

私立医美机构： 雄踞北方，中国知名的伊美尔

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002 邮箱：

juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001 邮箱：

zyn@gszq.com

研究助理 萧灵

邮箱：xiaoling@gszq.com

打造极致专业与效率

- **公司简介:** 伊美尔是中国北部领先的私立医美机构集团, 提供以非手术项目为核心的医美服务。创始人1997年进入医美市场, 现已将集团打造为中国北部领先的私立医美机构品牌, 目前在5个北方城市经营9家医美机构。2018-2020年, 公司收入分别为6.6/7.4/8.1亿元, CAGR为10.8%, 经调整净利润分别为-0.39/-0.6/0.32亿元, 毛利率稳定在53%左右。
- **行业概况:** 竞争激烈, 格局分散, 先发龙头具备强劲优势。按照机构类型来看, 私立机构主导中国医美市场, 2020年私立机构收益占中国医美服务市场总量的约82%; 按照项目类型来看, 非手术诊疗在服务总量中占比较高, 且市场渗透率不断提升。行业具有资金、品牌、管理、服务等多方面准入壁垒, 未来有望不断整合, 不断向具有先发优势的龙头集中。
- **竞争优势:** 高效管理+独特渠道+优质服务巩固北方私立机构龙头地位。**1) 管理优势:** 建立了高效的两级制管理架构和医师培训体系, 医生团队打造超500万元的高人均收益, 据弗若斯特沙利文资料, 行业平均为120万元, 低离职率(4%); **2) 渠道优势:** 成功的线上+线下融合的获客策略, 2018-2020年销售费用率30.1%/29.7%/23.1%(行业平均25%-35%); **3) 用户服务:** 从高水平医护团队到黄金地段选址, 全方位打造高客户满意度, 医疗纠纷率0.01%以下(行业水平为1%-3%), 医疗纠纷赔偿金额占总收益0.1%以下(行业水平为0.8%-1.2%)。
- **未来规划:** 扩网络+扩服务+提效率, “内外并举, 软硬兼修”。**1) 扩网络:** 内生增长+战略收购: 升级现有机构, 提升顾客体验及运营效率; 拟成立5家新机构, 积极进入消费能力强的新市场(比如三亚); 战略收购: 高标准筛选已达到或接近收支平衡点的医美机构; **2) 扩服务:** 紧密跟踪市场前沿的高认可度、高收益医美项目, 持续引进新产品、新设备、新人才; **3) 提效率:** 进一步升级IT基础设施, 全方位提升管理运营体系效率。
- **风险提示:** 声誉风险; 监管政策压力; 行业竞争加剧; 市场动力不足。



目录

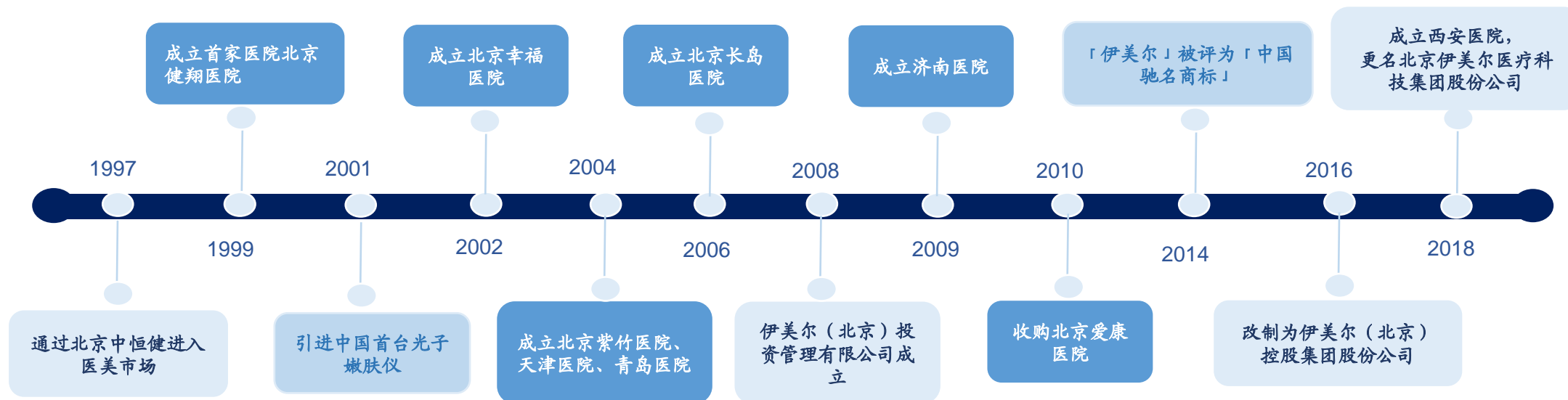
Contents

- 1、公司简介：中国北部领先的私立医美机构集团
- 2、行业概况：低集中度，私立主导，非手术市场前景广阔
- 3、竞争优势：优质管理与服务，巩固北方龙头地位
- 4、未来规划：全方位内部升级，高质量外部扩张

1.1 公司概况：中国北部知名私立医美机构集团

- 伊美尔是中国北部领先的私立医美机构集团，提供以非手术项目为核心的一站式医美服务。创始人汪永安于1997年进入医美服务市场，现已将集团打造为中国北部领先的私立医美机构品牌。2020年公司在中国北部所有私立医美机构中排名第一（收入口径），在中国所有私立医美机构中排名第四。
 - 收入情况：公司2020年总收入8.11亿元，其中非手术占比74%，该占比在中国五大私立医美机构集团中排第一；
 - 机构数量：截至2021Q1，公司共经营9家医美机构，其中北京5家，天津1家，青岛1家，济南1家，西安1家；
 - 医师数量：截至2021Q1共有157名医师（超过65%为内部培养），包括6名主任医师、19名副主任医师和63名主治医师；
 - 客户数量：活跃客户/回头客分别由2018年的7.0/3.2万人增至2020年的8.7/4.2万人，CAGR分别为10.9%/15.4%。

图1：伊美尔发展历程



1.2 主营业务——非手术收入占比七成，能量类项目毛利较高

- ▶ 从收入端来看，2018-2020年公司收入分别为6.6亿/7.4亿/8.1亿。非手术业务在公司收入中占比不断增加分别为68%/70%/74%，其中注射类占比最高，分别为50%/49%/44%，能量类占比不断提升，分别为16%/19%/29%。
- ▶ 从毛利率端来看，公司2018-2020年毛利率分别为53.7%/51.6%/53.6%，其中非手术业务分别为54.3%/53.6%/55.1%，手术业务分别为56.2%/50.6%/53.2%，非手术业务中能量类诊疗毛利率高于注射类诊疗。

图2：2018-2020年公司主营业务收入情况（亿元）

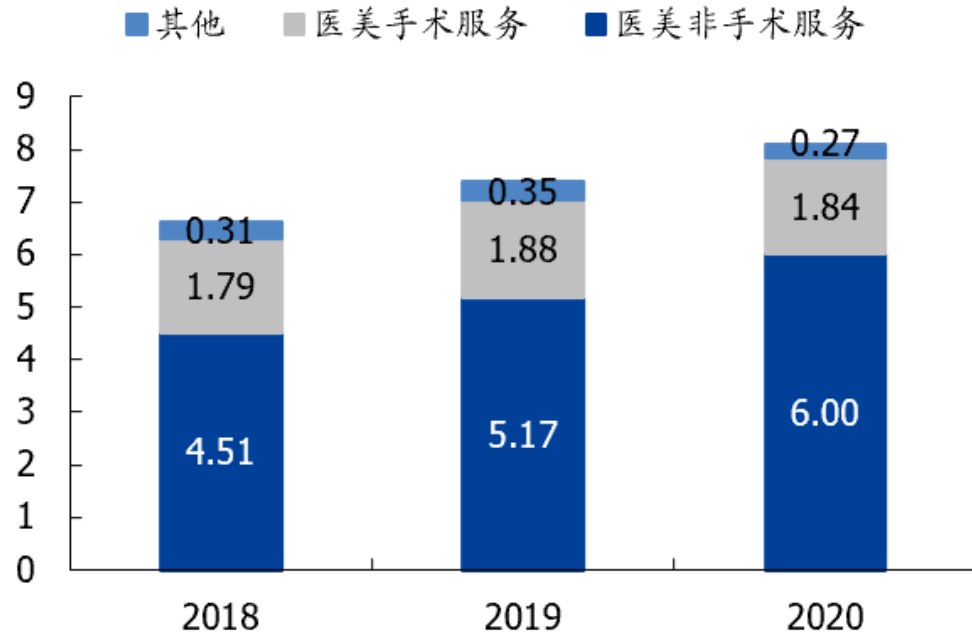
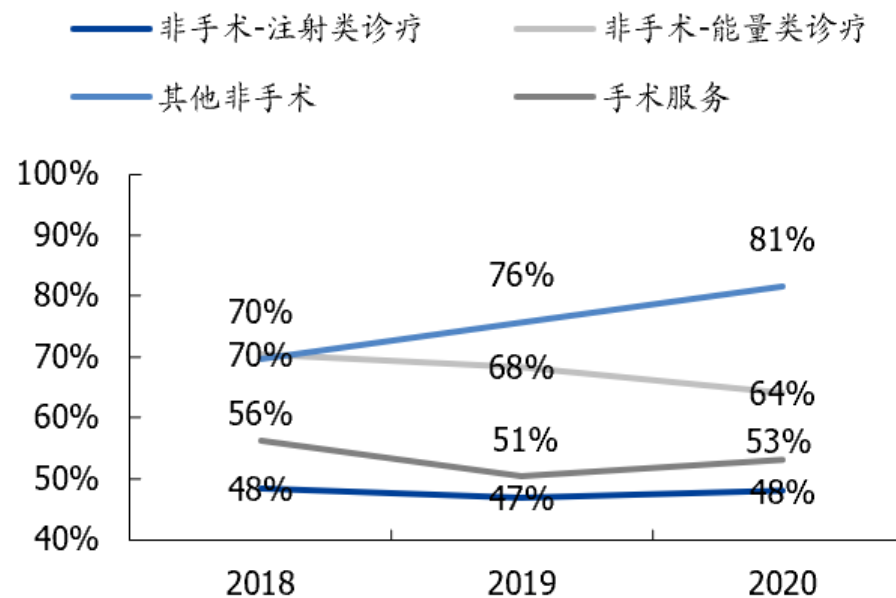


图3：2018-2020年公司主营业务毛利率情况（%）



1.2 主营业务——非手术项目中注射类、能量类各有千秋

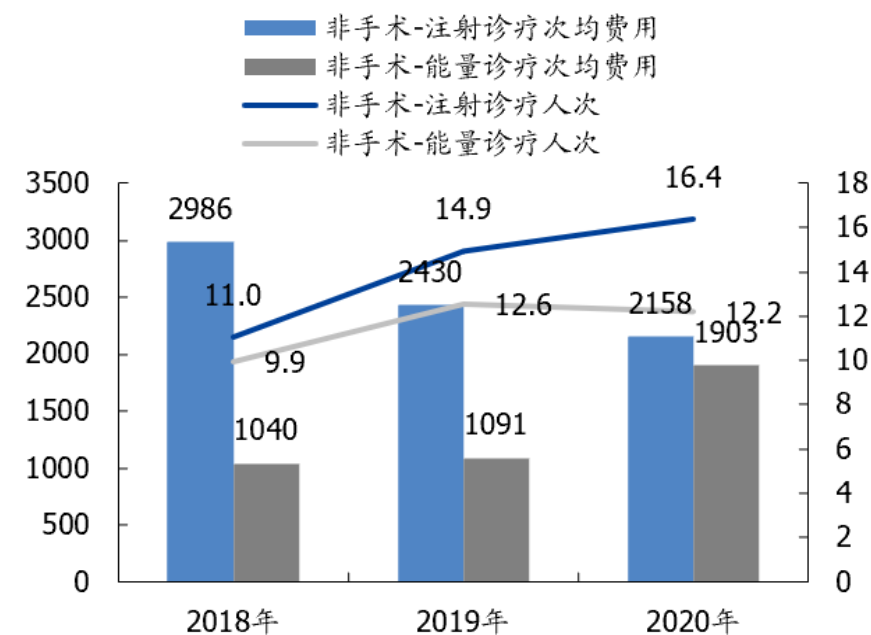
表1: 医美非手术项目说明

诊疗项目	说明/技术类型	预期效果	价格范围 (元/次)
i. 注射美容诊疗:			
注射A型肉毒杆菌毒素	对面部或身体皮肤及/或肌肉注射A型肉毒杆菌毒素药物, 如BOTOX®	减少面部或身体皱纹, 面部或身体塑形	1000-10000
注射填充剂	对面部或身体皮肤及/或骨膜注射透明质酸, 如瑞蓝、嗨体、Juvéderm	填充面部或身体皱纹, 改善凹陷, 提拉下垂皮肤	1000-15000
美塑疗法	利用真空负压技术, 通过细针将活性成分(例如透明质酸、维生素及植物提取物)注射到皮下组织	补水、保湿、收缩毛孔、改善肤色及淡化细纹	1000-5000
ii. 能量美容诊疗:			
热玛吉	射频	使用探头将高能射频传导至真皮深层, 通过热能使胶原蛋白变性、收缩, 从而激活人体自我修复程序, 刺激胶原蛋白再生, 改善皮肤肌理、收缩毛孔及提升皮肤弹性。	9000-30000
皮秒激光	激光	使用高能量皮秒激光击碎色素组织或文身, 减少色素沉着、修复肌肤、收缩毛孔、提亮肤色。	2000-10000
Q-Switched激光	激光	使用纳秒激光, 利用选择性光热解精确击碎色素组织或文身, 减少色素沉着、提亮肤色。	1000-3000
激光脱毛	激光	使用激光的选择性光热效应, 破坏毛囊及周围的毛发干细胞, 在不刺激皮肤的情况下实现人体不同部位的脱毛。	500-3500
光子嫩肤	强脉冲光	使用宽光谱彩光, 淡化面部色斑, 刺激胶原蛋白再生, 从而改善皮肤肌理、收缩毛孔、提升皮肤弹性、美白皮肤。	1000-3500
酷塑	冷冻减脂仪	使用受控低温靶向去除皮下脂肪细胞。	2700-3500
iii. 其他医美非手术服务			
中医治疗	针灸、埋线等		
其他皮肤科服务	化学换肤、除疣、去粉刺等		

非手术项目以注射类、能量类为主。诊疗时间一般为20至60分钟

- 从诊疗人次来看: 注射诊疗人次增速较快, 2018-2020年分别为11/14.9/16.4万人
- 从次均费用来看, 2018-2020年注射诊疗次均费用呈下降趋势, 分别为2986/2430/2158元, 能量诊疗次均费用呈上升趋势, 为1040/1091/1903元。

图4: 2018-2020年非手术医美人次及费用(万人, 元)



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

1.2 主营业务——手术项目诊疗人次稳定，不同项目价差较大

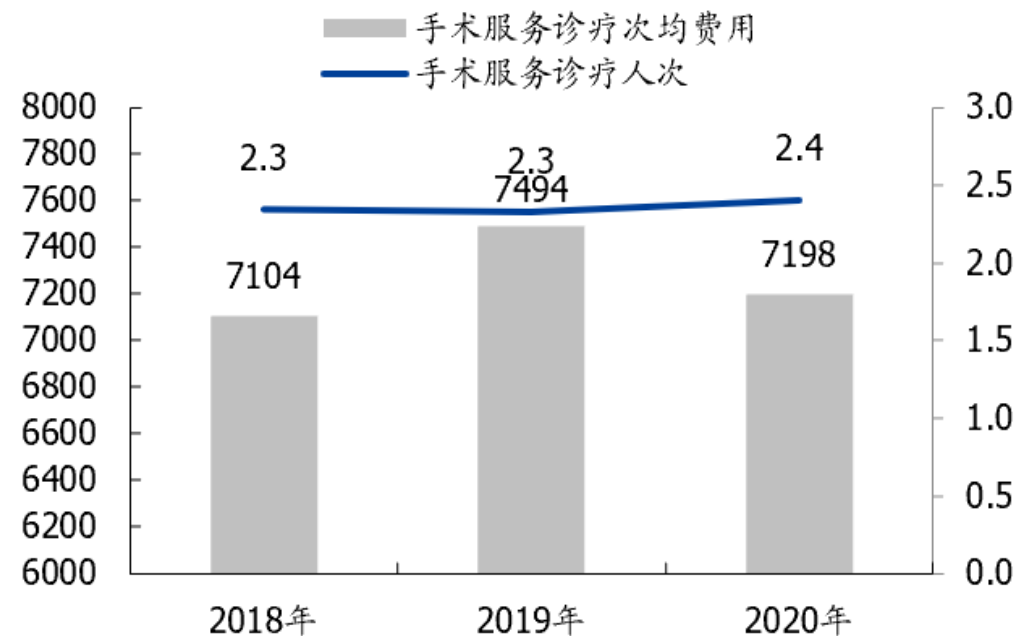
手术业务主要包括眼部手术、鼻部手术、胸部整形手术、脂肪手术等美容整形手术。手术时间一般为半个至两个小时，恢复时间一般在两周至三个月之间，由于美容整形手术属外科手术性质，因此多数美容整形手术的美容效果可持续较长时间。

- 从诊疗人次来看，2018-2020年基本稳定，分别为2.3/2.3/2.4万人；
- 从次均费用来看，2018-2020年分别为7104/7494/7198元，但不同项目之间价格分化较大。

表2：医美手术服务及其他

诊疗项目	说明及预期效果	价格范围（元/次）
医美手术服务		
眼部手术	改善眼部或眼睑形状或外观，如双眼皮手术、眼角矫正、去眼袋及上睑下垂矫正	5000-20000
鼻整形	通过填充假体或耳软骨、鼻中隔软骨或肋软骨，改变鼻外型或外观	6000-50000
胸部整形手术	通过加入假体增大乳房、提拉下垂乳房或改变乳房形状	20000-100000
抽脂手术	通过抽脂去除面部或身体特定部位的过多脂肪组织	10000-40000
其他		
美容牙科服务	包括牙齿矫正、种植牙及牙齿美白	
销售自有标签护肤品	与华熙生物合作，向客户提供定制化的透明质酸填充剂	

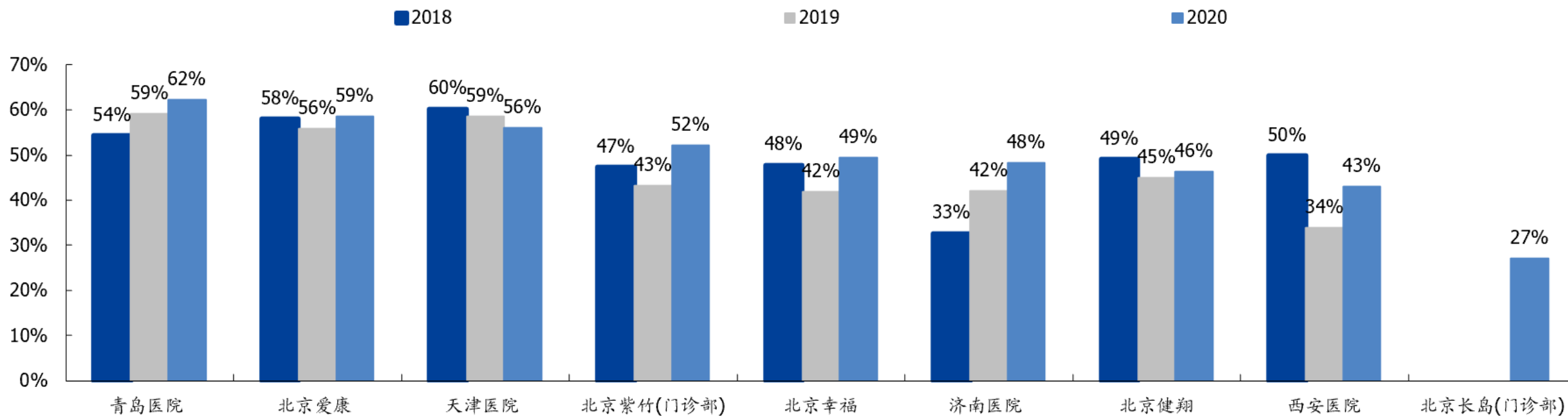
图5：2018-2020年手术医美人次及费用(万人，元)



1.3 旗下机构——以北京为重心，战略辐射北方市场

- ▶ 截至2021Q1，公司共经营9家医美机构，其中北京5家（3家医院+2家门诊部），天津1家，青岛1家，济南1家，西安1家。
- ▶ 单店年平均收入9014万元，其中2家（西安医院及北京长岛门诊部）尚未实现投资回收，1家（西安医院）尚未实现收支平衡。2018-2020年收益前5大单店依次为：天津医院、北京爱康、北京幸福、青岛医院、北京健翔。运营效率良好，实现收入与建筑面积、医疗人员数、活跃客户数基本成正比，坪效与人效更多会受到各地消费水平、房租、工资水平等影响。

图6：2018-2020年各机构毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所，按2020年毛利率排序

1.3 旗下机构——以北京为重心，战略辐射北方市场

- ▶ 根据公司经营经验，新医美机构的收支平衡期为约一年至两年，投资回收期约为四年（自开业起计）
 - 对于专科医院而言：建筑面积平均约5000m²，医疗人员数量约60人，2021Q1北京爱康的利用率和毛利率均为最高，分别为96.1%/59.4%。
 - 对于专科门诊部而言：建筑面积约2000m²，医疗人员数量约20人，由于北京长岛在20年6月剥离植发业务后的业绩才计入持续经营业务中，因此主要以北京紫竹为参考，2021Q1利用率约69.4%，毛利率约49.9%。

表3：2020年伊美尔旗下各机构单店模型

	收购/成立日期	建筑面积 (m ²)	专业医疗 人员数	活跃客户数 (万人)	坪效 (万元/m ²)	人效 (百万元/人)	2020年 利用率	2021Q1 利用率	2020年收益 (百万元)	2020年 毛利率
天津医院	2004年4月	4,418	72	2.32	3.92	2.40	77.7%	86.5%	173	56.0%
北京紫竹(门诊部)	2004年9月	1,133	17		2.35	1.57	59.4%	69.4%	27	52.2%
青岛医院	2005年8月	6,695	41	1.42	1.59	2.60	52.3%	68.4%	107	62.3%
北京长岛(门诊部)	2006年12月	2,341	20		0.37	0.43	2.6%	26.0%	8.7	27.2%
北京幸福	2007年8月	5,160	64	1.07	2.89	2.33	47.3%	68.6%	149	49.5%
北京健翔	2009年8月	4,522	55	1.00	2.35	1.94	59.4%	81.1%	106	46.3%
济南医院	2009年8月	2,305	23		1.24	1.25	35.8%	53.1%	29	48.3%
北京爱康	2010年12月	4,094	64	1.26	4.13	2.64	63.5%	96.1%	169	58.6%
西安医院	2019年5月	7,460	60	0.99	0.63	0.78	34.3%	59.4%	47	43.1%

注：人效测算仅考虑专业医疗人员；利用率按提供服务的实际时长数除以服务能力计算，服务能力按照每年营业360个工作日，每日最高服务时长为每个手术室8个小时及每张非手术服务床位8个小时），按照收购/成立日期排序。由于北京长岛2020.06业务转型完毕，其收入和毛利均按照披露的7个月的数据线性换算为全年数据。

1.3 旗下机构——成熟医院盈利能力良好，门诊部值得期待

- ▶ 从各家机构的收入及毛利数据出发，我们根据以下假设推算各家机构的净利率情况，成熟的机构盈利能力较好（如天津医院）
 - 各家机构的同一类型员工的数量比例均约等于专业医疗人员数量比例。考虑到涉及不同线级城市，我们按照城市薪酬差异系数来进行加权（即北京1，天津0.87，青岛0.83，西安0.74，济南0.72），得到折算后的员工成本比例；
 - 对管理费用进行分摊时，所有项目均按照折算后的员工成本比例计算；
 - 对销售费用进行分摊时，所有项目均按照折算后的员工成本比例计算；
 - 对财务成本进行分摊时，由于主要涉及到租赁负债利息开支，因此按照建筑面积比例计算。

表4：2018-2020年伊美尔旗下各机构单店收入/毛利率情况

	收购/成立日期	建筑面积 (m ²)	专业医疗 人员数量	收入（百万元）			毛利率		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
天津医院	2004年4月	4,418	72	188.7	188.4	173.1	60.2%	58.6%	56.0%
北京紫竹(门诊部)	2004年9月	1,133	17	27.4	28.9	26.7	47.3%	43.3%	52.2%
青岛医院	2005年8月	6,695	41	106.5	104.9	106.7	54.3%	59.1%	62.3%
北京长岛(门诊部)	2006年12月	2,341	20	-	-	8.7	-	-	27.2%
北京幸福	2007年8月	5,160	64	106.3	114.0	149.3	47.8%	41.8%	49.5%
北京健翔	2009年8月	4,522	55	80.0	102.9	106.5	49.1%	44.9%	46.3%
济南医院	2009年8月	2,305	23	24.5	27.5	28.6	32.7%	42.0%	48.3%
北京爱康	2010年12月	4,094	64	109.4	146.7	169.2	58.0%	55.9%	58.6%
西安医院	2019年5月	7,460	60	18.3	25.5	46.8	49.8%	33.9%	43.1%

净利率测算情况：根据以上假设，我们测算出各家机构的净利率大致区间。

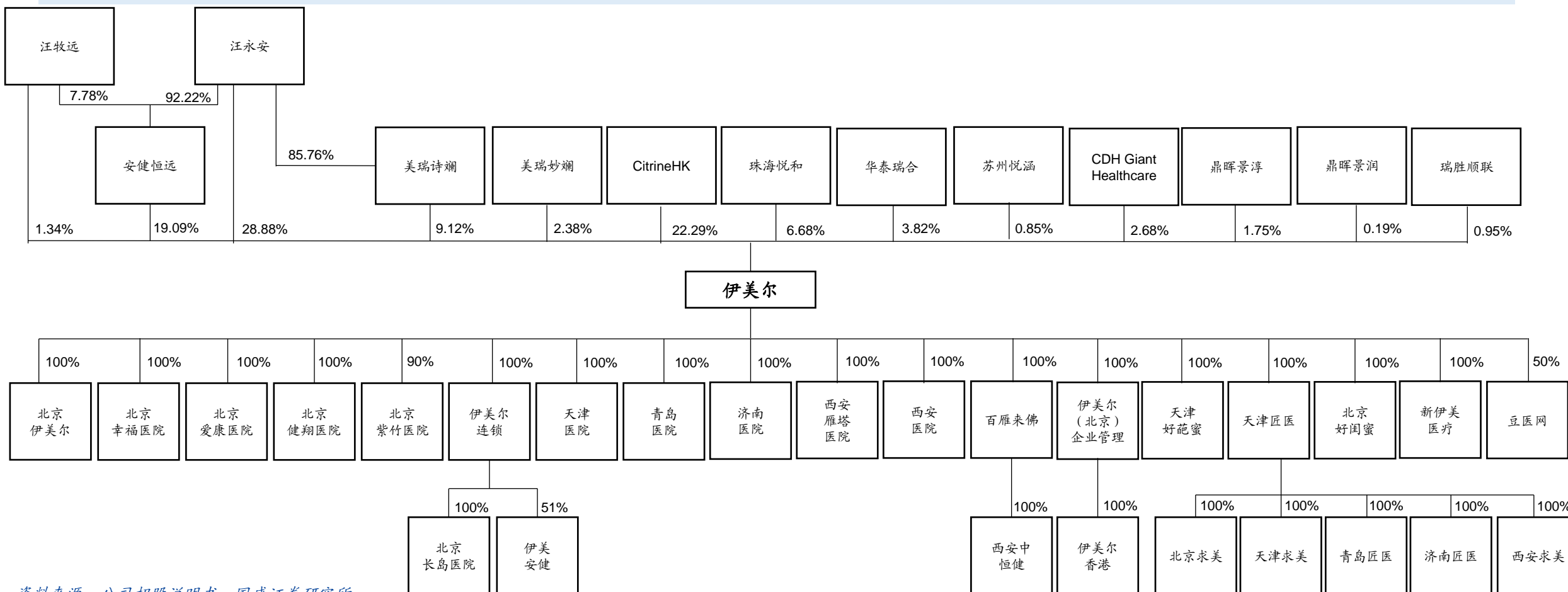
- ▶ 天津医院/青岛医院/北京爱康的净利率水平约为10%以上；
- ▶ 北京幸福的净利率约为0-10%；
- ▶ 其余5家北京健翔/北京紫竹/济南医院/西安医院/北京长岛目前约处于净亏损状态。

资料来源：公司招股说明书，薪酬网，国盛证券研究所整理计算。由于北京长岛2020.06业务转型完毕，其收入和毛利均按照披露的7个月的数据线性换算为全年数据。

1.4 股权结构：股权集中，控股股东合计持股58.4%

- 公司股权结构集中。控股股东为创始人汪永安、汪牧远、安健恒远及美瑞诗澜，合计持股58.4%。
- 其中，安健恒远由汪永安及汪牧远（汪永安之子）分别持有92.22%及7.78%的权益；美瑞诗澜为员工持股平台，由汪永安持有85.76%股权及由10名个人（为公司雇员或前雇员）持有合共14.24%股权。

图7：伊美尔股权结构



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

1.5 管理团队：行业经验逾20年，医护团队逾643人

- ▶ 公司管理层以创始人汪永安为核心，平均拥有20多年行业经验，全面覆盖销售、营销、运营与财务管理等各方面职能。
- ▶ 截至2021Q1，公司员工合计2138人，其中销售和营销人员932人，占比最高，为43.6%（其中736名为专职销售顾问）；医师及其他医疗人员共643人，占比30%；管理及行政人员430人，占比20.1%。

图8：公司人员结构

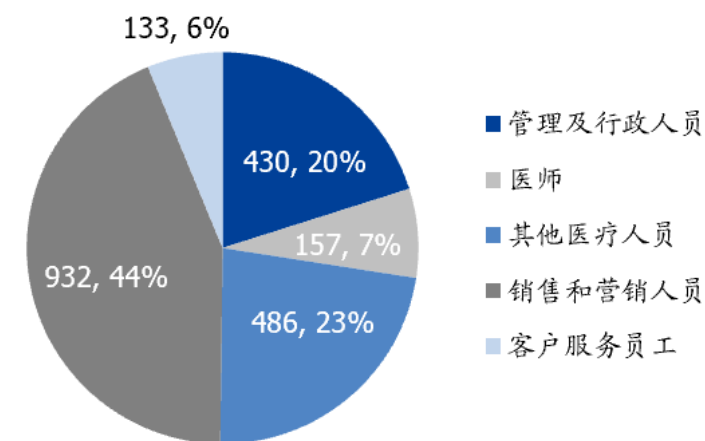


表5：公司管理层及部分董事

姓名	职务	性别	年龄	角色及职责	简介
汪永安	董事会主席、执行董事、CEO	男	57岁	制定发展策略，监督运营管理	集团创始人与实控人，1997年5月成立北京中恒健（激光医疗设备供应商），在医美行业拥有逾20年经验，2011年3月-2021年5月为中国整形美容协会副会长。
刘剑如	副总经理	男	48岁	协助整体管理、策略规划，管理天津、青岛及济南医美机构	自2004年12月起任职于本集团。自2015年8月起担任中国整形美容协会美容与再生医学分会常务理事，自2019年9月起担任天津市医师协会医疗美容科医师分会副会长。
王峥	执行董事，CFO	女	53岁	监督财务运营及风险管理	经济学硕士，国际会计及财务管理会计学硕士，曾任思华科技财务总监，亚信智慧数据科技有限公司高级副总裁。
方敏	非执行董事	男	42岁	财务管理及业务发展方面提供意见	斯坦福大学MBA，北京华平投资咨询有限公司上海分公司董事总经理，兼任华塘大昌商业（上海）有限公司董事会主席。
张泉源	非执行董事	男	44岁	医疗管理及业务发展方面提供意见	生物科学硕士，华泰紫金投资有限责任公司基金经理，曾任北京华泰瑞合投资基金管理合伙企业创始管理合伙人及总经理。

1.6 财务表现：收入稳步增长，毛利率整体稳定

- **营业收入**：2018-2020年，公司收入分别为6.6/7.4/8.1亿元，CAGR为10.8%。2021Q1营收2.7亿元，同比大幅增长119.4%，主要受益于疫情恢复并因手术人次增加而获得了更大的规模经济；
- **净利润**：2018-2020年经调整净利润分别为-0.39/-0.6/0.32亿元，主要原因为：(i)西安医院2019年开业，新机构运营初期收入较低而成本较高；(ii) 2018年-2019年销售及营销开支较高，扩大专职销售顾问团队以减少在传统广告及营销渠道的支出；
- **毛利率**：2018-2020年毛利率分别为53.7%/51.6%/53.6%，2019年降低主要由于西安雁塔医院于2019年5月停业，西安医院于同月开业，而新机构于运营初期收入较低而成本较高。

图9：2018-2020年收入及增速情况（亿元,%）

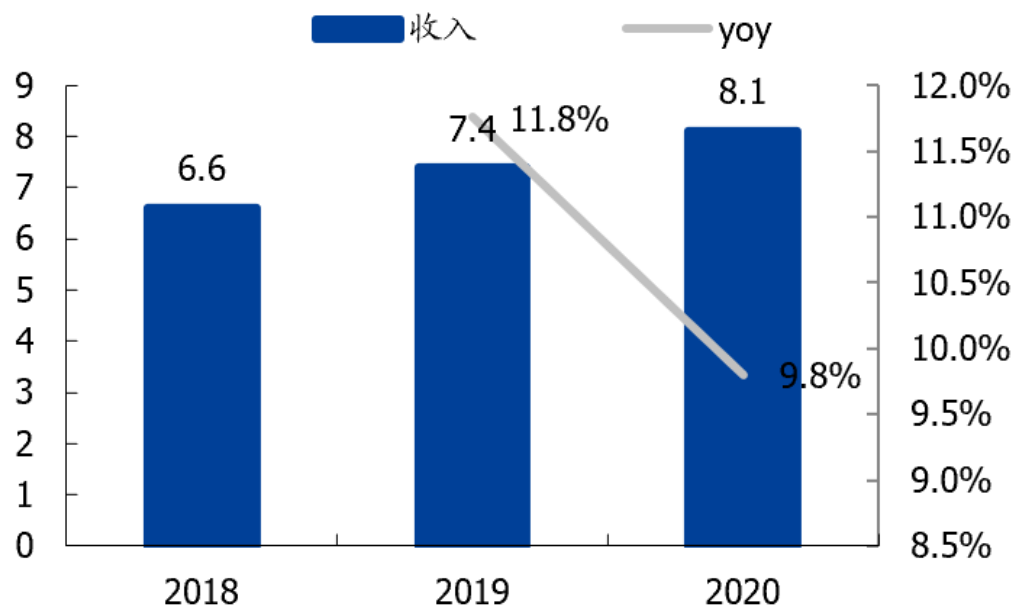
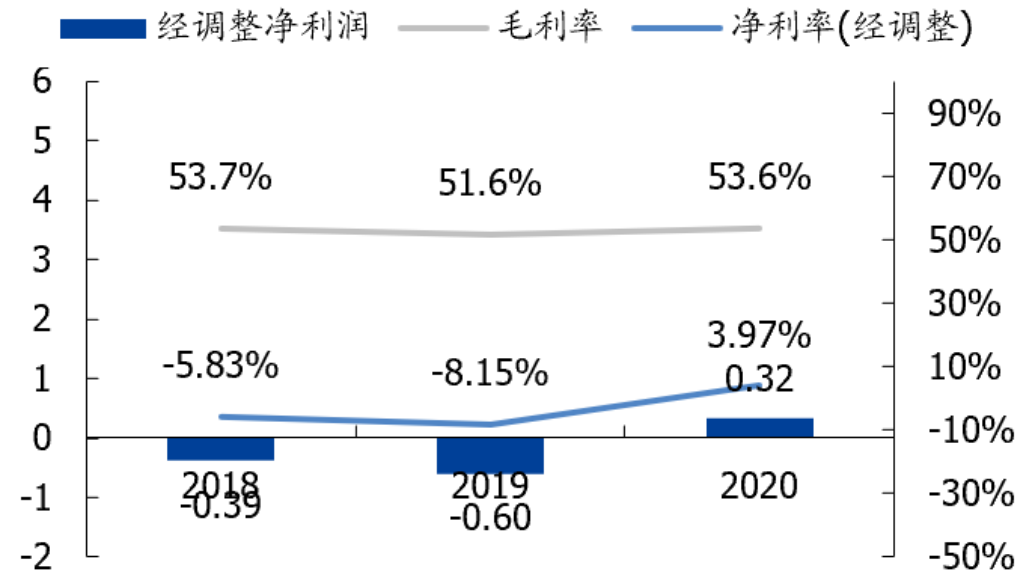


图10：2018-2020年净利润及毛/净利率情况（亿元,%）



1.6 财务表现： 存货/员工/折摊三大销售成本， 费用率稳中有降

- ▶ **销售成本：**主要包括存货成本、员工成本、折旧及摊销三大部分。其中存货成本占比最高，在总收益中占比稳定在24.5%左右。
 - 存货成本：主要指采购假体、注射物、护肤品、药品及其他医疗消耗品的成本；
 - 员工成本：主要包括医生及其他医疗专业人员的工资、奖金、养老金及其他社保及福利；
 - 折旧及摊销：主要包括医疗设备及使用权资产的折旧，以及租赁物业装修的摊销。
- ▶ **三项费用率：**整体保持稳定下降态势，管理费用率和销售费用率有所下降，主要原因分别为管理及行政员工成本下降和推广及营销开支缩减。财务费用率稳定保持在2%左右的水平。

图11：2018-2020年各项销售成本占营收比情况

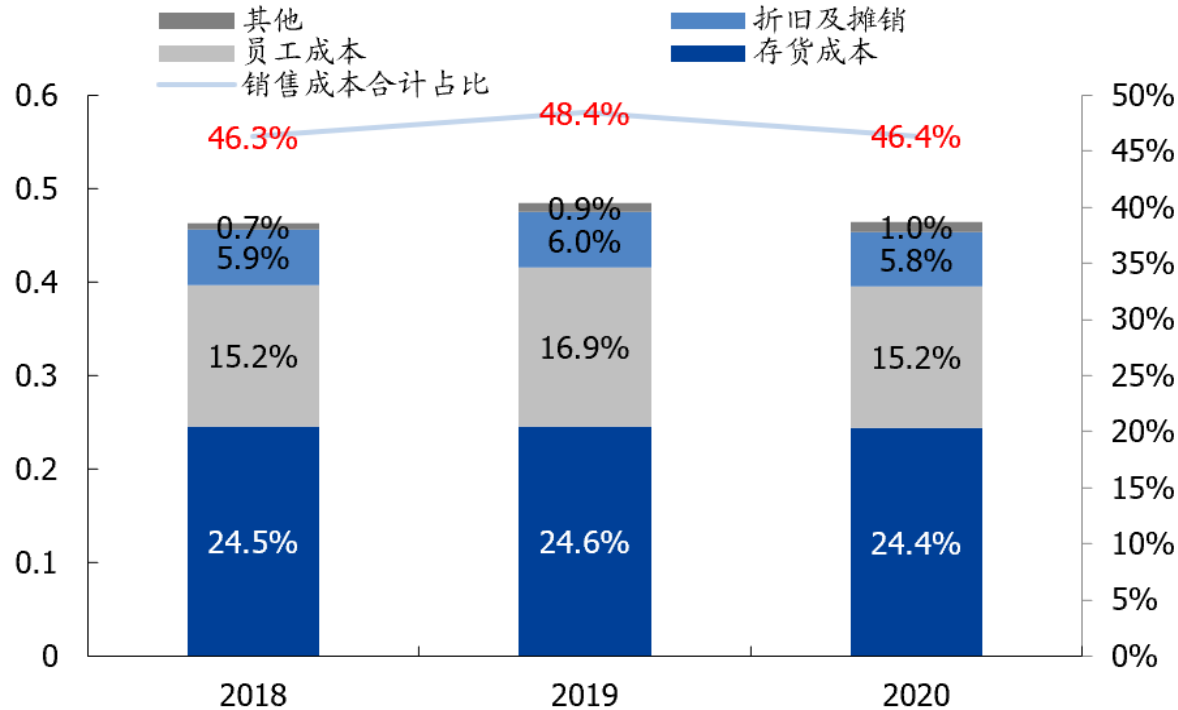
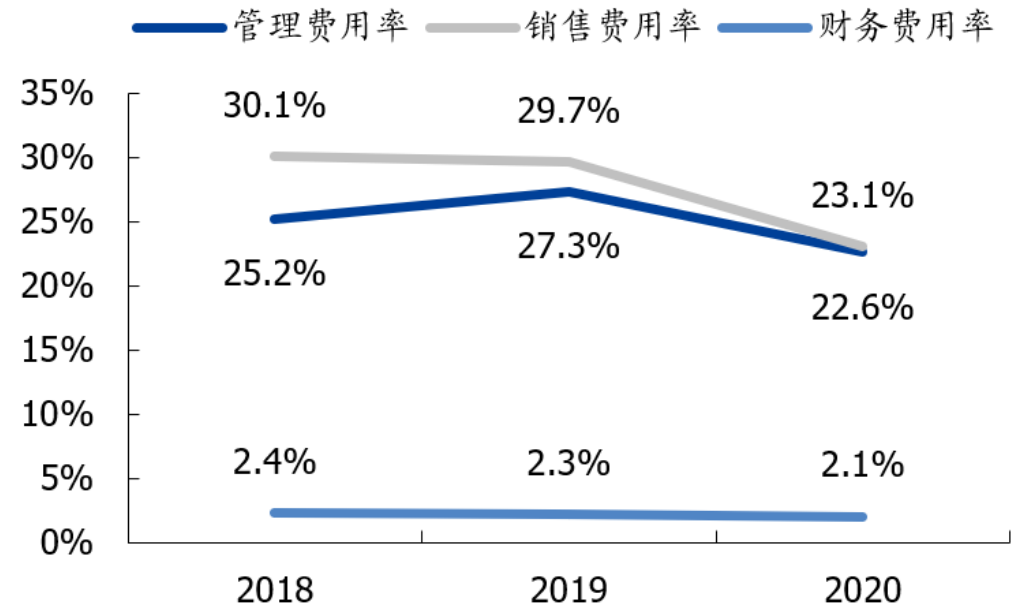


图12：各项费用率历年变化情况



1.6 财务表现：费用情况整体稳定，销售费用有所下降

- **销售费用**：主要来自销售及营销员工及客服员工的员工成本和推广及营销开支（共计约占91.2%），2018-2020年销售费用率分别为30.1%/29.7%/23.1%；
- **管理费用**：主要来自管理、财务及会计、人力资源及其他行政员工的员工开支（约占45.4%），2018-2020年管理费用率分别为25.2%/27.3%/22.6%；
- **财务费用**：主要指租赁负债利息开支，2018-2020年分别为0.16亿/0.17亿/0.17亿元，财务费用率稳定在2%左右。

图13：2018-2020年销售费用拆分

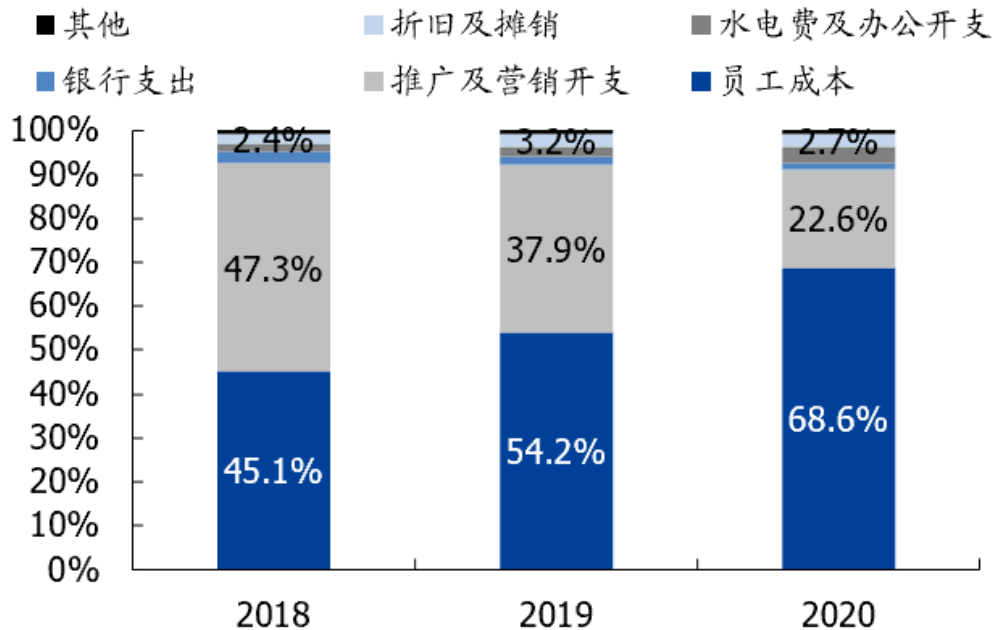
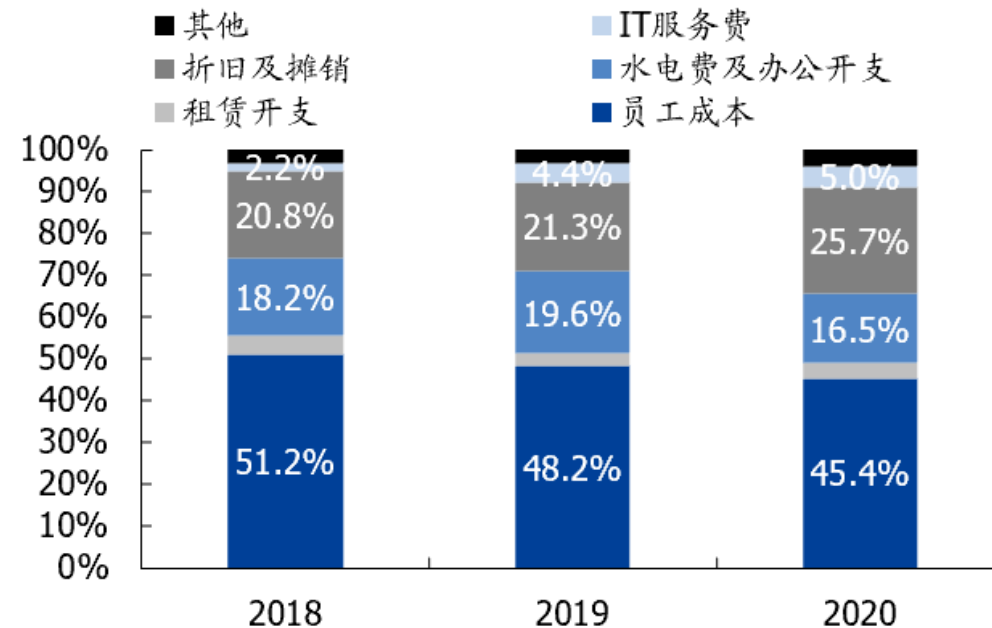


图14：2018-2020年管理费用拆分



1.6 财务表现：财务状况稳健，在手现金流较充足

- **经营活动现金流：**2018-2020年经营活动现金流分别为0.97/1.52/2.57亿元，CAGR为62.6%，主要系业务增长及在剥离医美以外的非主营业务过程中出售附属公司收益所致；
- **投资活动现金流：**2018-2020年投资活动现金流分别为-0.05/-0.63/-1.76亿元，主要系购买金融资产、物业、厂房及设备所致；
- **流动资金情况：**2018-2020年流动比率分别为0.51/0.42/0.64，现金及现金等价物分别为0.92亿/1.07亿/1.17亿元，为业务经营及扩张提供了保证。

图15：2018-2020年现金流情况（亿元）

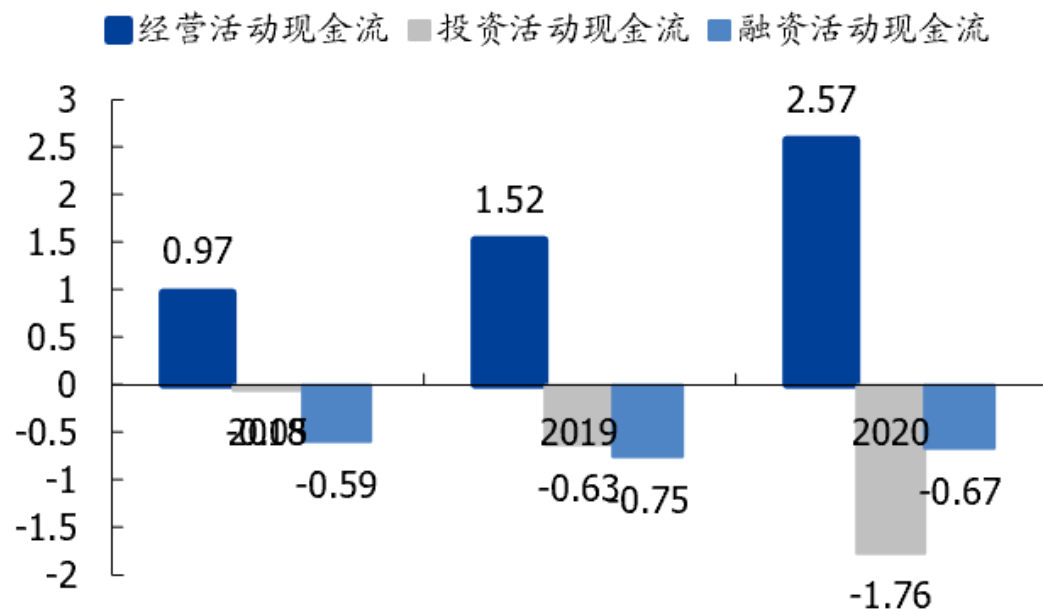
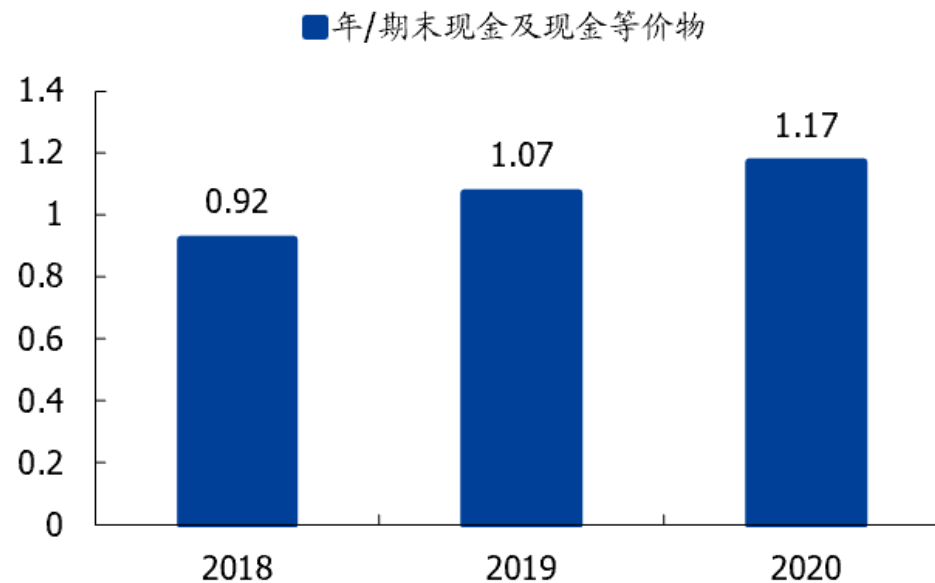


图16：2018-2020年期末现金及现金等价物情况（亿元）





- 1、公司简介：中国北部领先的私立医美机构集团
- 2、行业概况：低集中度，私立主导，非手术市场前景广阔
- 3、竞争优势：优质管理与服务，巩固北方龙头地位
- 4、未来规划：全方位内部升级，高质量外部扩张

2.1 市场规模：私立机构占比逾八成，主导中国医美市场

按照机构类型来看，私立机构主导中国医美市场。2020年私立机构收益占中国医美服务市场总量的约82%，由2016年611亿元增至2020年964亿元，CAGR为12.1%，并预计将由2021年1,136亿元增至2025年2,447亿元，CAGR为21.1%；而公立机构收益由2016年165亿元增至2020年212亿元，CAGR为6.5%，并预计将由2021年216亿元增至2025年的344亿元，CAGR为11.4%。

图17：2016-2025E公立与私立市场规模情况（单位：十亿元）

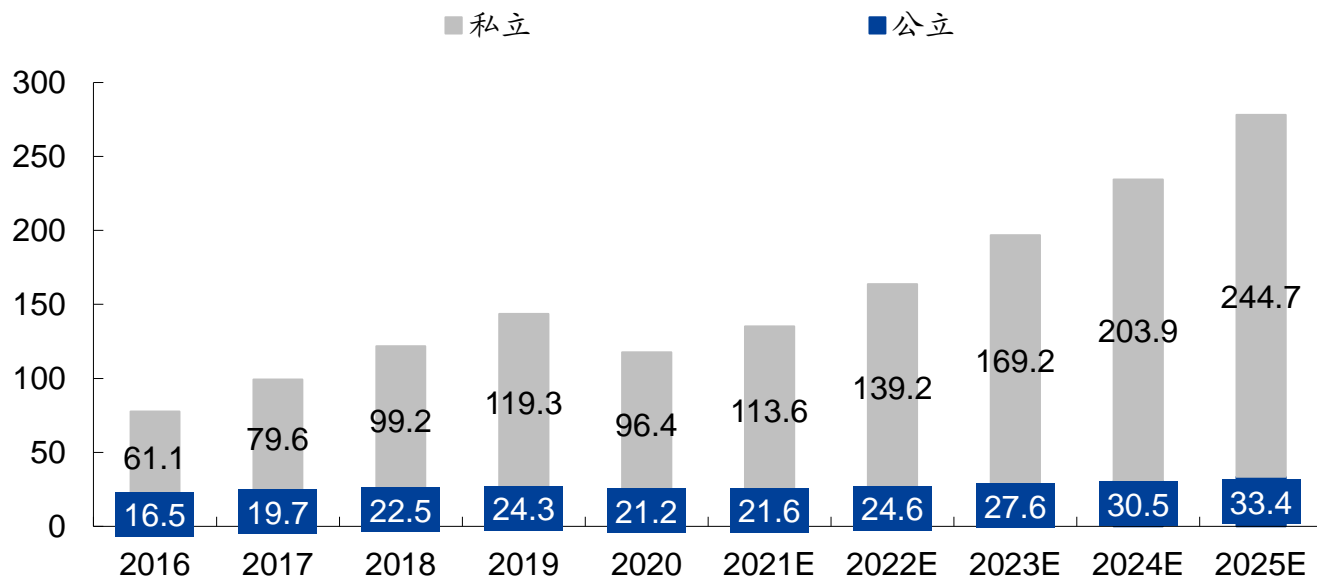
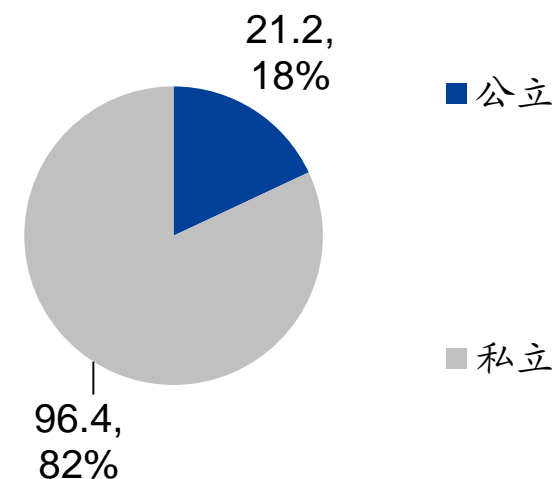


图18：2020年公立与私立市场规模占比（十亿元）



2.1 市场规模：中国市场渗透率基数低，增长潜力大

- 中国医美服务市场渗透率仍较低，增长潜力巨大。与其他发达国家相比，中国医美服务渗透率仍然较低，2019年的渗透率仅为2.5%，而韩国为12.7%，美国为6.5%，表明中国市场具有巨大的增长潜力。
- 按照项目类型来看，非手术诊疗市场渗透率预计将由2020年1.5%增至2025年4.1%，手术诊疗市场渗透率预计将由2020年0.5%增至2025年1.2%。

图19：2019年全球主要国家医美服务市场渗透率

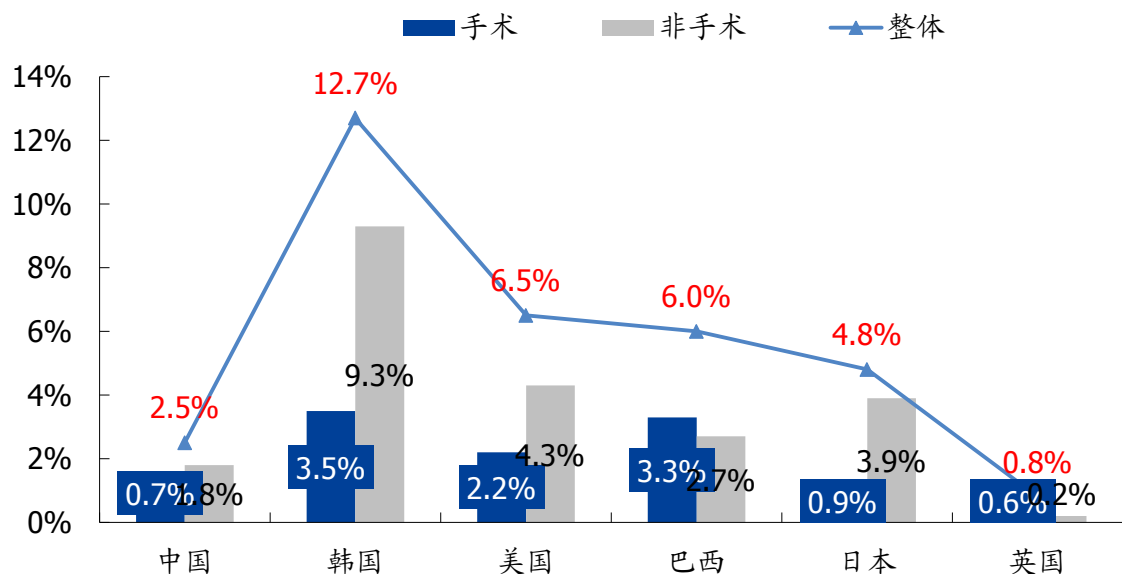
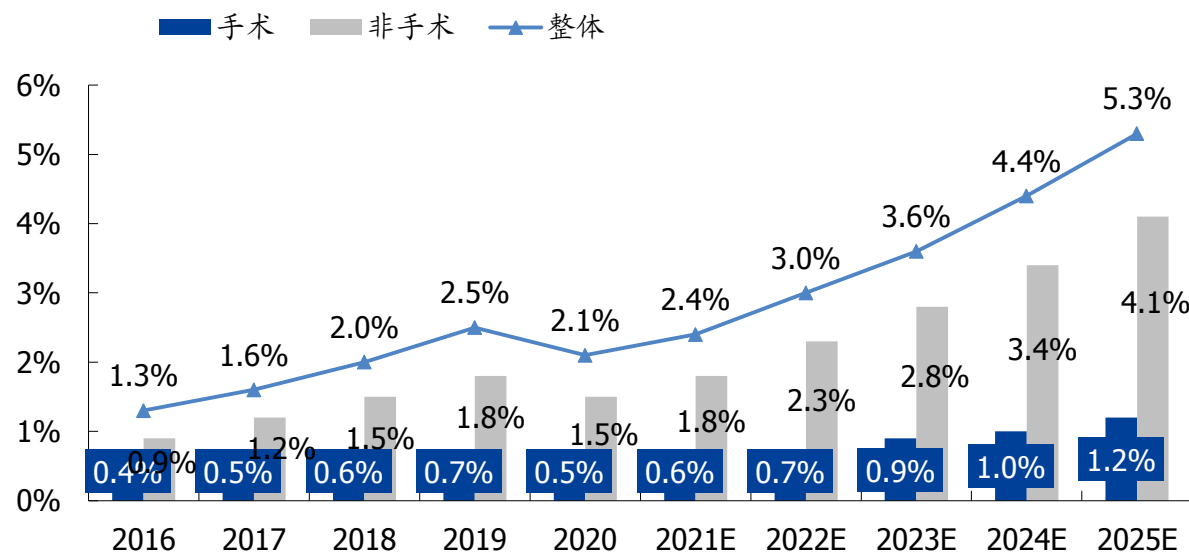


图20：中国医美服务市场渗透率（2016年-2025年E）

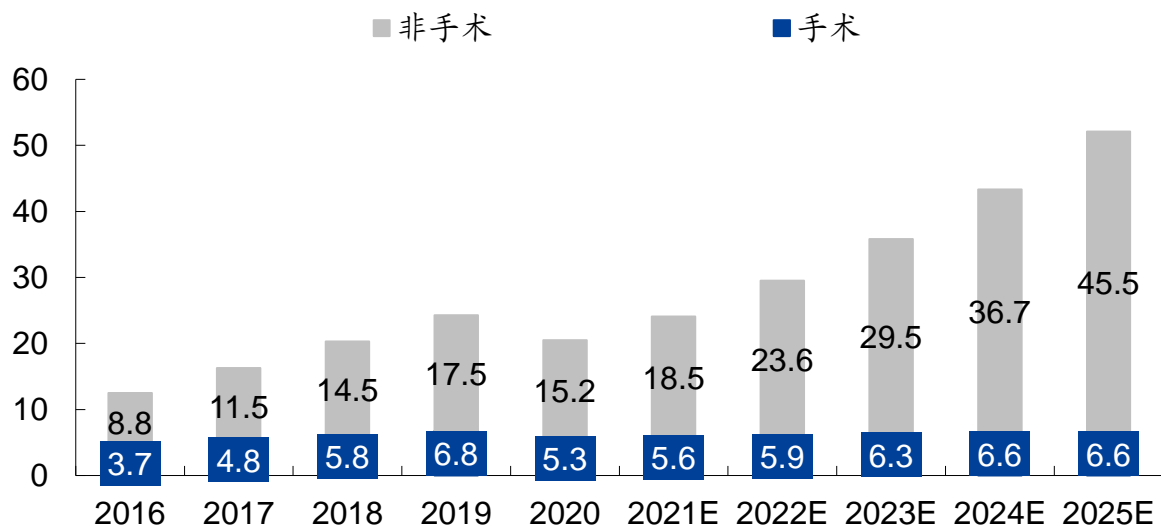


2.1 市场规模：非手术诊疗市场服务量占比较高，增速较快

按照项目类型来看，非手术诊疗在服务总量中占比较高，市场渗透率不断提升。主要是由于以注射类、能量类等为主的非手术诊疗项目具备安全性高、见效快、客户黏性强等特点，更易实现标准化和集中管理，可扩展性强。

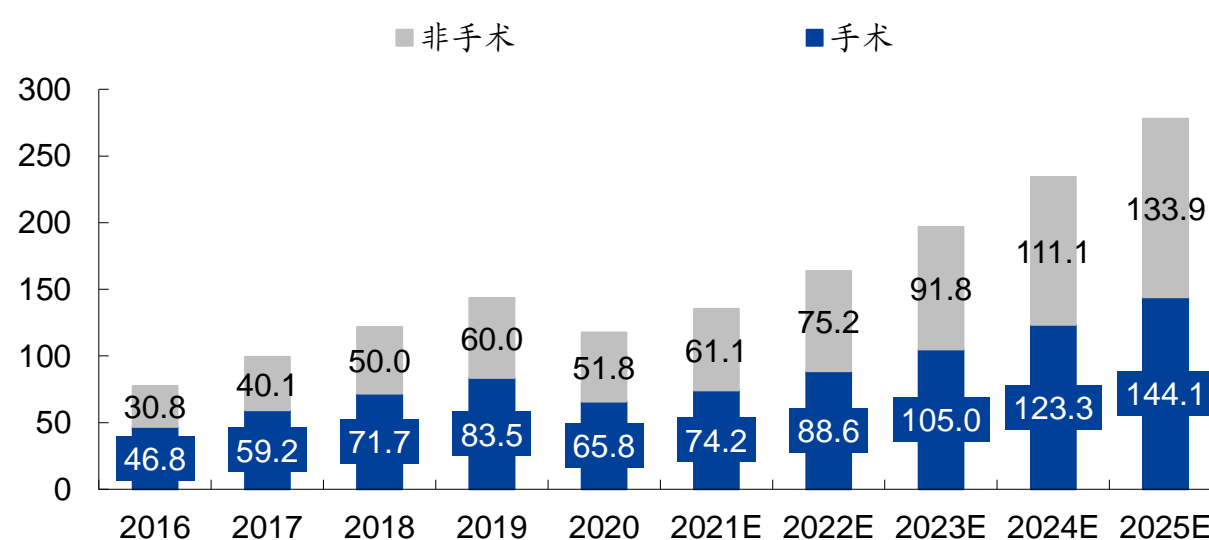
- 按服务量计，2020年非手术占比约74.1%，由2016年的880万人次增至2020年的1520万人次，CAGR为14.5%，并预计将由2021年的1850万人次增至2025年的4550万人次，CAGR为25.3%，占服务总量的约87.5%。
- 按总收益计，2020年非手术占比约44.0%。非手术诊疗总收益由2016年的308亿元增至2020年的518亿元，CAGR为13.9%，并预计将由2021年的611亿元增至2025年的1,339亿元，CAGR为21.7%，占总收益的约48.1%。

图21：手术与非手术诊疗服务量情况（百万人次）



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图22：手术与非手术诊疗收益情况（十亿元）

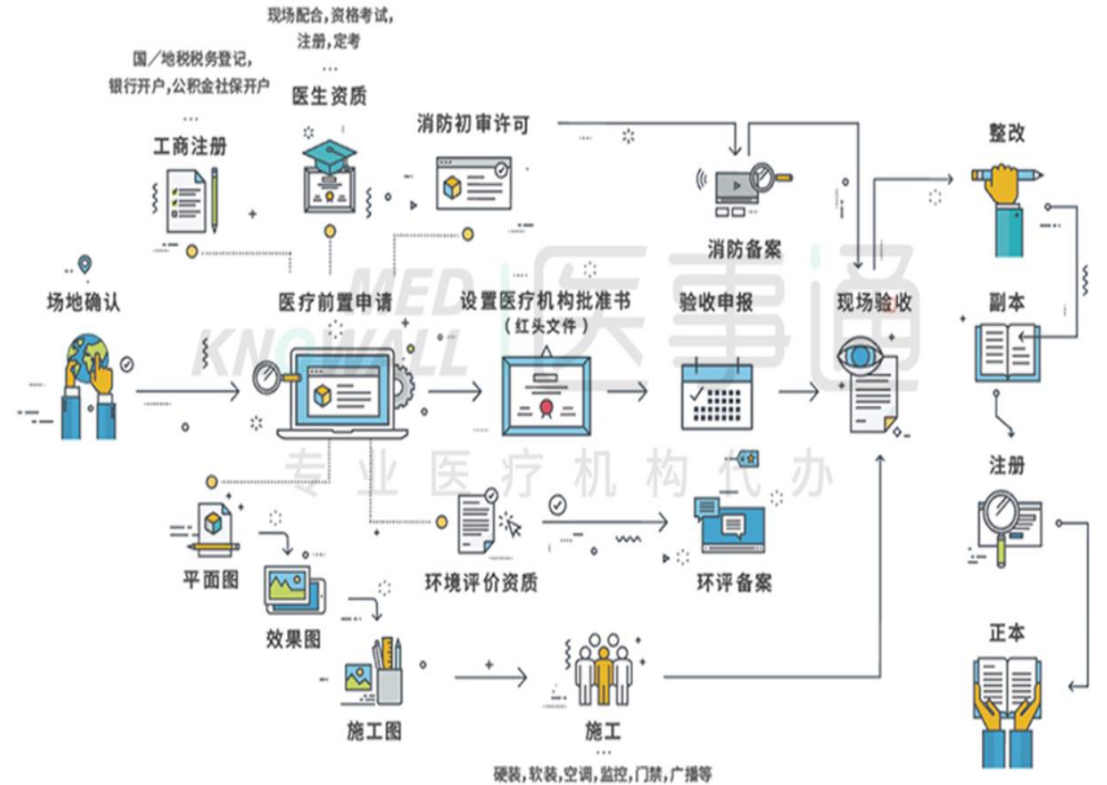


资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

▶ 私立医疗美容服务市场主要准入壁垒：

- **资金壁垒：**进入中国医美服务市场通常需要大量启动资金以采购基本医疗设备及产品；
- **品牌壁垒：**随着医美行业日益成熟透明，顾客更加理性，通常选择久负盛名的机构以寻求可靠的服务，新入行者难以在短期内建立良好的品牌声誉；
- **管理壁垒：**丰富的医院管理经验对于提高运营效率和服务质量至关重要。医院应由医疗实践和企业运营的专业管理人才管理，而高级管理人才十分稀缺；
- **服务壁垒：**医美机构的安全专业服务能力受医师及医疗专业人员的专业水平影响。资深医美医师在中国十分稀缺，且培养时间久，新入行者难以招聘挽留优秀人才，影响服务能力。

图23：新设医美机构流程



2.3 竞争格局：医美市场竞争激烈，私立市场仍分化且分散

- ▶ 中国医美服务行业市场参与者众多，竞争异常激烈。市场参与者包括公立及私立医疗美容机构，具体而言包括设立医疗美容科的综合医院、医疗美容专科医院、门诊部和诊所。主要竞争因素有品牌形象、全国范围的医疗机构网络、优秀的医疗专业人员以及先进的医疗设备等。
- ▶ 中国私立医美服务市场仍分化且极度分散，预计未来将更加集中。目前主要有两种参与者，即大型连锁医疗集团及中小型医疗门诊。按总收益计，公司2020年在中国私立医美服务市场中排名第四，在中国北部私立医美服务市场中排名第一。

表6：中国医美服务市场排名

非手术医美服务市场排名	公司名称	2020年收入（亿元）
1	公司A	42.36
2	公司B	19.52
3	公司C	8.49
4	伊美尔	7.84
5	公司D	7.25

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

表7：中国北部医美服务市场排名

北部医美服务市场排名	公司名称	2020年收入（亿元）
1	伊美尔	7.84
2	公司A	7.52
3	公司D	5.80
4	公司B	4.90
5	公司C	1.80

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所



目录

Contents

- 1、公司简介：中国北部领先的私立医美机构集团
- 2、行业概况：低集中度，私立主导，非手术市场前景广阔
- 3、竞争优势：优质管理与服务，巩固北方龙头地位
- 4、未来规划：全方位内部升级，高质量外部扩张

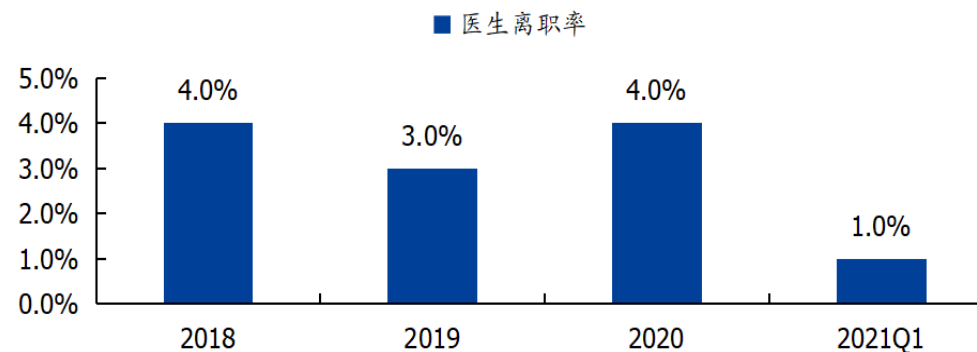
3.1 管理优势：高效的管理架构+系统化医师培训体系

- ▶ **高管团队平均拥有20多年行业经验：**全面覆盖从销售及营销、运营、财务管理等各方面职能，创造了快速成立新医院的卓越往绩（分别于2004年、2005年、2009年和2014年在天津、青岛、济南和西安设立或收购医美机构）
- ▶ **两级制集团化管理架构，率先开发应用数字化系统：**总部为中央决策机构+下属机构拥有运营权，确保总部可协调监督整体策略规划，降低运营风险，同时各机构可灵活管理运营以更好适应当地环境；率先在行业内开发应用综合IT系统将运营流程数字化，增强业务可拓展性。
- ▶ **系统性的医师培训体系，有效培养并保留高水平医师队伍：**实施导师计划，截至2021年Q1共11个专家工作室，由知名专家领导：(i)具有至少五年临床经验 (ii) 产生收益超3,000万元的医生可晋升为合伙人，有权获得分成。2018-2021Q1医生离职率分别为4%/3%/4%及1%，远低于其他私立医美机构。2020年每名医生平均收益超500万元，远超行业平均水平120万元。

表8：创新性的数字化运营流程

前台	CRM系统精简及标准化客户管理的整个流程，从客户拓展及获取、客户服务到长期医疗美容管理。
中台	部署各类业务中台系统以满足业务特定需求，包括医院信息系统(HIS)、电子病历系统(EMRS)、药房信息系统(PIS)、财务账务系统(EAS)及办公自动化系统(OA)。
后台	收集及存储自日常运营中得到的个人及医疗数据，能够了解客户的不同需求和偏好，为客户提供个性化服务及持续优化服务种类。

图23：2018-2021Q1医生离职率（%）



3.2 渠道优势：获客策略效果良好，减少对第三方依赖

- **独特的获客策略取得成功，逐步减少对第三方渠道的依赖：**公司自主建立独有的在线线下相融合的获客策略（在线营销平台+销售顾问团队）。2018-2020年及2021Q1，公司销售费用率分别为30.1%/29.7%/23.1%及23.7%，与行业平均25%-35%相比处于较低水平，呈下降趋势。
- **得益于强销售能力，客户群大幅增长：**活跃客户/新客户/回头客分别由2018年的70467/38928/31539人增至2020年的86629/44386/42243人，CAGR分别为10.9%/6.8%/15.4%。

表9：伊美尔获客渠道

微信端：1) 可通过公众号/小程序来购买服务、预约医生、反馈意见；
 2) 开发「老带新」体系：可通过邀请熟人注册/购买服务来获得积分，可用于兑换免费或折扣服务（2020年4月首次在北京健翔医院推出，效果良好）

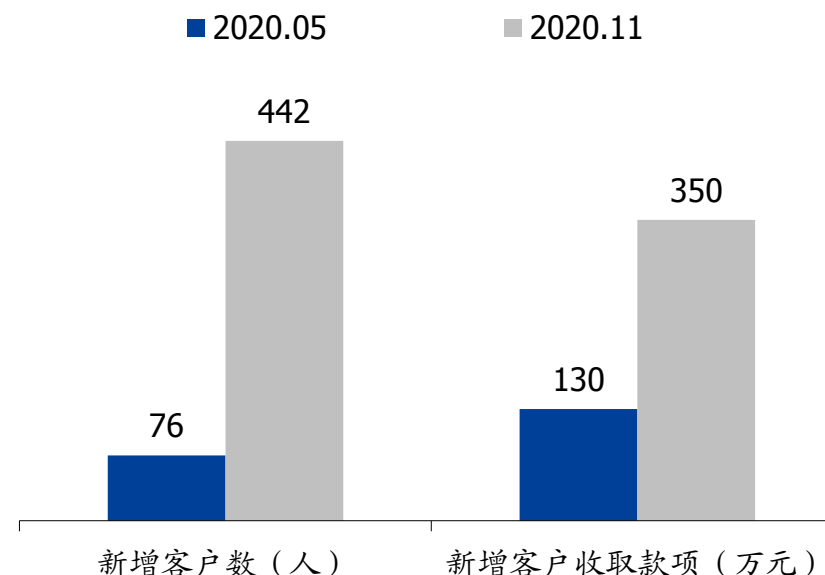
线上 第三方网络平台：通过O2O、社交媒体平台提升品牌知名度，推销服务。例如，通过在社媒平台及短视频平台上以特定医生的姓名运营个人账号，利用平台流量吸引客户；

运营网店：微信商店及其他电商平台上的网店，提供便利的医美服务概览及实时一键购买，将在线客户流量导入到机构。

线下 专职直销队伍：全职+兼职销售顾问团队，其中全职顾问736名，占79%，涵盖运营的所有城市；

传统广告：商业中心/地铁等繁华地段及机动车车身。

图24：「老带新」客户数量及收益（万元）



3.3 用户服务：定制化闭环式解决方案，打造高客户满意度

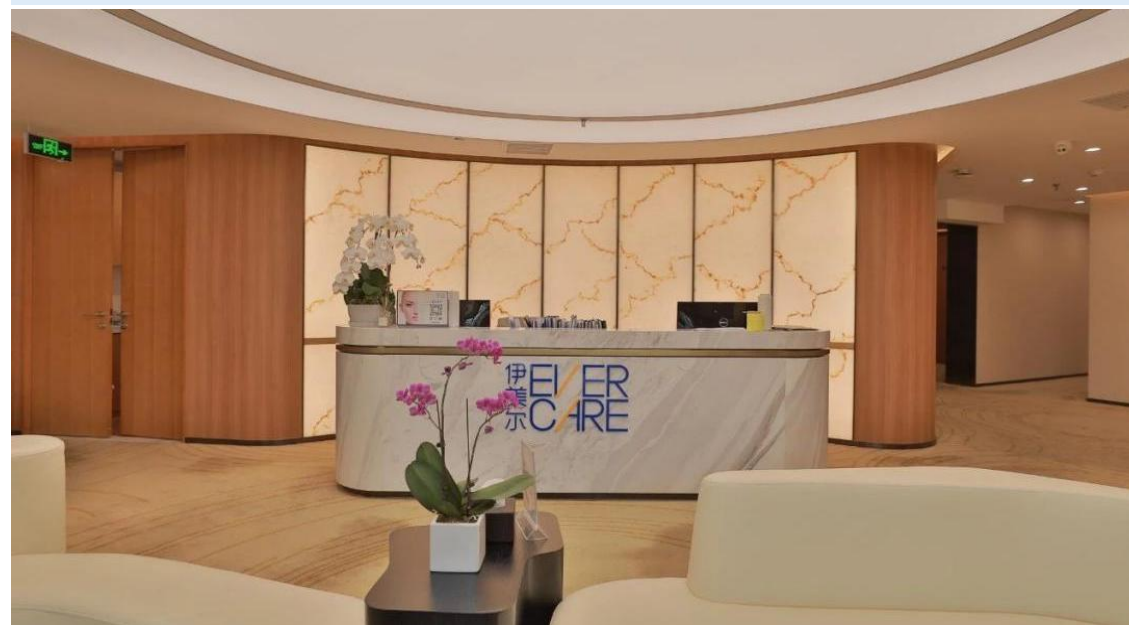
► 公司高度重视客户满意度，全方位打造极佳服务体验：

- 行业顶尖医学专家团队：截至2021Q1有157名医师执业，超过65%为内部培养，包括6名主任医师、19名副主任医师和63名主治医师，其中主任医师及副主任医师有平均约14年的从业经验；
- 闭环式多样化服务打造极佳客户体验：策略性选址于黄金地段，采用高标准装修；
- 质控体系严格：各机构普遍遵循JCI标准，医疗纠纷率0.01%以下（行业水平为1%-3%），医疗纠纷赔偿金额占总收益0.1%以下（行业水平为0.8%-1.2%）

表10：行业顶尖的医学专家团队

	职务	数量	平均从业年限
医师	(i)初级职称（住院医师）	69	4
	(ii)中级职称（主治医师）	63	9
	(iii)高级职称(a)副主任医师	19	14
	(b)主任医师	6	14
	小计	157	
其他医疗人员	护士	209	
	药剂师	26	
	放射技师	6	
	实验技术员	18	
	小计	259	

图25：伊美尔机构实景图





目录

Contents

- 1、公司简介：中国北部领先的私立医美机构集团
- 2、行业概况：低集中度，私立主导，非手术市场前景广阔
- 3、竞争优势：优质管理与服务，巩固北方龙头地位
- 4、未来规划：全方位内部升级，高质量外部扩张

4.1 未来规划：内外并举，扩大医美机构网络

➤ **内生增长：**1) 升级现有医美机构，提升顾客体验及运营效率；2) 拟成立5家新机构，积极进入人口密度大、消费能力强的新市场。

➤ **战略收购：**高标准筛选，主要针对已经达到或接近达到收支平衡点的医美机构，且满足以下条件：
(i)经营至少8年且收益至少800万元/年；(ii)至少有高素质的8名医师及8名管理者。

表11: 升级现有机构情况

	医院	目前状态	估计增加规模	预期完成时间
升级	青岛医院	2023年启动	-46张非手术服务床位; -27间服务室	2023年
	西安医院	2024年启动	-48张非手术服务床位; -34间服务室	2024年
	北京爱康医院	2023年启动	-25张非手术服务床位; -11间服务室	2023年
扩建	北京健翔医院	2022年启动	-建筑面积: 1500平方米 -52张非手术服务床位; -34间服务室	2023年
	北京长岛医院	2023年启动	-建筑面积: 1000平方米 -34张非手术服务床位; -两间手术室及17间服务室	2024年
搬迁	济南医院	选址	-建筑面积: 2000平方米 -52张非手术服务床位; -三间手术室及47间服务室	2023年
	北京紫竹医院	选址	-建筑面积: 1900平方米 -40张非手术服务床位; -三间手术室及39间服务室	2024年
	天津医院	选址	-建筑面积: 8000平方米 -85张非手术服务床位; -四间手术室及78间服务室	2024年

表12: 成立新机构计划

城市	机构类别	目前状态	估计规模
北京	旗舰医院, 为其他机构提供学术和技术培训支持	选址	— 建筑面积: 约20,000平方米; — 120张非手术服务床位; — 10间手术室及122间服务室
北京	专科门诊部	完成选址	— 建筑面积: 7,900 平方米; — 105张非手术服务床位; — 四间手术室及105 间服务室
北京	专科门诊部	选址	— 建筑面积: 约3,000平方米; — 45张非手术服务床位 — 4间手术室及51间服务室
西安	专科门诊部	选址	— 建筑面积:约3,000平方米; — 45张非手术服务床位; — 3间手术室及51间服务室
三亚	专科医院	选址	— 建筑面积:约6,000平方米; — 75张非手术服务床位; — 五间手术室及80间服务室

➤ 大力投资新的医美服务设备及耗材战略收购：

- 选择性引入具备高品牌知名度的先进医美服务设备，以丰富非外科医美项目服务种类，如：Clear+Brilliant、飞梭（临床证明可以逆转皮肤老化迹象的激光表面修复设备）以及宽谱光（强脉冲光嫩肤设备）等；
- 推广市场认可度较高的嗨体项目，将其适应症扩大到眼部皱纹；拟引入童颜针（聚左旋乳酸可注射填充剂）及少女针（完美微型晶球聚己内酯可注射皮下填充剂）；
- 进一步扩大自有标签产品组合。

➤ 继续招聘、培养优秀人才库，强化人力资源管理体系：

- 拟成立由伦理学家、心理学家、经验丰富的医师、社会工作者及律师组成的伦理委员会，作为未来新流程的把关者；
- 让若干核心员工参与雇员激励计划。

图26：飞梭Fraxel、少女针示意图



4.3 未来规划：管理运营体系再升级，全方位提升效率

► 持续提升客户拓展及获取能力：

- 实施会员忠诚度计划，逐级提高资格要求和福利，发掘及培养高净值客户群体；
- 计划推出「年度医美计划」，包括一套定制的医美非手术诊疗包，可迎合任何单个客户的特定需求，并可全年使用；
- 增加新媒体渠道的营销推广投放，加强对O2O、社交媒体和视频流媒体平台的利用。

► 进一步升级IT基础设施：

- 升级现有HIS及其他业务中台系统，提高运营效率；
- 建立统一云端数据管理分析平台，提升获客效率；
- 建立云计算基础设施，利用人工智能等技术进一步提高运营数字化和智能化水平；
- 升级CRM，促进远端咨询。

图27：伊美尔微信小程序示例



声誉风险：行业发展高度依赖品牌形象和声誉，如面临投诉、申索或法律诉讼，可能会对业绩产生不利影响。

监管政策压力：行业受到严格管制，公司需承担持续的合规成本，并面临潜在的不合规处罚。

行业竞争加剧：行业竞争激烈，新老竞争对手众多，如无法取胜，业务、财务状况可能会受到不利影响。

市场动力不足：整体消费市场增长不足可能会对行业内公司产生不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。