2021 年 02 月 20 日

需求驱动医美服务终端快速扩容，大型品牌连锁终端有望迎来集中度提升实现无边界扩张

华西医药-医疗美容服务行业

▶ 需要拉动的具备上瘾性的医美市场受益于庞大人口渗透率持续提升

中国医美服务市场规模保持较快速增长，预计到 2023 年内保持超过 20%的复合增长：中国医美市场 2012 年仅为 298 亿元，到了 2019 年为 1769 亿元，2012~2019 年 CAGR 为 28.97%，而 2023 年预计为 3115 亿元，2019~2023 年 CAGR 为 20.76%。中国非外科手术医美市场增速更快，占比持续提高，占比以每年增加 0.7%持续提升。

中国 20~54 岁的女性人口保持稳定，2018 年中国 20 岁至 54 岁的女性人数为 3.70 亿人。医美消费者主要分布在 18~40 岁的女性，2017 年我国 18~40 岁的女性医美用户渗透率仅为 7.4%，远低于韩国的 42%；与其他发达国家相比，中国的医疗美容项目渗透率仍然很低，2018 年每千人中接受医疗美容诊疗的人数仅为 14.5 人，而美国则为 52.3 人，韩国为 89.3 人。

▶ 医美终端机构服务产业集中度低，大型医美机构市占率仅约 10%，经济发展有望推动产业集中度提升。

2019 年国内有超过 1.2 万家医疗美容整形机构，以中小型医美机构为主、占比超过 70%，而大型医美机构市占率在 10%左右。大型的机构如美莱、艺星、伊美尔、华韩整形、苏宁环球等，通常大型医美机构有超过 10 位全职主诊医生，面积 3000 平方以上；国内有超过 8000 多家小微型机构，一般主诊医生一位再配合 2~3 位助手。

选取三个代表地区做对比看产业趋势：收入口径维度看 CR5，浙江省是 17.5%，杭州为 30%，上海市为 38%，随着经济水平的发展，线性外推产业集中度不断提高。

▶ 医美运营机构成本拆分：职工薪酬、耗材费用和营销费用合计占比约 70%，毛利率 50~60%，净利率 5~10%。

我们通过德勤咨询和代表性医美服务上市公司（华韩整形和瑞丽医美）作为典型案例，对医美机构运营成本进行拆分，结论主要是：（1）头部医美机构职工薪酬 32%、耗材费用 24%和营销费用 15%，合计占比约 70%；（2）头部医美机构净利率为 7%；（3）样本医美机构毛利率 50~60%，净利率 5~10%。新氧、小红书等新传播平台，获客成本更低、投产比更高，实际上有利于推动医美机构盈利水平的提升。

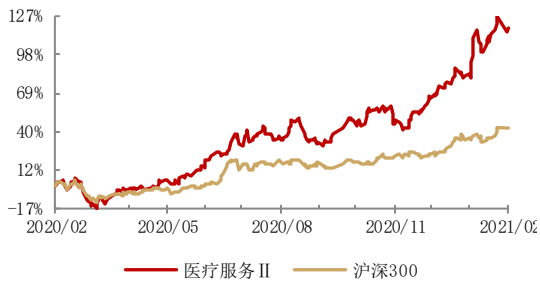
▶ 医美上市公司梳理

华韩整形（430335）：立足江苏，学术背靠南京医科大

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

联系人：谭国超
邮箱：tangc@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

1，医美系列报告之二爱美客深度报告：医美龙头，洞察消费趋势，引领医美发展潮流
2020.11.27

2，医美系列报告之一昊海生科深度报告：大眼科与医美双引擎驱动医疗器械平台型公司持续增长
2020.08.31

学，形成品牌和旗舰中心的医美服务龙头。共运营 8 家整形美容机构，2020 年公司收入 8.88 亿元，同比增长 10.43%，归母净利润为 1.08 亿元，同比增长 47%；2011~2020 年，收入 CAGR 为 23.4%，归母净利润的 CAGR 为 37.8%。

瑞丽医美（2135.HK）：浙江省的领先医疗美容服务提供商。共营运四家医疗美容机构。公司 2019 年收入 1.91 亿元，净利润 990 万元，其中旗舰医院杭州瑞丽医美医院收入 0.94 亿元，占比 51%。2020 年疫情影响较大，2020 年半年收入 5876 万元，同比下滑 36%，而净利润亏损 1200 万元。

朗姿股份（002612）：并购切入医美服务赛道，在西部地区形成“1+N”产业布局。截至 2020H 末，公司已拥有 15 家医疗美容机构，主要分布在成都、西安、重庆、深圳、长沙等地区，旗下主要运营“米兰柏羽”、“晶肤医美”和“高一生”三大国内医美品牌。2020H，朗姿医美实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 28.20%；归母净利润 2115.57 万元，同比增长 31.22%。医美业务收入主要是米兰柏羽为主，占比 67.21%，而晶肤医美占比 17.60%，而高一生占比 15.19%。朗姿 2016 年切入医美赛道，2017 年医美业务收入占比仅为 10.90%，2020 年半年报显示医美业务占比为 28.80%，占比大幅提升。

▶ 医美服务机构估值

医美行业从产业链看，可以分成产品端（A 端）、医疗服务端（B 端）和求美者（C 端），产品端由于其极高的进入壁垒（研发投入大、周期长、风险高、三类证难度大），其净利润率和 ROE 最高，爱美客 2019 年和 2020 年的净利润率分别高达 53.43%和 61.10%，2019 年的 ROE 高达 46.37%，一旦有核心竞争力的产品上市，将爆发式增长，从而享受极高估值水平。

医疗服务端（B 端）本质上属于医疗服务，进入门槛不算高，但要经营得好并不容易，特别是近几年国家监管部门持续加大对医美行业的监管力度，行业迎来洗牌，不合规、不合法的小机构逐步被淘汰，未来行业集中度将持续提升。医疗服务端最大的吸引力是无边界扩张的潜力，因为我国医美行业未来的发展空间极大，行业保持 20%以上增长，“行业快速扩容+集中度提升”双重逻辑将有望打造出医美医疗服务端的旗舰航母。随着新氧、更美等医美平台使用率的提升，医美机构的获客成本有望持续下降，未来净利润率有望持续提升。假设未来行业龙头之一的医美医疗机构实现收入 100 亿，净利润率按照 15%~20%，对应净利润 15~20 亿元。

作为医疗服务板块，参考的估值为爱尔眼科和通策医疗，而华韩整形由于所处的资本市场的业态不同，依然可以列表作为参考。爱尔眼科和通策医疗 2021 年的 wind 一致 PE 估值为 154 和 168，而华韩整形 2021 年 PE 为 46X，考虑到华韩整形在新三板市场的流动性问题，否则估值水平会更高。考虑到产业格局、未来医美的发展前景以及连锁下带来的品牌效应，故，我们认为医美终端连锁机构的 PE 估值至少为 46~168 倍。

风险提示

国家对医美机构的整顿带来扩展受限；医美机构运营不及预期。

正文目录

1. 医美服务终端市场：渗透率持续提升和产业集中度提升带来的行业增长 5
1.1. 需要拉动的具备上瘾性的医美市场受益于庞大人口渗透率持续提升 5
1.2. 医美服务机构行业集中度低，品牌效应下集中度有望持续提升 9
1.3. 医美机构成本拆分，头部医美机构的净利率 7~10% 10
2. 医美服务上市公司梳理 12
2.1. 华韩整形（430335）：立足江苏，学术背靠南京医科大学，形成品牌和旗舰中心的医美服务龙头 12
2.2. 瑞丽医美（2135.HK）：浙江省的领先医疗美容服务提供商 15
2.3. 朗姿股份（002612）：并购切入医美服务赛道，在西部地区形成“1+N”产业布局 16
3. 医美医疗服务标的估值体系思考 20
4. 风险提示 21

图表目录

图 1 2015~2022 全球医美行业市场规模（十亿美元）.....5
图 2 2012~2023 年中国医美市场规模（十亿人民币）.....5
图 3 中国医美服务市场以外科和非外科（轻医美）划分的市场规模和增速.....6
图 4 中国女性人口年龄结构（2014~2023E，百万人）.....7
图 5 中国&韩国 18~40 岁女性医美用户渗透率.....7
图 6 2017~19 年悦美&新氧平台医美消费者年龄分布.....7
图 7 中国及部分城市人均医美服务支出（元）.....8
图 8 2018 年主要国家每千人医美诊疗的人数.....8
图 9 2019 年中国一二线部分城市医美消费客单价排名（单位：元）&医美消费销量热力图.....8
图 10 2018 年中国不同年龄层级医美需求及年均消费.....9
图 11 医美消费者年龄和性别分布（2018&2019 年）.....9
图 12 2019 年中国医疗美容机构竞争格局.....9
图 13 三省市 TOP5 医美机构 CR5（2019 年，收入）.....10
图 14 三省市医美机构数量（2019 年，家）.....10
图 15 2019 年头部医美机构成本和费用构成.....11
图 16 头部医美机构线上渠道获客成本和投产比.....11
图 17 头部医美机构推广渠道投放占比.....11
图 18 华韩整形品牌升级.....13
图 19 华韩整形医美机构布局.....13
图 20 公司历年收入和归母净利润.....14
图 21 公司历年毛利率和净利率.....14
图 22 瑞丽医美历年收入和净利润.....16
图 23 米兰柏羽建筑图览.....17
图 24 米兰柏羽（深圳）可开展医美项目.....17
图 25 晶肤医美图览.....18
图 26 高一生医美建筑图览.....18
图 27 朗姿医美业务历年收入.....19
图 28 朗姿医美业务分类别销售收入和占总收入比例.....19

表 1 全球医美服务市场 TOP5 国家市场规模及增长.....5
表 2 瑞丽医美（2135.hk）和华韩整形（430335）2019 年成本构成.....12
表 3 公司成立以来里程碑事件.....12
表 4 华韩整形旗下医疗机构情况.....14
表 5 瑞丽医美公司成立以来里程碑事件.....15
表 6 瑞丽医美四家医美终端机构收入情况.....15
表 7 瑞丽医美的管理咨询服务可能包括的内容.....16
表 8 朗姿医美业务机构数量和地区分布.....18
表 9 朗姿医美代表性机构的运营情况（2020H）.....20
表 10 医疗服务公司估值参考（眼科+口腔+医美）.....20

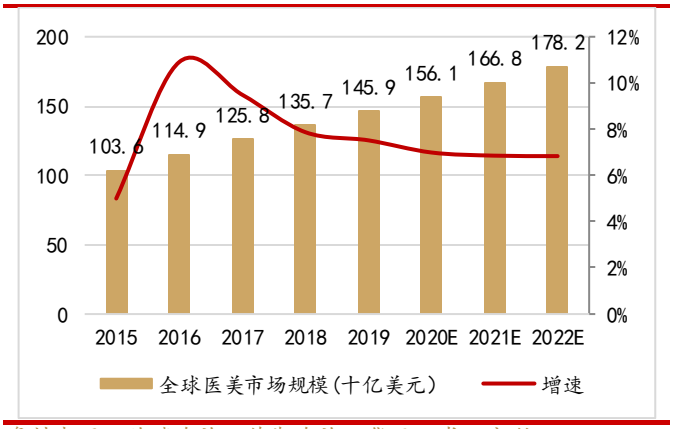
1. 医美服务终端市场：渗透率持续提升和产业集中度提升带来的行业增长

1.1. 需要拉动的具备上瘾性的医美市场受益于庞大人口渗透率持续提升

全球医美行业市场看，保持较高速的增长：2015 年全球医美市场 1036 亿美元，而 2019 年为 1459 亿美元，2015~2019 年的 CAGR 为 8.94%，而预计 2023 年为 1782 亿美元，2019~2022 年 CAGR 为 6.89%，保持较快速增长。

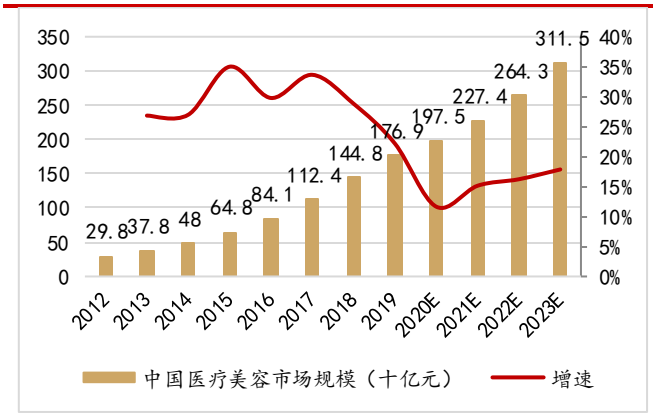
中国医美市场规模保持较快速增长，预计到 2023 年内保持超过 20%的复合增长：中国医美市场 2012 年仅为 298 亿元，到了 2019 年为 1769 亿元，2012~2019 年 CAGR 为 28.97%，而 2023 年预计为 3115 亿元，2019~2023 年 CAGR 为 20.76%。市场快速增长，市场空间大。

图 1 2015~2022 全球医美行业市场规模（十亿美元）



资料来源：艾瑞咨询，德勤咨询，华西证券研究所

图 2 2012~2023 年中国医美市场规模（十亿人民币）



资料来源：艾瑞咨询，德勤咨询，华西证券研究所

根据弗若斯特沙利文报告，2018 年中国医美服务市场规模为 184 亿美元（统计口径仅为合规的医疗服务市场），已成为全球第二大医疗美容服务市场，占全球医疗美容服务市场约 13.5%的市场份额，预计 2018~2023 年中国医疗美容服务市场将以 24.2%的复合年增长率增长，为全球前十大市场中增速最快的市场。

表 1 全球医美服务市场 TOP5 国家市场规模及增长

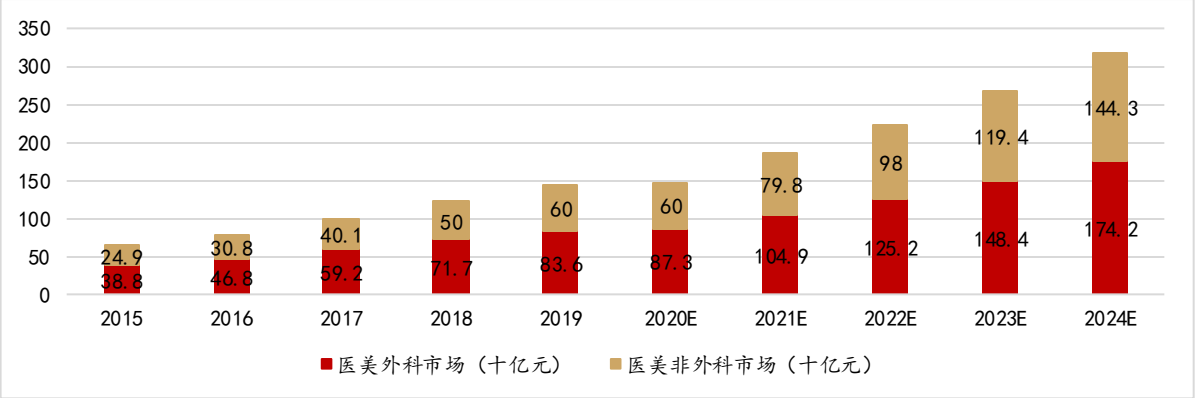
国家	医美服务市场规模排名	2018 年医美服务市场规模（百万美元）	2018~2023 年医美服务市场规模 CAGR
美国	1	31,376.00	3.70%
中国	2	18,379.30	24.20%
巴西	3	14,653.50	5.30%

韩国	4	7,466.10	7.00%
俄罗斯	5	4,923.10	8.30%

资料来源：弗若斯特沙利文，瑞丽医美招股书，华西证券研究所

中国非外科手术医美市场增速更快，占比持续提高。根据弗若斯特沙利文报告，2024 年我国医美服务市场规模预计为 3185 亿元，2019~2025 年 CAGR 为 17.3%，而 2015~2019 年的 CAGR 为 22.5%。2019 年中国医美市场中外科医美占整个医疗美容服务市场的 58.2%，市场规模为 836 亿元，2015 年为人民币 388 亿元，2015~2019 年 CAGR 为 21.1%；而 2024 年预计为 1742 亿元，2019~2024 年的 CAGR 为 15.8%。医美非外科项目（轻医美）因其恢复期短，越来越受欢迎，医美非外科诊疗市场（轻医美）从 2015 年的 249 亿元增至 2019 年的人民币 600 亿元，CAGR 为 24.6%，占 2019 年总市场约 41.8%，增幅较同期的医美外科市场更大，预计 2024 年中国医美非外科市场预计为 1443 亿元，2019~2024 年的 CAGR 为 19.2%，占市场总额约 45.3%，占比以每年增加 0.7%持续提升。

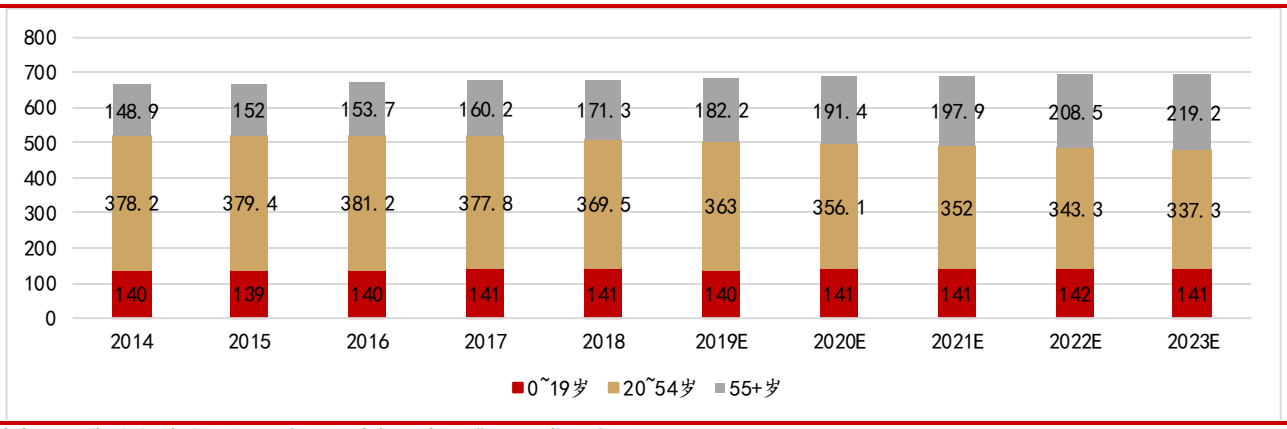
图 3 中国医美服务市场以外科和非外科（轻医美）划分的市场规模和增速



资料来源：弗若斯特沙利文，瑞丽医美招股书，华西证券研究所

作为医疗美容服务的消费主力军，中国 20~54 岁的女性人口保持稳定。2018 年中国 20 岁至 54 岁的女性人数为 3.70 亿人，占全球女性总人数 54.2%。随着医疗美容服务认知度及渗透率提高，庞大的人口将给市场带来红利。

图 4 中国女性人口年龄结构（2014~2023E，百万人）

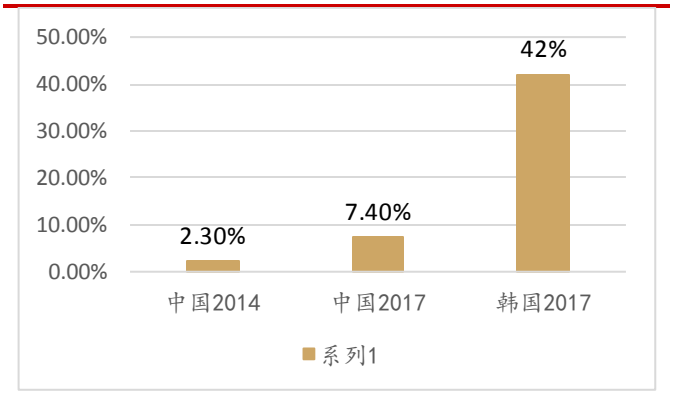


资料来源：弗若斯特沙利文，瑞丽医美招股书，华西证券研究所

医美消费者主要分布在 18~40 岁的女性，2017 年我国 18~40 岁的女性医美用户渗透率仅为 7.4%，远低于韩国的 42%，因此仍具有较大的增长空间。

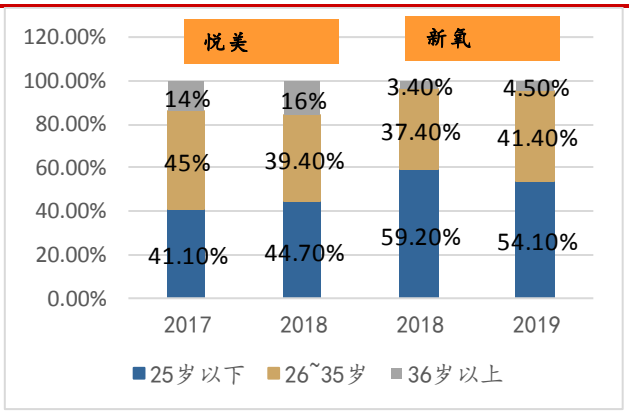
越来越多的年轻人加入到医美人群中，据各类医美平台数据显示，2018 年悦美 25 岁以下人群增长至 44.7%，相较 2017 年增长 3.6 百分点。新氧披平台 2019 年 30 岁以下人群占比 81%，是其主力消费群体。（悦美与新氧平台因发展历程不一样，用户平均年龄略有差异，悦美平均年龄略高）

图 5 中国&韩国 18~40 岁女性医美用户渗透率



资料来源：艾瑞咨询，新氧，华西证券研究所

图 6 2017~19 年悦美&新氧平台医美消费者年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，新氧，华西证券研究所

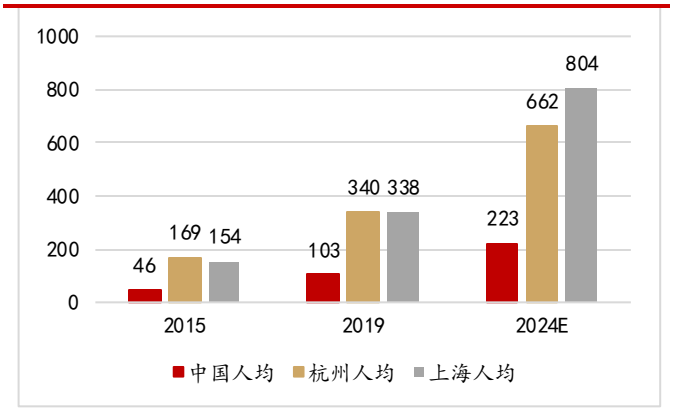
根据弗若斯特沙利文报告，2015~2019 年，中国医疗美容服务人均开支从 46 元增至 103 元，复合年增长率为 21.9%。美容服务需求及购买力不断增长，中国医疗美容服务人均开支预计将于 2024 年达到人民币 223 元，2019~2024 年的 CAGR 为 16.8%。

我们看比较有代表性的两个城市的人均医美服务支出。杭州市人均医疗美容服务开支从 2015 年的 169 元增至 2019 年的 340 元，CAGR 为 19.2%。杭州市人均医疗美容服务开支会继续其增长势头，于 2024 年达到 662 元，2019 年至 2024 年的 CAGR 为 14.3%。上海市人均医疗美容服务开支从 2015 年的 154 元增至 2019 年的 338 元，CAGR 为 21.7%，预计 2024 年达到 804 元，2019 年至 2024 年的 CAGR 为 18.9%。

与其他发达国家相比，中国的医疗美容项目渗透率仍然很低，2018 年每千人中接受医疗美容诊疗的人数仅为 14.5 人，而美国则为 52.3 人，韩国为 89.3 人。尤其

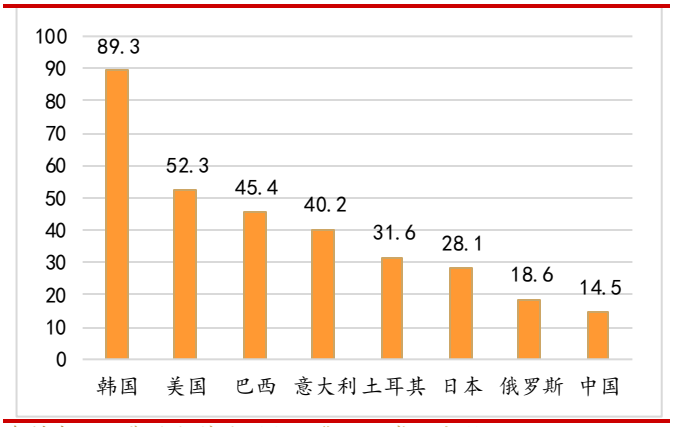
是低级别城市（主要指北上广深及其他主要省会城市以外的城市）的渗透率预计将快速上升，极大地提高中国市场的整体渗透率。

图 7　中国及部分城市人均医美服务支出（元）



资料来源：瑞丽医美招股书，华西证券研究所

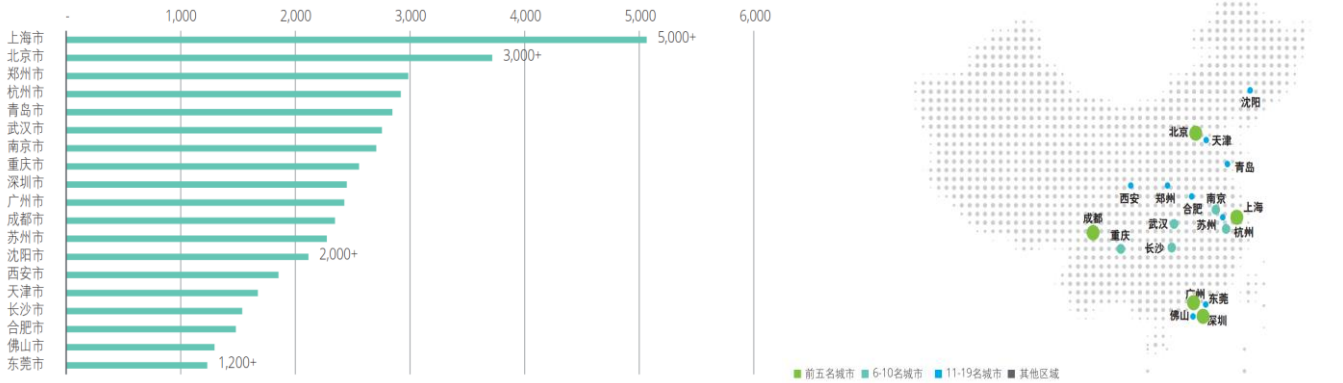
图 8　2018 年主要国家每千人医美诊疗的人数



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

上海北京医美消费单价最高，上海超过 5000 元，而北京的不到 4000 元，其他城市的均在 3000 元以下，其次是省会城市郑州、杭州、青岛、武汉、南京和重庆，再到两个一线城市深圳和广州约 2500 元。而结合医美消费销量热力图，北京、深圳、上海、成都、广州为 top5。根据美团的数据统计，北京订单量领先甚至 36%，成都订单量超越广州居第四名。一二线城市中，南方城市总体订单量约为北方城市的 2.5 倍，北京、深圳、成都和广州较上海、杭州、重庆等城市消费结构更集中于单价相对较低的项目。

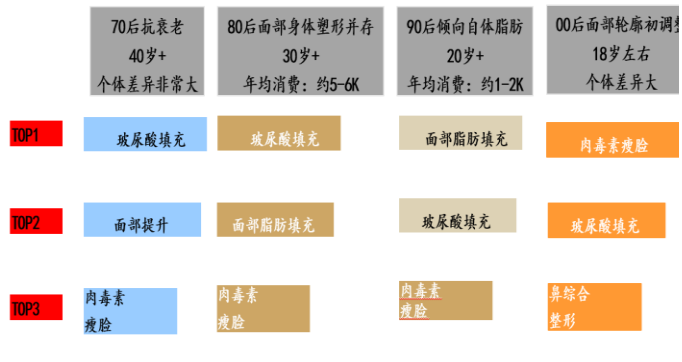
图 9　2019 年中国一二线部分城市医美消费客单价排名（单位：元）&医美消费销量热力图



资料来源：德勤咨询，美团，华西证券研究所

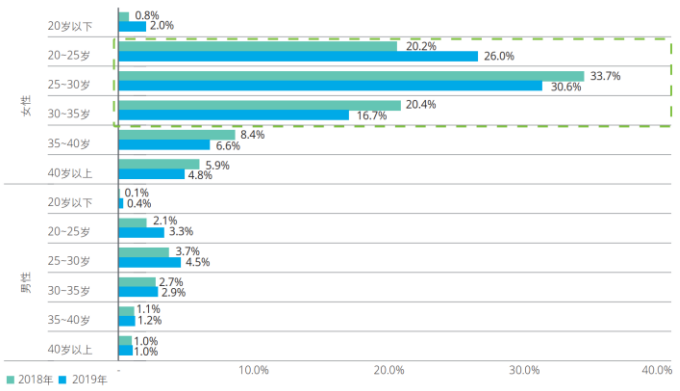
我国 30 岁左右女性需求与消费力高于其他年龄群，但是 20~25 岁的医美消费人数占比大幅提升，95~00 后对医美的关注和接受程度更高。医疗美容可以伴随女性一生，不同年龄阶段的女性关注的部位与消费的项目也略有不同，多与时代审美相关。30+女性在调整面部的同时开始进行身体塑形，且伴随消费能力的提升更加关注手术类项目；女性多在 35 岁时消费金额达到峰值约到 6500 元左右；40+的女性，多希望通过医美缓解面部衰老，投入到医美项目中的花费逐年稳定；年龄层相对较低的女性群体，多通过注射进行面部轮廓调整，如瘦脸、双眼皮与鼻整形。

图 10　2018 年中国不同年龄层级医美需求及年均消费



资料来源：艾瑞咨询，新氧，悦美，华西证券研究所

图 11　医美消费者年龄和性别分布（2018&2019 年）



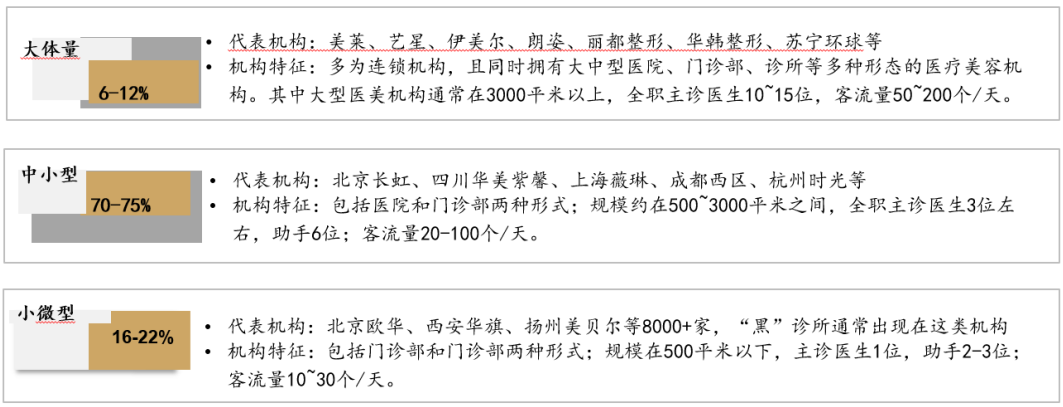
资料来源：德勤咨询，美团，华西证券研究所

1.2. 医美服务机构行业集中度低，品牌效应下集中度有望持续提升

中国医疗美容市场竞争格局呈现高度分散状态，且近几年分散度会进一步提升；医美项目具有消费个性化、地域差异化等特征，机构很难将运营经验跨省市复制；我国的连锁医美集团也多采用各地区自主经营的形式。伴随成本的提升，医美机构经营者也多选择开设中小型机构，以应对快速变化的消费者。

2019 年国内有超过 1.2 万家医疗美容整形机构，以中小型医美机构为主、占比超过 70%，而大型医美机构市占率在 10%左右。大型的机构如美莱、艺星、伊美尔、华韩整形、苏宁环球等，通常大型医美机构有超过 10 位全职主诊医生，面积 3000 平方以上；此外，国内有超过 8000 多家小微型机构，一般主诊医生一位再配合 2~3 位助手，为“黑诊所”出现最多。

图 12　2019 年中国医疗美容机构竞争格局



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

以小见大，从浙江省、上海市以及杭州市三个省市，来看医美服务机构的集中度和展望未来产业趋势。

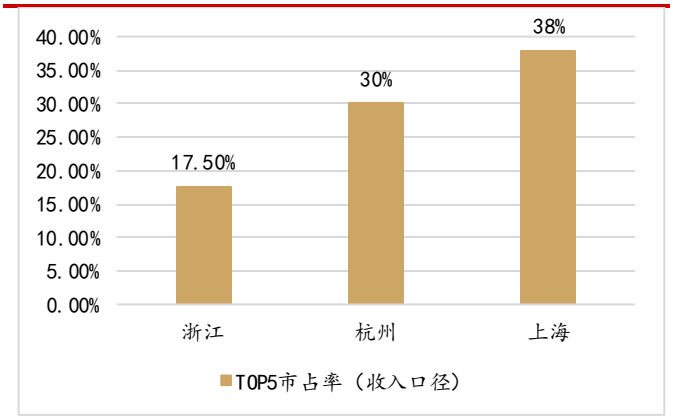
截止 2019 年 12 月，杭州拥有约 300 名医疗美容服务提供商。2019 年以医疗美容服务收入维度，第一大市场参与者占据的市场份额约为 13.4%，而第二大至第五大市场参与者占据的市场总份额为 16.6%。

截止 2019 年 12 月，浙江省的医疗美容服务提供商约为 850 家。2019 年以医疗美容服务收入维度，2019 年最大市场参与者约占 5.7%的市场份额，第二至第五名参与者合计约占 11.8%的市场份额。

截止 2019 年 12 月，上海市的注册医疗美容服务提供商约达 400 家，其中，医疗美容医院占比不到 5%。上海市私营医疗美容服务市场高度集中于几大市场参与者，2019 年以医疗美容服务收入维度，上海市医疗美容服务收入排名前五位的市场参与者占据的市场份额约为 38.1%。

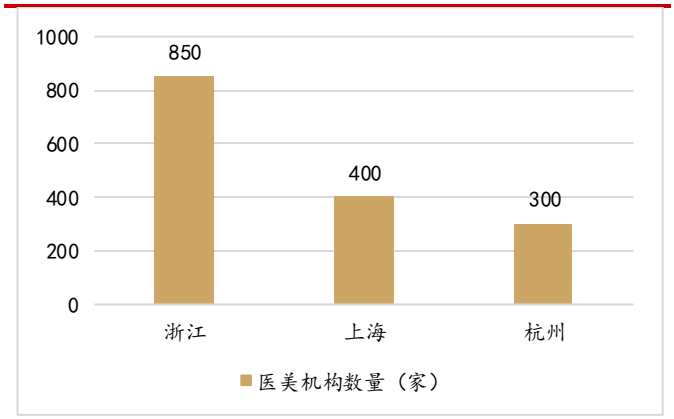
收入口径维度，前五名的市场占有率，浙江省是 17.5%，而上海市是 38%，浙江的省会城市、经济最发达的代表城市杭州的医美机构 CR5 为 30%。可以看到随着经济水平的发展，线性外推市占率逐步在提高，从浙江、杭州、上海分别为 17.5%、30%和 38%为基本逻辑点。

图 13　三省市 TOP5 医美机构 CR5（2019 年，收入）



资料来源：瑞丽医美招股书，华西证券研究所

图 14　三省市医美机构数量（2019 年，家）



资料来源：瑞丽医美招股书，华西证券研究所

1.3. 医美机构成本拆分，头部医美机构的净利率 7~10%

我们通过德勤咨询和代表性医美服务上市公司（华韩整形和瑞丽医美）作为典型案例，对医美机构运营成本进行拆分，结论主要是：（1）职工薪酬 32%、耗材费用 24%和营销费用 15%，合计占比约 70%；（2）净利率为 7%。

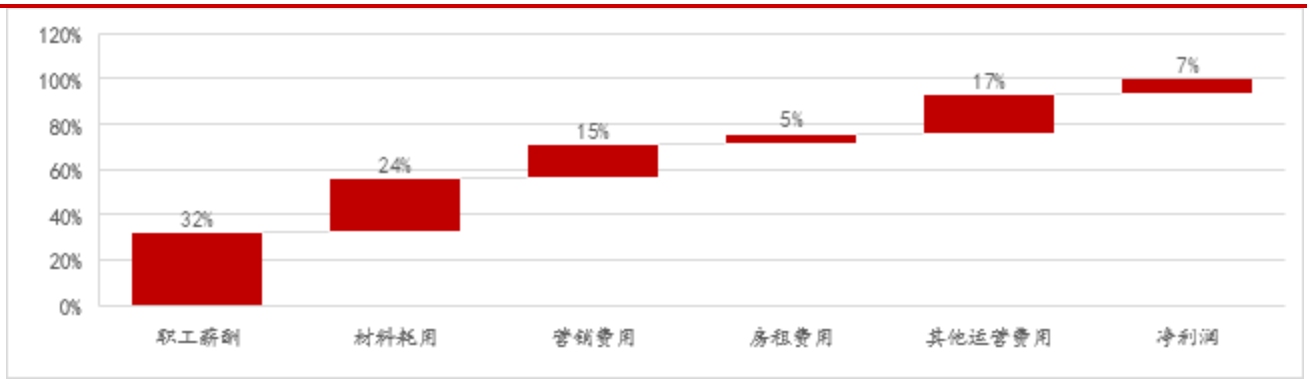
头部医美机构净利率为 7%左右。据德勤 2017~2020 年数家并购交易尽职调查案例平均统计，2019 年头部医美机构的成本和费用构成主要是：职工薪酬 32%，耗材费用 24%，营销费用 15%，合计占收入约 70%。其中，职工薪酬支付包括医生、护士、诊前沟通人员、运营人员等，耗材则指玻尿酸、肉毒素等医美产品，营销费用则包括线下线上的广告和医美平台（新氧等）的支出。而头部医美机构的净利率为 7%。

新氧等医美平台由于投入产出比高，有利于医美机构销售费用的下降，提高医美机构的盈利水平。据德勤 2017~2020 年数家并购交易尽职调查案例平均统计，医美平台获客投入产出比更高，使用量越来越大：百度竞价获客约 4700 元，医美平台获客约 1500 元，百度的投入产出比低；头部机构 2017 年渠道投放费用，57%分配给了百

度，但是 2019 年仅有 36%，而医美线上获客平台 2019 年为 34%，而 2017 年仅为 6.4%，医美机构医美平台的投入大幅提高。

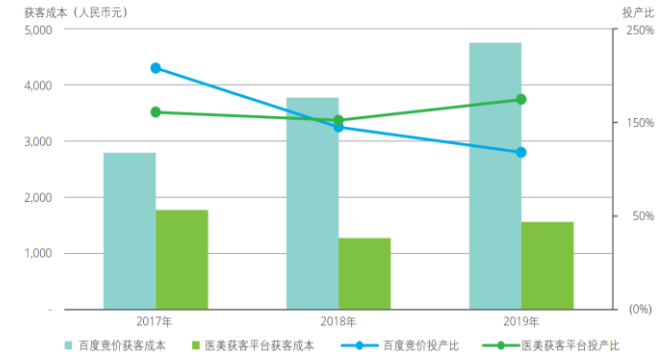
新氧、小红书、美团等平台，给求美者提供了充分的交流平台，具备极大的传播效应，除了我们前面说到的获客成本更低之外，对品牌的推广也有极大的裨益，都有利于提高机构的运营效率，提供盈利水平。

图 15 2019 年头部医美机构成本和费用构成



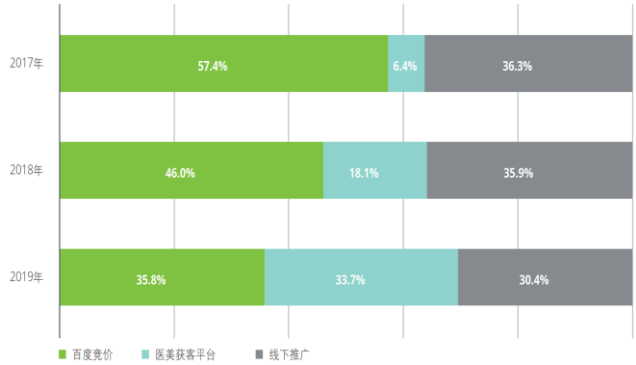
资料来源：德勤咨询，华西证券研究所

图 16 头部医美机构线上渠道获客成本和投产比



资料来源：德勤咨询，华西证券研究所

图 17 头部医美机构推广渠道投放占比



资料来源：德勤咨询，华西证券研究所

我们再选取港股上市公司瑞丽医美和新三板医药公司华韩整形作为比标杆进行研究。两家公司是最纯正的医美公司，业务收入来源均为医美终端机构，并且都为地方性的小龙头，运营情况具备参考价值。

港股上市公司瑞丽医美（2135.hk）：毛利率为 52.8%，销售费用为 26.2%，职工薪酬为 34.1%，折旧摊销为 6.1%，净利率为 5.2%。

新三板公司华韩整形（430335）：毛利率为 50.55%，销售费用为 21.30%，职工薪酬为 32.86%，净利率为 9.2%。

两家公司，毛利率为 51%~53%，净利率为 5%~9.2%；而销售费用 21%~26%，略高于德勤统计的数据。

表 2 瑞丽医美（2135.hk）和华韩整形（430335）2019 年成本构成

瑞丽医美（2135.hk）2019 年成本构成				华韩整形（430335）2019 年成本构成		
项目	金额（万美元）	占比		项目	金额（万元）	占比
营业收入	2,740	100.0%		营业总收入	80,405.26	100.00%
毛利	1,448	52.8%		毛利	40,644.86	50.55%
销售费用	719	26.2%		销售费用	17,124.96	21.30%
管理费用	479	17.5%		管理费用	12,242.45	15.23%
财务费用	33	1.2%		研发费用	1,573.53	1.96%
净利润	142	5.2%		财务费用	180.89	0.22%
职工薪酬	934	34.1%		归母净利润	7,369.90	9.17%
折旧及摊销	168	6.1%		职工薪酬	26418.41	32.86%

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 医美服务上市公司梳理

2.1. 华韩整形（430335）：立足江苏，学术背靠南京医科大学，形成品牌和旗舰中心的医美服务龙头

成立 11 年，立足江苏，背靠南京医科大学，逐渐开始扩张到其他地方。公司 2010 年成立，目前旗下有南京医科大学友谊整形外科医院、南京医科大学友谊整形外科医院扬州医疗美容门诊部及常州医疗美容门诊部、南京华韩奇致美容医院、青岛华韩整形美容医院、北京华韩医疗美容医院、四川悦好医学美容医院、长沙华韩华美医疗美容医院 8 家整形美容机构以及华韩生命科技（南京）有限公司和华韩软件科技（南京）服务有限公司。

表 3 公司成立以来里程碑事件

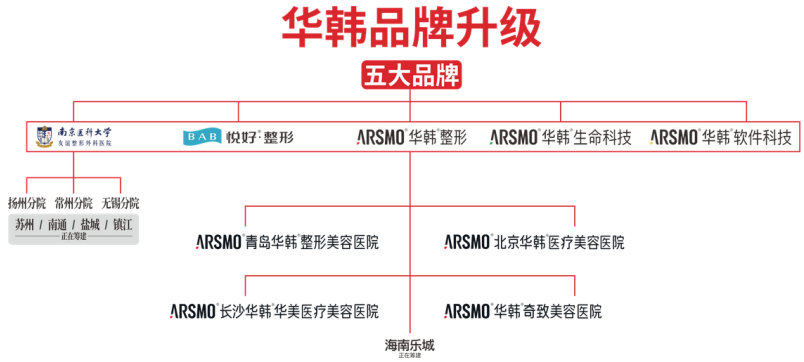
日期	事件里程碑
2010	公司成立
2013.10	挂牌新三板
2015.06	定向增发 7000 万元
2015.11	并购 2 家医美机构：四川悦好医院和长沙华美医院
2016.3	收购南京华韩奇致美容医院
2016.12	四川悦好医院和华韩整形医院通过 JCI 认证
2018.1	定向增发 1 亿元
2019	设立门诊部：扬州； 华韩整形旗下南京医科大学友谊整形外科医院从全国 1633 家三级医院中脱颖而出，排名第 14 位
2020	设立门诊部：常州
2020.9	南京华韩奇致美容医院通过 JCI 认证

资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

公司旗下 8 家整形美容机构均严格执行卫健委和中整形的各项管理标准，并引入了被世界卫生组织（WHO）认可的 JCI 国际医院管理标准。其中南京医科大学友谊整形外科医院、四川悦好医学美容医院、北京华韩医疗美容医院先后通过 JCI 国际医院管理标准认证。与此同时，南京医科大学友谊整形外科医院、南京华韩奇致美容医院荣获全国 5A 级医疗整形美容机构称号。

截止 2019 年底，华韩整形累积发表学术论文 254 篇，其中 SCI 论文 23 篇。南京医科大学友谊整形外科医院的整形外科更是先后获得南京医科大学十二五、十三五重点专科、南京市级重点专科，并连续多年荣登中国医学科学院科技影响力百强排行榜。

图 18　华韩整形品牌升级



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 19　华韩整形医美机构布局

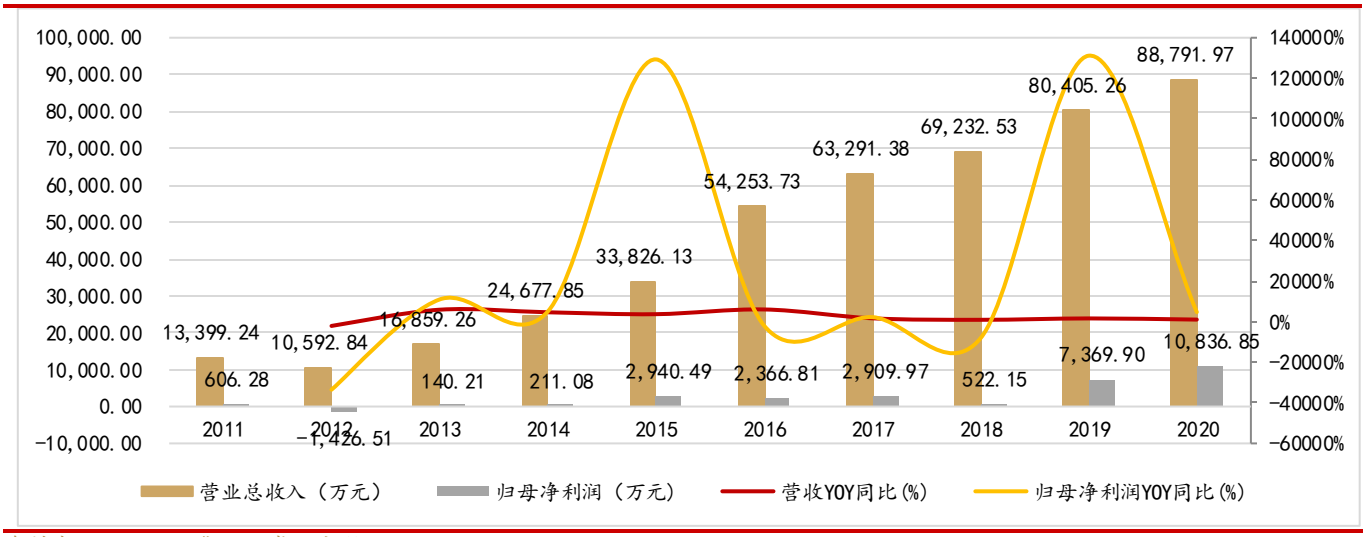


资料来源：公司官网，华西证券研究所

通过多年的发展，公司拥有一家中心旗舰医院（南京医科大学友谊整形外科医院）、五家区域医院（青岛华韩、长沙华韩、南京奇致、北京华韩、四川悦好）的基本布局，并还有常州、无锡、扬州等门诊。

2020 年公司收入 8.88 亿元，同比增长 10.43%，归母净利润为 1.08 亿元，同比增长 47%，疫情影响下，公司的业绩保持正增速并且归母净利润保持高速增长，一方面是行业景气度，另外一方面是公司的管理模式输出逐渐见效，品牌效应带来的业务增长更加明显。2011~2020 年，收入 CAGR 为 23.4%，归母净利润的 CAGR 为 37.8%。

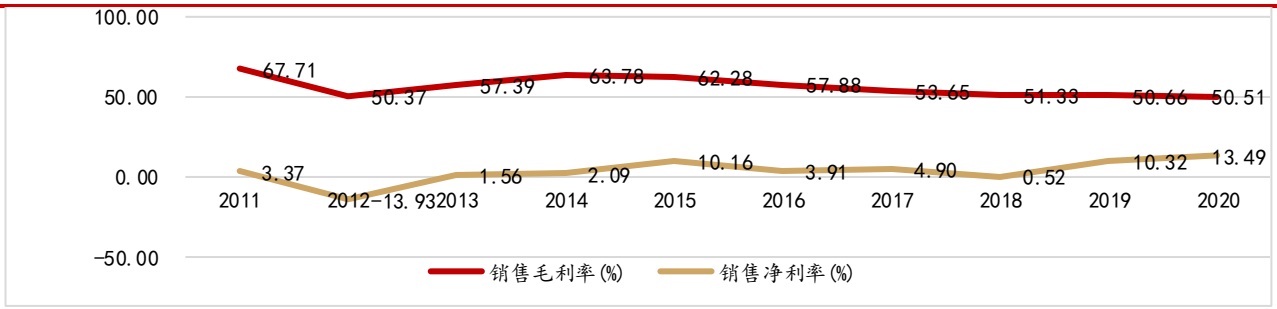
图 20 公司历年收入和归母净利润



资料来源：wind，华西证券研究所

公司毛利率随着公司并购和新设机构会有波动，最近四年稳定在 50~60%的毛利率范围，而净利率 2019 年超过 10%，2020 年由于疫情营销费用减少、净利率达 13.49%。

图 21 公司历年毛利率和净利率



资料来源：wind，华西证券研究所

简单梳理公司旗下六家医美医院，作为公司旗舰店、总店的南医大友谊整形外科医院，2020 年的收入达 3.64 亿元，净利润为 7025 万元，净利率 19.92%，收入体量较大的还有南京华韩奇致美容医院，收入 1.80 亿元，净利润 2138 万元，净利率 11.88%，均超过我们在前面阐述的头部医美机构的净利率 7~10%的水平，体现出公司在大型医美机构的运营能力强劲。此外，包括青岛、北京、四川、长沙四个非江苏省的城市均表现出较好的盈利水平，2018 年北京、四川和长沙三个城市的医美机构还处于亏损状态，2019 年和 2020 年呈现出较好的盈利水平。

表 4 华韩整形旗下医疗机构情况

医疗机构	成立时间	所在城市	并购时间	认证情况	2020 年体量情况
南京医科大学友谊整形外科医院	2005	南京	2010	JCI+5A	收入 3.64 亿元，净利润 7025 万元
南京华韩奇致美容医院	2007	南京	2015	JCI+5A	收入 1.80 亿元，净利润 2138 万元
青岛华韩整形美容医院	2010	青岛	2011		收入 9352 万元，净利润 1370 万元
北京华韩医疗美容医院	2004	北京	2011	JCI	收入 8562 万元，净利润 811 万元
四川悦好医学美容医院	2010	成都	2016	JCI	收入 8912 万元，净利润 405 万元
长沙华韩华美医疗美容	2011	长沙	2015		收入 7462 万元，净利润 154 万元

资料来源：wind，公司公告，公司官网，华西证券研究所

2.2. 瑞丽医美（2135.HK）：浙江省的领先医疗美容服务提供商

2008 年 8 月成立，至今共营运四家私立营利性医疗美容机构，其中 2 家美容医院 2 家美容门诊，其中三家位于浙江省，一家位于安徽省，其中杭州瑞丽医疗美容医院 2019 年被评为 5A 级医疗美容医院。根据弗若斯特沙利文报告，按 2019 年医疗美容服务收入口径，公司在杭州市及浙江省所有私营医疗美容服务提供商当中分别名列第四及第五位。

表 5　瑞丽医美公司成立以来里程碑事件

日期	事件里程碑
2008	8 月，集团收购杭州华仁整形外科门诊部有限公司（现为瑞丽天鸽）作为集团首家医疗美容机构
2013	3 月，集团在浙江省瑞安市成立第二家医疗美容机构瑞安瑞丽（门诊），业务扩展到杭州以外的城市； 8 月，集团成立第三家医疗美容机构杭州瑞丽（医院）
2015	7 月，集团在安徽省芜湖市成立第四家医疗美容机构芜湖瑞丽（医院）
2017	12 月，集团开始提供医疗美容机构管理咨询服务
2018	12 月，杭州瑞丽获浙江省整形美容行业协会授予 2018 年度学术贡献奖及全国创建 A 等级先进单位奖； 12 月，杭州瑞丽荣获阿里健康最受欢迎医疗机构奖； 12 月，杭州瑞丽获美团评为杭州市医美人气商户
2019	杭州瑞丽获新氧评为五大脂肪名院； 1 月，杭州瑞丽于获中国整形美容协会评为 5A 级医疗美容医院； 3 月，杭州瑞丽获浙江省整形美容行业协会授予浙江省医疗美容机构 A 等级评价规范医疗质量突出贡献奖

资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司医美终端业务收入 2019 年为 1.84 亿元，其中杭州瑞丽收入 0.94 亿元，占比 51%，杭州瑞丽天鸽门诊收入 0.38 亿元，占比 21%，瑞安瑞丽收入 2648 万元，安徽芜湖瑞丽收入 2481 万元，杭州瑞丽作为 5A 级医美医院是公司的旗舰级医院。

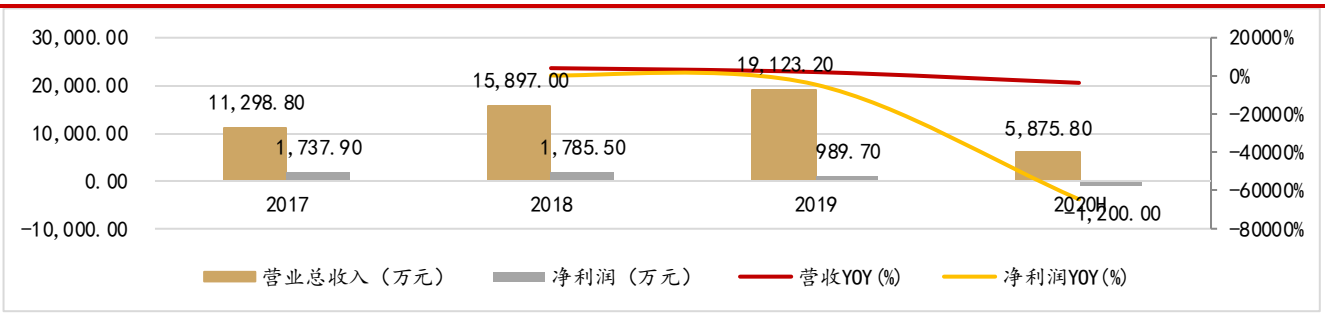
表 6　瑞丽医美四家医美终端机构收入情况

分机构收入（万元）	2017	2018	2019
杭州瑞丽	5619.00	7329.30	9448.80
瑞安瑞丽	1389.20	1859.30	2647.50
瑞丽天鸽	2392.70	3088.40	3783.20
芜湖瑞丽	1892.30	2348.60	2481.40
医疗终端总收入	**11293.20**	**14625.60**	**18360.90**

资料来源：公司招股书，wind，华西证券研究所

公司 2019 年收入 1.91 亿元，净利润 990 万元，2020 年疫情影响较大，2020 年半年收入 5876 万元，同比下滑 36%，而净利润亏损 1200 万元。

图 22 瑞丽医美历年收入和净利润



资料来源：wind，华西证券研究所

此外，公司提供医美管理咨询服务，2018 年收入 1268 万元，2019 年收入 755 万元，收入下滑与公司咨询业务战略聚焦在未来可能有机会成为战略并购标的医美机构有关。公司主要是借助瑞丽医美多年医疗美容机构管理经验及在医疗美容服务的销售和营销方面的专业知识，为第三方医疗美容机构提供管理咨询服务，主要涉及其营运及管理、销售及营销；并为第三方医师提供管理咨询服务，主要涉及其专业履历的建立、销售及营销，以及医疗美容业务营运及管理。

表 7 瑞丽医美的管理咨询服务可能包括的内容

项目	详细内容
关于客户医疗美容机构的营运及管理	✓ 为客户制定整体营运计划 ✓ 设计及制定医疗美容机构或医师执业地点的标准化营运程序及服务流程 ✓ 设计及制定标准化采购管理制度 ✓ 设计及制定客户反馈管理制度 ✓ 设计及制定组织架构及招聘制度 ✓ 设计员工的主要绩效指标及薪酬结构
关于客户医疗美容机构的销售及营销	✓ 制定整体销售及营销计划设计促销及营销活动 ✓ 选择合适的电商或其他网络平台，推广及营销客户的医疗美容服务 ✓ 维护及运营客户的网店 ✓ 向员工提供有关销售及营销策略的培训
关于个人医师客户或客户医疗美容机构中主要医师的专业履历建立	✓ 设计客户网络平台的内容，编辑资深医师的履历或医师的个人履历(视情况而定)，突出客户的优势及专业知识 ✓ 选择最适当的用户体验作为网店案例展示

资料来源：公司官网，华西证券研究所

2.3. 朗姿股份（002612）：并购切入医美服务赛道，在西部地区形成“1+N”产业布局

公司 2016 年正式进军医疗美容服务业务，通过外延式扩张和内涵式增长的成长方式，截至 2020H 末，公司已拥有 15 家医疗美容机构，主要分布在成都、西安、重庆、深圳、长沙等地区，旗下主要运营“米兰柏羽”、“晶肤医美”和“高一生”三大国内医美品牌。

公司在成都、西安两大西部核心城市初步形成了“1+N”的产业布局（在特定区域构建一家或多家大型整形医院加若干家小型连锁门诊/诊所的医疗美容机构体系）。2020H，朗姿医美实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 28.20%；实现营业利润 3519.31 万元，同比降低 20.06%；归母净利润 2115.57 万元，同比增长 31.22%。而 2019 年，朗姿医美实现营业收入 6.30 亿元，同比增长 31.27%；归母净利润 5239.96 万元，同比增长 90.41%。

米兰柏羽，创立于 2005 年，品牌定位坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌。米兰柏羽参照 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，目前在成都、西安和深圳各拥有一家米兰柏羽整形医院，其中成都米兰柏羽近 10000 平方米，已获中国整形美容行业 5A 级美容医院权威认证。目前米兰柏羽共拥有三家医美机构，2019 年米兰柏羽实现营业收入 3.11 亿元，同比增长 25.18%，净利润 3525.28 万元，同比增长 19.99%。

图 23 米兰柏羽建筑图览



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 24 米兰柏羽（深圳）可开展医美项目



资料来源：新氧 app，华西证券研究所

晶肤医美，创立于 2011 年，品牌定位为专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌，主打激光与微整形类医疗美容服务，已在成都、西安、长沙、重庆四地市场布局。目前共拥有 10 家医美机构，2019 年晶肤医美 1.18 亿元，同比增长 28.40%。

高一生医美，创立于 1991 年，品牌定位为专业技术行业领先的高端医美品牌、区域医美标杆型机构，是一家集美容外科、美容皮肤科、美容中医科、美容牙科、微整形五大医美中心为一体的专业医疗美容机构，是西安地区经营规模、品牌知名度及技术实力最强的医美机构之一。医院精心打造 8000 平米酒店式塑美空间，拥有国际层流净化手术室 6 间。目前主要是 2 家医美机构，2019 年高一生实现营业收入 1.51 亿元，同比增长 29.75%，实现净利润 3625.89 万元，同比增长 59.79%。

图 25 晶肤医美图览



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 26 高一生医美建筑图览



资料来源：公司官网，华西证券研究所

以 2020 年半年度的收入数据看，医美业务收入主要是米兰柏羽为主，占比 67.21%，而晶肤医美占比 17.60%，而高一生占比 15.19%。米兰柏羽相对成熟，并且规模较大，具备明显的品牌效应。

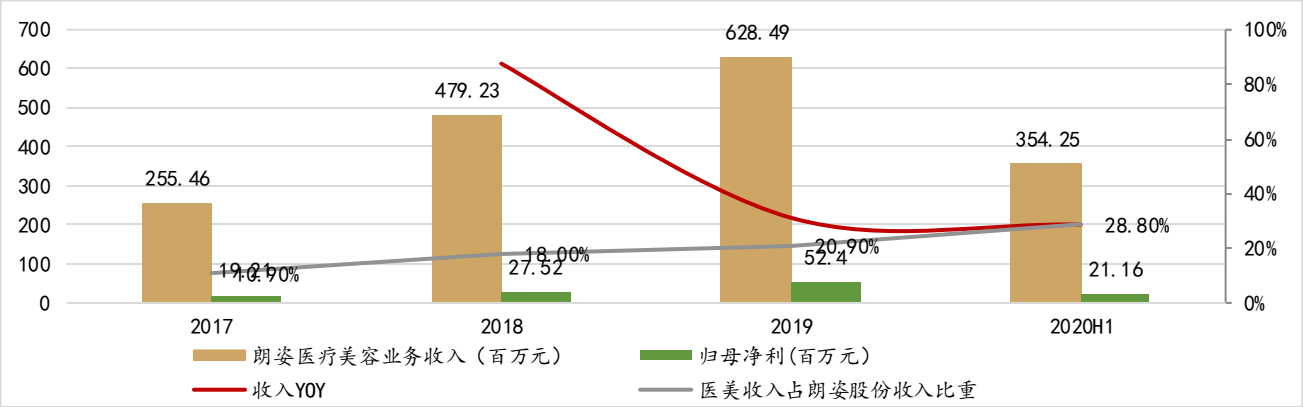
表 8 朗姿医美业务机构数量和地区分布

品牌	数量	类型	地区	2020H 收入（万元）	占医美营业收入比重
米兰柏羽	3	医院、门诊部	成都、深圳、西安	23,808.46	67.21%
晶肤医美	10	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安	6,235.60	17.60%
高一生	2	医院、门诊部	西安、宝鸡	5,380.44	15.19%
合计	**15**	-		35,424.50	100.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所（*截止 2020.06）

朗姿 2016 年切入医美赛道，2017 年医美业务收入占比仅为 10.90%，2020 年半年报显示医美业务占比为 28.80%，占比大幅提升。

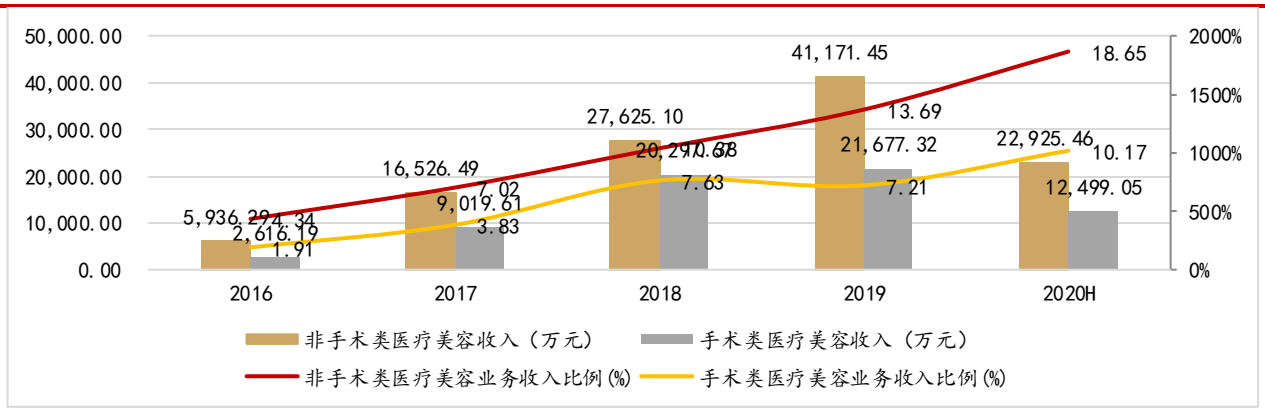
图 27 朗姿医美业务历年收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

此外，公司的非手术类医美项目收入占比持续提高，2017 年仅有 7.02%，2020 年半年度占比到 18.65%，和行业轻医美趋势一致，而手术类医美项目从 2017 年的 3.83%到 2020 年半年的 10.17%，占比也大幅提高，公司医美项目总体而言，占朗姿股份的整体收入处于加速状态。

图 28 朗姿医美业务分类别销售收入和占总收入比例



资料来源：公司公告，华西证券研究所

朗姿医美已搭建了“医管公司（后台）-事业部（中台）-医疗机构（前台）”三级组织架构，后台负责战略和支持、中台负责营销和运营、前台提供医疗和服务，成熟的组织管理体系保障了管理效率的提升和管理成本的有效控制。

此外，公司医美不断完善业务集约化管理，管理效率取得较大提升，主要体现在：一是，按照上市公司财务标准升级集团化财务管理，财务风险得到有效控制；二是，通过主要物资集团化采购，主耗原材料的采购成本取得有效降低，降低幅度分别在10%-76%不等；三是，通过人员集中化管理和培训，显著降低培训成本和提高培训效率；四是，朗姿医美针对不同的管理层级，分别建立了管理人培养机制，为管理赋能奠定了基础。据最新的 2020 年半年报，公司旗下三个品牌的代表性医院净利率水平超过行业平均水平，四川米兰柏羽 2020H 的净利率 14.24%，四川晶肤是 18.94%，陕西高一生是 12.43%。尤其值的留意的是，晶肤事业部是主打年轻人轻医美，目前已经形成了相对完善的运营体系，正处于快速复制扩张之中。

此外，在拓展医美机构方面，除了自建之外，还先后参与两支医美基金，通过体外培养的方式，完成医美机构的初期培育，待机构进入成长期、度过亏损阶段，再并购进入上市公司。

表 9 朗姿医美代表性机构的运营情况（2020H）

公司名称	营业收入（万元）	营业利润（万元）	净利润（万元）	净利润率
四川米兰柏羽医学美容医院有限公司	18,087.63	3,198.21	2,574.90	14.24%
四川晶肤医学美容医院有限公司	2,906.62	658.53	550.55	18.94%
陕西高一生医疗美容医院有限公司	5,131.94	807.06	638.11	12.43%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 医美医疗服务标的估值体系思考

医美行业从产业链看，可以分成产品端（A 端）、医疗服务端（B 端）和求美者（C 端），从投资的角度看，产品端由于其极高的进入壁垒（研发投入大、周期长、风险高、拿三类证难度大），其净利润率和 ROE 也是最高的，爱美客 2019 年和 2020 年的净利润率分别高达 53.43%和 61.10%，2019 年的 ROE 高达 46.37%，且行业属性类似创新药和疫苗，一旦有核心竞争力的产品上市，将会快速实现爆发式增长，例如爱美客的嗨体，从而驱动公司持续保持快速增长，因此，产品端是最符合二级市场上涨逻辑的产业，从而享受极高估值水平。

医疗服务端（B 端）本质上属于医疗服务，进入门槛不算高，但要经营得好并不容易，特别是近几年国家监管部门持续加大对医美行业的监管力度，行业迎来洗牌，不合规、不合法的小机构逐步被淘汰，未来行业集中度将持续提升。医疗服务端最大的吸引力是无边界扩张的潜力，因为我国医美行业未来的发展空间极大，行业保持 20%以上增长，行业快速扩容+集中度提升双重逻辑将有望打造出医美医疗服务端的旗舰航母。与此同时，正如前文所述，随着新氧、更美等医美平台使用率的提升，医美机构的获客成本有望持续下降，未来净利润率有望持续提升。假设未来行业龙头之一的医美医疗机构实现收入 100 亿，净利润率按照 15%~20%，对应净利润 15~20 亿元；如果实现收入 200 亿元，净利润率按照 20%~25%，对应净利润 40~50 亿元。

医美终端机构和零售药店具有一定的可类比性，由于一家医美终端从新建到成熟期至少需要 3~5 年时间，同时，外科医生的获取和培养也并不容易，因此，医美机构扩张的最佳路径是新建+外延式并购相结合，并购的优势在于，并购标的往往已经经过了培育期，具备一定的收入规模，大部分已经实现盈利，而一级市场并购相对优质的医美终端机构，收购对价在 1~1.5 倍 PS.

作为医疗服务板块，参考的估值为爱尔眼科和通策医疗，而华韩整形由于所处的资本市场的业态不同，依然可以列表作为参考。爱尔眼科和通策医疗 2021 年的 wind 一致 PE 估值为 154 和 168，而华韩整形 2021 年 PE 为 46X，考虑到华韩整形在新三板市场的流动性问题，否则估值水平会更高。考虑到产业格局、未来医美的发展前景以及连锁下带来的品牌效应，故，我们认为医美终端连锁机构的 PE 估值至少为 46~168 倍。

表 10 医疗服务公司估值参考（眼科+口腔+医美）

证券代码	证券简称	总市值亿元	收入 2019 年 亿元	归母净利润 2019 年报 亿元	预测 PE（2020）	预测 PE（2021）	预测 PE（2022）
300015.SZ	爱尔眼科	3,664	99.90	13.79	209	154	116

600763.SH	通策医疗	1,242	18.94	4.63	229	168	128
430335.OC	华韩整形	56	8.04	0.74	33	46	37

资料来源：wind，华西证券研究所

4.风险提示

国家对医美机构的整顿带来扩展受限。医疗美容门诊/医院一直是国家医疗管监的重要的部分，部分医美项目的开展实际上处于灰色地带，一旦国家对此类项目的监管加强，则会导致医美机构的发展处于停顿观望状态。

医美机构运营不及预期。尽管每个机构都在探索一套可以复制的管理模式，而且在个别机构运营效果良好，但是鉴于不同地方的经济、审美理念、职业经理人（院长为首的医美团队）等不同，会导致医美机构运营不达预期，净利率低于市场平均水平。

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017 年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、 最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

谭国超：中山大学理学毕业，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与新时代证券研究所，具备医疗产业临床一线、一级市场投资和二级市场研究经验。2019年11月加入华西证券研究所，主要负责A+H股医疗器械标的。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。