式暗访和文件审查两部分组成，考查内容包含网络或电话预约、挂号门诊、就医环境、人员服务态度等全套流程，仅暗访审评的细化条目就多达 500 多项。	国内医美机构如丽都整形医院通过了该认证
ISQM(国际服务质量管理体系)	是德国莱茵集团 TÜV 一种盛行于十分重视消费者需求的欧美国家之验证系统，对服务业为顾客所做之服务质量，提供超然独立之第三者验证。全球已有五千多家知名品牌企业通过服务验证。被认为是继 ISO-9000 与 ISO-14000 之后，在国际间掀起服务业竞争力的新趋势。	审核由暗访调查和文件审查构成，涉及 200 多项查核指标，细项达 800 多项甚至千项以上。证书期限为三年，期间每年须接受复检，未通过会被取消证书资格。	国内医美机构如丽都整形医院、华美紫馨医学美容医院通过了该认证

数据来源：各医院官网、光大证券研究所

此外，在线医美平台的出现帮助解决医美行业的信息不对称问题，促进行业规范化发展。这些平台一方面链接专业医疗美容机构，可以查询合规诊所、合规医生、合规产品，向客户提供多层次可靠的机构选择。在此基础上，通过各机构项目价格公开化，使行业收费趋于透明，降低门槛，增加可靠度，形成良好引流效应。同时，相关医美平台还建立了美容社区，形成大量口碑反馈与经验分享，获得了较为稳定的消费客群，又对入门顾客带来良好指引，让消费者能比照参考，从下游 APP 反向约束了医美机构的质量。

通过政策和规范的推进、以及医美平台的约束，我国医美虽处初级阶段，但行业内规范化程度不断提高。同时，考虑到我国经济发展新常态下医美行业的高景气度，我们预计合规医生数量将会增多。这将给医美机构带来更加标准与科学的诊疗手段，并使误诊率降低，招徕更多消费者。

3.2、下游龙头优势明显，集中度和盈利能力望提升

由于上市公司医美布局以下游为主，我们重点挖掘医美行业下游的趋势。

随着消费者对规范化标准化服务需求不断提升，规模较大的医美下游企业往往能够提供较为标准化的服务，更契合消费者的求美需求。达到一定规模后，医美机构可以通过降低营销费用改善盈利能力，吸引优秀医生提供更优服务，提供全程服务优化消费者体验。因此，下游企业扩大规模带来行业集中度提升和盈利能力的改善是未来趋势。

线下布局为消费者打造专业可靠的形象，节约营销费用。大型连锁医院因全国终端分布广泛（例如华韩整形在南京、北京、成都、广州均进行线下布局，其中包括通过最严格的认证标准 JCI 的南京医科大学友谊整形外科医院）有利于构筑消费者心中专业可靠的形象。具备规模优势的医美企业对医生人才吸引力更强、培养机制更优。大型连锁医院更具有资金实力，能够引来优秀医生；并且，其能够在不同分支机构中开展的岗位轮换和培训加速培养优质医生；同时，大型连锁医院资本实力较强、能够更好地获得国内外合作资源，了解医美领域最新趋势和先进技术。

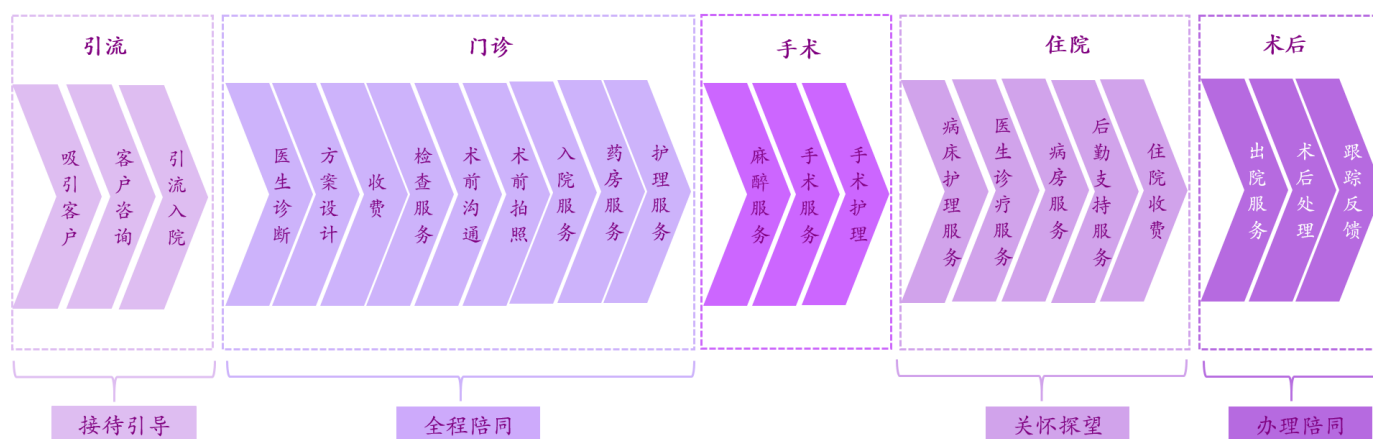
表 16：主要医美企业终端数量和医生人数

公司	医院数（家）	医生/专家（人）
丽都整形	8	共 118
华韩整形	6	共 128
美莱	33	上海总部：19 名专家
艺星	16	共 155
伊美尔	10	共 121
朗姿	10	公司 2016/17 年年报未披露具体数据
苏宁环球	13	上海天大医疗美容医院专家：9 人；两家韩辰医院专家：11 人

资料来源：公司公告、公司官网、光大证券研究所

随着规模的扩张、经验的积累，医美企业会拥有更加优秀的管理能力和精细化的服务流程，在引流、门诊、手术、住院、术后各个流程均实现细致贴心的服务。

图 27：规模扩张、业务成熟使得医美服务流程精细化



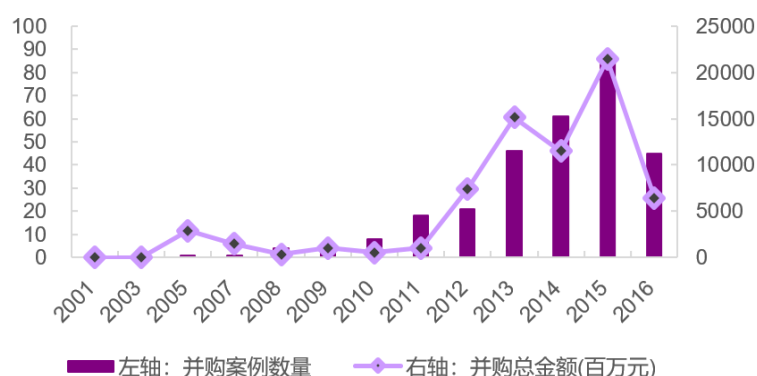
资料来源：光大证券研究所

医美连锁之后，管理能力需要同步提升。如华韩整形并购整合后对旗下医院进行统一管理、加强规范化，就是医美连锁较为成功的案例。2013~2016 年，华韩旗下的南医大友谊整形医院、北京华韩美容医院和四川悦好医院先后被授予了 JCI 认证，公司不断推进标准化服务，解决消费者痛点，促进收入提升。

3.3、并购是提升集中度主要手段，上市公司布局加速

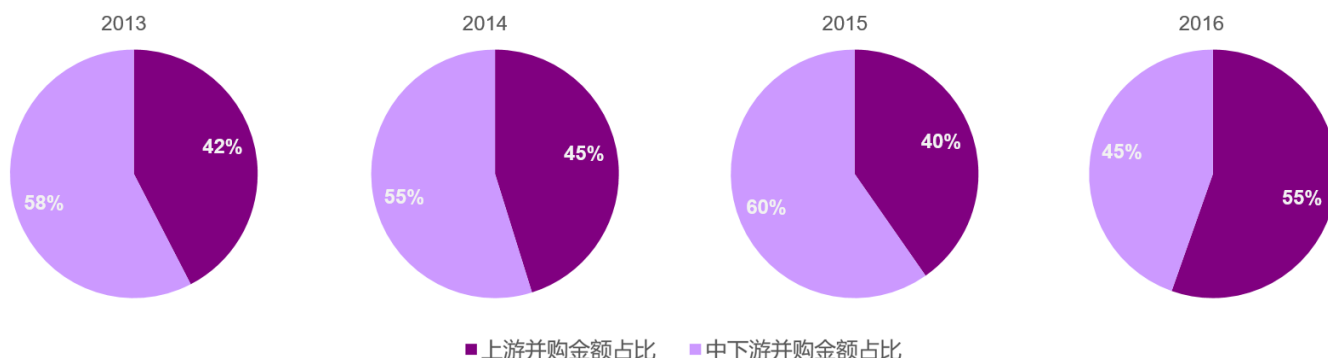
作为一个重资产行业，医美企业的扩张往往需要较大的投入。与自建医院相比，并购能够快速实现区域布局。近年医美行业并购整合持续推进，预计未来并购会成为集中度提升的主要手段。近年来医美行业并购频繁。据清科研究中心数据，2015 年，医美行业发生 86 件并购事件，总金额达 215 亿元；2016 年整合稍有降温，并购总金额为 64 亿元。

图 28：2001-16 年中国医美行业并购规模及案例数量



资料来源：清科研究中心、光大证券研究所

图 29：2013-16 年医美行业上游和下游并购金额占比基本对半



资料来源：清科研究中心、光大证券研究所

自 2010 年华韩整形收购青岛华韩整形医院以来，6 家上市公司共进行了 16 起并购。投资方原有主业除了一家为医美相关，其他的涉及房地产、高端女装、珠宝、水产养殖等各行各业。而投资标的中有 14 家医疗美容医院，2 家综合性医美集团。

表 17：我国上市公司医美相关并购事件

投资方/收购方	收购方/投资方原主业	被收购/被投资方/战略合作方	公告日期	内容	投资标的简介
朗姿股份	高端女装	韩国 Dream Korea Holdings	2016.4	以人民币 2520 万元战略投资韩国医疗美容服务集团 DMG（韩国梦想集团），直接和间接持有其 30% 股权。	2011.3.14 成立于韩国首尔，与新加坡 DIH 共同控制 DMG，分别持有 DMG50% 股权，其中 DMG 是一家专门从事整形美容服务集团。
		“米兰柏羽”、“晶肤医美”两大国内优质医美品牌及其旗下六家医疗美容机构	2016.6	以 3.3 亿元收购四川米兰 63.49% 和深圳米兰、四川晶肤、西安晶肤、长沙晶肤、重庆晶肤 70% 股权。	四川米兰柏羽美容医院创建于 2013 年，在成都、深圳设有分院，美容团队 125 余人。四川晶肤医美有限公司创建于 2005 年，在成都、西安、长沙、重庆设有分院，美容团队 70 余人。
		陕西高一生医疗美容医院	2018.1	朗姿医疗 2.67 亿元收购陕西高一生医疗美容医院有限公司 100% 股权。	2012.8.3 成立于陕西西安，经营范围：美容外科、美容牙科、美容皮肤科等。
苏宁环球	房地产	韩国 ID 健康产业集团	2016.1	拟向韩国 ID 健康产业集团注资持有其 30.53% 股权；双方拟投资不低于 6 亿元在中国成立合资公司开展医美业务。	韩国 ID 健康产业集团为韩国最大的健康医疗集团，产业布局包括 ID 医美、医院渠道化妆品、干细胞、健康检测、培训等业务。
		上海伊美尔港华医疗美容医院	2016.7	以新发行股份 972 万股和 1.4 亿元收购伊尔美港华 80% 股份	2010.6.7 成立于上海，经营范围包括外科，医疗美容科，麻醉科，医学检验科，医学影像科。
		北京/唐山/石家庄/无锡美联臣广州妍雅；武汉/昆明韩辰；上海港隆、上海古北	2016.7	旗下基金以 5.2 亿元收购北京/唐山/石家庄/无锡美联臣 100%，广州妍雅 100%，武汉/昆明韩辰 80%，上海港隆 80%，上海古北悦丽/悦美 80%，上海港华医院 80% 股	2010 年日，美联臣在北京成立，项目包括整形外科、医学美容，中医美容，口腔美容与激光美肤、医学 SPA、生活美容等。目前美联臣在北京、石家庄、唐山、无锡共开设四家品牌连锁。其余几家收购标的也均为医疗美容医院。

		悦丽/悦美;上海港华医院股权		权。	
		上海天大医疗美容医院有限公司	2017.7	控股孙公司苏亚医疗将以资金 6356 万元收购上海天大医疗美容医院有限公司 90% 股权。	2005.7.1 成立于上海, 医院设有整形外科、美容皮肤科、美容口腔科三大临床医疗美容科室。
潮宏基	珠宝	汕头市琢胜投资有限公司	2016.12	以 6000 万元收购汕头市琢胜投资有限公司 100% 股权。	琢胜投资曾斥资约 5 亿元人民币分别领投中国整形美容行业的垂直社区与服务的领先平台“更美”的 C 轮融资, 并联合渣打直投等著名财务投资机构收购中国高端生活美容连锁行业的领先企业“思妍丽”的股权。
恒大旗下恒大健康	房地产	恒大原辰	2015.4	以 22 万元收购恒大原辰 96.25% 股权, 并与韩国原辰联合注资 8000 万元人民币。	恒大原辰医学美容医院隶属于恒大健康产业集团, 是两国资本跨境合作的国际化医学美容医院。医院位于中国天津, 设有整形美容外科、皮肤美容科、口腔美容科、中医美容科。
好当家	水产养殖	韩国清心国际医院	2016.7	与韩国清心医院签署战略合作协议, 清心协助好当家设立智慧型高端医院, 提供人才支持、人员培训、商业咨询等。	韩国清心医院创立于 2003 年, 成立十多年来一直以先进的抗衰医疗技术立足于韩国美容整形事业尖端地位。是韩国国内诊疗外国患者最多的专业性抗衰美容机。
华韩整形	医美	青岛华韩整形医院	2010-2011	以 514 万元收购青岛华韩 90% 股权。	经营范围: 医疗美容科: 美容外科、美容皮肤科、美容牙科、美容中医科等。
		北京星源医疗美容医院	2011-2012	以 843 万元收购北京星源 100% 股权。	中国星源医疗美容集团成立于 1990 年, 中国第一台用于美容的激光设备是由星源从美国引进, 开创了中国医疗美容的新纪元。
		四川悦好医学美容医院	2015.11	以 1962 万元收购 70% 股权。	2010.7.30 成立于成都, 经营范围: 外科整形医院服务, 美容医院服务等。
		长沙华美诺德医疗美容医院	2015.12	以 1200 万元收购 51% 股权。	创立于 2001 年, 以创新性的医疗美容体系和国际水准的个性化服务成为中南地区整形美容行业的鼎级标杆, 先后获得“中国美容十强机构”、“十大最具影响力医疗美容机构”、“2007 首届中国美容与整形-白天鹅大奖”等殊荣。
		南京奇致美容医院	2016.3	以 1260 万元收购 70% 股权。	2003 年成立于南京, 医院设有整形外、激光美容、无创微整等科室。
		四川悦好医学美容医院	2016.11	以 2509 万元收购四川悦好 20% 的股权	2010.7.30 成立于成都, 经营范围: 外科整形医院服务, 美容医院服务等。
		长沙华韩华美医疗美容有限公司	2017.11	以 645.6 万元收购长沙华韩华美医疗美容有限公司 19% 股权, 交易后共持有长沙华韩华美医疗美容有限公司 70% 股权。	2011.9.23 成立于湖南长沙, 经营范围: 医疗美容科、美容外科、美容牙科等。

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

4、相关公司梳理

4.1、医美行业相关公司概况

据 ISAPS，2017 年中国医美行业规模 1760 亿元、至 2020 年预计每年将以 20% 以上的速度增长，从医生数量的角度看，中国已经成为仅次于美国和巴西的全球第三大规模整形美容市场。近年来上市公司纷纷布局，本章我们分主板、新三板、非上市公司等三个角度，对医美行业主要标的进行梳理。

➤ 主板公司：布局医美以跨界投资并购为主

近年多个上市公司收购医疗美容医院或投资医美公司。以苏宁环球为例，苏宁环球借助金融手段，通过新设、并购、重组的方式布局线下医院，并导入品牌和标准化，有望将苏亚医美打造成中国医美行业第一品牌。朗姿股份、华东医药等通过并购、重组、打造新医院等方式，掘金美丽经济。

表 18：医美相关主板上市公司情况

公司	主营业务	医美布局	2017 年收入 (亿元)	2017 年净利润 (亿元)	医美医院数 量(家)	公司核心优势
苏宁环球	房地产	与韩国医美集团 ID 集团合作，收购医美医院	57.68	11.48	13	资金雄厚并购多家医美医院，有望成为亚洲最大整形医院
朗姿股份	高端女装	收购医院、与韩国医美集团合作	23.53	1.88	10	近年收入高速增长，促进整形医院的进一步扩张
华东医药	医药品	打造悦可医美医院	278.32	17.80	1	2013 年与韩国 LG 签订进口玻尿酸品牌中国总代理； 筹划收购英国医美上市公司 Sinclair Pharma 等相关股权
潮宏基	珠宝	战略投资参股中国领先的医美互联网社区平台“更美”APP 和高端美容连锁领导品牌“思妍丽”	30.86	2.84	无	更美在医美 APP 覆盖率和活跃率每月均维持第一，其影响力更是抵达海外，成为韩国旅游局合作医美平台
济民制药	医药品	收购国际医学抗衰老中心	6.03	0.53	无	原有医药领域技术领先，国家高新技术企业
新华锦	贸易物流、金融投资等	收购利百健 SVF(脂肪组织中的血管基质细胞)技术，应用医学美容领域	13.56	0.74	无	技术水平行业领先，利百健技术优化 SVF 提取过程，降低污染、增加提取量

资料来源：公司公告、公司官网、光大证券研究所

➤ 新三板公司：体量小、数量多、终端为主、迅速扩张

2013 年 11 月，华韩整形在新三板挂牌，成为新三板整形第一股，随后，多家医美企业陆续在新三板挂牌。新三板医美公司以医院为主，数量众多但体量较小。

表 19：医美相关新三板公司情况

公司	挂牌时间	主营业务	医美布局	2017 年收入 (亿元)	2017 年净利润 (百万)	医美医院数量 (家)	公司核心优势
华韩整形	2013	美容外科、美容皮肤科	并购、自建医院	6.33	29	6	资质较高，获得国际最高标准 JCI 认证
伊美尔 (已摘牌)	2018	美容外科、美容皮肤科	自建医院	6.11	41.63	17	国内首家专业医美集团，多次获得国家级奖项
丽都整形 (已摘牌)	2015	美容外科、美容皮肤科	自建医院	4.79	-33	8	国内第一家通过德国莱茵 TUV-SQS 国际服务质量认证暨 ISQM 的医疗美容医院
利美康	2015	整形、激光微创、牙科	并购、自建医院	2.96	25	近 20	积累多年，被称为“国内隆胸第一股”，具完善的医疗管理体系以及顶尖的整形美容设备
永成医美	2016	美容外科、美容皮肤科	自建医院	1.56	21	6	建立了系统完善的 TYC 标准技术体系，为中国医美树立正确的行业标杆
希思医美	2017	外科整形美容、医疗美容	自建医院	0.85	-14	4	开创性创立 3D 激光美肤中心、亚洲大型抗衰老基地以及华南特色麦格丰胸馆等
春天医美 (已摘牌)	2016	美容外科、美容皮肤科	自建医院	0.80	-2	5	从深圳起家，目前是 LG 集团旗下“YYOIRE 伊婉”玻尿酸的指定注射机构
瑞澜医美	2016	外科整形、皮肤美容	自建医院	0.71	-7	6	设备安全，使用器械、注射产品等都获取世界卫生组织与国家药品监督管理局监测通过
荣恩集团	2016	美容整形投资及其他投资	并购、自建医院	1.14	14	5	以上海为中心，辐射全国；与国外科研机构合作，首创数个整容项目
俏佳人	2016	整形美容、皮肤美容	自建医院	1.14	21	2	2013 年联合大韩美容外科学会等提出规范整形行业的最高标准俏体系
京都时尚	2016	美容外科	自建医院	0.17	0.5	1	品牌受认可，被 CCTV 央视网选评为“华北美业医疗美容整形机构”

资料来源：各公司官网、wind、光大证券研究所

注：伊美尔 2018 年退市，其收入、净利均为 2015 年数据，医美医院数量为 2016 年 4 月招股书披露数据；利美康医美医院数量还包括门诊门店数量；春天医美已于 2018 年 2 月 22 日退市，其收入、净利润均为 2016 年数据。

➤ 非上市公司：当前我国医美龙头还未上市

整容流行的潮流推动国内知名整容品牌的发展，多家非上市医美品牌凭借各自的优势，在蓬勃向上的医美行业取得一席之地。其中的典型代表是国内规模最大整形美容品牌美莱、中韩合作的国际知名品牌艺星。

表 20：医美相关非上市公司情况

公司	主营业务	医美布局	医美医院数量 (家)	公司核心优势
美莱	整形美容、皮肤美容	自建医院	32	亚洲规模最大的医疗美容连锁品牌，多项专利
华美	整形美容、皮肤美容	自建医院	30	结合美丽与科技，引领前沿技术，不断创新的医疗美容体系
艺星	整形美容、皮肤美容	自建医院	18	引进韩国研发技术和医护人员，更加先进
广州曙光	美容外科、美容皮肤科	自建医院	3	技术受到认可，成为央视医疗上榜单位

资料来源：各大官网、光大证券研究所

注：表格按照大致规模进行排序

4.2、A 股：跨界打造医美生态圈

4.2.1、苏宁环球：打造“亚洲第一，世界一流”医美品牌

➤ 公司概况：以地产为基业，布局“大文体、大健康、大金融”

公司成立于 1993 年，主营房地产开发、城市基础设施建设、教育及相关产业投资等业务。大股东江苏苏宁环球集团有限公司是一家集房地产开发、酒店经营、物业管理、环保建材制造、国际投资为一体的大型民营企业。1997 年公司上市。2014 年公司积极应对房地产渐缓趋势、积极谋求转型，提出在原有房地产主业基础上发展“大文体、大健康、大金融”平台的目标。

表 21：苏宁环球针对不同城市级别有不同的医美战略

城市级别	终端情况
一线及重点省会城市	如北京/上海/广州/深圳/南京/杭州/成都/重庆将建立旗舰医美医院，开展尖端项目，服务 VIP 客户；
中心省会城市	如天津/青岛/武汉/长沙/西安/昆明等城市将设立高端医美医院，满足高端客户的深度需求
三线城市	如无锡/扬州/芜湖等城市，将以中高端医美医院来满足实现客户的区域集聚，并提供完整体验
县市、社区	设立医美诊所广泛集客，满足标准化需求

资料来源：公司公告、光大证券研究所

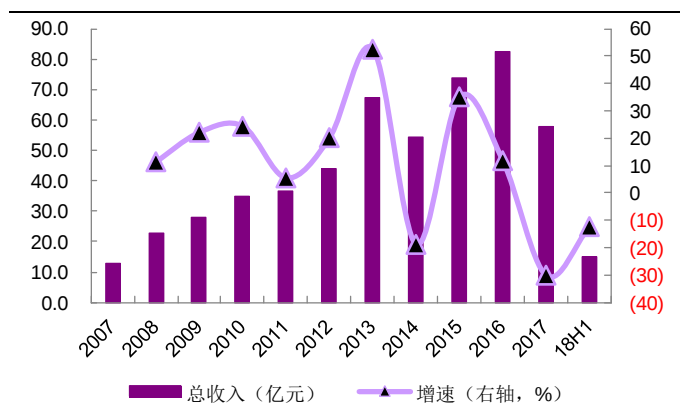
在大健康领域，公司选择医美作为切入点，而医美业务的相关布局以投资并购为主。2016 年，公司与韩国著名医美集团 ID 集团合作，并在国内成立合资公司，公司依托合资公司平台，吸收消化对方技术。公司与苏宁环球集团合资成立 50 亿元的医美产业基金，2016 年 7 月该基金以 5.2 亿元收购了美联臣、广州妍雅 100% 股权和武汉/昆明韩辰、上海港隆等 6 家美容医院 80% 股权，并继续致力于对国内外优质医美资源的收购工作；2017 年以 6356 万元收购上海天大医美、4000 万元新设重庆苏亚医美。医美产业基金收购的医美资源经过培育梳理后，将陆续纳入上市公司体系。通过新收购的医美医院，公司培养了医美专业管理和技术人才，组建了医美管理团队，为今后公司医美产业的快速发展奠定了良好基础。

目前公司已经开创医美品牌苏亚医美，未来将持续打造“亚洲第一，世界一流”医美品牌。

➤ 财务分析：房地产业务占主导，近年拓展文体业务影响费用率表现

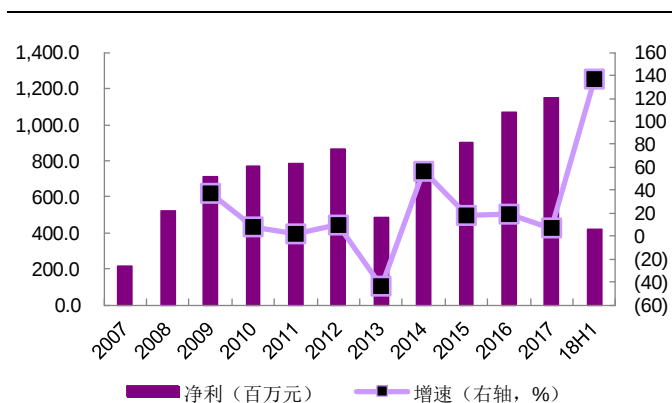
公司收入与净利总体保持增长，2007~2017 年公司收入与净利复合增速为 16.27%、18.35%。公司收入来源主要为房地产开发、建筑业、酒店等，2014 年在公司确立新发展战略后率先在大文体方面有所体现，2015 年新增影视作品收入来源。2017 年公司房地产开发、建筑业、酒店、影视作品等收入占比分别为 91.34%、2.02%、0.56%、4.39%。

图 30：苏宁环球营收及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

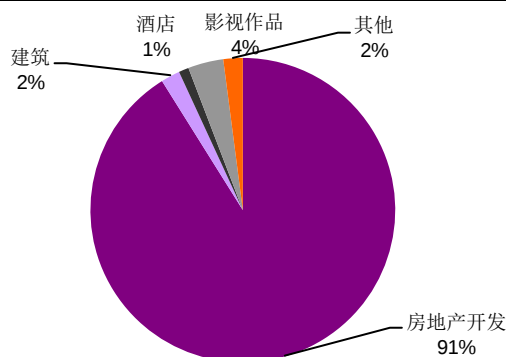
图 31：苏宁环球归母净利及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

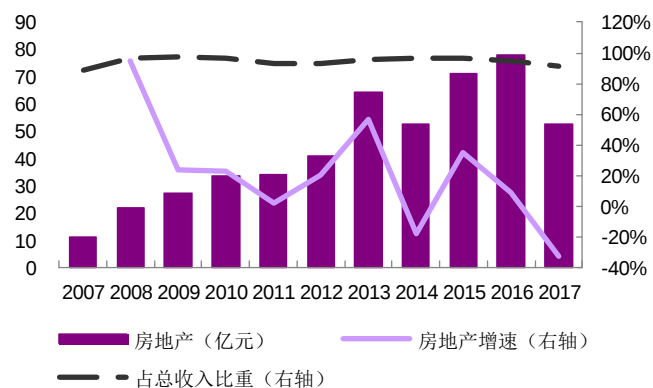
目前公司业绩主要受到房地产销售及盈利情况。房地产业务占公司总收入比重保持在 95% 以上, 2016、2017 年占比有所下降, 2017 年占比下滑至 91%。2007~2017 年公司房地产业务收入复合增速分别为 16.63%。

图 32: 2017 年苏宁环球分业务收入占比



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 33: 苏宁环球房地产业务收入、增速及占总收入比重

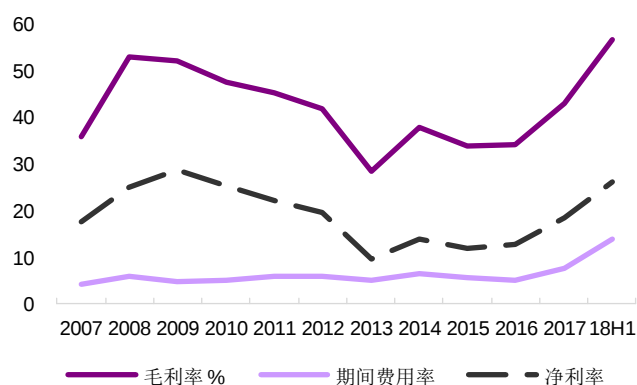


资料来源: Wind、光大证券研究所

2013 年以前公司毛利率总体呈现下降趋势, 主要为公司房地产业务、建筑业务毛利率持续走低; 2014 年起公司毛利率总体呈现上升趋势, 主要获益房地产业务毛利率的提升。

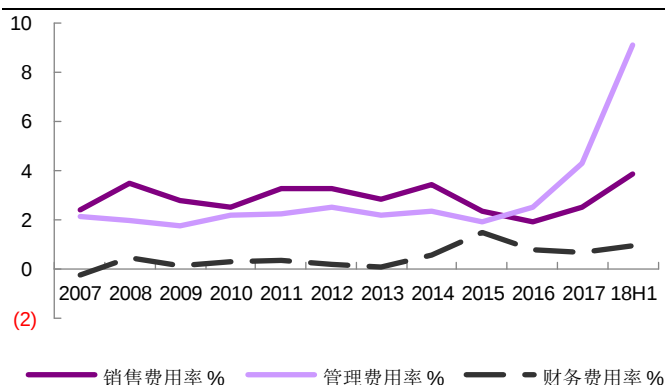
公司期间费用率近年上升趋势显著, 主要为管理费用率提升较为明显, 其中 2016 年提升主要为文产集团等产业板块增加的工资和办公费用, 2017 年提升主要为地产项目交付, 费用停止资本化, 18H1 管理费用率上升主要为收入下降、同期费用较为刚性所致; 18H1 公司销售费用率有所上升, 主要为收入下降、费用支出较为刚性等所致。

图 34: 苏宁环球毛利率、期间费用率、净利率



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 35: 苏宁环球三费率



资料来源: Wind、光大证券研究所

➤ 盈利预测

公司房地产业务以南京为核心, 2017 年公司受到南京市限购限价政策影响, 收入下降幅度较大, 然而 2018 年 1 月南京市调整人才落户政策, 允许研究生以上学历及 40 岁以下的本科学历人才等先落户再就业, 落户政策的放松将在一定程度上缓解限购带来的需求减弱, 未来公司房地产业务收入有望逐步企稳、恢复增长, 假设 2018~2020 年公司房地产收入增速为-13.00%、

0.00%、4.00%，建筑业收入增速为 2.00%、1.00%、1.00%，酒店收入增速为 2.00%、2.00%、2.00%。同时公司维持加大大文体业务的推进，预计 2018~2020 年公司影视作品收入增速为 50.00%、60.00%、65.00%。由于当前公司医美业务主要以投资为主，未纳入上市公司体系，暂不给予盈利预测。

表 22：苏宁环球盈利预测（收入、净利单位：百万元）

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
房地产开发收入	7,790.77	5,268.33	4,583.44	4,583.44	4,766.78
Yoy	-	-32.38%	-13.00%	0.00%	4.00%
建筑业收入	115.71	116.56	118.89	120.08	121.28
Yoy	-	0.73%	2.00%	1.00%	1.00%
酒店收入	30.71	32.36	33.01	33.67	34.34
Yoy	-	5.38%	2.00%	2.00%	2.00%
影视作品收入	221.90	253.20	379.81	607.69	1,002.69
Yoy	-	-2.34%	50.00%	60.00%	65.00%
其他收入	87.43	186.93	243.00	315.90	410.67
Yoy	-	35.65%	30.00%	30.00%	30.00%
总营业收入	8024.62	5604.18	5,514.77	5,826.25	6,520.96
Yoy	-	-30.16%	-4.39%	5.65%	11.92%
归母净利	1,071.19	1,147.76	1,179.07	1,316.94	1,507.03
Yoy	19.00%	7.15%	2.73%	11.69%	14.43%
EPS（元）	0.35	0.38	0.39	0.43	0.50

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队预测

公司毛利率近年受到建筑业毛利率提升及毛利率水平较高的影视业务拓展等影响，呈现上升态势，预计未来公司毛利率将延续该态势，假设 2018~2020 年公司毛利率分别为 52.00%、52.50%、53.00%。

公司费用率近年受到收入增速承压、同时费用率较为刚性以及公司拓展新业务相应的人员及办公费用支出较多等影响有所上升，预计未来随着公司加强费用管控、公司销售费用率将趋稳，同时新业务模式理顺、规模效应逐渐凸显，公司管理费用率将稳中有降。假设公司 2018~2020 年公司销售费用率为 3.90%、3.70%、3.90%，管理费用率为 9.20%、8.80%、8.70%。

综上，预计苏宁环球 2018~2020 年收入分别为 55.15、58.26、65.21 亿元，分别同比-4.39%、5.65%、11.92%，归母净利分别为 11.79、13.17、15.07 亿元，分别同比增 2.73%、11.69%、14.43%，EPS 为 0.39、0.43、0.50 元，未来三年净利复合增速分别为 9.50%，当前公司股价对应 18 年 PE 9 倍，考虑公司当前主业以房地产为主、仍处于调整中，新业务尚处于发展培育中、占比较低，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示：房地产业务调整不及预期；文娱、医美等新业务发展不及预期。

表 23：苏宁环球盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	8,246.53	5,767.98	5,514.77	5,826.25	6,520.96
营业收入增长率	11.81%	-30.06%	-4.39%	5.65%	11.92%
净利润（百万元）	1,071.19	1,147.76	1,179.07	1,316.94	1,507.03
净利润增长率	19.00%	7.15%	2.73%	11.69%	14.43%
EPS（元）	0.35	0.38	0.39	0.43	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.20%	14.16%	13.13%	13.33%	13.78%
P/E	10	9	9	8	7
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队

注：股价为 2018 年 8 月 27 日收盘价

4.2.2、朗姿股份：打造“女装+婴童+医美+化妆品”生态圈

公司起家于 2000 年创办的中高端女装品牌朗姿 LANCY FROM 25，朗姿品牌稳居我国高端女装前十大品牌。随后，公司不断培育出新品牌莱茵 LIME FLARE（2006 年）、玛丽 marie n° mary（2011 年）、优雅朗姿 liaalancy（2011 年）。同时，公司代理运营了国外高端女装品牌卓可（MOJO S.PHINE）、吉高特（JIGOTT）、FABIANA FILIPPI、DEWL 少淑品牌等。目前公司已经形成多品牌、多层次的女装品牌矩阵，且引入韩国品牌、接轨国际时尚潮流。

“女装+婴童+医美+化妆品”四块业务打造泛时尚生态圈。其中，公司于 2016 年下半年收购了国内“米兰柏羽”“晶肤”两大医美品牌 6 家医院/诊所，2017 年自行拓展 3 家晶肤医疗诊所，并于 2018 年并入陕西西安地区口碑和声誉均居第一的“高一生”品牌。目前，公司共有医美医院/诊所 10 家，初步形成了“1+N”的产业布局（一家大型整形医院加多家小型连锁门诊/诊所）2018 年高一生收购完成后，公司将拥有“梦想”、“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”四大医美品牌，医美布局再次完善。2017 年，公司医美业务收入比例达 10.86%，未来望持续扩大。

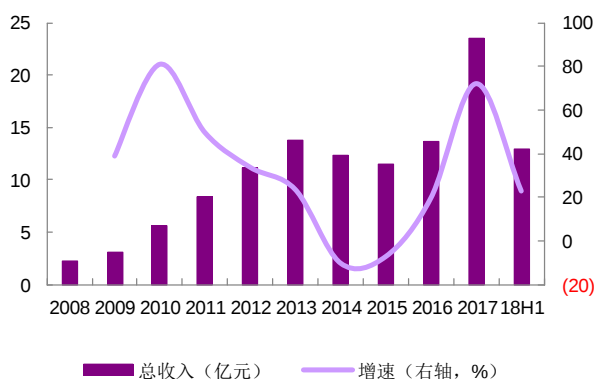
表 24：朗姿股份医美相关业务布局

主体	具体情况	发展规划或业绩承诺
韩国 DMG	成立于 1999 年，由韩国医疗美容领域的技术精英团队所创建，拥有 10 多名专科医生和 20 多名医护人员，设立有整形外科、皮肤科、牙科及其它辅助科室，主要诊疗项目包括眼、鼻、轮廓、胸部等各类手术、干细胞疗法、微整形等。其不仅引进了各类尖端设备，同时打造时尚、舒适、温馨的就医环境，是韩国知名的整形美容医疗机构之一。	/
米兰柏羽	“米兰柏羽”定位于高端综合性医美品牌，参照 JCI 标准（全球公认的最高医疗服务标准）对医疗机构进行管理和运营，以最规范严苛的标准进行流程设计和服务追踪，以顾客的需求和安全为核心，以顾客全方位、全触点的感受为考量，提供高品质的医疗美容解决方案和差异化的价值体验。	收购承诺 2016-2018 年净利润（以扣除非经常性损益前后的净利润孰低值为准）应分别不低于 2500 万元、3000 万元、3600 万元，复合增速 20%，2016 年达到业绩承诺。
晶肤医美	“晶肤医美”定位于“医学年轻化”连锁品牌，主打激光与微整形类医疗美容服务，已成功打入成都、西安、长沙、重庆四地市场，建立了涵盖产品、服务、运营及人才培养的标准化体系，在“医学年轻化”这个前沿细分市场中具有强有力的竞争优势。	
高一生医美医院	设有美容外科、微整形科、美容皮肤科、美容中医科及美容牙科等五个主要业务科室，提供整形、皮肤美容及微整形业务，其旗下医疗美容品牌“高一生”创立于 1991 年，创始人团队拥有 26 年的外科、微创及整形医院管理经验，是西安地区最早的一批医疗美容机构、通过多年的沉淀现已成为西安市场最大的医疗美容医院之一。	收购承诺 2017-2019 年净利润（以扣除非经常性损益前后的净利润孰低值为准）分别不低于 1800 万元、2070 万元、2380 万元，复合增速 9.76%

资料来源：公司公告、公司官网、光大证券研究所

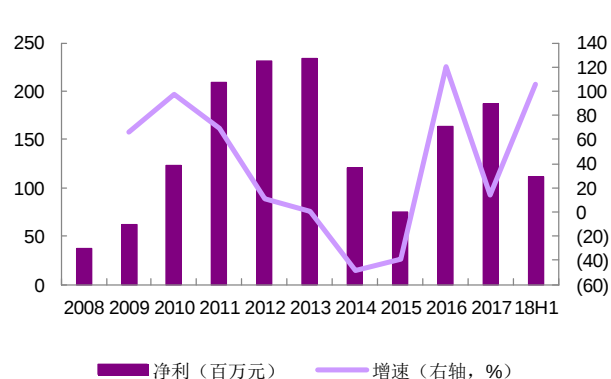
2011~2017 年朗姿股份收入复合增速 18.82%，净利润复合增速-1.75%。2017 年朗姿股份收入 23.53 亿元，同比增 72.06%；归母净利润 1.88 亿元、同比增 14.36%。2017 年医美业务收入 2.55 亿元、同比增 198.7%、占公司总收入比重 10.86%，同时贡献净利润 1921 万元。

图 36：朗姿股份收入及增速



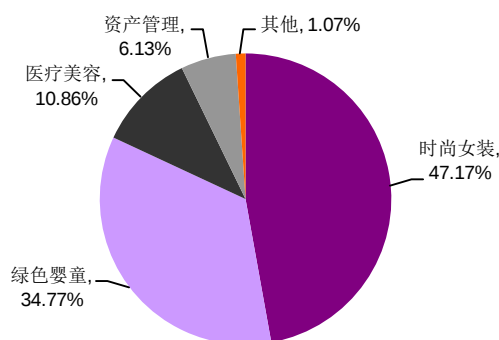
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 37：朗姿股份归母净利及增速



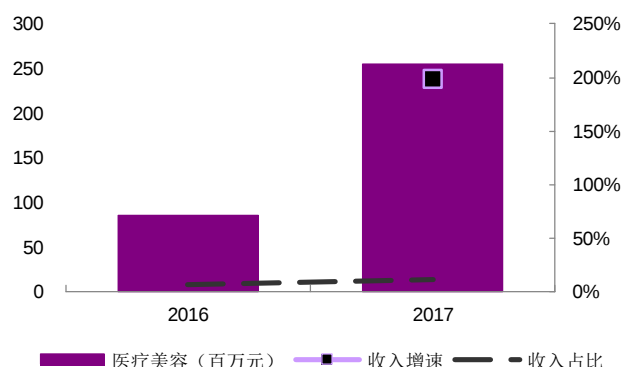
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 38：2017 年朗姿股份分业务收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 39：朗姿股份医美业务收入及增速、占总收入比重



资料来源：公司公告、光大证券研究所

风险提示：终端消费疲软；并购整合不当；资产管理业务、L&P 投资等存在波动致投资收益不及预期。

4.3、新三板：终端服务提供商为主

4.3.1、华韩整形：连锁式扩张、集团化运营的医美第一股

➤ 公司概况：连锁式扩张、经验复制提升集团总体经营质量

华韩整形美容医院控股股份有限公司成立于 2010 年，并于 2013 年 10 月在新三板挂牌。公司主要从事整形科、皮肤科、牙科等服务，主要经营项目有眼部整形、乳房整形、抗衰老等，通过收取诊疗费实现收入。公司旗下拥有南医大友谊整形医院（南京华韩）、四川悦好美容医院、北京华韩美容医院、青岛华韩整形医院、长沙华韩华美美容医院和南京华韩奇致美容医院，共有

128 名医生和 176 名护理人员。公司 2013 年 11 月 6 日在新三板挂牌上市，为我国医美行业第一股。

公司资质较高，获得国际最高标准 JCI 认证。公司作为一家三级整形外科医院，可以开展《医疗美容项目分级管理目录》所规定的全部 1-4 级整形美容项目。

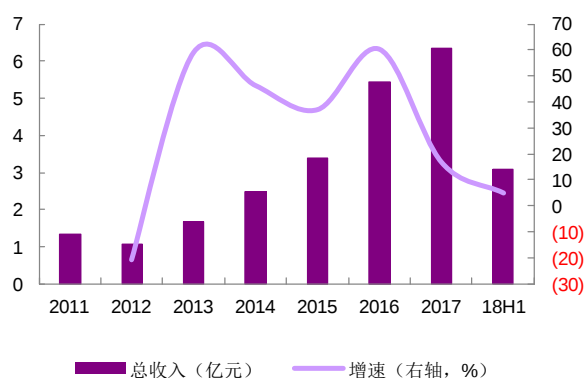
公司近年贯彻实施兼并实现连锁扩张、整合复制提升经营质量的发展战略，2013 年新三板挂牌后公司以南京华韩、北京华韩为起点，先后于 2012 年底收购北京华韩、2015 年底收购四川悦好和长沙华美（后更名为“长沙华韩”）、2016 年 3 月收购南京华韩奇致。

对公司旗下整形医院，公司积极对其进行整合升级，将公司运营南京华韩多年的丰富经验复制至其其他下属医院。2016 年公司对北京华韩、四川悦好配置相关设备及人员、顺利通过 JCI 国际医疗质量认证，至此公司通过 JCI 认证的医院数量由南京华韩仅此一家扩充至三家。

➤ 财务分析：内生外延增长动力足，规模效应逐步凸显费用率走低

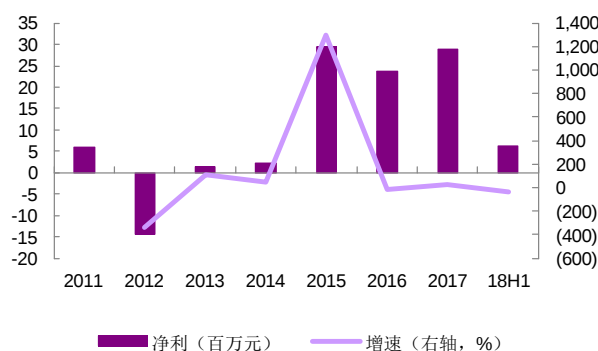
自 2013 年在新三板挂牌以来，华韩整形营业收入一直稳定快速增长，2013~2017 年收入复合增速 39.12%，2017 年营业收入 6.33 亿元。公司收入增长动力来自于内生增长以及外延并购，内生增长主要来自南京华韩及青岛华韩，2013~2017 年两者收入复合增速分别为 21.98%、32.51%，2017 年两者收入规模为 2.59 亿元、6891 万元；外延方面公司先后于 2012 年底收购北京华韩、2015 年底收购四川悦好和长沙华美（后更名为“长沙华韩”）、2016 年 3 月收购南京华韩奇致，2017 年上述四者收入规模分别为 5746 万元、7074 万元、4003 万元、1.08 亿元。

图 40：华韩整形收入及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 41：华韩整形归母净利及增速

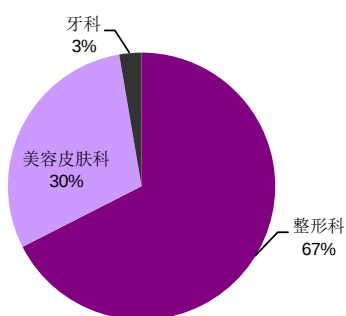


资料来源：Wind、光大证券研究所

公司收入来源主要为整形科、美容皮肤科，2017 年收入占比分别为 67.49%、29.84%，牙科收入占比较低、为 2.67%。

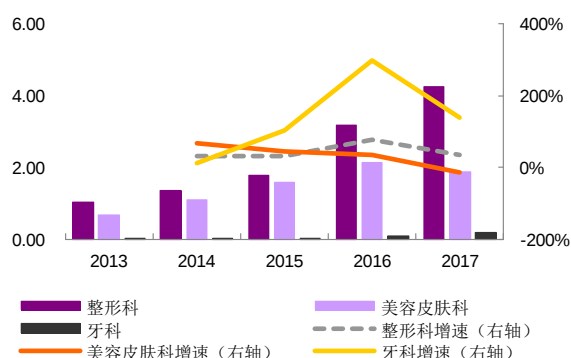
获益行业高景气及公司的集团化运营、连锁式扩张等，公司整形、美容皮肤业务、牙科等收入保持快速增长，2013~2017 年收入复合增速分别为 43.05%、30.16%、115.50%。2017 年公司整形、美容皮肤、牙科等收入规模为 4.27 亿元、1.89 亿元、1691 万元。

图 42：2017 年华韩整形分块业务收入占比



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 43：华韩整形分业务收入（亿元）及增速

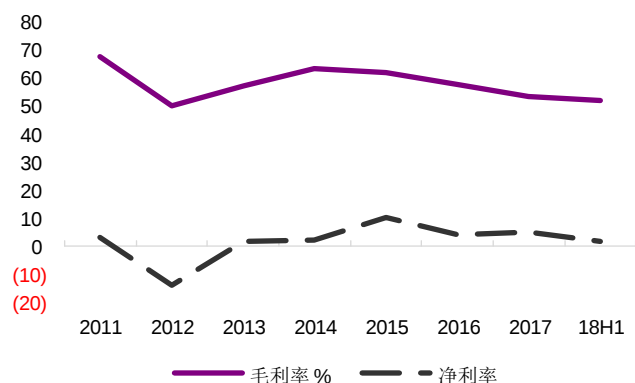


资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司毛利率在 2013、2014 年较以前年度有所提升，主要为场地、设备、人员等固定成本较为稳定，收入增长下规模效应凸显，进入 2015 年公司毛利率总体呈现下降趋势主要为公司收购的四川华韩、长沙华美等毛利率低于公司总体以及对部分医院 JCI 认证等需配置相应人员及设备从而投入成本加大。

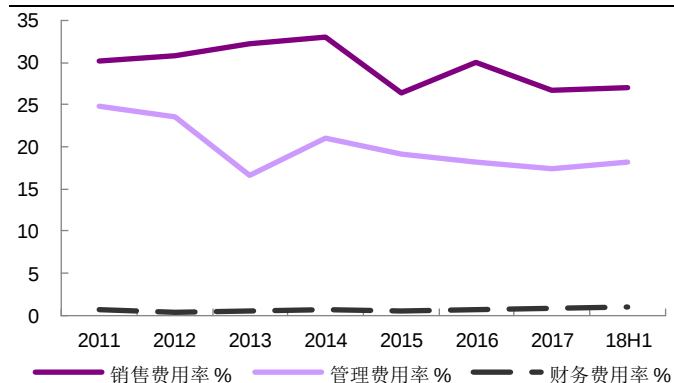
公司费用率方面总体处下降趋势，虽然公司持续加大市场推广等营销投入、研发及人员成本等投入，但公司收入保持快速增长、规模效应凸显、费用率总体呈现下降趋势。

图 44：华韩整形毛利率、净利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 45：华韩整形三费率



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 盈利预测

公司未来继续将南医大友谊整形医院多年积累的管理经验和运营标准在公司内部进行复制，为公司未来连锁化发展打下基础，预计集团化运营质量将持续提升，预计公司 2018~2020 年整形科收入增速为 24%、22%、20%；2017 年公司皮肤科受到部分亏损企业影响，收入有所下滑，但未来随着公司收购的南京华韩奇致逐步将自身在皮肤科领域的优势复制至其他下属医院，公司皮肤科收入将企稳回升（18H1 已恢复正增长），假设公司 2018~2020 年皮肤科收入增速为 21%、20%、15%；近年公司牙科业务保持高速增长，

预计未来该良好态势将继续保持，假设 2018~2019 年牙科收入增速为 100%、90%、80%。

表 25：华韩整形盈利预测表（收入、净利单位：百万元）

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
整形科收入	319.76	427.15	529.67	646.20	775.43
Yoy	-	33.59%	24%	22%	20%
皮肤科收入	215.09	188.85	228.51	274.22	315.35
Yoy	-	-12.20%	21%	20%	15%
牙科收入	7.10	16.91	33.82	64.25	115.65
Yoy	-	137.98%	100%	90%	80%
其他收入	0.59	0.33	0.357832	0.393615	0.432976
Yoy	-	-44.79%	10%	10%	10%
总营业收入	542.54	633.24	792.36	985.055	1206.86
Yoy	-	16.72%	25.13%	24.32%	22.52%
归母净利	23.67	29.02	35.80	43.02	52.00
Yoy	-19.51%	22.59%	23.39%	20.15%	20.90%
EPS（元）	0.28	0.35	0.43	0.51	0.62

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队预测

毛利率方面，近年公司为提升集团总体运营质量、对旗下附属医院持续进行人员及设备、耗材等的配置，预计未来该趋势将延续、公司总体毛利率将稳中有降，预计 2018~2020 年公司毛利率分别为 53.38%、52.62%、51.60%。

费用率方面，公司规模效应未来预计将继续凸显，预计 2018~2020 年公司销售费用率分别为 27.30%、27.00%、26.90%；管理费用率分别为 17.30%、17.50%、17.00%。

综上，公司 2018~2020 年收入规模分别为 7.92、9.85、12.07 亿元，同比增速分别为 25.13%、24.32%、22.52%，归母净利分别为 3580、4302、5200 万元，同比增速分别为 23.39%、20.15%、20.90%，对应 EPS 分别为 0.43、0.51、0.62 元，未来三年净利复合增速为 23.98%，当前股价对应 18 年 PE 23 倍，考虑公司多年运营经验在集团内部复制、提升总体经营质量及竞争力的同时相关费用投入较多，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：集团内部整合不及预期；管理不当发生医美事故对品牌形象造成负面影响。

表 26：华韩整形盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	542.54	633.24	792.36	985.05	1,206.86
营业收入增长率	60.39%	16.72%	25.13%	24.32%	22.52%
净利润（百万元）	23.67	29.02	35.80	43.02	52.00
净利润增长率	-19.51%	22.59%	23.39%	20.15%	20.90%
EPS（元）	0.28	0.35	0.43	0.51	0.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.00%	14.95%	15.58%	15.76%	16.01%
P/E	35	28	23	19	16
P/B	4.8	4.2	3.6	3.0	2.5

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队

注：股价为 2018 年 8 月 27 日收盘价

4.3.2、利美康：西南知名医美品牌，并购实现区域扩张

➤ 公司概况：起步于贵州的医美品牌，持续引进新项目，并购实现区域扩张

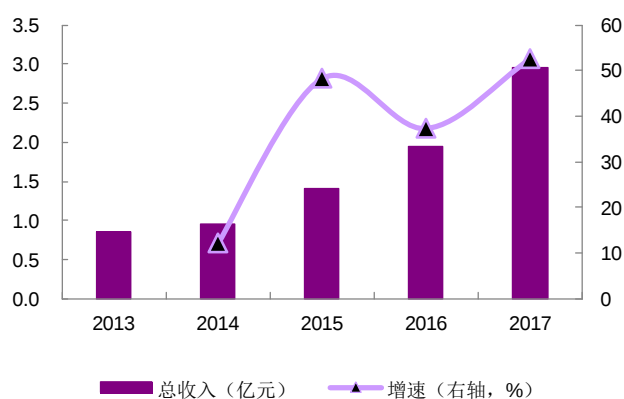
利美康品牌成立于 1991 年，主要从事以整形外科、口腔科、激光微整科及综合科为特色的整形美容服务，主要经营项目为假体隆胸（是公司的特色项目）、双眼皮、面部除皱等。目前为贵州省内唯一的民营三级专科医院，已在省内外扩张近二十家门店，营业面积超过 2 万平方米，拥有 13 间国际标准的超净层流手术室及标准手术室若干间，诊疗床位 230 余张，此外公司还拥有一家义齿加工厂。公司于 2015 年 6 月 4 日在新三板挂牌。

公司一方面不断引进新项目、新技术拉动内生增长，通过不断通过外延收购为主、自建为辅的方面实现区域的扩张，抢占市场份额：2014 年底公司完成对遵义利美康及贵阳利美康的收购，2015 年 10 月控股收购贵州新羊城义齿、2016 年下半年陆续收购北京利美康岩之畔门诊部、广州利美康粤美门诊部、深圳利美康西一诺门诊部、成都武侯利美康爵丽门诊部、凯里利美康雅典娜及新建贵州铜仁利美康。

➤ 财务分析：内生外延带来高成长，业务扩张致费用率持续提升

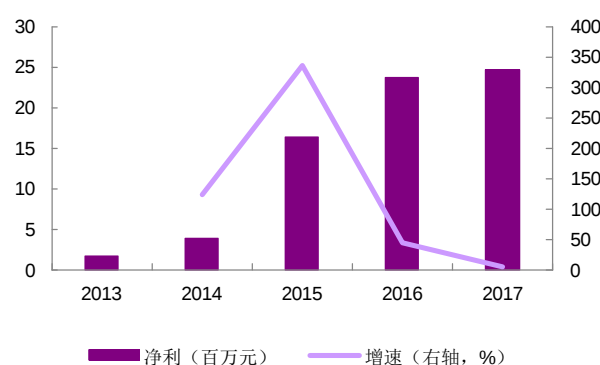
公司近年业绩处于高速增长，2013~2017 年公司收入与净利复合增速分别为 36.67%、95.52%，主要获益新项目、新技术的引进以及外延并购。2017 年公司收入、净利规模分别为 2.96 亿元、2465.41 万元，分别同比增 52.64%、4.02%。2017 年公司净利增速大幅下降主要为公司加大市场推广力度、销售费用率大幅提升所致。

图 46：利美康收入及增速



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 47：利美康归母净利润及增速

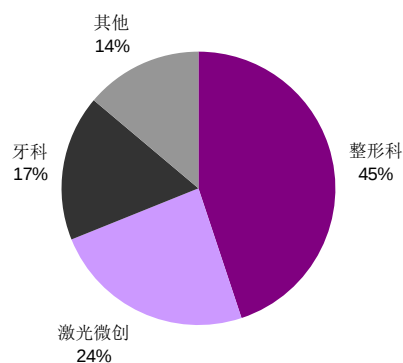


资料来源：公司公告、光大证券研究所

分业务看，公司收入结构总体较为均衡，2017 年整形、激光微创、牙科收入分别占比 44.91%、24.00%、17.25%。

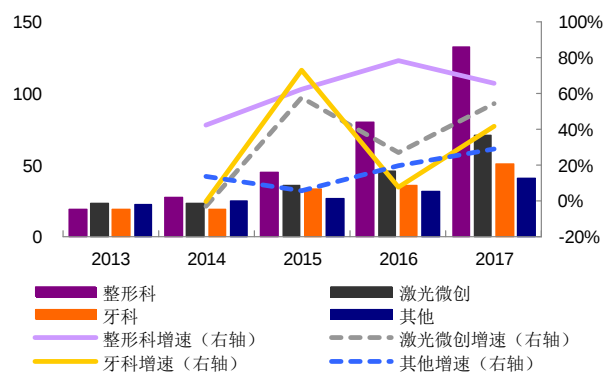
其中公司整形科收入增速最高，2013~2017 年收入复合增速为 61.69%，同期公司激光微创、牙科等收入复合增速为 31.62%、27.30%。

图 48：2017 年利美康分业务收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 49：利美康分业务收入（百万元）及增速

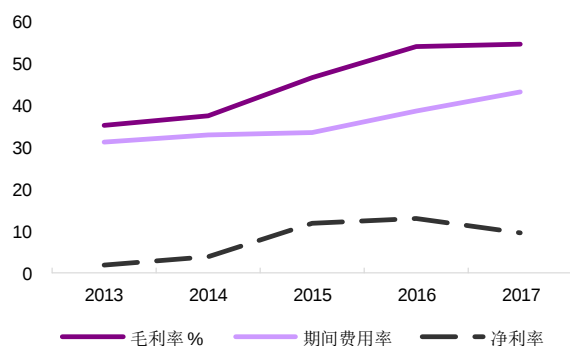


资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司毛利率总体呈现上升趋势，2017 年公司毛利率为 54.83%，较 2013 年提升 19.62PCT。

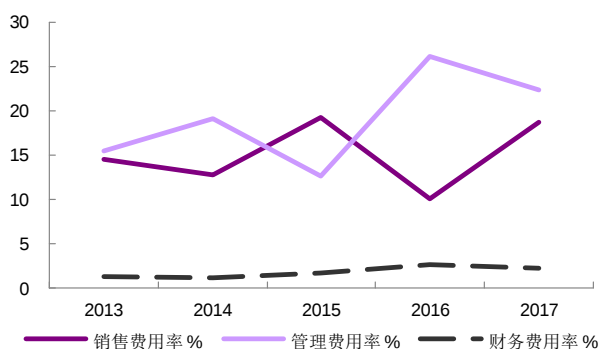
公司期间费用率呈现上升趋势，主要为公司持续加大市场营销推广费用致销售费用率总体提升，公司持续招募人才、提升部分管理人员薪资水平、加大并购合作力度下差旅费、中介及顾问费等增多致管理费用率呈上升态势。2017 年公司销售费用率、管理费用率分别为 18.76%、22.37%。

图 50：利美康毛利率、期间费用率、净利率 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 51：利美康三费率



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 盈利预测

公司收入获益内生及外延等呈现高速发展，预计未来公司旗下多家连锁医美医院持续整合下，公司收入继续保持高速增长，其中假设 2018~2020 年公司整形科收入增速分别为 50%、45%、40%，牙科收入增速分别为 25%、20%、15%，激光微创收入增速分别为 35%、28%、24%。

表 27：利美康盈利预测（收入、净利单位：百万元）

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
整形科收入	80.24	132.96	199.43	289.18	404.85
yoy	-	65.70%	50.00%	45.00%	40.00%
牙科收入	35.97	51.09	63.86	76.63	88.12
yoy	-	42.01%	25.00%	20.00%	15.00%
激光微创收入	46.06	71.06	95.92	122.78	152.25
yoy	-	54.26%	35.00%	28.00%	24.00%
其他收入	31.73	41.02	49.23	59.07	70.88
yoy	-	29.29%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入	194.00	296.12	408.44	547.66	716.11
yoy		52.64%	37.93%	34.09%	30.76%
归母净利	23.70	24.65	36.77	49.97	63.69
yoy	44.39%	4.02%	49.13%	35.92%	27.45%
EPS（元）	0.26	0.27	0.40	0.54	0.69

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队预测

毛利率方面，预计未来随着规模效应的持续凸显，公司毛利率有望继续保持上升态势，假设 2018~2020 年公司毛利率分别为 55.00%、55.20%、55.60%。

由于公司仍处于业务扩张期，预计未来费用率仍呈上升态势，假设 2018~2020 年公司销售费用率为 19.00%、19.30%、19.80%，管理费用率为 24.00%、24.30%、24.80%。

综上，公司 2018~2020 年收入分别为 4.08、5.48、7.16 亿元，分别同比增 37.93%、34.09%、30.76%，归母净利为 3677、4997、6369 万元，分别同比增 49.13%、35.92%、27.45%，EPS 为 0.40、0.54、0.69 元，对应未来三年净利复合增速为 37.21%，当前股价对应 18 年 PE 为 10 倍，考虑公司持续进行区域扩张、盈利能力领先同业、业绩成长性高，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：业务拓展、费用率上升过快影响业绩；管理不当发生医美事故对品牌形象造成负面影响。

表 28：利美康盈利预测与估值

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	194.00	296.12	408.44	547.66	716.11
营业收入增长率	37.36%	52.64%	37.93%	34.09%	30.76%
净利润（百万元）	23.70	24.65	36.77	49.97	63.69
净利润增长率	44.39%	4.02%	49.13%	35.92%	27.45%
EPS（元）	0.26	0.27	0.40	0.54	0.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.34%	11.42%	15.80%	17.68%	18.39%
P/E	16	16	10	8	6
P/B	3.3	1.8	1.6	1.4	1.1

资料来源：Wind、光大证券研究所纺织服装团队

注：股价为 2018 年 8 月 27 日收盘价

4.3.3、丽都整形（已退市）：自建模式扩张，打造“医、教、研”一体化的专业医美医院

丽都整形美容公司成立于 2009 年。公司提供外科整形美容、皮肤美容、牙齿美容和中医美容在内的整形美容医疗服务，通过收取诊疗费等实现收入。公司为国内第一家通过德国莱茵 TUV-SQS 国际服务质量认证暨 ISQM（国际服务质量管理系统）的医疗美容医院。

经过多年的发展，公司已经在北京、无锡、贵阳、太原、运城、昆明、沈阳、长沙等城市共设立了 8 家整形美容医院、共计营业面积约 2.50 万平方米，拥有 25 间国际标准的超净层流手术室，1 个多能细胞实验室，拥有诊疗床位和牙科治疗椅 110 张，形成全国性的整形连锁机构，公司的终端扩张以自建医院为主。

公司持续改进医疗服务质量，完善医疗设备体系，2016 年起推进“博导计划”，各临床科室学科带头人全部由博导担任的管理方式，实现“医、教、研”一体化医美医院，实行服务和科研双轨制的创新模式。

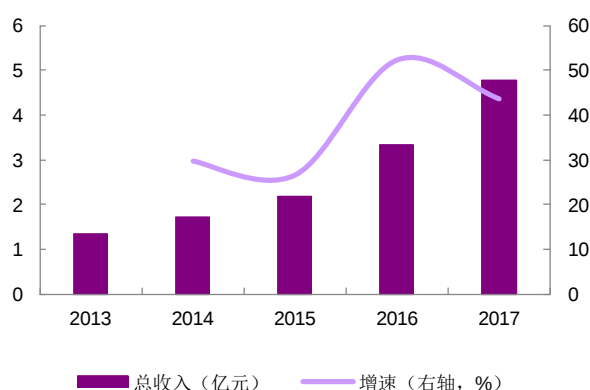
公司 2015 年 11 月在新三板挂牌，根据公司发展战略的需要，公司股票自 2018 年 6 月 26 日起在新三板终止挂牌。

近年公司收入持续高增长，2016、2017 年净利端受到业务处于扩张期、费用投入较多同时收入效应尚待释放等影响有所承压。2013~2017 年公司收入复合增速为 33.71%。

2017 年丽都整形收入 4.79 亿元，同比增 43.63%；归母净利润-0.33 亿元，2017 年公司净利首次出现亏损主要为新增两家医院长沙丽都和沈阳丽都开业初期费用较大且未带来明显收益以及无锡丽都升级装修工期较长等费用增加、收入下降。2017 年公司美容皮肤科、美容外科、美容牙科收入占比分别为 53.30%、44.15%、2.55%。

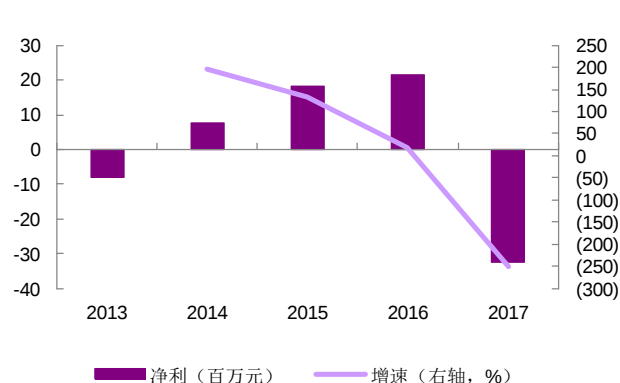
盈利能力方面，公司近年来毛利率水平约为 60.70~66.20%、总体上高于华韩整形，期间费用率约为 55~68%，净利率水平约为-7.44~8.32%。

图 52：丽都整形收入及增速



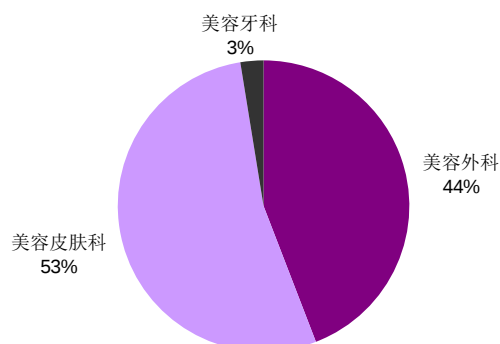
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 53：丽都整形归母净利及增速



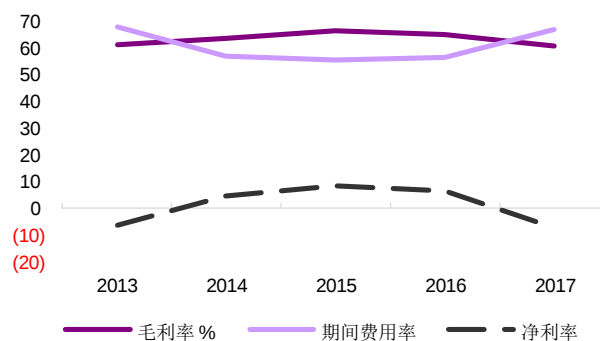
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 54：2017 年丽都整形分业务收入情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 55：丽都整形毛利率、期间费用率、净利率（%）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

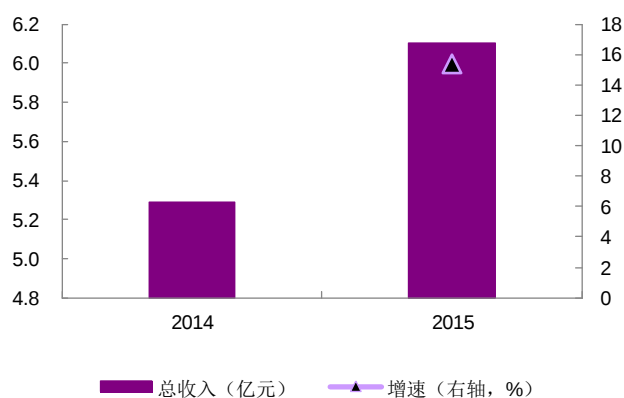
4.3.4、伊美尔（已退市）：国内首家专业整形美容的连锁集团

公司成立于 1997 年，主要从事专业医疗美容服务，是中国首家从事专业整形美容的大型整形美容连锁集团，主要经营项目包括自体脂肪面部填充、水光注射等。目前，公司北京、上海、天津、青岛、哈尔滨等地共有 17 家医疗美容分支机构（截止 2016 年 4 月招股书）。

在融资方面，伊美尔于 2011 年获得联想投资等基金 2 亿人民币投资，并于 2015 年获得世界著名私募资本华平投资集团过亿美元投资，于 2016 年 10 月 11 日在新三板挂牌，2017 年 3 月 7 日起公司终止挂牌。

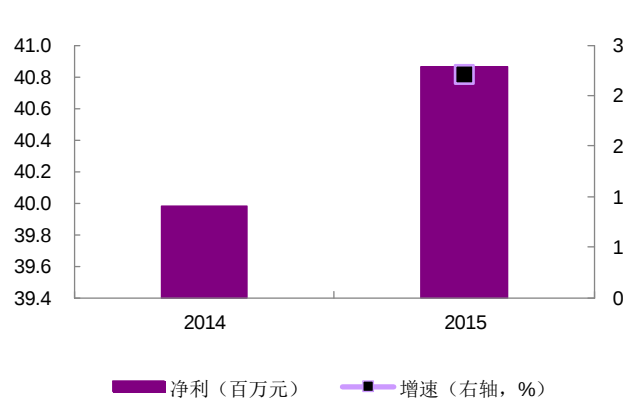
2015 年伊美尔营业收入 6.11 亿元，同比增长 15.39%，其中主要业务美容皮肤科、美容外科、美容牙科、美容中医科分别占比 64.93%、32.56%、2.04%、0.29%；净利润 4086.53 万元，同比增长 2.21%。

图 56：伊美尔营收及增速



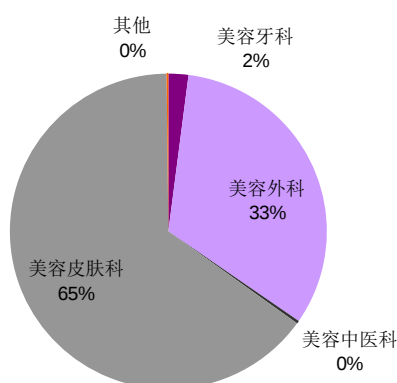
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 57：伊美尔净利及增速



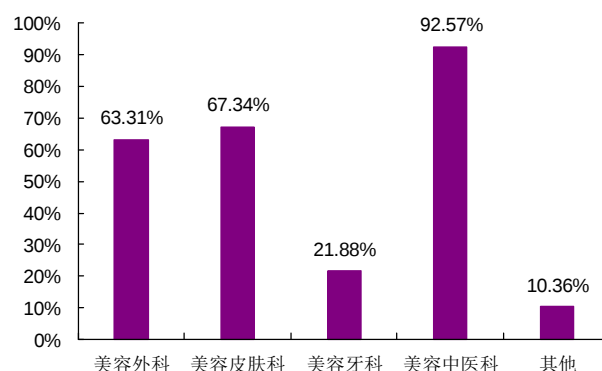
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 58：2015 年伊美尔分业务收入占比



资料来源：伊美尔招股说明书、光大证券研究所

图 59：2015 年伊美尔分业务毛利率



资料来源：伊美尔招股说明书、光大证券研究所

4.4、其他：非上市公司医美企业

➤ 美莱：历史悠久、兼具规模和市里的专业美容集团

美莱集团 1999 年创立于上海，拥有“美莱”、“华美”、“紫馨”三个医疗美容品牌，目前在各沿海发达中心城市及省会城市设有 29 家实体医院，总部设在上海。“美莱”品牌在医疗、教学、科研等多个医学美容领域占据领导地位，并成为集整形美容、皮肤美容、无创美容、口腔美容、中医美容、抗衰老美容等一体的大型医学美容集团品牌。

美莱以连锁战略打造国内规模和实力雄厚的专业医学美容医院品牌。目前，美莱市场已基本覆盖主要城市，目前在北京、天津、上海、广州、成都、深圳、韩国首尔等地设有医学美容连锁医院及合作机构。

美莱参与多个医美技术研发。美莱拥有 400 多名专业医师，汇集院长级、主任级骨干医师，参与国内多项医美技术研发，并参编医美学术专著。研发技术投入有助于品牌更好地提供专业服务并获得消费者信任，有利于长期发展。

➤ 艺星：注重贵宾服务的韩国美容品牌

艺星于 2005 年进驻中国，并相继在上海、杭州、武汉、长沙、大连、北京、成都等地完成了市场布局，共计 16 家连锁医疗美容医院，诊疗业务范围涉及整形美容、皮肤美容、口腔美容、微整形等诸多领域。2018 年 6 月公司申请香港上市。

艺星提供“艺星荟”贵宾专属服务，留存优质客户。“艺星荟”为艺星集团设立的贵宾专属服务，主要包括限量产品优先预订，生日月份惊喜礼遇，奢华美容护理体验及私密茶会尊崇邀约等优质服务，可留存更多优质老客户，为公司创造更多收益。

艺星在品牌营销方面走在行业前列。艺星具有天猫平台，开设线上店铺。此线上平台可进一步营销医美产品，拓展更多客户；客户也可提前了解医美产品流程、价位等细节，并查看以往客户服务评级，实时与在线客服沟通。具

体服务流程是客户线上下单医疗美容项目，客服致电联系并预约医院，随后医院电话沟通治疗细节并预约治疗时间，客户到时凭订单即可完成治疗。

5、风险提示

医美服务不够标准化、规范化：美容服务产品难标准化，容易引发纠纷和投诉。如果手术不规范带来恶性事件发生，可能对行业整体造成冲击。

政策收紧对行业造成影响：目前行业正在走向规范化的进程中，若政策收紧，行业发展可能会遇到波折。

医美需求扩张较慢：如果消费者对于医美的需求增长不达预期，可能会导致终端业绩不佳，并且影响到药品生产商和设备生产商。

附录：

表 29：国内外母婴童相关上市公司估值表

市场	公司名称	收盘价	EPS				PE				3 年 CAGR	PEG	市值 (亿元)
		(元 人民币)	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E		18 年	
A 股	苏宁环球	3.47	0.38	0.39	0.43	0.50	9	9	8	7	9.50%	0.94	105
	朗姿股份	10.65	0.47	0.68	0.80	0.89	23	15	13	12	23.80%	0.65	43
	平均	-	-	-	-	-	16	12	11	9	-	-	-
新三板	华韩整形	9.77	0.35	0.43	0.51	0.62	28	23	19	16	21.47%	1.06	8
	利美康	4.17	0.27	0.40	0.54	0.69	16	10	8	6	37.21%	0.28	4
	平均	-	-	-	-	-	22	17	13	11	-	-	-

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所纺织服装团队预测

注：1) 本表股价更新至 2018 年 8 月 27 日；

2) 苏宁环球、朗姿股份、华韩整形、利美康等盈利预测为光大证券纺服团队预测。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebcn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebcn.com
	李强	021-22169131	18621590998	lqiang88@ebcn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebcn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebcn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuging@ebcn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebcn.com
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebcn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dinqdian@ebcn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebcn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebcn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebcn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebcn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebcn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebcn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebcn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebcn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebcn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebcn.com
深圳	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebcn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebcn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebcn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebcn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebcn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebcn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebcn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebcn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebcn.com
金融同业与战略客户	丁梅	021-22169416	13381965696	dinqmei@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebcn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebcn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebcn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebcn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebcn.com
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebcn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebcn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebcn.com
私募业务部	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebcn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijia@ebcn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebcn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebcn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebcn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebcn.com