

# 商业贸易

证券研究报告

2019年11月22日

## 医美产业景气度高企，纵横拆解价值链

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业专题研究:只有消费升级? 换种方式看化妆品“平替”和国潮崛起》 2019-09-02
- 2 《商业贸易-行业专题研究:珀莱雅&丸美对比研究:探索国货龙头之光》 2019-07-29
- 3 《商业贸易-行业深度研究:复盘美国酒流通巨头南方酒业看华致酒行发展空间》 2019-07-17

### 1. 横向拆解: 后起之秀跃升医美大国, 渗透率提升市场空间

**总览:** 我国医美行业起步较晚, 但发展迅速, 2014-2018 年复合增长 23.6%, 2017 年医美项目数超越巴西成为全球医美第二大国家。

**分类:** 高频低价的非手术类医美项目由于无需手术, 风险小且效果可逆, 近几年在我国收入增长迅速, 2014-2018 年收入 CAGR 约为 25.7%, 收入占比由 2014 年的 38% 提升至 2018 年的 41%。

**消费者画像:** 年轻女性是医美消费的主力, 占比约 90%, 整形目的由以工作需要为主转变为以取悦自己为主, 玻尿酸是最受欢迎的入门级医美项目, 非手术注射型医美项目占比约 57.04%, 玻尿酸占注射型医美的比重约 66.59%。

**行业发展:** 伴随着女性医美需求提升、医美技术进步和政策逐步完善, 医美产业红利期到来。随着医美年龄圈层扩大, 我国医美渗透率有望提升。根据 Frost & Sullivan 预测, 2021 年我国将成为全球最大的医美服务市场, 我国医美行业市场空间预计超过 9000 亿元。

### 2. 纵向延伸: 高门槛带来上游高毛利, 线上平台重塑下游渠道

医美行业交易额主要发生在下游, 利润主要集中在上游。

**上游:** 医美器械市场尚属于新兴市场, 市场规模虽小但发展空间较大。医美原材料注射填充类以玻尿酸、肉毒素为主, 目前获得国家药品监督管理局批准的产品较少, 上游生产商能获得稳定的高利润, 玻尿酸上游生产商毛利率在 90% 左右。终端定价较为混乱, 高端以进口品牌为主, 中低端产品竞争激烈。

**下游:** 民营医院占 80% 以上市场份额, 医美高速发展催生出大批非正规机构, 专业整形医生稀缺。我国大型连锁美容企业市占率仅为 7.5%, 行业集中度较低。医美机构盈利水平受销售费用的严重侵蚀, 盈利机构占比不足 30%。

**线上平台:** 医美 APP 能够凭借多点沟通、线上评价体系、第三方调节等特点克服行业痛点, 相较于传统渠道获客成本下降 90%。医美 APP 目前仍处于早期聚流阶段, 安装渗透率不高, 未来有望成为线上最大的医美流量入口。

### 3. 发展趋势: 集中化、生态化、透明化、标准化

在行业资源聚集、政策逐步完善、互联网重塑渠道的大趋势下, 未来医美行业朝着更加集中化、生态化、透明化和标准化的趋势发展: ①集中化: 未来上游龙头厂商将进一步聚集头部资源, 下游中小医美机构的盈利水平受制于高额获客成本, 行业整合将进一步加速。②生态化: 综合实力和资金强大的集团开始进行生态布局, 轻医美功能性护肤品吸引投资者入局。③透明化: 互联网有助于重构行业生态, 医美 APP 平台的出现有助于解决目前行业存在的医美服务和产品价格不透明的问题。④标准化: 政府不断出台政策支持医美行业的规范化, 并对非法医美现象进行严打, 医美政策端将更加标准化。

**投资建议:** 伴随着女性医美需求提升、医美技术进步和政策逐步完善, 医美产业红利期到来。随着医美年龄圈层扩大, 我国医美渗透率有望提升。建议关注医美行业三大投资方向: 有绝对技术壁垒的上游制造商, 如华熙生物(与医药组联合覆盖); 借助资本市场力量的互联网医美平台; 下游的医美品牌连锁化机构, 如医美国际。

**风险提示:** 新技术/产品替代风险, 下游不当宣传风险, 需求不达预期风险

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
688363.SH	华熙生物	93.05	买入	0.88	1.25	1.81	2.62	105.74	74.44	51.41	35.52

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS



## 内容目录

<b>1. 横向拆解：后起之秀跃升医美大国，渗透率提升市场空间</b> .....	<b>4</b>
1.1. 后起之秀，跃升医美大国.....	4
1.2. “高频低价”轻医美迎风而上，有望持续高速增长.....	5
1.3. 消费者画像：年轻女性是主力，悦己为主，玻尿酸是入门级.....	7
1.4. 渗透率提升市场空间，技术进步&政策完善春风将至.....	9
<b>2. 纵向延伸：高门槛带来上游高毛利，线上平台重塑下游渠道</b> .....	<b>11</b>
2.1. 总览：利润集中在上游，交易额发生在下游.....	11
2.2. 上游：高门槛带来高利润，高端进口为主低端竞争激烈.....	13
2.3. 下游：医美机构集中度低，盈利受销售费用侵蚀.....	17
2.4. 线上平台有助解决行业痛点，有望重塑渠道.....	19
<b>3. 发展趋势：集中化、生态化、透明化、标准化</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：2014-2018 年美国医美消费额.....	4
图 2：美国、中国、巴西位列医美手术项目数排名前三（2017）.....	4
图 3：中国医美行业发展历程.....	5
图 4：全球医美技术发展情况.....	5
图 5：手术类和非手术类医疗美容介绍.....	6
图 6：中国手术类医美和非手术类医美收入及增速（十亿人民币）.....	6
图 7：中国医美行业非手术类占比.....	6
图 8：中日美三国医美总疗程分布.....	7
图 9：中国注射医美分布.....	7
图 10：与美国相比，我国医美消费更加年轻化（2017 年）.....	7
图 11：我国医美消费者年龄分布情况.....	7
图 12：中国医美消费者整形目的变动情况.....	8
图 13：中国医美总疗程消费分布.....	8
图 14：医美项目价格表.....	8
图 15：2018 年我国医美每千人诊疗次数仅为日本的一半.....	9
图 16：分年龄端的医美渗透率.....	9
图 17：我国医美行业保持快速增长（十亿元）.....	10
图 18：医美产业链.....	12
图 19：医美行业产业链相关公司.....	12
图 20：医美行业产业链图示.....	13
图 21：一只玻尿酸产品从生产到售出的加价情况.....	13
图 22：中国医美行业发展历程.....	14
图 23：中国医疗器械行业市场规模及增速图.....	14
图 24：玻尿酸适用部位.....	15
图 25：2018 年我国医美正规市场与非正规市场的规模与增速.....	18

图 26: 我国医美医生数量非常匮乏 (2017 年) .....	18
图 27: 某整形医院成本构成情况 .....	19
图 28: 2018 年华韩整形与荣恩集团财务指标情况 .....	19
图 29: 我国医美行业营销模式变迁情况 .....	20
图 30: 医美不同渠道获客方式比较分析 (2016 年) .....	20
图 31: 医美 APP 成为行业中心 .....	21
图 32: 医美行业 60%以上的官网流量来自于搜索引擎 .....	21
图 33: 医美行业官网引流渠道以百度为主 .....	21
图 34: 我国医美主要 APP 安装渗透率不高 .....	22
图 35: 2014A-2023E 中国医美行业获客支出情况 (十亿元) .....	23
图 36: 2014A-2023E 中国医美行业获客渠道结构 .....	23
图 37: 2014A-2023E 中国医美行业投放于在线医美平台的获客支出情况 .....	23
图 38: 中国医美并购规模统计 .....	24
图 39: 华熙生物全产业链布局情况 .....	24
图 40: 中国医美行业监管大事纪 .....	25
表 1: 医疗美容项目分类 .....	5
表 2: 中日美最受消费者欢迎的医美项目 (非手术) 对比 .....	8
表 3: 韩国一流医美医院与我国合作情况 .....	10
表 4: 中国医美行业相关规章制度一览 .....	11
表 5: 玻尿酸品牌介绍 .....	15
表 6: 玻尿酸产品零售价格区间 .....	16
表 7: 昊海生科玻尿酸产品的单位价格和单位成本 .....	16
表 8: 玻尿酸产品出厂销售价格等情况 .....	17
表 9: 进口保妥适和国产衡力对比 .....	17
表 10: 我国医美行业下游机构情况 .....	18
表 11: 我国主要大型医疗美容机构情况 .....	19
表 12: 国内主要医美 O2O 平台情况 .....	22

导入：

按照消费的属性，我们将女生追求美的方式分为商品类消费和服务类消费，其中商品消费主要指护肤、彩妆；服务类消费主要系生活美容、医疗美容。从持久和层次性来看，彩妆、护肤/生活美容、医疗美容依次加深。

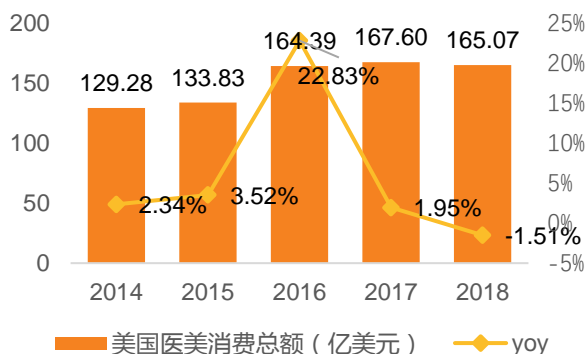
## 1. 横向拆解：后起之秀跃升医美大国，渗透率提升市场空间

### 1.1. 后起之秀，跃升医美大国

医美即“医疗”+“美容”的结合，医是手段，美是目的，本质是用医疗手段进行美容，指运用药物、手术、医疗器械等医学技术对人的容貌和各部位形态进行修复与再塑的美容方式，具有一定创伤性和侵入性。

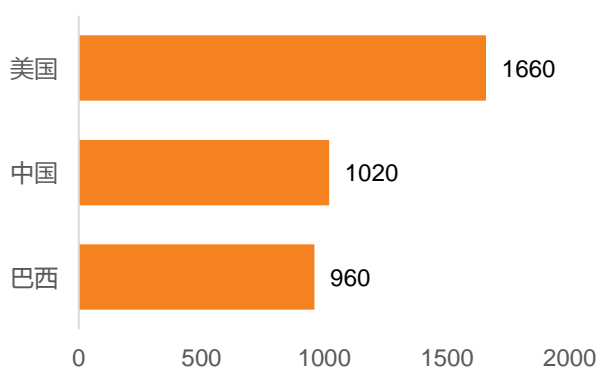
国际上近代医疗美容起源于 20 世纪初期，世界大战推动了医美行业的发展，以美韩为首的发达国家已培养出成熟的服务体系和监督机制。世界上关于整形美容技术的记载最早可追溯到公元前，但由于中世纪宗教盛行，整形美容技术在 19 世纪前发展十分缓慢。19 世纪末期的女权运动加速了整形美容外科的兴起，随后世界大战爆发，导致了大量组织缺损和畸形病例的产生，促使一部分以口腔颌面外科、耳鼻喉科医生投入到整形美容外科的研究中，自此现代意义的“医疗美容”诞生。受惠于美国领先的临床医学，医疗美容的许多应用项目都是在美国诞生并发展成熟，自 20 世纪 30 年代发展至今，美国成为医美行业起步最早、市场规模最大、施行术例总数最多的国家。而作为全球医美渗透率最高的韩国，医美业兴起于 1988 年汉城奥运会，政府不遗余力推动医美业的发展，并于 2015 年制定了“到 2020 年吸引 100 万外国医疗游客、医疗观光收入达到 30 亿美元以上”的发展计划。

图 1：2014-2018 年美国医美消费额



资料来源：ASPS，天风证券研究所

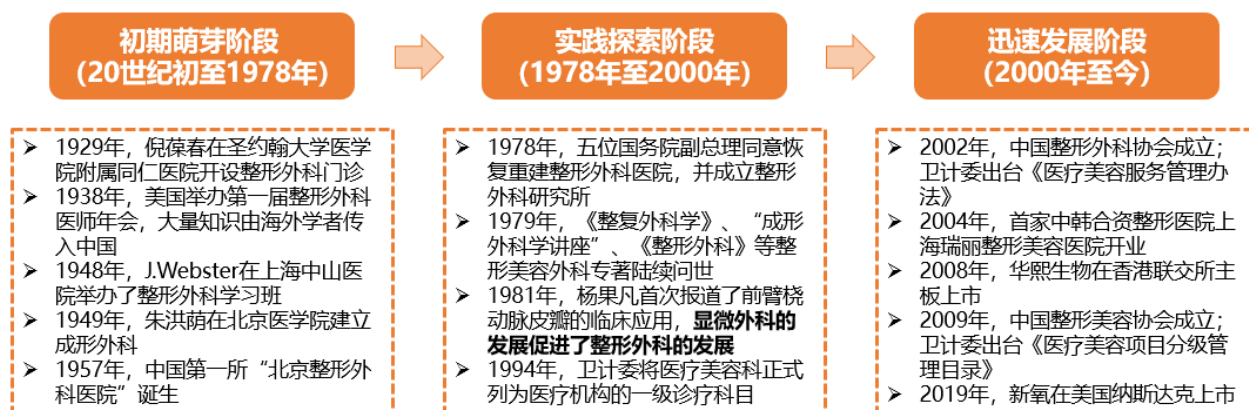
图 2：美国、中国、巴西位列医美手术项目数排名前三（2017）



资料来源：更美研究院，天风证券研究所

我国医美行业起步较晚，但发展迅速，医美市场从以矫正治疗为主的单一市场逐渐发展成揽括医疗治疗及美容美观的多样化市场。我国医美从建国后传入，至改革开放之后开始兴起，目前已进入快速发展阶段。20 世纪六七十年代我国整形外科仅开展以畸形矫正为主的手术，20 世纪 90 年代各大医院陆续设立医疗美容科，直至 21 世纪初中国医美行业才逐渐成型，并与国际接轨，成为我国经济中一个不可缺少的组成部分。即便起步较晚，由于国际上的医美技术已经成型，加之消费者观念的变化，中国的医疗美容业发展非常迅速。

图 3：中国医美行业发展历程



资料来源：卫计委官网，德勤，搜狐，华夏医界网，中华医学会，天风证券研究所

我国医美行业进入快速发展阶段，2014-2018 年复合增长 23.6%，2017 年医美项目数超越巴西成为全球医美第二大国家。根据 Frost & Sullivan 数据，2014-2018 年复合增长 23.6%，2018 年我国医美行业规模为 1217 亿元，同比增长 22.6%，从医美项目数来看，2017 年中国医美项目数达 1020 万例，超过巴西成为仅次于美国的全球医美第二大国。

## 1.2. “高频低价” 轻医美迎风而上，有望持续高速增长

20 世纪 90 年代以来，医美技术迅速发展，肉毒素、激光脱毛、玻尿酸等医美新科技陆续诞生。1945 年，二战的爆发催生了鼻部整形，20 世纪 60-90 年代，硅胶假体隆胸、脂肪抽吸术、非手术整形依次产生。90 年代以来，医美技术迅速发展，肉毒素、激光脱毛、玻尿酸等医美新科技陆续诞生。

图 4：全球医美技术发展情况



资料来源：环球在线，天风证券研究所

医疗美容科为一级科目，下设美容外科、美容牙科、美容皮肤科和美容中医科四个二级科目。按照是否进行手术，医疗美容可分为手术类与非手术类。手术类项目旨在从根本上改变/改善眼、鼻、胸等面部及身体其他部位的外观，非手术类项目主要包括注射及激光疗法等微整形术，可分为注射填充类、无创年轻化、激光美容等。一般经卫生部门行政许可设立的医疗美容机构均可开展上述两类项目。

表 1：医疗美容项目分类

二级科目	细分	项目
美容外科	头面部	眼睑整形、隆鼻、下颌整形、额头整形、全颜面皮肤削磨术等
美容皮肤科	乳房、躯干	吸脂、隆乳、乳房下垂矫正术、腹壁成形术等



会阴部	处女膜修补术、阴茎延长术、阴道紧缩术等
其他	体表小肿瘤切除术、自体脂肪注射移植术等
抽吸、填充及注射	玻尿酸注射、肉毒素注射、胶原蛋白注射、美白针等
化学剥落	化学换肤
激光和其他电磁波	彩光嫩肤、激光皮肤磨削术等
皮肤相关手术	皮肤肿物切除、毛发移植、腋臭手术等
美容牙科	牙齿美容修复、牙周美容技术操作、牙牙合畸形美容矫治
美容中医科	针灸

资料来源：卫计委官网，天风证券研究所

图 5：手术类和非手术类医疗美容介绍

### ✂ 手术类医疗美容 ✂

- **五官医疗美容**  
眼睑整形术、填补泪沟、眉间纹去除术、填充下眼睑
- **美体医疗美容**  
丰胸、乳房下垂矫正、乳头乳晕整形、吸脂手术
- **皮肤医疗美容**  
面部凹陷填充、毛发移植
- **口腔医疗美容**  
牙齿矫正、牙齿美容修复
- **其他**  
唇裂、腭裂修复、会阴整形、阴茎延长

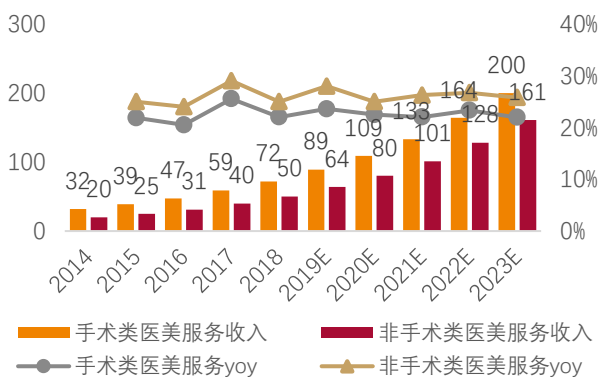
### 💉 非手术类医疗美容 💉

- **注射填充类**  
材料填充、美白针、瘦脸针等，主要分为填充类和阻断神经式填充
- **无创年轻化**  
面部皮肤紧致、深层皮肤回春、面部身体轮廓收紧、痤疮治疗
- **激光美容**  
激光嫩肤、激光祛斑、激光去红
- **中医项目**  
针灸等

资料来源：MobData，天风证券研究所

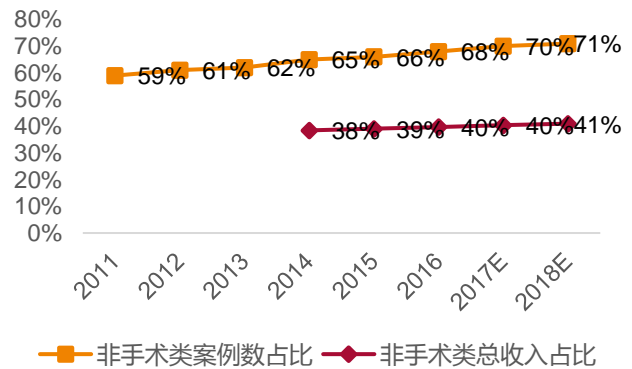
非手术类医美项目（轻医美）由于无需手术，风险小且效果可逆，具有高频低价的优势，近几年在我国收入增长迅速。2014-2018 年非手术类医美项目收入 CAGR 约为 25.7%，而 2014-2018 年手术类医美项目收入 CAGR 约为 22.5%。非手术类医美项目收入占比由 2014 年的 38% 提升至 2018 年的 41%，手术案例数占比预计由 2011 年的 59% 提升至 2018 年的 71%。目前玻尿酸注射、肉毒素注射、光子嫩肤、自体脂肪填充、超声刀、激光脱毛等已成为最受消费者欢迎的医美项目。根据 Frost & Sullivan 预测，2023 年非手术类医美项目收入预计达到 161 亿元，收入占比将达到 45%。

图 6：中国手术类医美和非手术类医美收入及增速（十亿人民币）



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

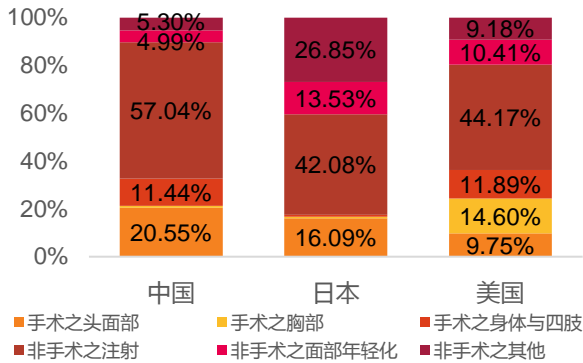
图 7：中国医美行业非手术类占比



资料来源：ISAPS，36 氪，Frost & Sullivan，德勤，天风证券研究所

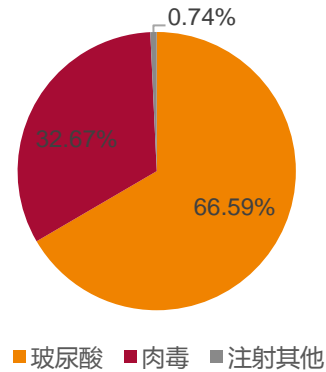
我国非手术注射型医美项目占比最大（57.04%），其中玻尿酸占注射型医美比重最大（66.59%）。在所有医美项目中，非手术类的注射型医美占据医美消费总次数的 57.04%，远高于美国的 44.17% 和日本的 42.08%。而注射医美中，玻尿酸和肉毒素占比分别为 66.59% 和 32.67%，2018 年增速分别为 53.11% 和 90.56%。

图 8：中日美三国医美总疗程分布



资料来源：ISAPS，新氧大数据，天风证券研究所

图 9：中国注射医美分布



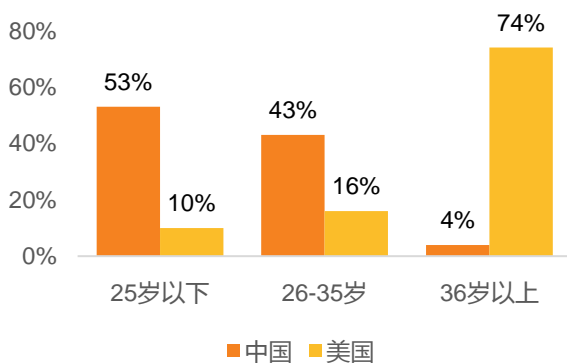
资料来源：2019 新氧白皮书，天风证券研究所

### 1.3. 消费者画像：年轻女性是主力，悦己为主，玻尿酸是入门级

相较于国外，我国医美消费者更加年轻化，年龄层有向上提升的趋势。我国医美行业消费者以年轻消费者为主，平均年龄为 24.45 岁，2019 年 25 岁以下的医美消费者占比约 54%，与美国等医美消费大国相比，我国医美消费者更加年轻化。整体而言，医美年龄层有向上提升的趋势，2019 年 30 岁以上医美消费者占比已从 2016 年的 13% 提升至 19%。

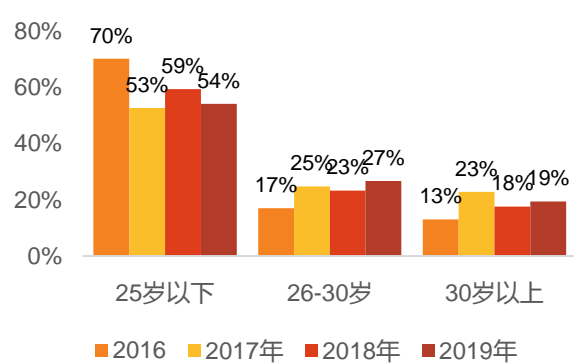
年轻女性是医美消费的主力，占比约 90%，但医美行业男性消费者客单是女性消费者的 2.75 倍。从性别上看，2019 年医美女性消费者数量占医美消费者总数的 90.02%，女性消费者数量是男性消费者的 9.02 倍，但男性消费者平均客单价更高，2018 年医美行业男性消费者平均客单价（7025 元）是女性消费者平均客单价（2551 元）的 2.75 倍。

图 10：与美国相比，我国医美消费更加年轻化（2017 年）



资料来源：新氧大数据，天风证券研究所

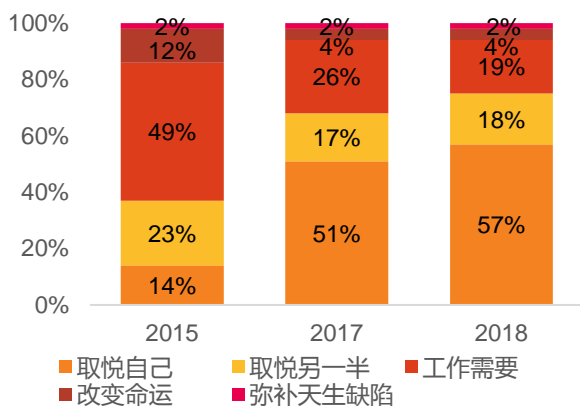
图 11：我国医美消费者年龄分布情况



资料来源：新氧大数据，天风证券研究所

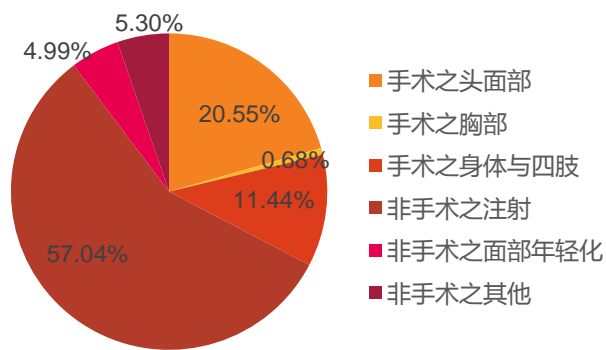
医美消费者整形目的逐渐由以工作需要为主转变为以取悦自己为主，在所有医美项目中以透明质酸及肉毒杆菌为主的注射型项目更受消费者欢迎。根据新氧公布的数据，以工作需要为目的的消费者在医美消费者中的占比由 2015 年的 49% 逐年降低至 2018 年的 19%，而以取悦自己为目的的消费者在医美消费者中的占比逐年提升至超过半数，消费者的思想观念由取悦他人逐渐转变为取悦自己。

图 12：中国医美消费者整形目的变动情况



资料来源：2018 新氧白皮书，天风证券研究所

图 13：中国医美总疗程消费分布



资料来源：2019 新氧白皮书，天风证券研究所

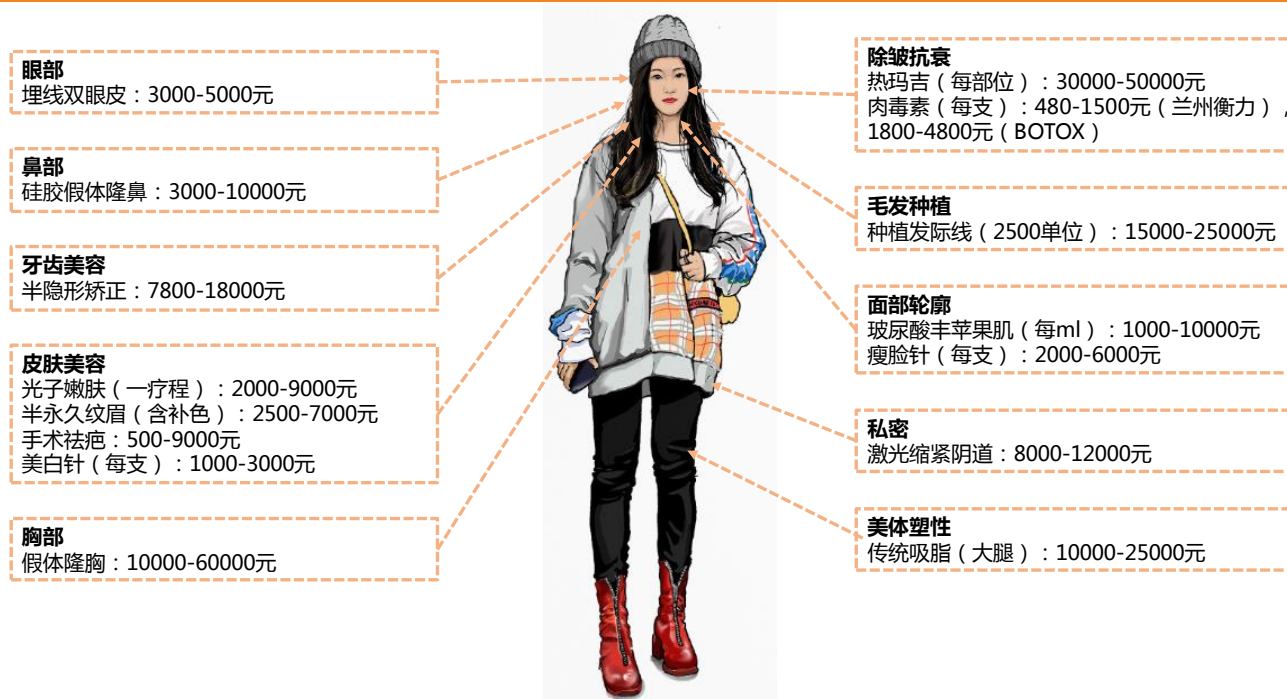
**玻尿酸注射为医美入门级项目，最受中国消费者喜爱。**在所有的非手术医美项目中，透明质酸（玻尿酸）填充和肉毒杆菌注射二者最为受中国、日本、美国三国消费者的追捧，这是因为透明质酸和肉毒杆菌用途广泛，且注射型医美项目较其他项目安全性更高。热门的医美项目从几百到几万不等，在大众可承受的价格区间内。

表 2：中日美最受消费者欢迎的医美项目（非手术）对比

	中国	日本	美国
No.1	透明质酸填充	透明质酸填充	肉毒杆菌注射
No.2	肉毒杆菌注射	肉毒杆菌注射	透明质酸填充
No.3	激光脱毛	激光脱毛	激光脱毛
No.4	光子嫩肤	非手术紧肤	非手术减脂
No.5	水光针	光子嫩肤	光子嫩肤

资料来源：2018 新氧白皮书，天风证券研究所

图 14：医美项目价格表



资料来源：MobData，天风证券研究所

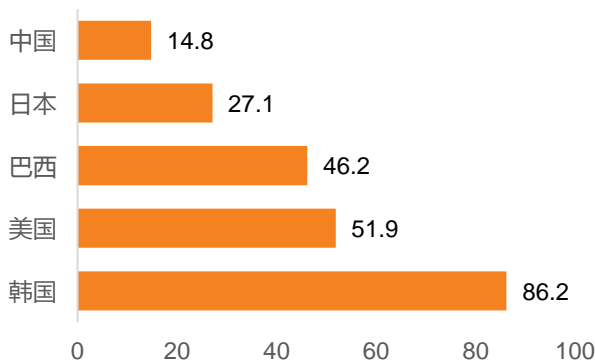


### 1.4. 渗透率提升市场空间，技术进步&政策完善春风将至

伴随着女性医美需求提升、医美技术进步和政策逐步完善，医美产业红利期到来。随着医美年龄圈层扩大，我国医美渗透率有望提升。①在需求方面，人均可支配收入提升、女性崛起和社会包容度提升是促进医美需求的因素，而伴随着目前为医美主力的年轻女性年龄提升，医美年龄圈层扩大，我国医美渗透率有望提升。非手术类的轻医美创伤小、风险低，具有低价高频的优势，占比预计持续提升。②在医美技术方面，随着中国医美技术的进步和国外先进技术的引进，我国医美技术的安全性和快捷性显著提升。③在政策完善方面，政府不断出台政策支持医美行业的规范化，并对非法医美现象进行严打。

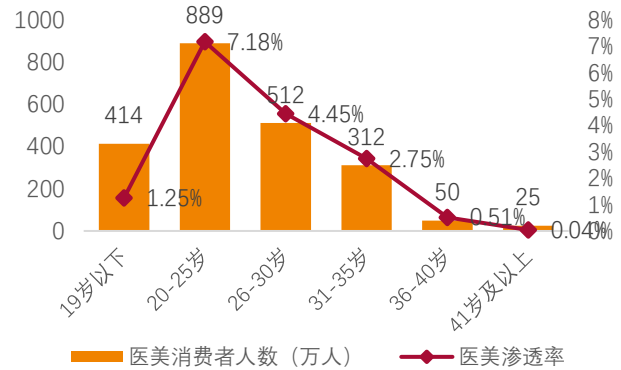
在需求方面，人均可支配收入提升、女性崛起和社会包容度提升是促进医美需求的因素，伴随着医美年龄圈层扩大，我国医美渗透率有望提升。目前我国医美渗透率偏低，2018年我国医美诊疗次数为 14.8 次/千人，仅为日本的一半，不及韩国的五分之一，与美国、巴西等国家相比存在较大的提升空间。而从不同年龄段的渗透率来看，20-25 岁的消费者中的医美渗透率约 7.18%，远高于全国 1.48%的渗透率，逼近韩国 8.62%的渗透率，随着目前为医美主力的年轻女性的年龄提升，医美年龄圈层必将扩大，我国整体医美渗透率有望提升。

图 15：2018 年我国医美每千人诊疗次数仅为日本一半（次/千人）



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

图 16：分年龄端的医美渗透率

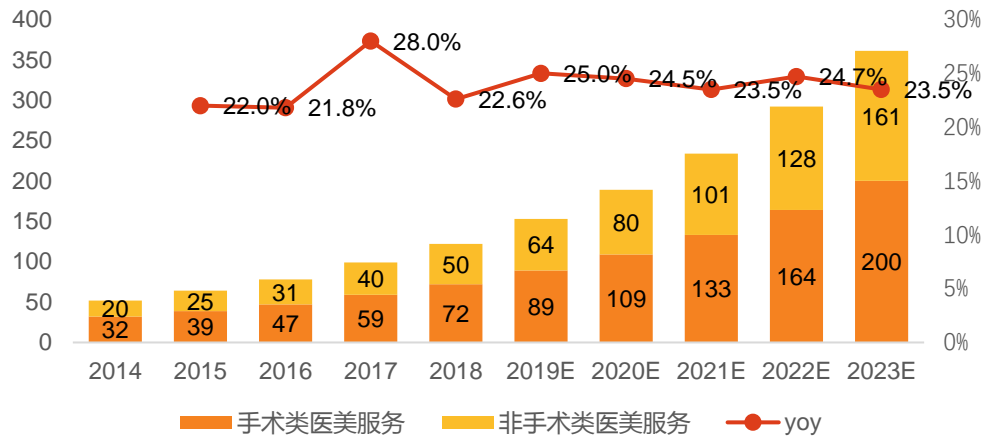


资料来源：新氧大数据，国家统计局，天风证券研究所

根据 Frost & Sullivan 预测，2021 年我国将成为全球最大的医美服务市场，我国医美行业市场空间预计超过 9000 亿元。根据 Frost & Sullivan 预测，2021 年我国将成为全球最大的医美服务市场，2023 年我国医美行业规模有望达到 3601 亿元。未来伴随着医美消费渗透率的持续提升，医美行业发展空间巨大。2018 年我国医美消费水平为 5893 元/次，对标日本、巴西、美国、韩国平均 52.85 次/千人的诊疗次数，以及美国 2018 年 12224 元/次的消费水平，我国医美行业市场空间预计超过 9000 亿元。

非手术类的轻医美创伤小、风险低、复购高，占比预计持续提升。医美具有医疗和美容的双重属性，根据新氧平台数据，医美人均复购率 92%，复购频次为 3-6 个月。非手术类的轻医美项目具有风险低、创伤小、恢复快等优点，价格相对较低且复购频次高，占比有望持续提升。

图 17：我国医美行业保持快速增长（十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

在医美技术方面，随着中国医美技术的进步和国外先进技术的引进，我国在整形技术上与韩国、日本已基本处于同一水平。美国的高校、研发机构、企业构建高效的产学研一体化体系，临床成果能够迅速投入商业化运用。受惠于其领先世界的临床医学，医美诸多应用项目如肉毒素、玻尿酸、激光等新科技都在美国诞生。近年来，韩国一流医院通过与中国企业合作的方式进入中国市场，随着国外先进技术的不断传入，我国整形技术迅速发展。根据中国医师协会美容整形医师分会的消息，中国、韩国和日本的整形技术基本已处于同一水平。中国与韩国的整形技术各有特点，例如韩国一贯采取直削的方式进行下颌骨整形，而中国则选用有弧度地“削”，这主要是由于中韩两国人面部特点和审美观不同，而非技术上的差异。

表 3：韩国一流医美医院与我国合作情况

医院	时间	合作内容
东洋 BK	-	与中华医学会建立长期合作关系，并依据中国整形机构在区域内的影响力与中国多家医院进行合作
原辰	2015 年 6 月	恒大健康联手韩国原辰成立恒大原辰医学美容医院，在国内首次引入韩国全套技术、管理、服务体系，引进世界最先进医学美容设备
ID 医院	2016 年 7 月	苏宁环球全资子公司苏宁环球健康与 ID 健康集团签署合同，共同出资设立合资公司，由 ID 健康集团为合资公司提供充足的专业医美管理服务、医美技术服务，派驻韩国专业持证医生护士团队

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

在政策完善方面，为保证医美行业的健康高速发展，以 1994 年出台的《医疗机构基本标准（试行）》为起点，卫生部出台了一系列政策支持医美行业的规范化。1994 年卫计委颁布《医疗机构诊疗科目名录》，首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的一级诊疗科目，随后地市级以上的综合性医院纷纷以自筹或合建等方式设置整形美容科，我国医美行业进入高速发展期。1994 年，卫计委出台《医疗机构基本标准（试行）》，规定了美容医院、医疗美容诊所等各级机构的基本标准，同时规定了整形医院、门诊部、诊所及科室的基本标准，二者并立。随后于 2002 年，卫计委发布《医疗美容服务管理办法》，规定医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，且医疗美容医师必须具有执业医师资格；同年卫计委发布《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》，对《医疗机构基本标准（试行）》中美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所的基本标准进行了修订，并制定了医疗机构医疗美容科（室）基本标准。2009 年出台的《医疗美容项目分级管理目录》依据手

术难度和复杂程度及可能出现的医疗意外和风险大小将美容外科项目分为四级，至此我国医美市场的规范化进程初步完成。

表 4：中国医美行业相关规章政策一览

时间	名称	颁布机构	主要内容
1994	《医疗机构诊疗科目名录》	卫计委	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的“一级诊疗科目”
1994	《医疗机构基本标准（试行）》	卫计委	规定了美容医院、医疗美容诊所等各级机构的基本标准，同时规定了整形医院、门诊部、诊所及科室的基本标准，二者并立
2002	《医疗美容服务管理办法》	卫计委	首次规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格，并对机构实施监督管理
2002	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	卫计委	修订了《医疗机构基本标准（试行）》中美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所的基本标准，并制定医疗美容科基本标准
2006	《医疗广告管理办法》	卫计委	加强了对医疗广告与对医疗机构广告发布行为的监管，严厉打击发布违法医疗广告的行为
2009	《医疗美容项目分级管理目录》	卫计委	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小，将美容外科项目分为四级
2010	《国务院办公厅关于转发发展改革委卫生部等部门关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》	国务院	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境，促进非公立医疗机构持续健康发展
2011	《医疗美容专项整治工作方案》	卫计委	对现有医疗美容机构进行全面清理整顿，净化医美行业，并以此为契机健全医美行业管理长效机制
2012	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	卫计委	重申对医疗美容机构、从业人员、医美项目、广告、信息化五个方面的管理要求
2013	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	国务院	对营利性医疗机构减半征收相关行政事业性收费，纠正各地自行出台的歧视性价格政策，探索建立医药价格新机制
2017	《关于加强医疗美容主诊医师管理有关问题的通知》	卫计委	对医疗美容主诊医师的专业实行备案管理，规范开展医疗美容主诊医师定期考核工作
2017	《严厉打击非法医疗美容专项行动方案》	卫计委	严厉打击无证行医、非法制售药品医疗器械，严肃整治违规医疗美容培训，查处违法广告和互联网信息

资料来源：国家卫生健康委员会官网，天风证券研究所

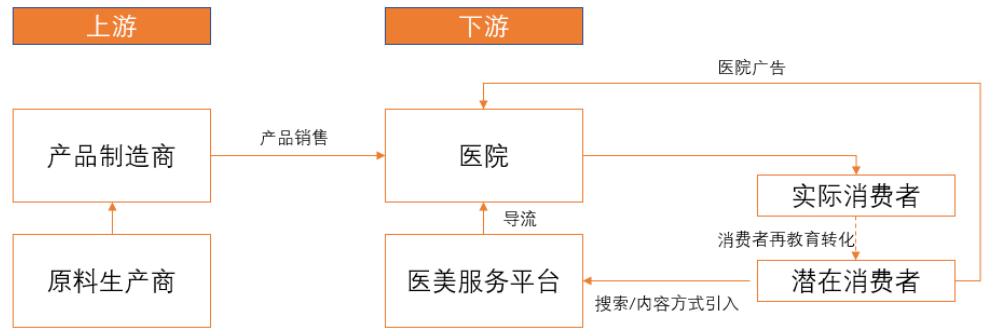
## 2. 纵向延伸：高门槛带来上游高毛利，线上平台重塑下游渠道

### 2.1. 总览：利润集中在上游，交易额发生在下游

从医美商品流动链条来看，我们将产业划分为上下 2 个端口。医美产业链上游主要包括原料生产商和产品制造商，下游包括各类医疗美容机构，以及广告传媒、O2O 平台、医美中介等医美服务平台，共同构成医美行业生态圈。

不同于商品类消费，医美的购买入口可以发生在线上/线下，真实消费场景一定发生在线下。一般而言，在医美产业链收入分布中，原材料占 20%左右，渠道和代理商约占 60%，医生和诊所约占 20%。

图 18：医美产业链



资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

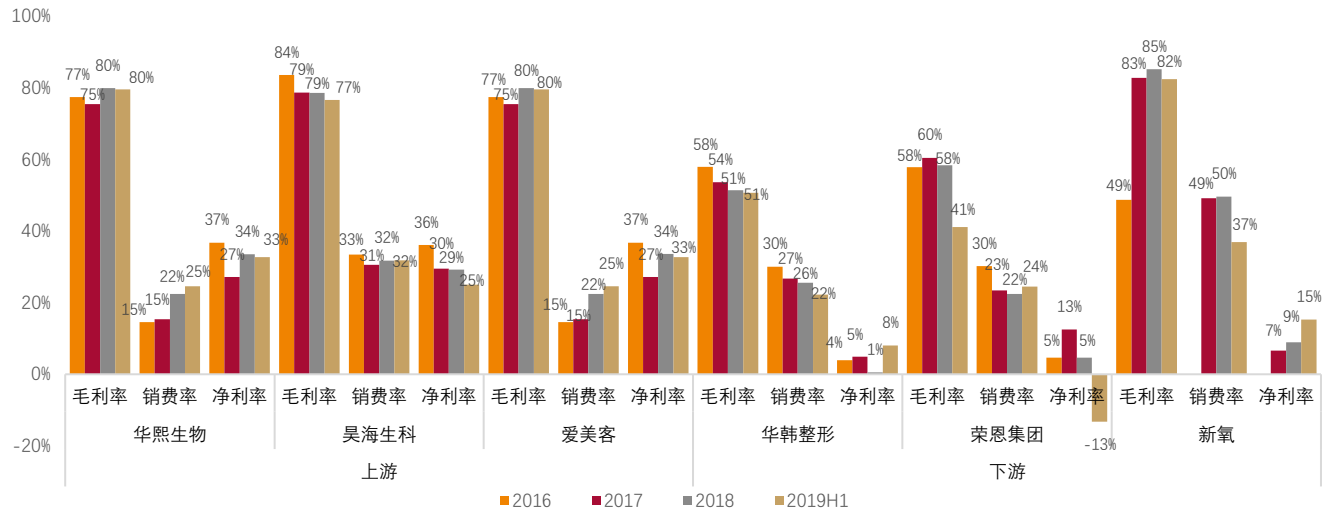
图 19：医美行业产业链相关公司



资料来源：MobData，天风证券研究所

医美行业交易额主要发生在下游，利润主要集中在上游，上游龙头毛利率和净利率维持在较高水平，下游因受销售费用的侵蚀，盈利水平不乐观。近年来前端购买入口向线上偏移，产业链价值重新分配。上游厂商因行业监管相对规范，产业相对集中，龙头公司能获得稳定的高利润，目前获得国家药品监督管理局批准的产品较少，龙头厂商毛利率在 75-85% 之间，净利率也维持在 25-37% 的较高水平。下游的医美机构市场定价参差不齐，医美机构虽有 50-60% 的毛利率，但盈利水平受销售费用的严重侵蚀，行业内盈利机构占比不足 30%。下游终端整合提升空间更大，且近年来前端购买入口向线上偏移，产业链价值重新分配。医美产业作为一个涵盖多方面的交叉产业，包括医疗科研、器械、美容服务、文化娱乐等产业，具有广阔的市场维度，为更多参与方提供了更大的价值实现平台。

图 20：医美行业产业链图示



资料来源：wind，天风证券研究所

以昊海生科生产的玻尿酸为例，一只玻尿酸产品从生产到出厂，加价倍数在 12.5 倍左右，原材料生产商的毛利率约 92%。该产品再销售往主流平台和大型医美连锁医院，加价倍数约 1.7-5 倍，经销商和医疗美容机构、医美服务平台共享的毛利率区间在 40-80%之间，由经销商享有的毛利率区间一般约为 15-25%。

图 21：一只玻尿酸产品从生产到售出的加价情况



资料来源：昊海生科招股书，天风证券研究所

## 2.2. 上游：高门槛带来高利润，高端进口为主低端竞争激烈

医美上游包括医疗美容器械、医疗美容材料及医疗耗材的研发生产，上游厂商因行业监管相对规范，产业相对集中，尤其龙头公司利润率较高。



图 22：中国医美行业发展历程

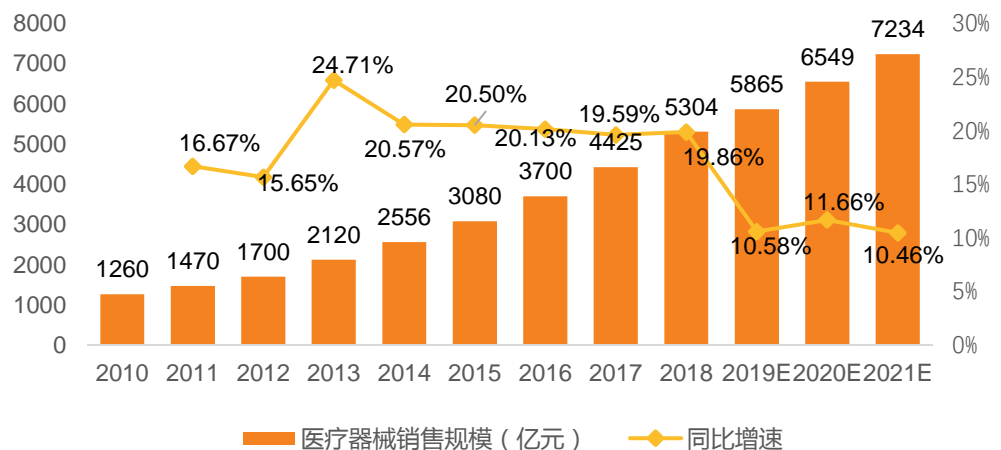


资料来源：MobData，天风证券研究所

我国医疗器械市场近年来增长率保持在 20%左右，医疗器械市场在我国有巨大的发展潜力。2017 年全球医疗器械行业的销售规模约为 4650 亿美元。以中国为代表的新兴市场，由于产品普及需求与升级换代需求并存，市场规模增长速度较快，我国医疗器械市场近年来增长率保持在 20%左右，2018 年行业市场规模达到 5304 亿元。医疗器械行业属于国家重点支持的战略新兴产业，我国是人口大国，随着人口老龄化的到来和经济的快速发展，行业发展前景十分广阔。

医疗美容器械市场尚属于新兴市场，市场规模虽小但发展空间较大。根据 Medical Insight 报告，2016 年全球无创及微创医美器械的市场规模达到 84 亿美元，预期于 2021 年达到 139 亿美元，年化复合增长率为 10.5%。分产品来看，使用最多且增长较快的医疗美容器械产品有：激光美容仪、射频美容仪、美容注射器、吸脂机等。

图 23：中国医疗器械行业市场规模及增速图



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

医美器械行业门槛较高，外资巨头和少数本土优势企业占主要地位。从市场占有率看，外资巨头和少数本土优势企业占主要地位，活跃在国内的主流激光医疗设备厂商有以色列飞顿(Alma)、中国奇致激光、美国科医人(Lumenis)和赛诺秀(Cynosure)、欧洲之星(Fotona)、

中国半岛医疗、深圳 GSD 等，这些产品占据我国激光医疗及美容设备行业 90% 以上的中高端市场。美国、以色列、德国等发达国家的激光医疗及美容设备行业起步较早，形成了较为成熟的产业链条，包括公立医院及大型连锁整容医院。市场上还充斥着大量中小型激光医疗设备厂商和生活美容仪器制造商，这类企业由于普遍起步较晚，受制于医疗器械行业本身的高门槛，主要集中于中小型民营美容院、私人诊所和专业生活美容院，获取的利润率也相对较低。

**医美原材料方面，注射填充类以玻尿酸、肉毒素为主。**根据 ISAPS 数据，使用肉毒素和玻尿酸的整形项目分别达 503 万例和 330 万例，占比共计 66%，根据新氧大数据，我国注射医美中，玻尿酸和肉毒素的占比达到 66.59% 和 32.67%，占比共计 99.26%。透明质酸（俗称玻尿酸）是一种由 N-乙酰氨基葡萄糖和 D-葡萄糖醛酸为结构单元的天然高分子粘多糖，广泛存在于脊椎动物结缔组织和体液中，具有独特的黏弹性和优良的保水性等性质。肉毒杆菌内毒素（俗称肉毒素）是肉毒杆菌在繁殖过程中分泌的毒性蛋白质，具有很强的神经毒性。肉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美容的目的。

图 24：玻尿酸适用部位



资料来源：新氧 APP，天风证券研究所

**玻尿酸安全性和有效性较高，目前 CFDA 认证约 15 个品牌，中低端产品的竞争最为激烈。**目前 CFDA 认证约 15 个品牌，其中进口品牌 6 个，国产品牌 9 个（含台湾品牌 2 个）。这些品牌中，美国乔雅登属于高端产品，法国瑞蓝以及韩国艾莉薇属于中高端产品，剩下的大部分属于中低端产品，中低端产品的竞争最为激烈。在市场占有率方面，根据 Frost&Sullivan 数据，2018 年，全球化妆品级透明质酸原料的销量为 250 吨，华熙生物化妆品级透明质酸原料的销量为 108.72 吨，市占率达 43.49%。

表 5：玻尿酸品牌介绍

品牌名称	厂商	产地	批准日期	简介
瑞蓝 2 号	瑞典 Q-Med AB	法国	2008.12	国家第一款通过审批的纯玻尿酸产品，号称世界上最接近人体成分的玻尿酸之一，市场应用很成熟，多数整形机构都在用
伊婉	韩国 LG	韩国	2013.7	韩国注射美容产品市场排第一，纯玻尿酸
乔雅登	美国 Allergan	美国	2015.5	属于单相玻尿酸，可以在人体内保持 12-18 个月
艾莉薇	韩国 Humedix	韩国	2015.1	单相交联型中分子玻尿酸，适用于隆鼻、改善或去除脸上较深的皱纹
公主	奥地利克罗玛	奥地利	2017.5	40 年以上的研发生产经验，临床塑形效果可维持 9 个月以上
婕尔	韩国 CG Bio	韩国	2019.3	注射用交联透明质酸钠凝胶，由大熊制药专利技术创新研制的一款全新一代 2 合 1 玻尿酸

法思丽	台湾科研	中国台湾	2014.4	纯玻尿酸，提高了颗粒紧密度，增强了粘弹性，并且以“FACILLE 法思丽”这个商标进入大陆
肤美登	台湾和康	中国台湾	2016.4	
逸美	北京爱美客	中国	2009.10	首个国产玻尿酸的正规军，非交联型，是将玻尿酸和纤维素进行复合而成，维持效果较长，一般为6~18个月
润百颜	华熙生物	中国	2012.7	获批的首个国产纯玻尿酸，国内市场覆盖率较高，国内很多整形美容机构都有合作
宝尼达	北京爱美客	中国	2012.10	非交联型长效玻尿酸，效果据说可达到5~10年。其成分可刺激皮肤自身产生新的胶原，起到对皱纹和凹陷长期填充的作用。
海薇	昊海生科	中国	2013.9	纯玻尿酸
舒颜	北京蒙博润	中国	2014.2	纯玻尿酸，采用国内独有的桥式双交联技术，比目前市场普遍采用的单交联型玻尿酸临床上有着更长的驻颜周期
欣菲聆	杭州协合	中国	2014.3	
爱芙莱	北京爱美客	中国	2015.4	玻尿酸里的新生力量，最大的特点是含有适量多利卡因（一种常见麻醉剂），注射时可以降低痛感。

资料来源：益美网、CFDA，天风证券研究所

目前玻尿酸终端定价较为混乱，进口品牌玻尿酸终端零售价高于国产品牌。以乔雅登、瑞蓝等品牌为代表的进口品牌整体售价较高，终端零售价普遍在3000-7000元/支之间，国产品牌如华熙生物、昊海生科、爱美客产品价格稍低，在500-3000元/支之间。目前玻尿酸终端定价较为混乱，医美终端机构进货成本不同，对玻尿酸的定位不同（如有些医美机构用玻尿酸引流，以成本价售卖，定价低）。

表6：玻尿酸产品零售价格区间

	生产商	产品系列	零售价格区间（元）
进口品牌	Allergan PLC（艾尔建）	乔雅登（Juvederm）0.8ml2	5,000-13,000
	Q-Med AB	瑞蓝（Restylane）1ml	2,000-4,000
	Humedix Co.,Ltd.	艾莉薇 1ml	3,500-6,800
	LG Life Sciences,Ltd.	伊婉（Yvoire）C1ml	650-2,800
		伊婉（Yvoire）V1ml	1,800-3,800
国产品牌	昊海生科	海薇 1ml	500-1,500
		姣兰 1ml	3,000-4,000
	华熙生物	润百颜白紫 1ml	500-1,000
		润百颜黑金 1ml	480-2,800
	爱美客	爱芙莱 1ml	700-3,000
		嗨体 1.5ml3	1,500-3,000

资料来源：昊海生科招股书，天风证券研究所

由于目前获得国家药品监督管理局批准的产品较少，上游产商能获得稳定的高利润，玻尿酸上游生产商毛利率在90%左右，如昊海生科招股书公布的玻尿酸产品毛利率在91-93%之间。

表7：昊海生科玻尿酸产品的单位价格和单位成本

项目	2019H1	2018	2017	2016
平均销售单价（元/支）	263.29	285.35	290.55	288
平均成本（元/支）	20.64	19.22	20.19	23.54
毛利率	92.16%	93.26%	93.05%	91.83%

资料来源：昊海生科招股书，天风证券研究所

表 8：玻尿酸产品出厂销售价格等情况（元）

公司	2018 年度平均 出厂销售价格	主流平台、大型医美连锁 医院折扣零售价	经销商和医疗美容机构 共享的毛利率
昊海生科 其中：海薇 1ml	313.04	500-1,500	37%-79%
姣兰 1ml	778.61	3,000-4,000	74%-81%
华熙生物	266.95	480-2,800	44%-90%
爱美客 注射用修饰透明质酸钠凝胶（爱芙莱）	300.52	700-3,000	57%-90%
注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）1.5ml	315.63	1,500-3,000	79%-89%

资料来源：昊海生科招股书，天风证券研究所

得到 CFDA 认证并获准在国内上市的注射用肉毒素只有 2 种，进口的保妥适肉毒素价格约国产衡力的 2-3 倍。目前世界上只有中国、美国、英国和德国四个国家能够生产肉毒素，得到 CFDA 认证并获准在国内上市的注射用肉毒素只有 2 种：一是美国进口的保妥适 BOTOX，由美国健康医疗公司艾尔建(Allergan)公司生产，一是国产兰州衡力肉毒素，于 1993 年获得国家卫生部新药证书，2012 年 CFDA 批准衡力用于改善成人中重度眉间纹的暂时性治疗。衡力肉毒素的生产、流通成本较低，且没有关税，售价在 2000 元左右，保妥适肉毒素价格约是衡力的 2-3 倍。

表 9：进口保妥适和国产衡力对比

	国产衡力	进口保妥适
产地	中国兰州，是国内生产的唯一合法肉毒素，只能在我国国内使用	美国进口，已经在全球 83 个国家和地区进行使用，并得到了包括我国在内的地相关部门认证
价格	没有关税运输成本，价格相对较低	价格高于衡力 2-3 倍
剂量	一般为 100 单位/瓶	一般分为 50 单位/支和 100 单位/支两种
成分	蛋白质成分为猪明胶，与人异体	蛋白质成分为人血白蛋白，与人同体
干燥方式	冷冻干燥。使原表现形式由液体变成固体保存，容易产生类毒素，类毒素会产生抗体，降低效果	真空干燥。使原表现形式由液体变成固体保存，不容易产生抗体
分子量	1100KD	900KD，单位剂量下浓度更高
弥散度	渗透性较大	渗透性更小
临床应用时间	10 年左右	远超 20 年

资料来源：好大夫网站，天风证券研究所

医美产品终端销售以进口品牌为主，整形医生的技术也是影响医美效果的重要因素，国产品牌在口碑和功效上和进口品牌或有差距，但高性价比也使国产品牌占据了一定份额。随着国产厂商逐步加强品牌塑造和终端推广，未来有望进一步抢占市场份额。

### 2.3. 下游：医美机构集中度低，盈利受销售费用侵蚀

我国医美行业以民营医院为主导，2018 年医美正规市场规模或达 878 亿元，民营医院占据 80%以上的市场份额。我国正规医美机构可分为公立医院整容科、大型连锁医美集团以及中小型民营医美机构。2018 年我国医美正规市场规模或达 878 亿元，同比增速 46.4%，其中民营医院处于主导地位。根据中商产业研究院统计，截止 2018 年底中国已注册的医美机构超过 1 万家，其中公立整形医院和公立医院整形科占比约 11%，民营医院受益于政策支持 and 资本流入，2000 年以来快速增长，目前占据 80%以上的市场份额。



表 10：我国医美行业下游机构情况

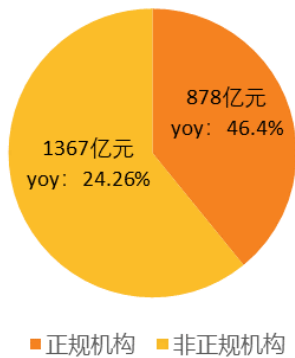
	分类	数量	特点	主要分布	代表
正规机构	公立医院整容科	500 余家	技术先进，经营正规，基本无推广营销，手术相对保守	基本在一线城市	上海九院 北京八大处
	大型连锁医美集团	500 余家	技术水平较高，设备齐全，营销推广力度大，利润微薄	经济发达的东部沿海	广州美莱 北京伊美尔
	中小型民营医美机构	3000 余家	服务较为灵活，药品来源不能保障，注重营销，获客难度大	分布广泛	北京叶子 深圳富华
非正规机构	私人诊所/美容院	数量庞大	质量参差不齐，不合规较多，营销力度不大，事故频繁发生	分布广泛	-

资料来源：MobData 研究院，艾媒咨询，天风证券研究所

医美市场高速发展催生出一大批非正规机构，2018 年非正规市场规模或达 1367 亿元，非法执业机构超过 10 万家。我国非正规机构包括私人诊所和美容院，根据新氧数据，2018 年我国非正规市场规模或达 1367 亿元，同比增速 24.26%。非正规市场规模远超正规市场规模，但由于近年政府监管趋严，非正规市场增速在 2018 年首次被正规市场反超。目前我国非法执业的工作室、美容院等机构共有超过 10 万家。

我国专业整形医生稀缺，基本集中于正规机构，非正规机构整形医生大多缺乏专业资质，导致医疗事故频出。根据 ISAPS 统计，2017 年我国共有医美医生 2800 名，占世界医美医生总数的 6.4%，位居世界第三，但每百万人口仅拥有 2.01 名医美医生，远低于世界其他国家。目前我国从事医疗美容行业的医生共计 10 万余名，但具有专业资质的整形医生不足 3 万人。由于专业整形医生基本集中于正规机构，非正规机构整形医生大多缺乏专业资质，经过短期培训即非法行医，导致医疗事故频出。

图 25：2018 年我国医美正规市场与非正规市场的规模与增速



资料来源：新氧，天风证券研究所

图 26：我国医美医生数量非常匮乏（2017 年）

	医美医生数量 (人)	医美医生数世界占比	医美医生数/百万人
美国	6800	15.6%	20.88
巴西	5500	12.6%	26.28
<b>中国大陆</b>	<b>2800</b>	<b>6.4%</b>	<b>2.01</b>
日本	2663	6.1%	21.00
韩国	2330	5.4%	45.27
墨西哥	1639	3.8%	12.69
德国	1129	2.6%	13.68
西班牙	1114	2.6%	23.94
法国	925	2.1%	13.85
中国台湾	686	1.6%	29.10

资料来源：ISAPS，国家统计局，天风证券研究所

我国大型连锁美容企业市占率仅为 7.5%，行业集中度较低，且医美资源分布不均，机构地域特征明显。目前我国主要大型医疗美容机构的连锁家数和医师数量都相对较少，市场占有率仅为 7.5%，相较于欧美市场上连锁美容企业超过 48% 的市占率，我国医美行业还存在巨大的整合空间。此外，我国医美资源主要集中在一线城市及长三角、珠三角和西南（成都、重庆）等医美需求较为旺盛的地区，而市场广度更大的中西部二三线城市的市场需求相对疲弱，资源分布不均，医美机构地域特征明显。



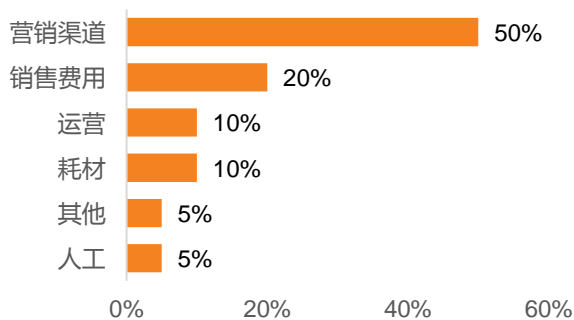
表 11：我国主要大型医疗美容机构情况

医院名称	成立时间	主要分布区域	连锁家数	店面面积（平米）	医师数量	主管项目
伊美尔	1997	北京、天津、西安、哈尔滨、沈阳、济南、青岛、韩国济州岛等地	近 30 家	3000	16	整形美容、形体雕塑、注射整形、激光美容、中医美容、口腔管理、毛发移植等
美莱医疗	1999	北京、上海、广州等一线城市及各省会城市	27	2000	10	整形、皮肤、无创、抗衰老
上海艺星	2005	北京、上海、杭州、温州、成都等	15	3000	20	整形美容、皮肤美容、微整形、抗衰老、口腔美容等
上海天大	2005	上海、深圳、广州、台北等	10+	3700	10	整形、美肤、微整形、口腔
杭州华山	1983	杭州、上海、武汉、苏州等	10+	20000	29	美容外科、中医美容、微整形、牙齿美容、年轻化

资料来源：伊美尔公司官网，优品金融研究所，清科研究中心，天风证券研究所

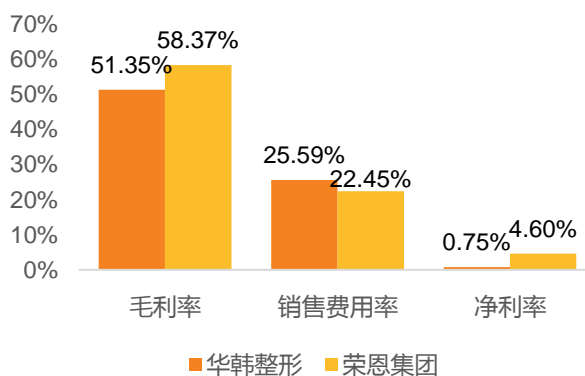
**医美机构盈利水平受销售费用的严重侵蚀，行业内盈利机构占比不足 30%，注销企业数呈快速上升趋势。**受制于巨额的营销费用，医美机构盈利水平举步不前，业内盈利机构占比不足 30%。根据 MobData 研究院数据，某整形医院成本构成中，营销渠道成本占比 50%，销售费用占比 20%，获客成本占比高达 70%。2018 年华韩整形与荣恩集团毛利率为 51.35%/58.37%，但净利率仅为 0.75%/4.60%。盈利能力较差导致我国医美行业注销企业数快速上升，自 2017 年起医美企业倒闭的速度已超过成立的速度，2018 年共注销 34508 家企业，是 2016 年的 3.8 倍。新三板挂牌的 12 家医美机构中，伊美尔、丽都整形、春天医美、柏荟医疗和瑞澜医美已陆续离场。

图 27：某整形医院成本构成情况



资料来源：MobData 研究院，天风证券研究所

图 28：2018 年华韩整形与荣恩集团财务指标情况

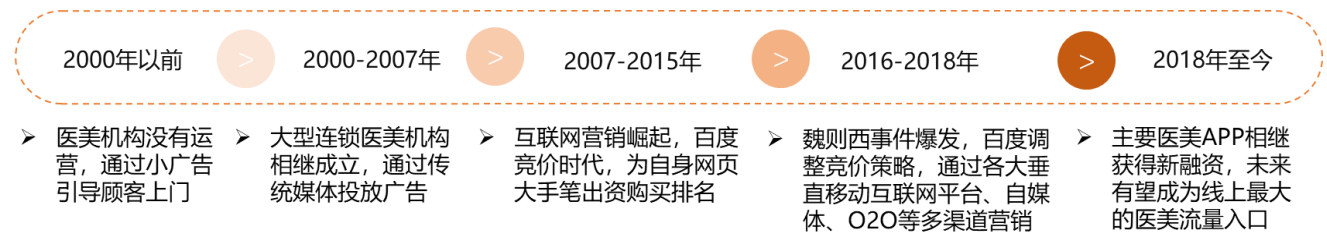


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.4. 线上平台有助解决行业痛点，有望重塑渠道

我国医美行业营销模式由百度竞价过渡到各大垂直移动互联网平台、自媒体、O2O 等多渠道营销，医美 APP 导流成为新趋势。2000 年以前，医美机构主要通过小广告引导客户上门。2000 年左右，大型连锁医美机构相继成立，报纸、电视等传统媒体成为营销获客的主要渠道。2007 年互联网营销崛起，各大医美机构重金出资为自身网页购买排名。2016 年魏则西事件爆发，百度全面清理整顿医疗类商业推广，对商业推广信息加注醒目标识并予以风险提示，商业推广信息比例每页面限制在 30% 以内，医美机构竞价推广成本增加 3.5 倍，医美营销模式过渡到各大垂直移动互联网平台、自媒体、O2O 等多渠道营销。2018 年左右医美主要 APP 相继获得新融资，医美 APP 导流成新趋势。

图 29：我国医美行业营销模式变迁情况



资料来源：MobData 研究院，天风证券研究所

传统营销模式存在单向交流、信息不透明及消费者维权难等问题，且精准度较低，获客成本过高。整形美容医院过去一般以广告、搜索竞价、美容院导流等营销方式导流顾客，存在单向交流、信息不透明及消费者维权难等问题，且获客成本较高，通过 SEO（搜索引擎优化）的方式分拣流量，精准度仍然较低，互联网广告的转化率不足 1%。

图 30：医美不同渠道获客方式比较分析（2016 年）

	获客模式	特点	市场份额
渠道类 	通过美容店、美容产品专卖店、美发店等与医美相关联的渠道获取客户	<ul style="list-style-type: none"> <li>医美机构向客源渠道支付 50%左右的返佣比例，行业内产品服务单价最高</li> <li>获客成本高导致假货众多</li> </ul>	20%-30% 逐渐萎缩
门诊类 	主要客户来自医生所掌握的资源	<ul style="list-style-type: none"> <li>获客成本较低</li> <li>营销规模有限，小而精</li> </ul>	10%左右
广告类 	通过SEO、户外广告、电视广告等广泛营销获取客户，一般由大型连锁集团所采用	<ul style="list-style-type: none"> <li>营销成本高，行业加速整合</li> <li>主流产品（瑞兰、乔雅登等）正品的重要销售渠道</li> </ul>	60%-70% 持续上升
医美APP 	通过APP导流，在线付费预约，线下治疗，术后在线反馈效果进而影响其他用户决策	<ul style="list-style-type: none"> <li>决策社交化，医疗电商化，通过UGC和PGC影响消费者决策，提供线上支付等，形成完整的O2O闭环</li> </ul>	

资料来源：清科研究中心，天风证券研究所

医美 APP 能够凭借多点沟通、线上评价体系、第三方调节等特点克服行业痛点，相较于传统渠道获客成本下降 90%。医美 APP 凭借自身特点克服行业痛点：①多点沟通。消费者线上经验分享、在线咨询沟通；②线上评价体系。搭建医美服务评价体系，筛选正规机构入驻，通过消费评价为其他消费者提供决策维度；③第三方调节角色。建立医疗赔付机制，解决消费者维权难问题。传统渠道获客成本基本在 3000 元以上，但通过新氧营销成本可降至 300 元以下，医美 APP 使机构获客成本下降 90%。目前约 80%的医美机构正减少在搜索引擎上的投入，其中超过 30%的机构表示医美 APP 正成为主要获客渠道。

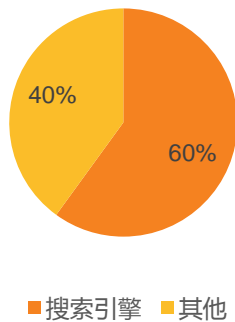
图 31：医美 APP 成为行业中心



资料来源：更美 APP，天风证券研究所

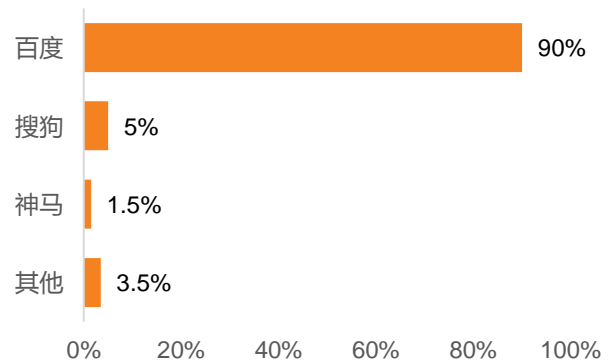
目前医美行业官网引流渠道仍以百度为主，60%以上的官网流量来自搜索引擎，其中 90% 以上的官网流量来自百度搜索。我国医美行业官网引流渠道主要以百度为主。根据 MobData 研究院数据，目前医美行业 60% 以上的官网流量来自于搜索引擎，其中 90% 以上的官网流量来自于百度搜索，搜狗搜索仅占据 5%。搜索引擎来源的用户人均访问 1.5-2 页，平均停留时间 40 秒，跳出率达 90% 以上。

图 32：医美行业 60% 以上的官网流量来自于搜索引擎



资料来源：MobData 研究院，天风证券研究所

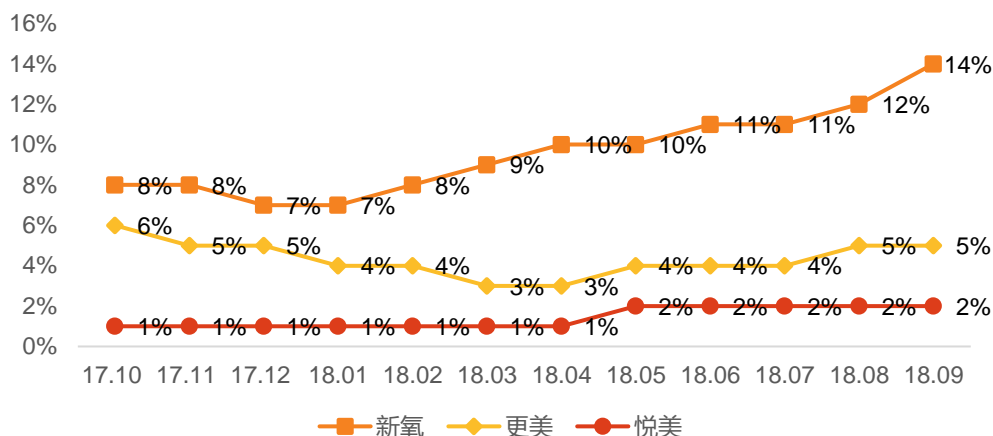
图 33：医美行业官网引流渠道以百度为主



资料来源：MobData 研究院，天风证券研究所

医美 APP 目前仍处于早期聚流阶段，安装渗透率不高，未来有望成为线上最大的医美流量入口。我国医美 APP 目前处于早期聚集流量的阶段，其中新氧 APP 安装渗透率由 2017 年 10 月的 8% 提升至 2018 年 9 月的 14%，悦美 APP 安装渗透率由 1% 提升至 2%，安装渗透率仍处于较低水平。凭借精准营销、收费更低、信息透明等特点，医美 APP 安装渗透率有望进一步提升，未来或将超过百度成为线上最大的医美流量入口。

图 34：我国医美主要 APP 安装渗透率不高



资料来源：MobData 研究院，天风证券研究所

医美 APP 在内容上各有侧重，近年来线上平台相继获得融资，其中新氧累计融资金额超过 15 亿元，成为医美行业新晋独角兽。在内容上，新氧 APP 侧重社区运营，主要模式为“社区+电商+线上咨询+云诊所”；更美侧重医美整形专业的问答，主要模式为“社区+电商+TO B 咨询”；悦美 APP 侧重内容建设，主要模式为“咨询+社区+电商+线上医疗诊所”。近年来各大医美平台相继获得融资，为行业注入新活力，其中新氧于 2018 年 9 月份获得 7000 万美元 E 轮融资，累计融资金额超过 15 亿元，成为医美行业新晋独角兽。

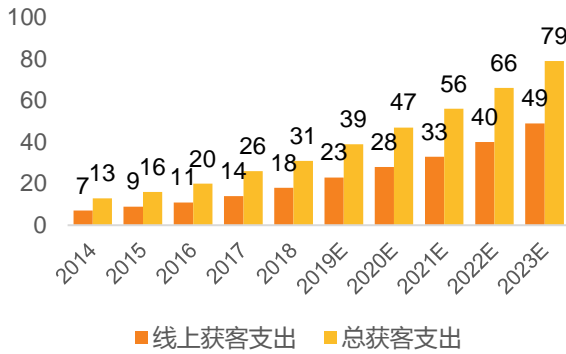
表 12：国内主要医美 O2O 平台情况

O2O 平台	成立时间	业务	最新融资情况
新氧	2013.11	社区+电商+线上咨询+云诊所	2018 年 9 月，获得兰馨亚洲、中银国际、中俄投资基金、经纬中国的 7000 万美元 E 轮融资。
更美	2013.8	社区+电商+TO B 咨询	2018 年 7 月，获得由美图、道合母基金的 5000 万美元 D 轮融资。
悦美	2011.6	咨询+社区+电商+线上医疗诊所	2017 年 8 月，获得汉能投资、赛富投资基金的 8000 万人民币 C 轮融资。
美黛拉	2014.8	社区+电商	2015 年 12 月，获得 IDG 资本、平安创投投资基金、高榕资本 1200 万美元 B 轮融资
美丽神器	2013.5	社区+电商	2016 年 3 月，获得海外医疗和互联网产业基金 Sky View1000 万美元 B 轮融资。
美呗	2011.3	一对一咨询+电商	2019 年 3 月，获得聚信发展数千万人民币 B+轮融资。

资料来源：艾媒咨询，天眼查，天风证券研究所

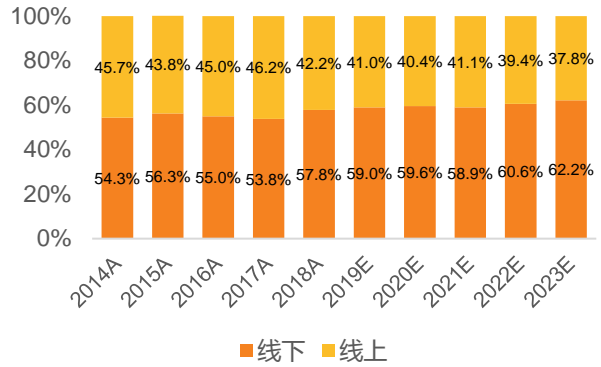
医美行业获客支出占行业规模的 25%以上，获客成本快速增长，线上获客支出占比进一步提升。根据 Frost & Sullivan 数据，2018 年中国医美行业规模达 1217 亿元，总体获客支出规模同比增长 20.4%至 313 亿元，占行业规模的 25.7%，2014-2018 年复合增速达 24.8%；预计未来五年总获客支出将以 20.4%的年复合增速增长至 792 亿元。其中，2018 年线上获客支出 180 亿，占总获客支出的 57.8%，相较 2014 年的 54.3%提升 3.5pct，预计到 2023 年线上获客支出占比将进一步提升 4.4pct 至 62.2%。

图 35：2014A-2023E 中国医美行业获客支出情况（十亿元）



资料来源：公司公告，Frost & Sullivan，天风证券研究所

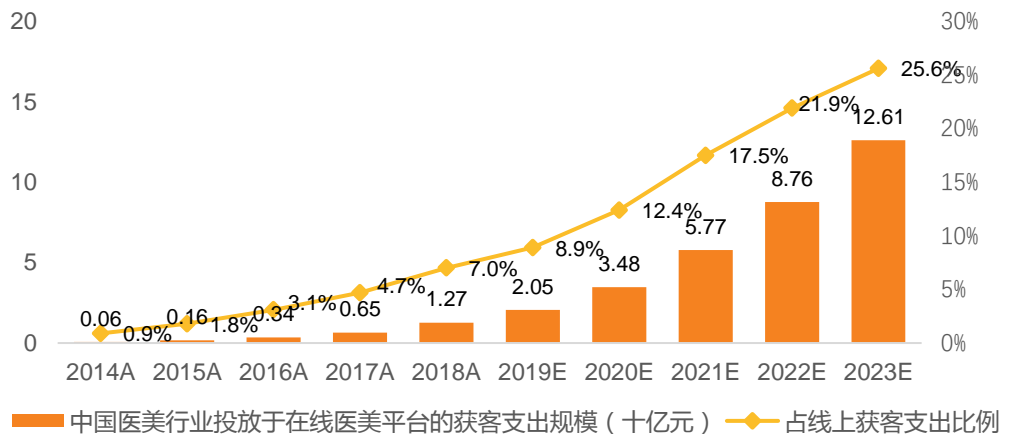
图 36：2014A-2023E 中国医美行业获客渠道结构



资料来源：公司公告，Frost & Sullivan，天风证券研究所

医美行业投放于在线医美平台的获客支出规模不断扩大，在线医美平台成重要获客渠道。2018 年投放在医美平台的获客支出为 12.7 亿，同比增长 95.4%，2014-2018 年复合增速达 110.8%，预计 2023 年投放在医美平台的获客支出将达到 126.1 亿元。在线医美服务平台占线上获客支出的比例从 2014 年的 0.9% 提升至 2018 年的 7.0%，预计 2023 年将达到 25.6%，成为重要的获客渠道。

图 37：2014A-2023E 中国医美行业投放于在线医美平台的获客支出情况



资料来源：公司公告，Frost & Sullivan，天风证券研究所

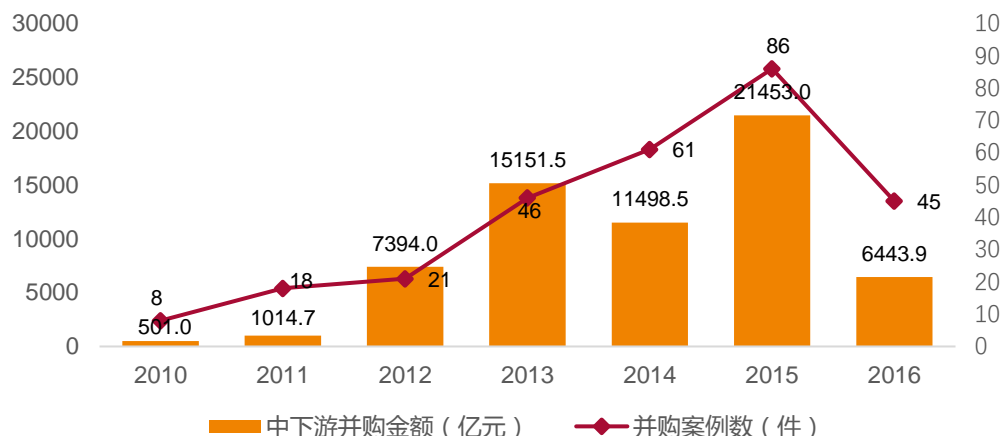
### 3. 发展趋势：集中化、生态化、透明化、标准化

在行业资源聚集、政策逐步完善、互联网重塑渠道的大趋势下，未来医美行业朝着更加集中化、生态化、透明化和标准化的趋势发展：

①**集中化**：未来上游龙头厂商将进一步聚集头部资源，下游中小医美机构的盈利水平受制于高额获客成本，行业整合将进一步加速。2001-2016 年，据清科研究院统计，中国医美行业共发生起 302 并购事件，并购总金额 681 亿人民币，平均每笔并购金额耗资 2.25 亿人民币。根据医美行业上下游分布，上游医药及医疗器械研发生产方面共发生 143 起并购事件，并购总金额 349.29 亿人民币，中下游医疗院所并购及医药器械销售方面共发生 159 起并购事件，并购总金额 331.32 亿人民币。2011 年开始，并购热潮开始发展并购案例增多，且并购金额不断攀升。未来上游龙头厂商将进一步聚集头部资源，学术研究实力、技术和资金优势都显著优于其他厂商，且医疗器械的研发和资质的认证本身具有较高的门槛。下游中小医美机构受制于高额的获客成本，盈利状况逐年恶化，行业整合将进一步加速。



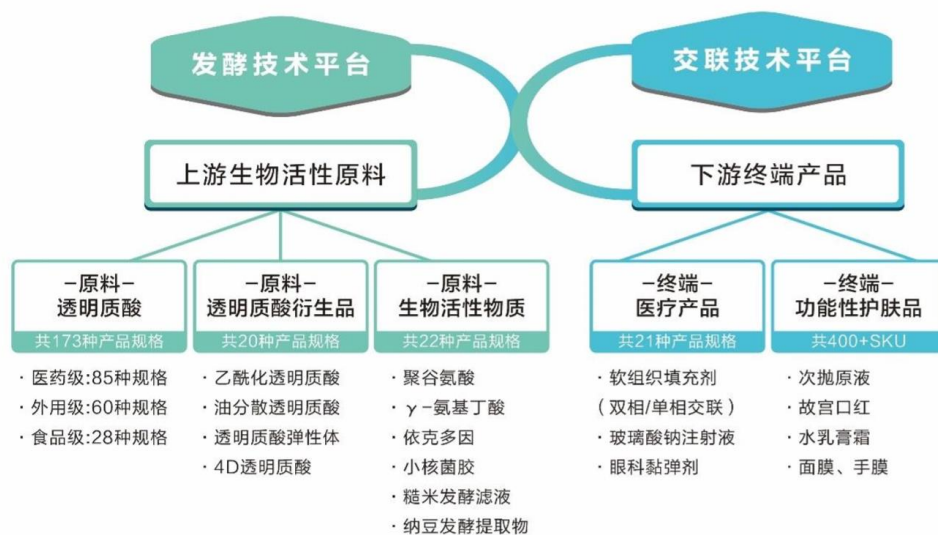
图 38：中国医美并购规模统计



资料来源：清科研究院，天风证券研究所

②**生态化**：综合实力和资金强大的集团开始进行生态布局，具有轻医美级护肤效果的功能性护肤品吸引投资者入局。一些综合实力和资金强大的集团开始进行生态布局，如玻尿酸龙头华熙生物凭借发酵、交联两大科技平台，逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至各类生物活性物质、生物医用材料和功能性护肤品，覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。具有轻医美级护肤效果的功能性护肤品的体量和利润都很可观，吸引了众多投资者入局，同时催生了一些轻医美功能性护肤品牌。

图 39：华熙生物全产业链布局情况



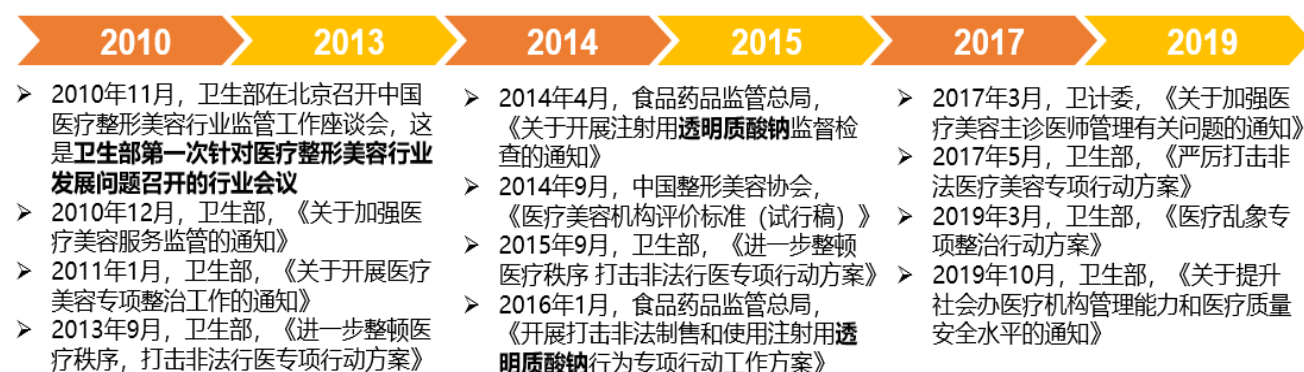
资料来源：华熙生物招股书，天风证券研究所

③**透明化**：互联网有助于重构行业生态，医美 APP 平台的出现有助于解决目前行业存在的医美服务和产品价格不透明的问题。目前医美行业机构资质混乱，医美服务和产品价格不透明，消费者对美容医院信任度低。互联网有助于重构行业生态，医美行业营销模式得到优化。以 90 后为主的新生代消费主体习惯用 APP 比较并筛选服务和产品，医美 APP 平台的出现有助于解决目前行业存在的医美服务和产品价格不透明的问题。

④**标准化**：政府不断出台政策支持医美行业的规范化，并对非法医美现象进行严打，截至 2019 年 1 月共查处非法医美 2700 多例，医美政策端将更加标准化。截至 2019 年 1 月共查处非法医美 2700 多例。在医美市场规模持续扩大的同时，医美市场乱象频出，主要表

现为产品价格混乱、缺乏安全保证、虚假信息泛滥、无照经营大行其道等，对此有关部门陆续开展治理行动，截至 2019 年 1 月共查处非法医美 2700 多例。2010 年 11 月 5 日，卫生部在北京召开中国医疗整形美容行业监管工作座谈会，就整形美容行业的发展提出具体要求，拉开了医疗美容行业整改的序幕。2015 年 9 月，李克强总理在国务院常务会议上就“简政放权、放管结合、优化服务”提出，在医疗美容上政府应该“真正去管一管那些伤天害理的‘假美容’案件”。基于此，卫生部及有关部门陆续开展医疗乱象政治行动，截至 2019 年 1 月共吊销医疗机构诊疗科目或《医疗机构执业许可证》28 家，责令 47 家医疗美容职业技能培训机构改正、2 家停业整顿，责令 743 条医疗美容广告予以改正。此外，中国整形美容协会于 2014 年发布《医疗美容机构评价标准（试行稿）》，从“医院管理”、“就医者安全”、“医疗质量”和“医院服务”等方面对医疗美容机构进行评价，并授予评价证书，并在全中国 7 个省及直辖市共 17 家民营医美机构开展试点工作，计划于三年内对全国民营医美机构作出评价认证。

图 40：中国医美行业监管大事记



资料来源：国家卫生健康委员会官网，清科研究中心，天风证券研究所

**投资建议：**伴随着女性医美需求提升、医美技术进步和政策逐步完善，医美产业红利期到来。随着医美年龄圈层扩大，我国医美渗透率有望提升。建议关注医美行业三大投资方向：有绝对技术壁垒的上游制造商，如华熙生物、昊海生科；借助资本市场力量的互联网医美平台，如新氧；下游的医美品牌连锁化机构。

#### 风险提示：

- ①**新技术/产品替代风险。**如果未来出现更为先进的革新原料或产品，在理化性能和生物功能上更具优势，或成本更加低廉，或在部分应用领域存在独特优势，可能使得医美上游公司核心产品存在被新产品替代、淘汰的风险。
- ②**下游经营不当风险。**部分下游医院可能存在手术不当或超范围、超区域违规手术的风险，对消费者造成不利影响，最终影响整个医美产业链。
- ③**需求不达预期风险。**医美产业可能存在过分高估消费者需求的风险，导致行业供过于求，最终造成整个医美产业的盈利不达预期甚至亏损。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com