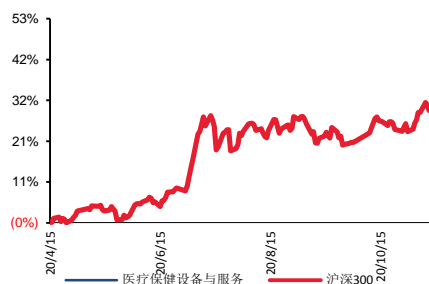


医疗保健 医疗保健设备与服务

医美行业研究一：国内市场迎朝阳，关注产业链各环节头部公司

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

《20Q3 单季度收入利润高增长，医美龙头后疫情期成长动能渐显》
 --2020/10/27

证券分析师：郭彬

电话：18621965840

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119051909001

报告摘要

消费观念+行业成熟带来医美需求代际崛起，中国医疗美容市场具有巨大增长空间。随着消费升级以及医美渗透率的提升，该行业热度逐年升高，医美服务的供给端和需求端都快速增长，具有很强的市场性和消费属性。按照介入手段，医美大致分为手术类和非手术类，手术类主要包括五官整形、美体医疗等整形项目，非手术类主要包括注射填充、激光美容等皮肤美容项目。2019年中国医美行业市场规模达到了1769亿元，同比增长22%，预计2023年中国医美市场规模将拓展至3115亿元。

医美产业链上游偏集中，中下游渗透率低。我国医美产业链上游主要包括医美原料供应商和医美器材提供商；中下游包括正规机构和非正规美容机构，正规机构主要是指公立医院的整容科、大型连锁医美集团、中小型民营医美机构等，非正规机构是指私人诊所和美容院等。上游集中度高，中下游较为分散，仍有较强的集中度提升空间。

行业逐步规范，产业链头部公司迎来发展黄金期。纵观医美行业政策发展的趋势，国家有关部门对于医行业的监管日趋严谨，市场监管有望逐渐成熟。规范的市场利好正规的医疗美容机构，未来行业集中度有望提升，优质企业将以远高于行业平均水平的增速快速成长。

上游推荐关注爱美客，华熙生物等，下游推荐关注鹏爱医疗（医美国际 AIH），朗姿股份，奥园美谷等。

风险提示：

行业扩张不达预期，监管风险等。

目录

(一) 市场现状：全球稳中有升，中国市场崛起	4
(二) 行业潜力：对比海外渗透率较低	4
(三) 医美行业集中度：上游集中度高于中下游	5
(四) 行业中长期发展确定性强，国内企业市占率提升	7
二、 重点公司：	9
(一) 爱美客：高研发壁垒的透明质酸龙头	9
1、 国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业	10
2、 公司竞争优势：重研发重产品高壁垒	11
3、 多维度带来增长空间	11
4、 增长趋势良好，盈利能力优秀	11
(二) 医美国际（鹏爱医疗）：医美连锁机构龙头	14
1、 深耕医美行业多年专业连锁医美机构	14
2、 业务全面，手术/非手术类均有较强实力，低客诉率+高复购	14
3、 收入毛利增长稳定	15
4、 盈利能力有所提升	16
5、 分业务来看：非手术类增长可观，符合行业趋势	16
三、 风险提示	18

图表目录

图表 1: 全球医美市场规模 (亿美元)	4
图表 2: 中国医美市场发展规模 (亿元)	4
图表 3: 中国医美市场-低渗透率	5
图表 4: 中国医美市场-民营机构驱动	5
图表 5: 医美行业产业链情况 (二)	6
图表 6: 中国医美行业监管政策法规不断出台完善	6
图表 7: 2018 年中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局 (按销售金额占比)	7
图表 8: 国家鼓励医用生物材料行业发展	9
图表 9: 2017 年-2020 年爱美客收入情况 (单位: 百万元)	11
图表 10: 2017 年-2020 年爱美客归母净利润情况 (单位: 百万元)	11
图表 11: 同业可比公司主要毛利率水平及其变化情况	12
图表 12: 公司盈利能力指标	13
图表 13: 公司费用率情况	13
图表 14: 近年来收入情况	15
图表 15: 近年来 EBITDA 情况	15
图表 16: 分版块收入趋势	17
图表 17: 活跃用户增长较快	17

一、医疗美容行业情况概览

(一) 市场现状：全球稳中有升，中国市场崛起

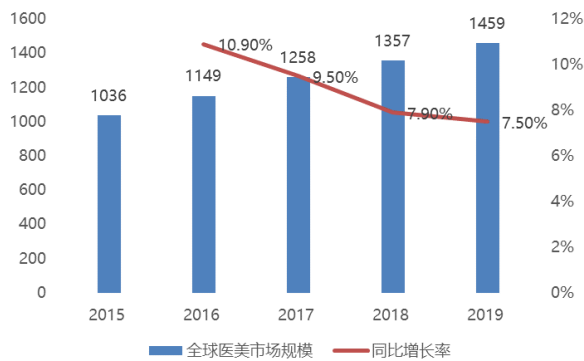
• 全球医疗美容市场：中国增速明显高于全球

根据第三方数据显示，2019年中国医美行业市场规模达到了1769亿元，同比增长22%，预计2023年中国医美市场规模将拓展至3115亿元，仍将保持较快增速。非手术类医美服务由于低风险、轻疼痛和恢复时间短，消费者接受程度更高，增长速度更快，预计从2018年到2023年，复合增长率可以达到26.3%。从疗程数角度来看，据国际整形美容医学会统计，全球医疗美容服务疗程数从2011年的1,470.78万例增长至2017年的2,339.05万例，年均复合增长率8.04%。

• 国内医疗美容市场：呈现快速发展趋势

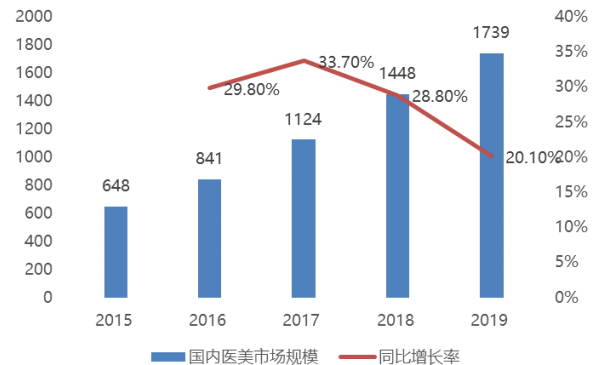
医疗美容在我国已有近30年的行业历史，近年来呈现出快速发展的趋势。从医疗美容机构的规模数量看，2011年末，我国各类医疗机构中医疗美容科床位数为5,242张，2017年末增长至11,470张，年均复合增长率高达13.94%。从就诊人数看，2011年，我国整形外科医院、美容医院的门诊数量分别为34.72万人次和78.40万人次，共113.12万人次，至2017年，已分别增长至71.79万人次和462.63万人次，共534.42万人次，合计就诊人数年均复合增长率高达29.54%。

图表1：全球医美市场规模（亿美元）



资料来源：F&S，太平洋研究院整理

图表2：中国医美市场发展规模（亿元）



资料来源：F&S，太平洋研究院整理

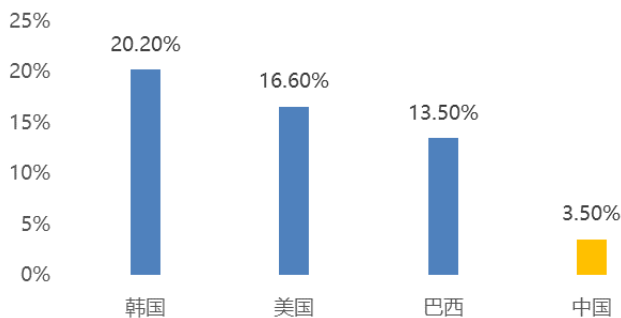
(二) 行业潜力：对比海外渗透率较低

中国医疗美容市场具有较大增长空间。随着消费升级以及医美渗透率的提升，该行业热度逐年升高，医美服务的供给端和需求端都快速增长，具有很强的市场性和消费属性。按照介入手段，医美大致分为手术类和非手术类，手术类主要包括五官整形、美体医疗等整形项目，非手术类主要包括注射填充、激光美容等皮肤美容项目。近年来，全球医美市场增长良好，2018年市场规模达到1357亿美元，未来预计保持8%左右的稳定增长。

据统计，过去几年我国医美行业以每年25%以上的增速快速增长，预计到2020年国内医美市

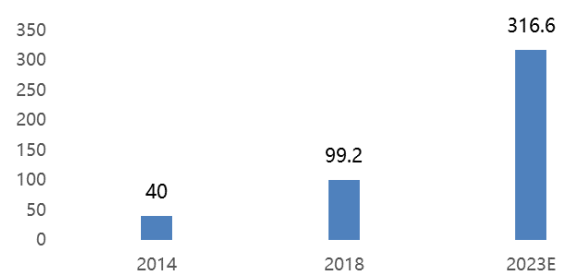
场规模可突破 3000 亿元。相比于韩国和美国等医美大国，我国医美起步较晚，仍处于发展早期，渗透率在 3%左右，处于较低水平，未来仍具有很大发展空间，20-45 岁女性为主力消费人群。国内的医疗美容机构分为非营利性和营利性两大类，前者主要是指公立医院的医疗美容科室，后者主要是指民营的医院诊所。近年来，民营医院受益于政策放松和资本支持，占据了我国整形美容市场的主要份额。

图表3：中国医美市场-低渗透率



资料来源：F&S，太平洋研究院整理

图表4：中国医美市场-民营机构驱动



资料来源：F&S，太平洋研究院整理

根据有关数据测算，2019 年中国内地医美市场渗透率有望从 2009 年的 1.5%提升到 2020 年的 3.6%。中国的渗透率与人均可支配收入的水平还尚未匹配，仍然具有可提升空间。女性渗透率 7.4%，远远小于韩国的 42%。

高速大量增长：2018 年中国医疗美容市场按医疗美容疗程的数量及金额计是全球第二大。

低渗透率：尽管中国在全球范围内是医疗美容服务的重要市场，但在 2017 年与发达市场相比，中国美容医疗服务市场渗透率仍然较低。

民营机构驱动：中国美容医疗服务市场的增长主要是由民营机构推动的，民营机构在 2018 年占市场收入的 81.5%。

(三) 医美行业集中度：上游集中度高于中下游

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囊括医疗治疗及美容美观的多样化市场。

我国医美产业链上游主要包括医美原料供应商和医美器材提供商；中下游包括正规机构和非正规机构，正规机构主要是指公立医院的整容科、大型连锁医美集团、中小型民营医美机构等，非正规机构是指私人诊所和美容院等。

图表5: 医美行业产业链情况 (二)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

• 中国医美行业监管日趋严格, 市场集中度有望提升

国家规范市场秩序, 保障消费者生命健康安全以及正规机构的合法权益, 进一步完善医美市场的合规性。2017年, 颁布《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》; 2019年, 对于生活美容类场所的监管与规范也逐渐开始。因黑诊所盛行, 医疗美容市场存在很多不规范行为: 如虚假广告; 医院医师资质混乱; 医师技术良莠不齐; 非法“行医”; 产品价格不透明等问题屡屡发生, 直接导致优秀、合规的从业者在短期内与非正规机构竞争时不具有优势, 市场份额被非正规机构挤占, 同时也使消费者蒙受不必要的损失, 甚至是生命的代价。

非法机构较多, 监管趋严有利于正规机构发展。根据更美 APP《2017 中国医美行业黑皮书》统计, 中国医美黑诊所数量已超 60000 家, 是正规诊所的 6 倍; 黑诊所年手术量超过 2500 万例, 是正规诊所的 2.5 倍; 医美非法执业者约 15 万人, 是合规执业者的 8.8 倍。自 2017 年 5 月起, 原国家卫计委联合中央网信办等多个部门部署了严厉打击非法医疗美容专项行动, 各地查处和整顿医美行业突出问题的成果开始显现, 有利于正规医美市场的健康发展。2019 年仅深圳地区挂牌出售的医疗美容机构就超过 100 家, 行业整合即将来临。纵观医美行业政策发展的趋势, 国家有关部门对于医行业的监管日趋严谨, 市场监管有望逐渐成熟。规范的市场利好正规的医疗美容机构, 未来行业集中度有望大幅提升, 优质企业将以远高于行业平均水平的增速快速成长。

图表 6: 中国医美行业监管政策法规不断出台完善

生效日期	政府机构	政策/法规	附注	生效日期	政府机构	政策/法规	附注
2014年5月	广东省卫计委	关于医疗美容主诊医师从业资质及执业的管理办法（试行）	规定在广东省开展医疗美容活动的执业医师在进行美容医疗诊断和治疗活动前，应取得广东省美容医师资格证书	2002年5月	卫生部	医疗美容服务管理办法	要求申请人在医疗机构内设立医疗美容机构或医疗美容部门，以满足一定的要求；要求医疗美容服务的医生获得美容医学主诊医师资格证书或在持牌主诊医师监督下提供美容医疗临床服务
2009年12月	卫生部	医疗美容项目分级管理目录	实施医疗美容项目的分层管理。根据美容手术的难度、复杂性和风险，美容手术项目分为I类项目，II类项目，III类项目和IV类项目	2002年4月	卫生部	美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）	规定医疗美容专科医院、美容医学专科门诊、美容医学专科门诊和美容医学专业部门应满足的基本标准，如所需床位数，临床科室和医务人员
2009年6月	卫生部	医疗机构校验管理办法（试行）	规定医疗机构的医疗机构执业许可证应由登记机关定期检查和核实	2000年1月	国务院	医疗器械监督管理条例	规范医疗器械制造的管理以及医疗器械的监督、分配和使用以及相关的法律义务
2008年5月	国务院	护士条例	规定护士应向省、地区、市级拟议实习地卫生行政部门申请执业护士登记，并取得护士执业证书	1999年5月	全国人大常委会	执业医师法	规定中国的执业医师必须获得其医疗专业的资格许可
2007年5月	卫生部	处方管理办法	提供处方的标准和格式，医生必须遵守的处方书写原则，以及处方的提供和准备有关的其他规定	1994年9月	国务院	医疗机构管理条例	医疗机构的设立须由县级以上医疗行政主管部门审批，并向医疗行政主管部门出具医疗机构设立批准函。
2007年5月	国家工商行政管理局，卫生部	医疗广告管理办法	要求医疗广告由相关卫生部门审查，并在医疗机构发布此类广告之前获得医疗广告审查证书				

资料来源：WIND，太平洋证券整理

（四）行业中长期发展确定性强，国内企业市占率提升

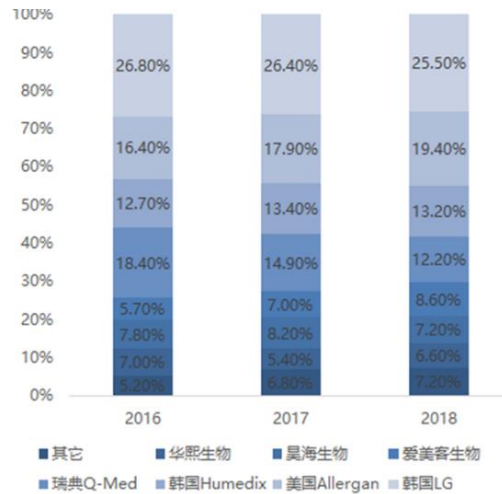
• 行业长期发展趋势明确

中国医疗美容市场是全球增速最快的医美市场之一。受经济发展、人均可支配收入、购买力和个人医美意识的影响，预计到 2023 年年复合增长率为 24.2%。

• 国产企业市占率不断提升

以行业上游最重要的组成部分透明质酸市场为例，从行业内主要企业来看，目前艾尔建、爱美客、Q-Med AB、LG Life Sciences, Ltd.、华熙生物股份、昊海生科等企业占据了国内主要的市场份额。从竞争格局来看，国内医疗美容透明质酸市场仍为外资主导，进口替代的空间明显。由于国产品牌单价较进口品牌产品低，从销售收入分析，2018 年中国排名前三的本土企业占比仅为 22.4%，进口品牌产品仍占据市场的主导地位。随着医疗美容透明质酸填充剂本土产品品类的增多，质量的逐步提高，以及技术的创新，本土品牌的市场销售收入有望进一步提高。根据弗若斯特沙利文分析预测，中国医疗美容透明质酸终端产品市场规模将在 2021 年超过 50.0 亿元人民币，本土品牌占比将达到约 30.0%。在其他市场（肉毒素等），国产品牌的市场占有率也有向上趋势。

图表7：2018年中国医疗美容透明质酸产品市场竞争格局（按销售金额占比）



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

• 非手术类项目发展空间更大

我国医疗美容的渗透率仍有较大提升空间。虽然我国医疗美容行业正处于快速发展阶段，但与美国、巴西、韩国等国家相比渗透率还远远偏低，预计未来国内医疗美容市场还将持续快速发展，并呈现出如下趋势：

从业机构经营更加规范：医疗美容行业监管正在逐步加强，随着行业制度的不断完善，医疗美容机构的经营将更加规范，整体实力稳步提升。近年来，国家卫健委等部门开展了一系列整顿规范医疗美容服务的专项行动。严厉打击无证行医，规范医疗美容服务行为；严厉打击非法制售药品医疗器械；严肃整治违规医疗美容培训；严肃查处违法广告和互联网信息。

非公立医疗机构为行业的主要服务主体：我国医疗美容服务主体主要有公立医院的整形外科、皮肤科和非公立医疗美容机构，其中非公立医疗美容机构又分为大型连锁医院、中型医院和小型诊所，数量众多，较为分散。公立医院因其公立性质，主要承担治疗性医疗服务，而医疗美容偏向于消费性医疗服务，民营资本充分竞争，非公立医疗机构是其主要服务主体。

医疗技术更精细，设备更先进，材料更安全：随着消费者对美的追求的标准不断提高，风险更小、恢复更快、效果更好的微创技术将成为未来医疗美容的发展方向。先进的医疗设备，使得医生在临床工作中更加得心应手，医疗美容效果和消费者满意度将得到大幅提高。同时，随着生物学、材料学等学科的发展，医疗美容所用耗材将更加科学、安全，更加贴近人的形体和生理特点，且具有诱导组织再生的功能。

非手术类项目受到更多青睐：相比于手术类医疗美容服务，非手术类具有安全性高、康复时间短、价格大众化等特点。目前，透明质酸钠和肉毒毒素已经成为最受欢迎的医疗美容项目，据国际整形美容医学学会统计，2017年两个项目占全球医疗美容项目数的比例分别为17.35%和16.47%。非手术类医疗美容服务以更低的成本和更小的风险满足了消费者对美的追求，已迎来黄

金发展期。

消费者群体拓宽：现阶段，我国医疗美容市场正处于快速发展期，随着社会认可度的不断提高，消费人群从中高端消费者向大众消费者拓宽。同时，越来越多的男士也青睐医疗美容。整体消费人群体现出大众化，低龄化，两性化的趋势。

• **政策支持不断加码，利好行业长期发展**

生物医用材料领域是“十三五”国家战略性新兴产业发展规划中大力推动发展的行业，国务院及有关政府部门颁布政策，明确了生物医用材料的发展方向，推动了生物医用材料行业的发展。

图表 8： 国家鼓励医用生物材料行业发展

名称	颁布机构	主要内容	颁布时间
《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》	科技部、卫计委、体育总局、国家食药总局、国家中医药管理局、中央军委后勤保障部	提出在医疗器械研发方面，重点发展医学影像设备、医用机器人、新型植入装置、新型生物医用材料、体外诊断技术与产品、家庭医疗检测和健康装备、可穿戴设备、中医医疗器械、基层适宜的诊疗设备、移动医疗等产品	2017年6月7日
《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	国家科技部	提出在生物医用材料领域，以“组织替代、功能修复、生物调控”为方向，围绕组织器官修复、功能替代、降解调控等难点问题，重点开展生物材料的细胞组织相互作用机制、不同尺度特别是纳米尺度与不同物理因子的生物学效应等基础研究，加快发展生物医用材料表面改性、生物医用材料基因组、植入材料及组织工程支架的个性化 3D 打印等新技术，促进组织工程与再生医学的临床应用	2017年5月26日
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	鼓励医疗器械创新，包括改革临床试验管理，优化审评审批，加快创新医疗器械产品上市速度，同时明确允许医疗器械研发机构和科研机构人员申请医疗器械上市许可，明确了医疗器械上市许可持有人法律责任	2017年10月8日

资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、重点公司：

（一）爱美客：高研发壁垒的透明质酸龙头

公司是首家取得国家药监局批准用于面部软组织修复的注射用透明质酸钠医疗器械产品注册证书的国内企业。公司已拥有五款获国家药监局批准的 III 类注射用透明质酸钠系列产品，为获得国家药监局批准的同类产品最多的企业。公司五款产品在配方组份、注射部位、注射体验等方面有所不同，能够满足多个细分市场的消费需求。

优质赛道中的优质公司。我国医疗美容市场是全球增速最快的医美市场之一：经济的发展、人均可支配收入的增加、购买力和个人医美意识的提升，为我国医疗美容市场的增长提供了强有力的支撑。中国医疗美容市场规模在 2018 年为 1,216.7 亿元人民币，预计在 2023 年为 3,601.3 亿元人民币，复合增长率为 24.2%。相比于手术类整形，以注射类为代表的非手术类微创医疗美容，恢复时间快、价格及风险相对较低，因此有更高的市场接受度和复购率。

盈利能力强：公司毛利率超 90%。公司 2017 年-2019 年的毛利率分别为 86%、89%、92%，连年上涨。研发实力强劲，多款产品国内首发，未来扩品类潜力大：公司在行业中积聚了多年的品

牌效应和高品质质量声誉，同时产品梯队完善且各具特点，在行业内具备领先优势。以本次发行上市为契机，以公司公司将通过募集资金投资项目的建设，完成现有产品的优化升级及产能扩大，产业化新技术产品实现产品种类的拓展，同时在研发、营销、生产和人力资源方面，提升公司的核心竞争能力，持续保持在生物医用材料领域的领先地位。

投资建议：预计公司 2020-2022 年净利润 4.02/6.08/8.89 亿元，长期看好公司，给予买入评级。

1、国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业

公司是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业。公司重视研发投入和产品开发，是国家级高新技术企业，建有生物可降解新材料北京市工程实验室。公司作为牵头单位参与了国家科学技术部“十三五”规划国家重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目。截至报告期末，公司拥有 37 项专利，其中发明专利 20 项。16 年来，爱美客始终秉持先发优势，发挥强大的研发实力，拥有爱芙莱、嗨体、宝尼达、逸美一加一、爱美飞和逸美等产品。根据弗若斯特沙利文报告，2018、2019 年公司蝉联国产产品占有率第一。

- 2004 年 6 月，公司前身北京英之煌生物科技有限公司成立。
- 2005 年，北京英之煌生物科技有限公司正式更名为爱美客有限。
- 2009 年，公司推出了国内首款透明质酸类填充产品 EME 逸美。
- 2012 年，推出了国内首款具有长效作用的透明质酸类注射填充产品 Bonita 宝尼达，并获批成立了“北京爱美客生物科技有限公司—生物可降解新材料北京市工程实验室”。
- 2015 年，公司推出了国内首款用于整形美容领域的无痛型透明质酸类注射填充产品 IFRESH 爱芙莱。
- 2016 年，公司变更为“爱美客技术发展股份有限公司”。
- 2016 年，公司作为“十三五”国家重点研发计划牵头单位，承担新型颌面软硬组织修复材料重点专项研发工作。
- 2017 年，公司推出了全球首款用于填充颈纹的注射用透明质酸钠复合溶液 Hearty 嗨体。
- 2019 年，公司推出了国内首款面部埋植线产品聚对二氧环己酮面部埋植线（紧恋）。

目前艾尔建、爱美客、Q-Med AB、LG Life Sciences, Ltd.、华熙生物股份、昊海生科占据了国内主要的市场份额。华熙生物、昊海生科、爱美客为本土玻尿酸企业三巨头。

目前共有 17 家公司在中国境内取得透明质酸钠注射液相关产品的医疗器械注册证书，其中爱美客在产品注册证数量、首款产品获批时间等维度均处于领先地位。

2、 公司竞争优势：重研发重产品高壁垒

• 产品优势

产品线齐全、功能丰富，主要产品仍处于快速成长期。公司专注于生物医用材料的研发，自主研发的首款产品逸美于 2009 年取得医疗器械注册证并上市，是第一家取得相关产品医疗器械注册证的国内企业，而后公司又先后推出了多款针对面部、颈部褶皱皮肤修复的产品。

• 技术优势

创新研发实力较强，技术平台优势明显。公司重视研发投入和产品开发，建有生物可降解新材料北京市工程实验室，作为牵头单位参与了国家科学技术部“十三五”规划国家重点研发计划“新型颌面软硬组织修复材料研发”项目。目前公司共拥有 37 项专利，其中发明专利 20 项。

• 渠道优势

渠道和品牌优势已建立较高护城河。公司采取“直销为主、经销为辅”的销售模式，目前已形成了以北京为中心，覆盖全国 31 个省、市、自治区的销售网络。从不同渠道的产品价格来看，公司产品直销和经销模式下的平均单价差异不大，总体上经销价格低于直销价格。

3、 多维度带来增长空间

• 行业端增长

医疗美容行业渗透率与集中度提升。

• 品类端扩张

童颜针（新兴流行项目，海外受消费者欢迎），肉毒素（国内同类有资质产品极少）。

• 区域端扩张

从目标区域上看，目前华东地区占比最高。未来西南，华南等有望接棒。

• 产能端持续建设释放

2019 年 168 万支产能。2021 年底，有望扩充到 282 万支（不含新品类），仅老品类的产能扩充速度为年化 30%。

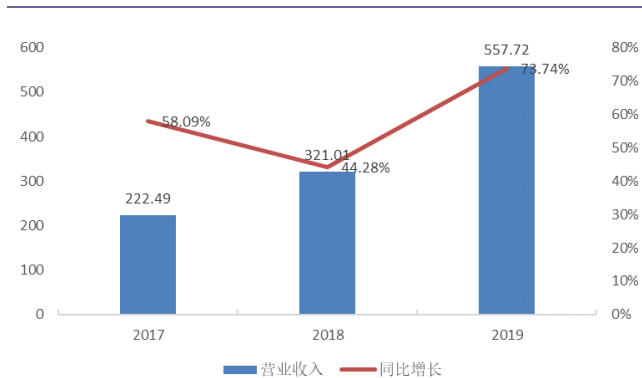
4、 增长趋势良好，盈利能力优秀

17 年-20 年公司连续 3 年保持主营收入快速增长，其中 18-19 年增速为 17-18 年的两倍。

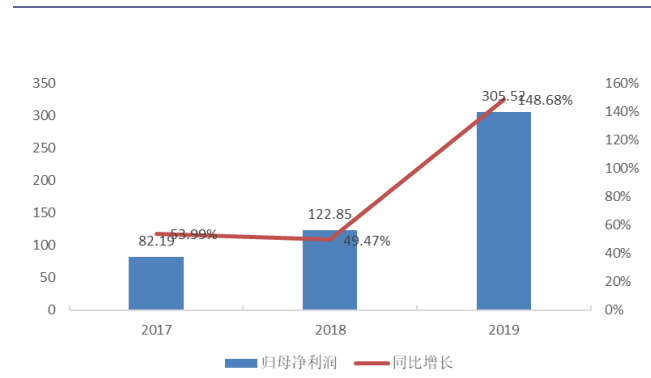
2017 年至 2019 年，公司分别实现营收 222.49 百万元、321.01 百万元、557.72 百万元，净利润分别为 82.19 百万元、122.85 百万元、305.52 百万元。其中，营收由 2017 年的 222.49 百万元上升至 2019 年 557.72 百万元，复合年增长率达 1%；净利润则由 82.19 百万元上升至 305.52 百万元，复合年增长率高达 92.8%。

图表 9：2017 年-2020 年爱美客收入情况（单位：百万元）

图表 10：2017 年-2020 年爱美客归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 11： 同业可比公司主要毛利率水平及其变化情况

公司名称	产品类别	2017年	2018年	2018年	2019年	2019年
		毛利率	毛利率	变动	毛利率	变动
华熙生物	注射用修饰透明质酸钠凝胶	93.53%	95.49%	1.95%	92.18%	-3.31%
昊海生科	玻尿酸	93.05%	93.26%	0.21%	92.16%	-1.10%
平均值		90.31%	90.79%	1.08%	92.17%	-2.21%
爱美客		86.05%	89.34%	3.19%	92.63%	3.29%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司定价能力强，产品销售价格高，毛利率水平较高。

2017年-2019年，公司毛利率分别为86.15%、89.34%、92.63%。公司主要产品毛利率较高，主要原因是公司产品的销售价格较高而成本相对较低。公司主要产品销售价格较高的主要原因包括：

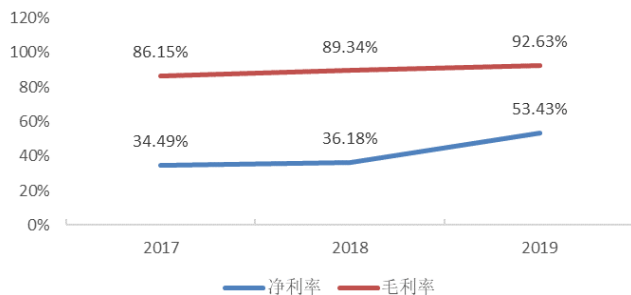
1. 国内透明质酸钠相关产品种类数量相对有限，医疗美容产品厂家的优质产品具有较强的市场需求支撑。
2. 公司产品在各个细分市场有先发优势，持续获取细分市场的高溢价。
3. 医疗美容服务的消费者具备一定消费能力，在满足基本物质生活基础上，出于改善自身形象和外貌的消费升级，愿意承担较高的费用以获得优质放心的产品和服务。上述原因使得公司有较强的定价能力，产品的销售价格较高。与同行业可比公司相比，华熙生物和昊海生科的类似产

品均保持较高毛利率水平，且各年变化不大，公司主要产品毛利率变化趋势与同行业可比公司类似。

公司盈利水平稳中有升，费用率整体下降。

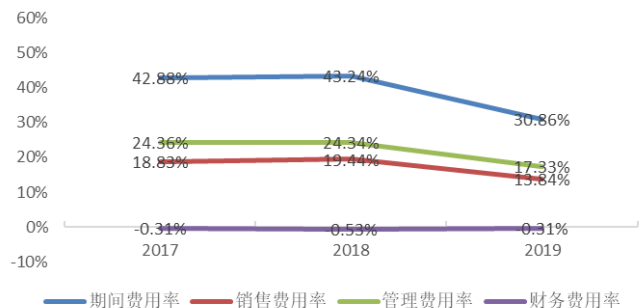
2017-2019 年公司毛利率分别为 86.15%、89.34%、92.63%，净利率分别为 34.49%、36.18%和 53.43%，公司毛利率和净利率均保持在较高水平。2017-2019 年公司期间费用率分别为 42.88%、43.24%、30.86%，费用开支相对稳定，其中 18 年-19 年期间费用率明显下降，主要系销售费用率和管理费用率处于较低水平。

图表 12：公司盈利能力指标



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13：公司费用率情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司资产负债结构合理，偿债能力较强。2017-2019 年公司资产负债率分别为 17.18%、12.70%、10.88%。2017-2019 年公司的流动比率、速动比率稳步提升，偿债风险较低，具备可持续发展能力。与可比公司相比，2017-2018 年公司的流动比率和速动比率均高于华熙生物和昊海生科，资产负债率低于华熙生物和昊海生科；2019 年公司流动比率、速动比率略低于华熙生物和昊海生科，资产负债率略高于华熙生物和昊海生科，主要系 2019 年华熙生物和昊海生科公开发行上市，获得二级市场融资。

公司营运能力良好，现金流呈逐年递增趋势。2017-2019 年公司存货周转率分别为 1.83 次/年、2.24 次/年、2.27 次/年；应收账款周转率分别为 46.12 次/年、47.51 次/年、46.76 次/年。公司存货周转和营收账款周转稳定，运营能力表现良好。经营性现金流总额 2017-2019 年分别为 84.16 百万元、135.50 百万元、309.72 百万元，19 年较 18 年增长 18.78%，主要系原材料采购以及支付职工薪酬有所上升。

投资建议：优质行业、优质赛道中的优质公司。我国医疗美容市场是全球增速最快的医美市场之一：经济的发展、人均可支配收入的增加、购买力和低渗透率基数为未来提供了增长空间。而在整个大医美行业中，非手术类微整形仍处于高速发展和扩张期，相比于手术类整形，以注射类为代表的非手术类微创医疗美容，恢复时间快、价格及风险相对较低，因此有更高的市场接受

度和复购率，是最好的赛道之一。爱美客深耕透明质酸以及医用软组织修复材料多年，未来有望享受研发实力带来的高竞争壁垒+行业增长红利+产品迭代更新需求。核心独家产品嗨体提供高增长动力，宝尼达等产品也拥有较高的行业地位，且公司在研产品丰富，童颜针，肉毒素等均走在市场前沿，未来公司产品矩阵有望进一步丰富，提升成长天花板。投资建议：预计公司 2020-2022 年净利润 4.02/6.08/8.89 亿元，长期看好公司，给予买入评级。

(二) 医美国际（鹏爱医疗）：医美连锁机构龙头

公司是深耕致力于医学美容服务、科技研发、学术交流为一体的现代化整形美容机构。

投资看点：1) 行业角度：医美市场行业集中度相对较低，随着国家政策法规的规定与推动，未来医美行业尤其是医美机构市场集中度会相对提升，行业发展潜力较大。2) 公司专业角度：一支专注且深耕于医疗保健行业的专业管理团队，拥有国际经验和良好的业绩记录。3) 聚焦非手术类医美，营销费用率下降，盈利能力有望提升，净利润水平有望再提升。

预计 2020-2022 年实现收入 10.2/13.8/18.5 亿元，净利润 1.1/1.43/2.58 亿元，从终端渠道扩张角度，公司整合经验丰富，成熟渠道盈利能力相对较好，未来渠道扩张思路清晰，品牌口碑优质，看好公司中长期进一步整合医美终端机构发展，市占率继续提升。

1、深耕医美行业多年专业连锁医美机构

医美国际控股集团有限公司为鹏爱医疗集团的海外实体，鹏爱医疗成立于 1997 年，由周鹏武先生与丁文婷女士联合创立，凭借 20 多年的行业经验，成为中国领先的医疗美容服务提供商。集团现有 21 家医疗美容中心，其中 19 家为全资或主要控股的美容中心，覆盖中国内地 15 座城市。2019 年 10 月 25 日登陆纳斯达克，成为全球主板市场中第一家上市的医美机构。

- 1997 年成立首家美容中心—鹏程医院
- 2005 年成立第二家旗舰美容中心——深圳鹏爱医院
- 2011 年在海口，惠州及南昌成立美容中心
- 2012 年完成 A 轮融资，投资者包括 IDG 资本
- 2013 年收购长沙一家美容中心
- 2015 年收购香港的一家美容中心 (Nawa)；成立重庆美容中心
- 2016 年完成 B 轮融资，引进 ADV 作为战略股东
- 2017 年收购广州、深圳、包头及成都的美容中心；在银川成立美容中心；在新加坡投资了公司第一个国际诊所
- 2018 年在深圳再次收购一间美容中心；在烟台成立美容中心；完成 2,600 万人民币 C 轮融资
- 2019 年收购济南鹏爱医院的 95% 股权；与美国加州的一间拥有 5 家整容中心的公司达成以 500 万美元收购其 20% 股份的投资协议；与深圳鹏爱悦己达成收购其 30% 股权的协议；在宁海成立美容中心；2019 年 10 月 25 日登陆 NASDAQ，成为全球主板市场中第一家上市的医美机构。
- 2020 年 7 月 16 日，医美国际宣布与广东韩妃达成战略合作，广东韩妃将正式成为其旗下新成员。据了解，广东韩妃目前分别在广州、中山、珠海三地开设了 4 家美容机构，提供包括外科医疗美容、非外科医疗美容以及其他美容服务。

2、业务全面，手术/非手术类均有较强实力，低客诉率+高复购

图表 2：医疗美容服务分类及对比

分类



手术类医美疗程



非手术类医美疗程

疗程

假体疗程

- 隆胸疗程
- 脸部头部轮廓重塑疗程
- 身体轮廓重塑疗程
- 其他

医美注射疗程

- 能量美容仪器疗程
- 其他非手术类医美疗程

对顾客风险

较高

较低 ◡

频率

单次治疗 ◡

多次治疗 ◡

恢复时间

根据手术类型，一般需要几个月

根据疗程类型，一般需几天

常见疗程

- 眼部手术（例：双眼皮手术）
- 鼻部手术（例：隆鼻手术）
- 隆胸及抽脂

- 注射疗程
- 能量仪器疗程
- 埋线提升

资料来源：弗若斯特沙利文分析

业务程度高，提供一站式美容服务。目前公司核心业务产品以及服务分类主要为四大板块。①**非手术类-微整形美容疗程**：身体/面部塑性 - 除皱；身体/面部塑性 - 注射；身体/面部埋线提升；②**非手术类-能量仪器疗程**：脱毛；紧肤 / 提升 / 换肤；祛斑；③**手术类医美疗程**：双眼皮手术；隆鼻手术；丰胸手术；抽脂及拉皮；④**综合医疗及其他美容服务及其他**：内服药物；中医；美容牙科；中医美容；脱发治疗。其中，特色类创新项目，如水水少女肌、婴儿脸、三剑客等受到了顾客的青睐。从轻医美到手术类项目，一应俱全，一站式医疗美容服务名副其实。

定制式服务与高标准化操作流程带来的低客诉率和高复购率：公司由整形外科医生和形象设计师创立和管理，公司从创立之初就极具专业性；严格的临床标准，优质的服务和优良的品牌带来极高的客户满意度；通过多所美容医院的多年经营管理经验总结，公司现已开发了一整套标准操作程序。这一操作流程，涉及人员包括形象设计师，医生，护士，客户服务人员等。在此期间，运营团队将协调客户从入店、形象设计、开始疗程、直至疗程后服务四个步骤在医院内的稳步运行，从而保证整个流程中良好的客户体验。独一无二的操作流程与把控体系，造就了客诉率低、复客率高的经营成果，多年来客诉率仅约 0.3%，截止 2019 年前三季度，拥有约 17 万名活跃客户，其中 53.8% 的客户为复购客户。

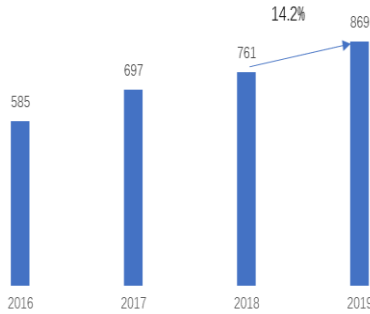
3、 收入毛利增长稳定

收入平稳增长：(1) 集团 2016-2018 年收入分别为 5.85、6.97、7.61 亿元，2019 年收入 8.69 亿元，较 2018 年同期增长 14.2%。(2) 2016-2018 年经调 EBITDA（税息折旧及摊销前利润）分别为 9606 万、1.121 亿、1.131 亿元，2019 年为 1.871 亿元，较 2018 年同期增长 65.5%，增长幅度较大。利润端受优先股及其他非经营性因素影响有所波动，但整体毛利润增长稳定。

图表 14：近年来收入情况

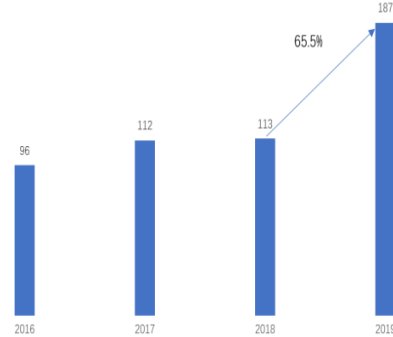
图表 15：近年来 EBITDA 情况

收入



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

调整后的EBITDA



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

毛利润逐年稳步提升。公司 2016-2019 年的毛利润分别为：3.68 亿元、4.63 亿元、5.03 亿元、5.93 亿元；2019 年相较于去年同期增长 17.9%。

4、 盈利能力有所提升

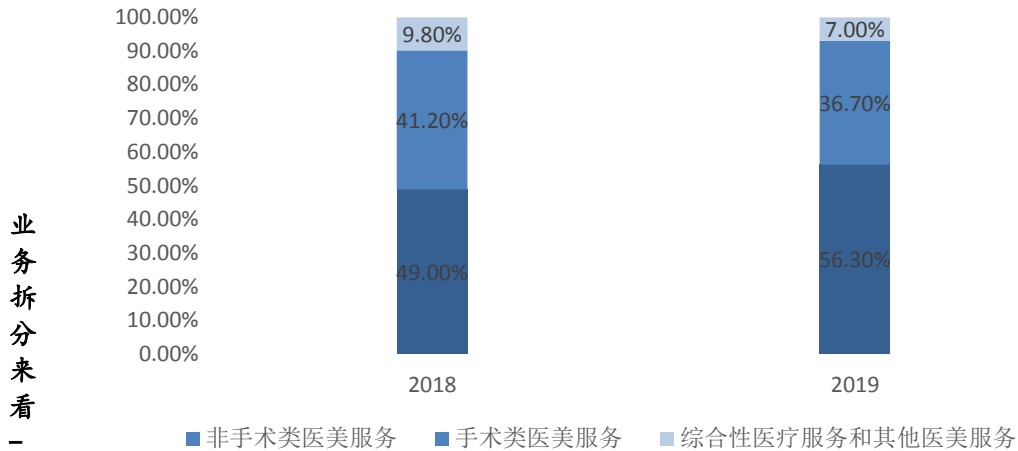
盈利能力稳步提升：(1) 管理费用率：随着卫星诊所的兴建，投并购战略的实施，管理费用率略有上升。随着老医院与小医院比例的进一步优化，以及成熟医院数量的不断增加，相信还有下降的空间。(2) 销售费用率：2016-2018 年期间，销售费用率基本维持在 40% 上下，2019 年年末，销售费用率为 47.5%，同比上升 8.49%。(3) 毛利率水平：毛利率水平稳步提升，2019 年年末为 68.3%。(4) 杠杆率：2019 年年末，杠杆率为 13.4%，较 2019 年第三季度下降 40.8%，属于同行业较低的杠杆水平，公司未来还有较大的融资空间。

公司拥有较强的美容中心收购和整合能力，有效的管控模式将助力盈利能力提升。现有的 21 家医疗机构中，有 10 家是通过并购实现的。大多数公司收购的医疗中心都可以在收购日起的两年内开始盈利，未来随着整合加强，并购标的不断成熟，净利润率有望继续提升。

5、 非手术类增长可观，仍具有较大潜力

医美国际的三大收入来源主要是：非手术类医美服务；手术类医美服务以及综合性医疗服务和其他医美服务。其中从 2019 年收入拆分情况来看，非手术类医美服务贡献较大，与公司战略密切相关。因为现在整体医美市场目标的客户群体以 20-30 岁的年轻人为主，此部分的消费者是偏向于尝试无创、微创等风险较小的项目。可以看到，激光类手术收入在 265.4 百万元，微整形治疗也是同比增长 12.6%。激光类和微整形类构成了非手术类医疗美容服务。非手术类医疗美容服务增速为 31.2%，整体增速较快，与公司对市场判断以及对营销方面的投入是密切相关的。

图表 18：收入贡献趋势

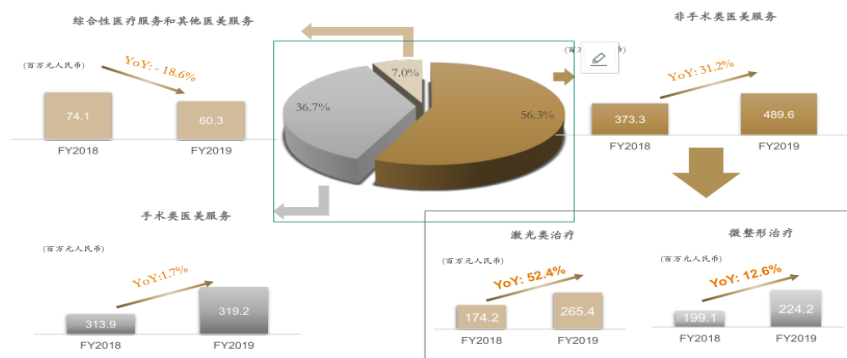


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

从

非手术类服务看：激光类治疗服务 2019 年收入为 2.654 亿元，2018 年为 1.742 亿元，2019 年相较于 2018 年同期增长 52.4%；微整形治疗服务 2019 年收入为 2.242 亿元，2018 年为 1.991 亿元，2019 年相较于 2018 年同期增长 12.6%；微整形治疗服务增速小于激光类服务增速，原因主要是因为目标客户群体消费者偏向于尝试无创、微创等风险较小的项目，并且此类服务，重复性高，需要客户不断回购。**从手术类医美服务看：**2019 年收入为 3.192 亿元，2018 年收入为 3.139 亿元，2019 年相对于 2018 年同期增长为 1.7%，**涨幅较小**，主要是客户群体消费倾向所致。**从综合性医疗服务和其他医美服务看：**2019 年收入为 0.603 亿元，2018 年收入为 0.741 亿元，2019 年收入相对于 2018 年同期**下降 18.6%**。

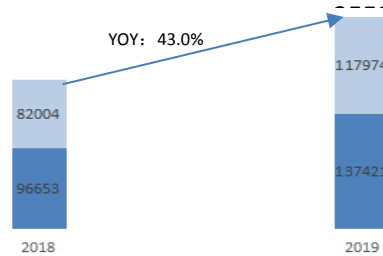
图表16：分版块收入趋势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表17：活跃用户增长较快

活跃客户



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

渠道整合经验丰富，渠道分级化管理，有针对性面向不同消费者及需求。大型指在一线城市的旗舰医院，配备专家级医生，一流设备，充足的医护力量，起到标杆示范作用；中型指在有一定品牌知名度的二线城市兴建地医院，基本能从事全部医疗项目（拥有经营牌照，但是医生资源劣于第一梯队的医院，通常必要时会从周边医院调配医生、护士进行手术）；小型指在三四线城市兴建的卫星诊所，主营微整形项目，月经营成本在 10 万左右。梯度布局的战略：旗舰医院的医生带着高端设备定期/不定期地在卫星诊所会诊，给三四线城市的客户带来高端服务，从而实现优质资源的有效配置，降低运营成本。

投资建议：预计 2020-2022 年实现收入 10.2/13.8/18.5 亿元，净利润 1.1/1.43/2.58 亿元，从终端渠道扩张角度，公司整合经验丰富，成熟渠道盈利能力相对较好，未来渠道扩张思路清晰，品牌口碑优质，看好公司中长期进一步整合医美终端机构发展，市占率持续提升。

三、风险提示

行业增长不达预期，竞争激烈，行业监管风险

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。