

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗服务指数	18682
沪深300指数	5111
上证指数	3490
深证成指	14209
中小板综指	12423



相关报告

1. 《医美黄金时期，美丽经济亟待腾飞-医美行业深度》，2021.5.12

医美服务机构集中度有望提升

行业观点

- **国内大环境助力医美发展，医美企业机遇到来：**随着人均可支配收入增加、医美的普及程度提高、法规监管逐渐完善等有利因素的推动，我国医美市场现处于高速发展阶段。2019年我国医美行业市场规模达1769亿元，预计2023年将会达到3115亿元，整体增速约15%。与发达国家相比，我国的医美渗透率仅为3.6%，有较大成长空间。
- **医美终端机构服务产业集中度有望提升：**不同于海外以连锁品牌为主的医美市场，起步较晚的中国医美市场大型医美机构市占率仅约10%。而小型民营医美机构存在获客成本偏高、议价权较低等问题，大型连锁品牌医美机构优势显著，预计连锁化将成为未来趋势。根据中整协数据表明，我国合规开展医美项目的机构仅占整体行业的12%，我们预计，随着监管趋严，未来机构正规化、正规专业医生需求扩大化、经营产品合法化等因素将促进提升合规医美服务行业的市场份额，
- **与眼科、口腔医疗机构行业类比，医美服务行业有望走出大市值龙头公司。**医疗美容服务机构与口腔、眼科医疗服务机构类似，属于具有较强消费性质的服务行业。口腔、医疗服务行业已经出现规模领先较大的龙头，而相比之下医美服务行业仍处于行业集中进程中，未来头部企业有望扩大市场份额。
- **医美服务机构上市公司梳理：**目前上市医美服务机构均是通过外延并购和自建诊所的方式逐步实现扩张，同时均注重人才绑定和品牌的建设和维护。朗姿股份：医美业务占比不断提升，成为业绩核心驱动力；华韩整形：高标准可复制区域型医美龙头公司；奥园美谷：依托集团资源高效转型医美产业；瑞丽医美：区域代表性医美连锁品牌；医美国际：深耕行业多年的区域龙头。

投资建议

- 随着医美行业的整体扩容和渗透率提升，未来医美服务行业将迎来高速发展时期。伴随市场监管的不断完善和规范程度的提高，医美行业从产品到服务的“合规替代”将成为趋势。品牌连锁的医美服务机构优势明显，有望实现集中度提升，我们看好这些企业的市场份额不断提高。

风险提示

- 行业竞争加剧和市场推广不及预期的风险；医疗美容整形意外事故的风险；医美服务机构跨区域扩张风险；收购整合不及预期；估值中枢下移的风险；

袁维

分析师 SAC 执业编号：S113051808
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

医美终端机构服务产业集中度有望提升.....	4
中国医美渗透率低，较国外提升空间大.....	4
非合规机构数量庞大，法规完善助力产业集中.....	4
医美服务行业集中度低，品牌连锁加速整合.....	5
行业类比多重属性相似，医美服务行业龙头可待.....	5
高毛利消费属性民营专科医院.....	5
通策医疗：行业领先的口腔医疗服务机构.....	6
爱尔眼科：我国眼科医疗服务行业龙头.....	6
与口腔，眼科类比，医美服务市场集中度仍有提升空间.....	7
重点公司.....	8
朗姿股份：医美业务占比不断提升，成为业绩核心驱动力.....	8
华韩整形：高标准可复制区域型医美龙头公司.....	9
奥园美谷：依托集团资源高效转型医美产业.....	9
瑞丽医美：区域代表性医美连锁品牌.....	10
医美国际：深耕行业多年的区域龙头之一.....	10
风险提示.....	11

图表目录

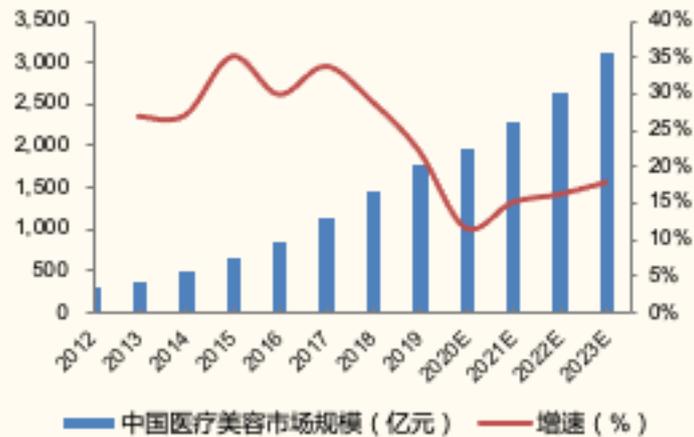
图表 1: 2012-2023E 中国医疗美容市场规模	4
图表 2: 2014-2019 中国与各国医美渗透率对比	4
图表 3: 中国医美消费者年龄分布	4
图表 4: 2019 年中国医疗美容行业医疗机构情况	5
图表 5: 各专科医院中民营占比	6
图表 6: 部分医美服务行业公司 2020 年毛利率	6
图表 7: 通策医疗营业总收入 (万元)	6
图表 8: 通策医疗净利润 (万元)	6
图表 9: 爱尔眼科营业总收入 (万元)	7
图表 10: 爱尔眼科净利润 (万元)	7
图表 11: 口腔、眼科、医美服务销售费用率比较	8
图表 12: 朗姿股份营业总收入 (万元)	9
图表 13: 朗姿股份净利润 (万元)	9
图表 14: 华韩整形营业总收入 (万元)	9
图表 15: 华韩整形净利润 (万元)	9
图表 16: 奥园美谷营业总收入 (万元)	10
图表 17: 奥园美谷净利润 (万元)	10
图表 18: 瑞丽医美营业总收入 (万元)	10
图表 19: 瑞丽医美净利润 (万元)	10
图表 20: 医美国际营业总收入 (万元)	11
图表 21: 医美国际净利润 (万元)	11

医美终端机构服务产业集中度有望提升

中国医美渗透率低，较国外提升空间大

- 中国医美行业处于发展初期，整体落后于日本、美国、韩国。随着全球医美市场逐渐走向稳定，中国医美市场开始发力，现处于加速增长期，市场增速高于全球市场。根据艾瑞咨询预测，2019年我国医美行业市场规模达1769亿元，预计2023年将会达到3115亿元，整体增速约15%。随着人均收入增加、医美意识的普及等因素将加快医美行业的发展。

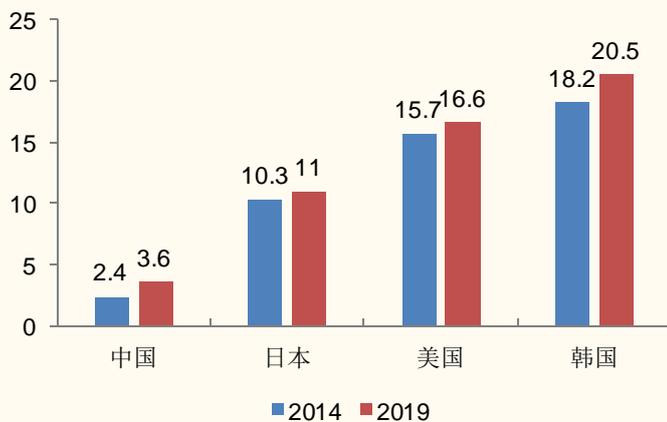
图表 1：2012-2023E 中国医疗美容市场规模



来源：iResearch，国金证券研究所

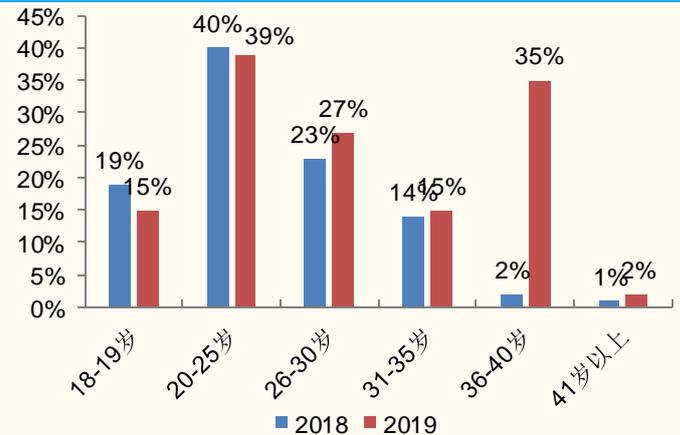
- 中国医美渗透率远低于发达国家整体水平。根据弗若斯特沙利文公布数据，2019年日本、美国、韩国的医美渗透率分别为11%，16.5%，20%，而中国的渗透率仅为3.6%，还有很大的提升空间。
- 年轻群体将成为未来医美行业增长的主要增长来源。根据《新氧2019年医美白皮书》抽样数据显示，中国的医美消费主要集中在大城市，其中一线城市约占35%，新一线城市约占40%。20-25岁的年轻群体是医美需求的主力军，且以女性为主。根据新氧大数据统计，2018年中国整形人群中女性占比89%，其中20-25岁的消费者占比最高。95后成为医美行业的主要消费群体。

图表 2：2014-2019 中国与各国医美渗透率对比



来源：德勤，前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 3：中国医美消费者年龄分布



来源：新氧，国金证券研究所

非合规机构数量庞大，法规完善助力产业集中

- 中国医美需求大于供给，医美机构数量多，但合规经营医美项目的机构少，很多私人诊所、美容院属于非正规经营，质量参差不齐。根据中整协数据

表明，我国合规开展医美项目的机构仅占整体行业的 12%，合规医师仅占整体医美从业者的 28%。

图表 4：2019 年中国医疗美容行业医疗机构情况

分类		数量	特点	分布
正规机构 (878 亿元)	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	一线城市
	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	东部沿海地区
	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
非正规机构 (1367 亿元)	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

来源：MoDor、艾媒咨询、新氧、前瞻产业研究院、国金证券研究所

- “合规替代不合规”将成为未来趋势。根据艾瑞专家推断，非合规医美机构所使用的 90%以上的医美产品合规性有待查证。“非合规机构+非合规产品”乱象需要国家相关部门及协会政策指导，督促行业健康发展。我们预计，未来机构正规化、正规专业医生需求扩大化、经营产品合法化等因素将促进提升合规医美服务行业的市场份额，

医美服务行业集中度低，品牌连锁加速整合

- 对比其他地区医疗美容机构的发展历史，日本、英国、中国台湾的医美机构主要是大型连锁机构和私人医生诊所；而我国医美行业头部品牌公司占服务行业总体份额不足 10%，且医美服务类公司上市难度较大，龙头格局尚未形成。
- 国内小型医美机构缺乏品牌效应和规模效应，获客成本高企；小规模私人美容医院对医美产品采购没有议价权，成本缺乏优势。
- 品牌连锁型诊所通过建立与目标客户的信任关系，降低了医美机构的营销成本和消费者的选择成本，增强客户粘性，同时也增强了对上游厂商的议价能力。大型连锁医院借助资本助力开拓市场，提升扩张速度，有望获取更大的市场份额。中长期看，医美服务行业整合提升空间广阔。

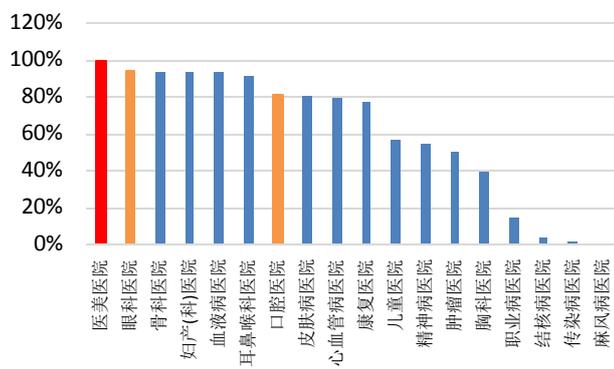
行业类比多重属性相似，医美服务行业龙头可待

高毛利消费属性民营专科医院

- 医美服务行业与口腔、眼科医疗服务行业相比存在多方面的相似属性。口腔、眼科医疗服务行业已出现通策医疗、爱尔眼科等龙头公司，而医美服务行业竞争格局高度分散，未来有望集中。
- 医美和口腔、眼科都具有连锁消费医疗属性。口腔正畸、近视屈光手术，医美服务等均已提升患者形象、改善生活质量为目的，支付端以患者自费消费为主。
- 均以民营专科连锁医院为主要经营模式。2019 年医美、口腔和眼科专科医院中，民营医院占比分别为 99.40%、81.69%和 94.18%。
- 医生资源极其重要，是规模化复制的核心瓶颈之一。患者考虑进行口腔正畸或近视手术等时，医生的技术和口碑是影响患者选择的重要因素，医疗美容服务的客户同样如此，医生的审美一定程度上决定了医美的效果。而在连锁消费医疗的规模化复制中，人才供应，医生队伍的培养，医疗质量管理是医美机构的核心竞争力之一。
- 医美服务机构毛利率水平高。2020 年，通策医疗毛利率 45%，爱尔眼科毛利率 51%。医美服务机构毛利率：朗姿股份毛利率 54.3%，华韩整形毛

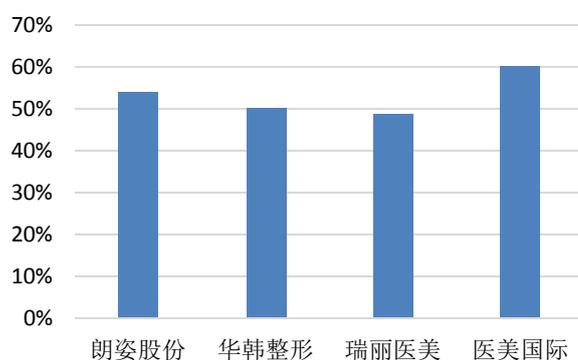
利率 50.5%，瑞丽医美毛利率 48.7%，医美国际毛利率 60.4%。相比之下医美服务机构整体毛利率略高于口腔，眼科服务机构。

图表 5：各专科医院中民营占比



来源：卫生健康统计年鉴，国金证券研究所

图表 6：部分医美服务行业公司 2020 年毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

通策医疗：行业领先的口腔医疗服务机构

- 通策医疗在全国各地开设了近 30 家口腔医院，是中国大型口腔医疗连锁机构。公司目前拥有多家口腔医疗、健康生殖医疗机构，致力于成为中国领先的综合医疗平台。
- 公司通过“区域总院+分院”模式，依托具有良好口碑以及强大影响力的区域中心医院，辐射周边分院，发挥中心医院与分院的联动效应。在区域中心医院的基础上形成多个区域医院集团，目前已经形成包括平海集团、城西集团、宁波集团、绍兴集团四个区域医院集团，发挥医生团队对于分院的支撑作用，解决原有医生资源调配中的困难，激发区域医生的积极性，为各个分院的发展提供医疗资源保障。
- 公司不断推进人才团队建设和科研进展。2020 年各院累计组织培训达 1833 场，培训时长共计达到 3764.28 小时，受众人次超 80000 人；学习医院办医学院的模式，抓好教育、推进科研，2020 年公司旗下医院在各类期刊共计发表论文 29 篇。
- 公司 2020 年整体业绩稳步提升，已经从疫情影响中恢复。2020 年实现总营业收入 20.88 亿元，同比增长 8.12%；净利润 5.45 亿元，同比增长 7.32%。

图表 7：通策医疗营业总收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：通策医疗净利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

爱尔眼科：我国眼科医疗服务行业龙头

- 爱尔眼科是专业眼科连锁医疗机构，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜，目前医疗网络已遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚，奠定了全球发展的战略格局。
- 公司医疗网络不断完善，分级连锁优势和规模效应凸显。公司“分级连锁”发展模式及配套的经营管理体系，通过不同层级医院的功能定位，提高资源共享效率、医疗水平，不断拓展医疗网络的广度、深度和密度。多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局，区域内资源配置效率及共享程度进一步提高。截止 2020 年 12 月 31 日，公司境内医院 146 家，门诊部 88 家。
- 公司医教研体系日趋完善，科技创新能力稳步提升。2020 年，公司专家发表 SCI/Medline 论文 92 篇，发表中文核心期刊/中国科技论文统计源期刊 122 篇；公司共获批纵向项目 98 项、横向项目 17 项，科研创新平台不断完善升级。
- 公司信息化建设成效显著，数字化转型快速推进。公司推进实施“全面云化、自主研发、临床信息化、互联网医院、眼科大数据”的信息化发展战略，2020 年，较完善的具有爱尔特点的数字化体系已经建成，智慧医院功能已趋完善，医疗质量控制、人力资源、科研等集团管理方面的数字化程度大幅提升。
- 公司品牌影响力持续增强，2020 年各项财务指标实现稳健增长。2020 年公司实现营业收入 119.12 亿元，同比增长 19.24%；实现净利润 18.77 亿元，同比增长 31.16%。

图表 9：爱尔眼科营业总收入（万元）



图表 10：爱尔眼科净利润（万元）



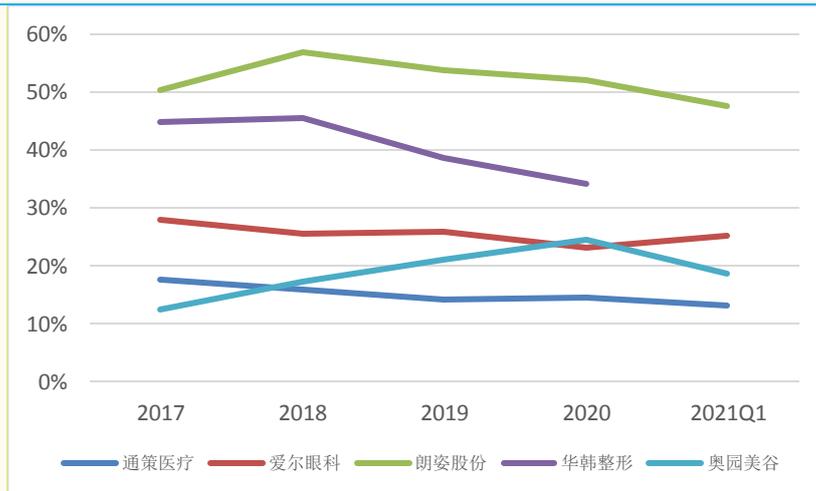
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

与口腔，眼科类比，医美服务市场集中度仍有提升空间

- 医美服务行业规模庞大，市场增速领先。根据《中国医疗器械行业发展报告》，2019 年，眼科行业规模达 1117 亿元，同比增长 15.3%；口腔行业规模达 1035 亿元，同比增长 12.6%；医美服务行业规模达 1436 亿元，同比增长 22.5%。医美服务行业的体量及增速不弱于眼科和口腔行业，长期成长价值值得关注。

图表 11: 口腔、眼科、医美服务销售费用率比较



来源: Wind, 国金证券研究所

- 通策医疗、爱尔眼科已经成为其行业龙头公司，行业集中度高。2019 年通策医疗收入约占整个口腔行业 1.8%，爱尔眼科收入约占整个眼科行业 8.9%，而医美服务行业目前各家上市公司收入较为分散，未形成明显龙头领先优势。
- 相较于口腔、眼科连锁服务，医美服务行业整体盈利能力仍有提升空间。通策医疗近五年的销售费用率有逐步下降的趋势，21 年 Q1 销售费用率为 13.29%；爱尔眼科近五年的销售费用率维持在 25% 左右；医美行业近五年的销售费用率基本维持在 30% 以上，高于口腔和眼科的销售费用率。
- 和口腔、眼科行业不同，医美服务行业“轻医美”趋势明显，。手术类医美服务项目更加受到年轻人的关注。非手术类“轻医美”项目一般来说操作难度低于手术类项目，从业人员的培养难度低，可复制、标准化操作的可能性高，为医美机构的规模化复制创造了条件；“轻医美”项目的收费标准普遍低于手术类美容项目，且风险相对较小，消费者的接受程度会更高。

重点公司

朗姿股份：医美业务占比不断提升，成为业绩核心驱动力

- 截至 2020 年末体内已经拥有 19 家医疗美容机构，参股并受托管理 1 家机构，医院 4 家、门诊及诊所 16 家。
- 米兰柏羽事业部：旗下包含 3 家医院 1 家门诊部。（米兰柏羽作为成都市内的龙头综合性医疗美容医院 2020 年营收 3.93 亿元（+26%），净利润 6042 万元（+71%），净利率 15%（+4pp），收入利润规模、成长速度及盈利能力提升速度不断提高；西安美立方医院（2020 年收入 1.12 亿，利润 185 万）。
- 晶肤事业部：20 年为止下辖 13 家门店深圳米兰柏羽（门诊部，20 年收入 2707 万，主要通过在成都、西安等城市开展同城连锁方式深入社区医美服务）。
- 高一生事业部：2018 年朗姿收购了在西安当地有超过 20 年经营历史的专业医疗美容医院高一生，截至 2020 年高一生旗下拥有 1 家医院及 1 家门诊部（收入 1.28 亿元，净利润 0.14 亿元）。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，即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。
- 2020 年公司实现营业收入 28.76 亿元，同比下滑 4.35%；实现净利润 1.36 亿元，同比增长 233.45%

图表 12: 朗姿股份营业总收入 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 朗姿股份净利润 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

华韩整形: 高标准可复制区域型医美龙头公司

- 华韩核心以“1+N”模式辐射全国, 目前拥有 1 家旗舰医院+5 家区域医院+3 家门诊部。
- 以南医大友谊整形医院为旗舰打造多个高资质的医院, 当前异地并购完毕已进入利润释放期, 并以“中心医院+区域医院+门诊部”步骤增强公司在江苏区域的品牌竞争力。
- 得益于长久的深耕, 公司销售和管理费用率优于同业, 导致净利率水平相较与同业较高, 保证了公司稳定的盈利水平, 原因在于以下方面: 1) 规模效应凸显; 2) 整体工作效率提高, 管理效率提高; 3) 打造了江苏地区品牌, 客户复购率高, 粘性高从而降低成本。
- 2020 年公司实现营业收入 8.88 亿元, 同比增长 10.43%; 实现净利润 1.20 亿元, 同比增长 44.36%。

图表 14: 华韩整形营业总收入 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 华韩整形净利润 (万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

奥园美谷: 依托集团资源高效转型医美产业

- 2021 年以来公司收购浙江医美龙头杭州连天美两家医疗美容医院, 布局医美服务端。
- 与暨南大学医药生物中心、广州市暨源生物科技有限公司签署战略合作协议。
- 与大连肌源医药科技有限公司签署战略合作协议, 布局医美产品端。公司拟剥离现有房地产业务, 专注发展美丽健康产业。

- 2020 年公司实现营业收入 19.87 亿元，同比下滑 36.92%；实现净利润 0.38 亿元，同比下滑 69.20%。

图表 16：奥园美谷营业总收入（万元）



图表 17：奥园美谷净利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

瑞丽医美：区域代表性医美连锁品牌

- 瑞丽医美成立于 2008 年，目前是浙江省领先的医美连锁机构。瑞丽旗下 2 家医美医院及 2 家门诊部，其中杭州瑞丽为体系内标杆机构。其余机构如瑞安瑞丽、瑞丽天鸽、芜湖瑞丽也已全部收回投资。
- 根据瑞丽披露其单位获客成本（即推广及营销开支除以获得的新客户数量）于 2019 年约为人民币 700 元，低于行业平均水平（人民币 3,000 元至人民币 5,000 元）。随机构培育成熟、收入规模扩大，费用率也在持续下行。
- 根据招股书，公司计划 2023 年在上海成立 5A 级医美医院。
- 2020 年公司实现营业收入 1.65 亿元，同比下滑 13.92%；实现净利润 0.05 亿元，同比下滑 52.21%。

图表 18：瑞丽医美营业总收入（万元）



图表 19：瑞丽医美净利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

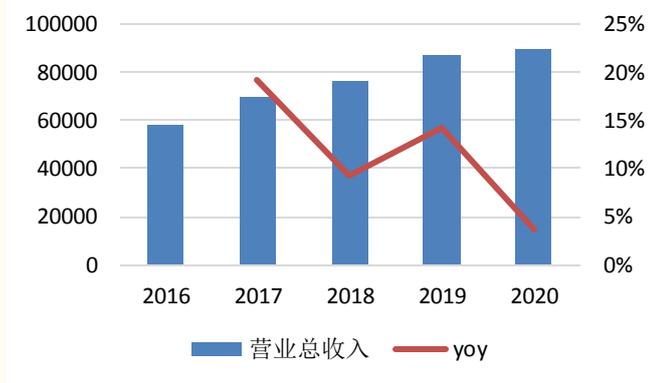
来源：公司公告，国金证券研究所

医美国际：深耕行业多年的区域龙头之一

- 医美国际是成立于 1997 年的医疗美容机构，截至 2020 年底，集团共有 27 家医疗美容机构。公司深耕华南地区（市场份额位居华南地区第二）。医美国际以大型旗舰店、中型医院、小型诊所三个层级进行集中式网络管理，2019 年旗舰店/其他医院及诊所营收占比分别为 55.80%和 44.20%。
- 随着近三年的扩展，医美国际在每个城市和区域形成 1+N 的布局，中型医院和小型卫星诊所营收占比持续提升。

- 2020 年公司实现营业收入 9.02 亿元，同比增长 3.74%；实现净利润-2.47 亿元，同比下滑 278.49%。

图表 20：医美国际营业总收入（万元）



图表 21：医美国际净利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- **行业竞争加剧和市场推广不及预期的风险**；近年来医疗美容市场高速发展，医美上游产品平均毛利净利率较高，吸引大量企业通过自主研发或者收购等方式进入国内医美市场，行业竞争可能将逐渐加剧。目前玻尿酸、肉毒素等医美产品的市场竞争愈发激烈，新产品上市后面临竞品较多，存在新品推广不及预期的风险；产品毛利和净利水平也有可能出现下行。
- **医疗美容整形意外事故的风险**；由于存在大量非合规机构，且医生资质良莠不齐，严重医美整形事故可能引发行业性冲击事件。进而影响消费者信心，从而导致大行业阶段性调整
- **医美服务机构跨区域扩张风险**；各地区的政策和竞争环境不同，医美机构在跨区域扩张过程中可能面临外地扩张新医院客流不及预期风险；
- **收购整合不及预期**；大多医美连锁服务机构倾向于收购小型医美机构，收购完成后都将面临业务整合问题，若整合发展不及预期，则可能对公司业绩造成不良影响，进一步可能带来商誉减值风险。
- **估值中枢下移的风险**；

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402