

业绩验证行业高成长，产品推新+政策监管是两大主旋律

强于大市 (维持)

——医美行业 2021 年半年报综述报告

2021 年 09 月 08 日

行业核心观点:

医美板块 6 月初以来迎来较大幅度的调整，我们复盘分析板块走势发现产品推新+政策监管是两大主旋律，一方面市场对产品推新的预期拉高板块估值，另一方面对政策风险的担忧加剧致使估值回调。**对上游药械服务商来讲**，严监管为合规产品提供替代空间，合规医疗器械注册证（尤其是 III 类）的优势被放大，产品推新落地后更加考验公司产品商业化推广的能力，短期应予以关注，长期来看，B2B2C 的商业模式决定了产品力仍将成为最重要的竞争维度，公司的研发实力、创新基因以及 ToB 渠道深耕能力等要素则更为重要。**对中游服务机构来讲**，新品对注射技术及审美能力的要求或将不断提高，以及如何利用新品延长求美者的消费生命周期、扩大求美者的产品消费半径则考验其医生及管理者水平。医疗美容广告的严监管短期内或将提高直客机构的获客成本，叠加监管部门对违法违规医美机构的打击，将在中长期放大头部合规机构的资质牌照以及口碑优势，有助于行业集中度的提升以及长期的健康发展。

投资要点:

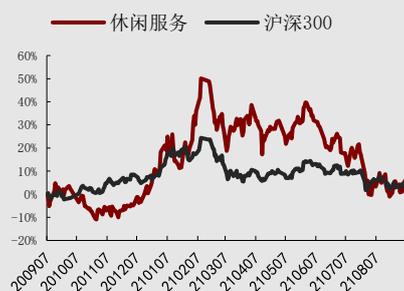
21H1 医疗美容指数上涨 61.3%，跑赢沪深 300 61.1pcts，H2 以来回调 24.9%，跑输大盘 16.9pcts。6 月初由于板块估值自身处于相对高位，叠加部分公司发布减持公告、八部委严监管政策出台、行业曝负面新闻、爱美客及苏宁环球等公司收并购项目收问询函，市场情绪出现波动，叠加教育培训行业“双减”政策出台，市场对行业政策风险的担忧快速扩散，板块迎来调整。

复盘：产品推新高度重视差异化，本轮监管行动力度有所加强。

①产品推新：21H1 新品主要为三大类产品：肉毒毒素类（四环代理的乐提葆 100U）、水光类（华熙旗下御龄双子针及爱美客旗下水光泡泡针）、再生材料类（爱美客旗下濡白天使、长春圣博玛旗下艾维岚以及华东医药旗下伊妍仕），均高度重视差异化。**②政策监管：**2021 年 6 月-12 月八部委联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，目标严厉打击非法医美活动，严格规范医美相关药品器械生产、流通和使用监管等，新一轮整治工作联合国家邮政局，预计将对打击水货、假货等药品器械流通的“最后一公里”起到重要作用。此外，广告宣传等方面的违规行为，也放大了求美者的信息不对称，提高了客诉率，进而推高机构获客成本压缩了其盈利能力，阻碍行业长久健康发展。8 月底，市场监管总局研究起草了《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》，规范和加强医疗美容广告监管。

财务：上游药械仪器商21H1 收入普遍高增，**爱美客**在嗨体继续放量+熊猫针占比提高的驱动下，营收同增 162%至 6.33 亿元；**华熙生物/昊海生科/华东医药**旗下医美业务 21H1 实现营收 2.20/1.80/5.65 亿元，分别同增

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

旅游市场延续复苏态势，长假带动长线游加速恢复

K12 培训转型道阻且长，看好职业教育赛道

旅游市场短期承压，看好长期复苏态势

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

58.1%/136.4%/46.3%；**复锐医疗科技**21H1实现营收8.09亿元，同增75%，**四环医药**21H1医美收入在乐提葆放量下同增772%至2.58亿元。**爱美客**、**昊海生科**单季归母净利率呈上升趋势，H1爱美客在产品结构优化及规模优势的助力下毛利率同增3.0pcts，期间费用率随规模经济连续两个季度下降，Q2归母净利率达到68.09%（YoY+4.0pcts）。**华熙生物**、**华东医药**Q2盈利能力承压，华熙生物由于毛利率较低且费用投放力度较大的功能性护肤品业务收入占比提升，叠加股份支付费用以及天津工厂转固增加折旧，Q2归母净利率同比下降9.5pcts，环比下降1.7pcts。；**中游服务机构**中老年玩家加速扩张，**华韩整形/朗姿股份/瑞丽医美**21H1实现营收4.87/5.31/0.91亿元，分别同增23.85%/49.85%/55.78%，华韩加快省内门诊部开拓步伐，21H1南医大友谊整形医院苏州市和南通市门诊部正式对外营业，朗姿上半年净新增2家晶肤医美。华韩整形毛利率下滑主因执行新租赁准则增加折旧摊销、20年社保税费减免成本基数低、新店未实现盈利以及主动让利求美者抢占市场份额，净利润率下滑1.3pcts至12.61%。朗姿股份亦因执行新租赁准则及新开店等因素，盈利能力小幅下滑，上半年朗姿医美归母净利润率同降1.3pcts至4.71%。新玩家收并购入局，**奥园美谷**、**苏宁环球**收购标的表现优秀，奥园美谷已并表的杭州连天美医疗美容医院、杭州维多利亚医疗美容医院21H1合计实现营收3.01亿元，21H1实现净利润5351.05万元，净利润率达到17.79%；苏宁环球H2收购的无锡苏亚、唐山苏亚以及石家庄苏亚H1合计实现营收6970万元，同增31.01%，毛利率超过50%，净利率达到11.59%。

风险因素：1. 监管风险 2. 医疗事故风险 3. 经济增速不及预期风险

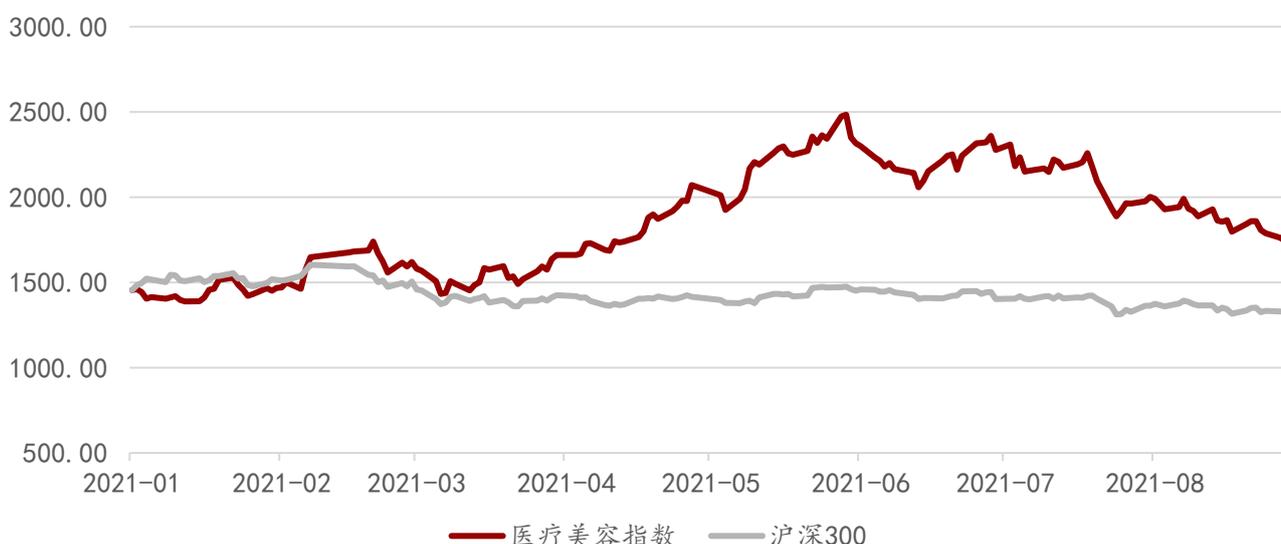
正文目录

1 医疗美容板块 21H1 涨势强劲，6 月起迎来调整	4
2 复盘：产品推新及政策监管是两大主旋律	5
2.1 产品推新：迭代升级，满足求美者需求.....	5
2.2 政策监管：趋严大势所趋，保障行业长期健康发展.....	7
3 财务：业绩验证行业高成长	10
3.1 上游药械仪器：21H1 收入高增，盈利能力有所分化.....	10
3.2 中游服务机构：老玩家高增，新玩家入局.....	12
4 投资建议及风险因素	14
4.1 投资建议.....	14
4.2 风险因素.....	14
图表 1：年初至今医疗美容指数走势图（截至 2021 年 8 月 31 日）.....	4
图表 2：部分医美板块上市公司 2021 年 1-8 月分月相对收益一览.....	4
图表 3：2021 年初至今部分医美产品上市一览.....	6
图表 4：2019 年中国医美机构分布情况.....	7
图表 5：近年医美行业部分监管政策或行动一览.....	8
图表 6：《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》中重点打击的医疗美容广告乱象.....	8
图表 7：主要药械仪器类上市公司医美相关收入及增速.....	10
图表 8：主要药械仪器类上市公司医美业务毛利率(%).....	11
图表 9：主要药械仪器类 A 股上市公司单季期间费用率.....	11
图表 10：主要药械仪器类 A 股上市公司单季销售费用率.....	11
图表 11：主要药械仪器类 A 股上市公司单季管理费用率.....	11
图表 12：主要药械仪器类 A 股上市公司单季研发费用率.....	12
图表 13：主要药械仪器类 A 股上市公司单季归母净利率.....	12
图表 14：主要医美服务机构类公司医美相关收入及增速.....	12
图表 15：主要医美服务机构类公司医美业务毛利率(%).....	13
图表 16：主要医美服务机构类公司销售费用率(%).....	13
图表 17：主要医美服务机构类公司管理费用率(%).....	13
图表 18：主要医美服务机构类公司净利率(%).....	13

1 医疗美容板块 21H1 涨势强劲，6 月起迎来调整

21H1医疗美容指数上涨61.3%，跑赢沪深300 61.1pcts，H2以来回调24.9%，跑输大盘16.9pcts。板块自20Q3起便呈明显的上涨趋势，春节后，在流动性预期等因素的扰动下，市场投资风格有所转向，赛道优质但估值较高的板块及相关白马股出现回调，爱美客、华熙生物等回调明显，但随着行业的投资价值被市场不断认知、公司密集推新以及21Q1业绩在低基数下实现靓丽增长，迎来戴维斯双击，3月中下旬开始明显跑赢大盘，6月初由于板块估值自身处于相对高位，叠加部分公司发布减持公告、八部委严监管政策出台、行业曝负面新闻、爱美客及苏宁环球等公司收并购项目收问询函，市场情绪出现波动，叠加教育培训行业“双减”政策出台，市场对行业政策风险的担忧快速扩散，板块迎来调整。

图表1: 年初至今医疗美容指数走势图（截至2021年8月31日）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 部分医美板块上市公司2021年1-8月分月相对收益一览

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	年初至今	PE (2022)
上游-器械耗材										
华熙生物	24.37	-13.46	1.48	33.73	25.00	5.27	-9.57	-20.94	31.41	76.5
爱美客	18.29	5.88	-5.56	48.56	5.40	18.60	-9.85	-9.41	69.85	100.1
昊海生科	15.19	6.16	4.23	20.80	45.20	5.13	10.19	-18.83	100.28	48.8
华东医药	-3.41	21.03	21.23	41.25	-3.72	-10.44	-14.96	-13.24	24.14	15.6
四环医药	131.50	21.37	-12.57	50.74	21.09	-11.52	-10.13	-12.18	188.12	13.3
复锐医疗科技	62.30	2.26	-16.50	150.38	74.78	-18.60	41.68	-37.62	317.47	
中游-医美机构										
苏宁环球	10.42	21.68	-10.09	70.37	58.07	-23.23	-22.86	-10.69	57.06	11.3
朗姿股份	-16.95	40.81	39.06	49.47	21.48	-20.31	-20.90	-18.25	35.26	39.2
奥园美谷	18.75	30.84	-2.98	88.55	32.93	-21.43	-18.60	-19.24	79.36	32.5
医思健康	-6.36	20.88	-4.28	36.39	45.35	3.15	-3.79	-10.30	84.04	25.5
瑞丽医美	-21.20	18.51	-11.26	104.93	32.84	-33.33	-15.48	-6.50	14.30	
医美国际	-4.26	42.43	-0.14	-14.37	30.34	-13.26	-38.22	-21.96	-40.41	
华韩整形	-3.67	16.92	7.94	-5.09	-15.70	27.87	-24.53	-16.48	-16.57	16.7
下游-获客渠道										
新氧	3.63	27.78	-34.70	-9.56	5.13	-7.43	-26.66	-22.29	-65.74	15.9

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: Benchmark选择: A股-沪深300指数, 港股-恒生指数, 新三板-三板做市指数, 美股-纳斯达克指数, PE (2022) 采用Wind一致预期。

2 复盘：产品推新及政策监管是两大主旋律

我们分析年初至今医疗美容板块走势发现政策监管及产品推新是两条主线，**①产品推新**：新品迭代升级让市场看到求美者需求广阔的发掘空间，进而对上游药械仪器类公司中长期保持较强盈利及现金流水平的能力形成较强信心，带动板块估值抬升，股价高歌猛进；**②政策监管**：我国医美行业虽已逐渐从粗放发展向健康发展过渡，但当前行业乱象仍然较多，市场对板块的政策监管风险一直有所担忧，随着监管政策的不断出台，估值迎来回调，相比于中下游服务机构及获客渠道，上游原材料及药械仪器商受影响较小。

2.1 产品推新：迭代升级，满足求美者需求

21H1新品上市不断，主要为三大类产品：肉毒毒素类、水光类、再生材料类，均高度重视差异化。

1) 肉毒毒素类：四环代理的乐提葆100U产品于2月正式在市场推出，Letybo践行强差异化策略，依靠自身同样较小的弥散面积（效果好）等特点，瞄准衡力与BOTOX的中间价格带，定位轻奢（中高端），以年轻人的第一款进口肉毒抢占消费者心智，一方面承接此前衡力用户因消费升级或抗药性（衡力采用医用明胶作为赋形剂，易产生抗药性）溢出的需求，另一方面捕捉消费BOTOX有所压力但又对品质有所追求的消费者，目前来看收效良好。

2) 水光类：华熙生物及爱美客分别推出两大水光类产品御龄双子针及太活泡泡针，发力面部年轻化赛道。**御龄双子针**采用微交联技术（效果优于非交联，促进胶原蛋白合成），精准定位抗衰领域静态纹市场，纠正额部及周边静态纹，定位肉毒伴侣，弥补肉毒毒素在解决静态纹上的不足，为B端机构提供营销思路；**太活泡泡针**则提出“医学隔离膜”概念，通过加入L-肌肽活性成分实现双抗（抗糖褪黄+抗氧化），通过双分子玻尿酸补水（大分子锁水筑基，增强皮肤角质层对活性物质的吸收利用+小分子快速渗透，增强成纤维细胞功能），形成“医学隔离膜”，以此实现褪黄、弹润、通透、紧致效果，打造“治养一体”的医疗美肤新模式，提出“先筑基，再重塑”，定位医疗美肤第一步，一方面可与自家玻尿酸类产品、埋植线类产品、冷敷贴类产品针对求美者消费生命周期构建联合治疗解决方案，另一方面亦可与光电类项目进行联合。

3) 再生类：再生材料因效果自然、改善肤质、效果持久等优势有望蚕食部分玻尿酸填充剂市场，但价格定位预计较高。爱美客、长春圣博玛以及华东医药于21H2分别推出濡白天使（PLLA-PEG微球+透明质酸钠）、艾维岚（PLLA微球）以及伊妍仕（PCL微球+CMC），三者虽均为胶原蛋白再生类填充剂，但仍具差异化，如濡白天使在组分（加入PEG，并采用SDAM专利技术将微球均匀混悬在交联透明质酸内）、包装（无需复溶）等方面作出创新以应对求美者及医生痛点。

我们认为，随着“玻尿酸”、“肉毒”、“再生”等关键词的市场关注度不断提高，市场对新品为公司带来利润增量的期待也相应提高，拉高板块估值，随着新品不断推出，对上游药械仪器商来讲，后续更加考验公司产品商业化推广的能力，短期应予以关注，长期来看，B2B2C的商业模式决定了产品力仍将成为最重要的竞争维度，公司的研发实力、创新基因等要素则更为重要。对中游服务机构来讲，新品对注射技术及审美能力的要求或将不断提高，以及如何利用新品延长求美者的消费生命周期、扩大求美者的产品消费半径则考验其医生及管理者的水平。

图表3: 2021年初至今部分医美产品上市一览

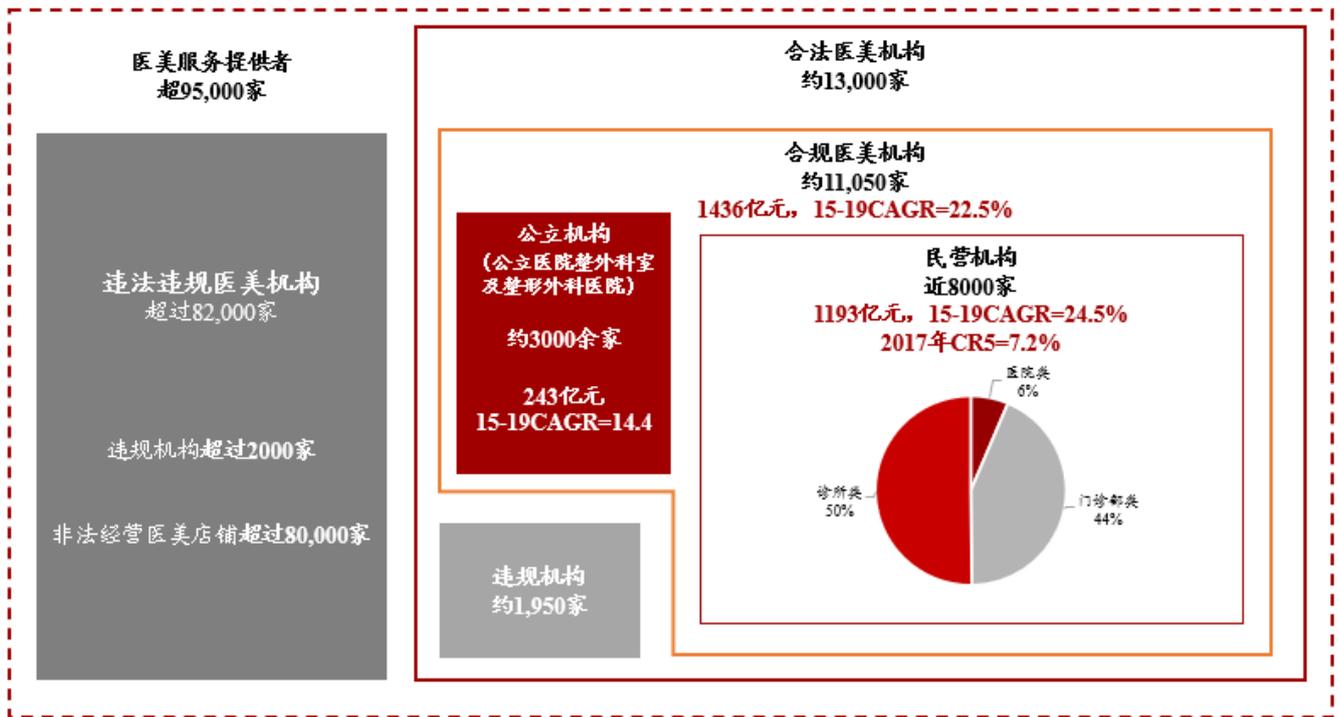
时间	相关公司	产品名称	主要成分	产品卖点	图片展示
2月	四环医药 (代理)	乐提葆 (100U)	类型: A型肉毒毒素 菌株: CBFC26菌株 分子量: 900kDa 赋形剂: 人血清白蛋白	①定位差异化: 中高端、轻奢、年轻人的第一款进口肉毒 ②高纯度、高效果、高安全	
5月	华熙生物	御龄双子针	①熨纹针: 微交联透明质酸、0.3%利多卡因 ②元气针: 高浓度透明质酸钠 (15mg/ml)	①一针熨无纹 (III类)+一针满元气 (I类) ②肉毒伴侣 (熨纹针) ③新一代“四元超复”, 强效玻尿酸 (元气针)	
5月	爱美客	本活泡泡针	①双分子玻尿酸 (大分子+小分子) ②L-肌肽 (抗衰成分) ③复合氨基酸及维生素 (补充营养)	①“医学隔离膜”概念 ②双抗-抗糖化+抗氧化 ③III类械字号水光 ④使用体验佳 (医生操作方便+求美者体验佳) ⑤包装营造氛围感	
7月	爱美客	濡白天使	①PLLA-PEG微球: 18% ②透明质酸钠: 17mg/ml ③盐酸利多卡因: 3mg/ml	①即刻+远期 ②应对结块和肿胀问题 ③不透光, 塑型效果自然 ④完全降解, 无残留 ⑤舒适注射感 ⑥无需复配, 注射方式简单	
8月	长春 圣博玛	艾维岚	①主要成分: PLLA微球 ②辅料: 甘露醇、羧甲基纤维素钠	① 安全 : 首款获批NMPAIII类的聚乳酸类面部填充剂产品, 完全可降解且无毒, 低炎性, 高分散, 与组织细胞充分解除生成更多均质胶原, 不会压迫组织变形, 无降解后间隙。 ② 自然 : 新生III型 (优异的弹性和修复功能)+I型胶原蛋白 (支撑保护)。静态及动态效果均自然、灵动、渐进, 无注射痕迹, 肤质改善、紧致、细嫩。 ③ 友好 : 快速复溶、不团聚、不起泡、不堵针、推注省力、可回抽	
8月	Sinclair (华东医药)	伊妍仕 (ELLANSÉ-S)	①PCL微球: 30% ②CMC: 70%	①即刻填充+长期效果 ②微球光滑、粒径更均匀 ③低粘度的CMC降低肉芽肿风险 ④即开即用, 可混麻	

资料来源: 公司公告, 公司官网, 美沃斯, 艾维岚发布会, 万联证券研究所

2.2 政策监管：趋严大势所趋，保障行业长期健康发展

我国违法违规医美服务提供者泛滥，民营机构贡献合规市场主要收入。2019年我国预计有超过9.5万家医美服务提供者，其中超过8.2万家是违法违规医美机构，约1.3万家属于合法医美机构，其中1.1万家属于合规机构，贡献了1436亿元的收入。合规市场中，民营机构是中坚力量，近8000家民营机构贡献收入1193亿元，占比达到83%，且增长迅猛，15-19年CAGR达到24.5%，超过公立机构10pcts左右。民营机构中多数是门诊部及诊所，据我国《2020年卫生健康统计年鉴数据》，我国民营整形外科医院及美容医院合计495家，占比约6%。

图表4：2019年中国医美机构分布情况



资料来源：《2020中国卫生统计年鉴》，艾瑞咨询，Frost & Sullivan，公司公告，万联证券研究所

注：此处合法机构指具备医疗美容资质的机构，合规机构指无超范围经营情况的医美机构。

机构数量数据中除公立机构数量（多为公立医院整形科室）是根据艾瑞咨询公布的医院类总数减去统计年鉴公布的民营整形外科医院及美容医院数量所得外，其余均采用艾瑞咨询统计。由于艾瑞公布的民营机构各类机构数量占比为合法机构情况，上图假设合法合规机构中门诊部类与诊所类数量相对比重与合法机构中分布一致。

2017年后，医美行业正式进入严监管时代，到2021已经进行了或正在开展三轮相关的整治行动，包括①2017-2018：2017年5月-2018年7月的严厉打击非法医疗美容专项行动（国家卫计委、中央网信办、公安部、人力资源社会保障部、海关总署、工商总局、食药监局）；②2019-2020：2019年3月-2020年2月的医疗乱象专项整治行动，医疗美容被纳入整治范围（卫健委、中央网信办、发改委、公安部、市场监督管理总局、国家中医药局、国家医疗保障局、国家药品监督管理局），2020年4月的进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知（卫健委、中央网信办、教育部、商务部、海关总署、市场监管总局、国家药监局）；③2021：2021年6月-12月联合开展打击非法医疗美容服务

专项整治工作（卫健委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局）。监管整治行动不断出台，目标严厉打击非法医美活动，严格规范医美相关药品器械生产、流通和使用监管等，新一轮整治工作联合国家邮政局，预计将对打击水货、假货等药品器械流通的“最后一公里”起到重要作用。除此之外，广告宣传等方面的违规行为，也放大了求美者的信息不对称，提高了客诉率，进而推高机构获客成本压缩了其盈利能力，阻碍行业长久健康发展。因此，今年8月底，市场监管总局依照《广告法》《医疗广告管理办法》等法律法规规章规定，研究起草了《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》，规范和加强医疗美容广告监管，有效维护医疗美容广告市场秩序，保护消费者合法权益。

图表5: 近年医美行业部分监管政策或行动一览

年份	政策或行动	主要内容
2021	八部委联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	严厉打击非法开展医疗美容的机构，严格规范医疗美容服务行为，打击非法制售药品医疗器械行为，严肃查处违法广告和互联网信息。
2021	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	倡议：金融机构不与任何不法医疗美容机构开展合作，不向任何不法医疗美容机构客户提供相关金融产品和服务；金融机构应在提供医疗美容相关金融产品和服务时，按照适当性原则，充分评估消费者的还款能力，自主确定客户授信额度和贷款定价标准，做好风险控制等。
2021	《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》	市场监管部门依法整治各类医疗美容广告乱象，着力解决危害性大、群众反映集中的问题，对以下情形予以重点打击，例如：制造“容貌焦虑”、使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者作证明、生活美容机构等非医疗机构开展医疗美容广告宣传等。

资料来源：政府官网，万联证券研究所

首先我们需要明确医疗美容广告，是指通过一定媒介或者形式直接或间接介绍医疗美容机构或医疗美容服务的广告，属于医疗广告。此外，我们归纳了该指南重点打击的宣传广告乱象：

- 1) 宣传角度：制造容貌焦虑
- 2) 宣传主体：生活美容机构等非医疗机构
- 3) 宣传内容：①未经药品管理部门审批或者备案的药品、医疗器械；②未经卫生健康行政部门审批、备案的诊疗科目和服务项目等内容；③出现有关医疗美容机构的地址、联系方式等内容。
- 4) 宣传方式：①宣传诊疗效果或者对诊疗的安全性、功效做保证性承诺；②使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者作证明；③利用广告代言人为医疗美容做推荐、证明。

图表6: 《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》中重点打击的医疗美容广告乱象

主要内容	
(1)	违背社会良好风尚，制造“容貌焦虑”，将容貌不佳与“低能”“懒惰”“贫穷”等负面评价因素做不当关联或者将容貌出众与“高素质”“勤奋”“成功”等积极评价因素做不当关联。
(2)	违反药品、医疗器械、广告等法律法规规定，对未经药品管理部门审批或者备案的药品、医疗器械作广告。
(3)	宣传或者含有未经卫生健康行政部门审批、备案的诊疗科目和服务项目等内容。
(4)	宣传诊疗效果或者对诊疗的安全性、功效做保证性承诺。
(5)	使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者作证明。
(6)	利用广告代言人为医疗美容做推荐、证明。医疗美容广告中出现的所谓“推荐官”“体验官”等，以自己名义或者形象为医疗美容做推荐证明的，应当被认定为广告代言人。
(7)	以介绍健康、养生知识、人物专访、新闻报道等形式变相发布医疗美容广告。
(8)	生活美容机构等非医疗机构开展医疗美容广告宣传。
(9)	对食品、保健食品、消毒产品、化妆品宣传疾病治疗功能或者对保健食品之外的其他食品声称具有保健功能。
(10)	其他违反广告法律法规规定，严重侵害群众权益的行为。

资料来源：政府官网，万联证券研究所

我们认为整治行动的落地力度有望逐步加强，但实际落地中仍面临一些不确定性，后续需持续跟踪实际落地情况，我们尝试分析本轮整治行动对产业链不同环节的影响。

①上游药械仪器类厂商：打击水货、假货等违法违规产品的流通及使用为合规产品提供替代空间，合规医疗器械注册证（尤其是III类）的优势被放大，ToC品牌露出的门槛或将提高，未来产品力及ToB渠道深耕能力将成为比拼重点。**②中游服务机构：**医疗美容广告的严监管短期内或将提高直客机构的获客成本，叠加监管部门对违法违规医美机构的打击，将在中长期放大头部合规机构的资质牌照以及口碑优势，有助于行业集中度的提升以及长期的健康发展。

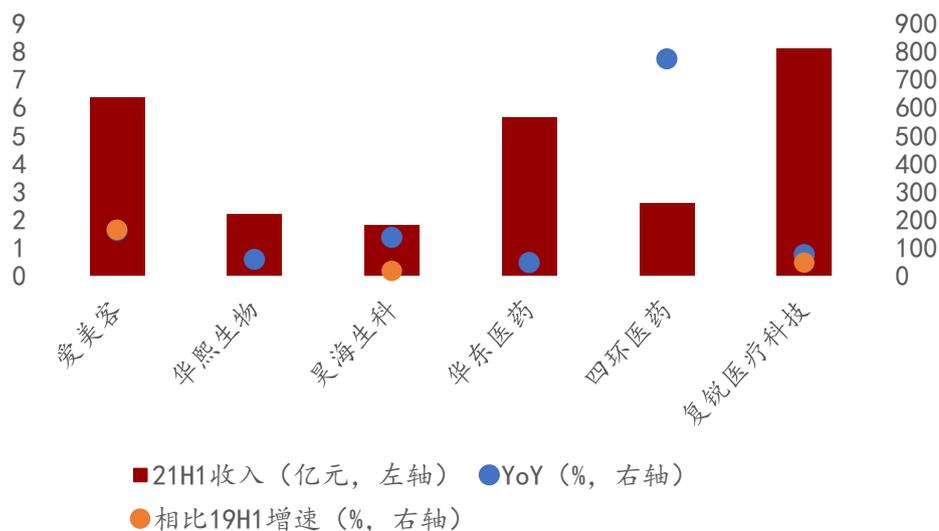
3 财务：业绩验证行业高成长

3.1 上游药械仪器：21H1 收入高增，盈利能力有所分化

20疫情影响低基数下21H1收入普遍高增。从收入端来看，20H1，COVID-19疫情冲击下服务机构直面冲击，面临关店、客流量大幅下滑的困境，上游药械仪器的需求亦受到冲击。

四环医药代理的乐提葆（100U）于今年2月开始销售，上市后快速放量，销量超20万瓶，创收2.58亿人民币，截至7月末，代理商数量超过40家，营销团队人数超过60人，以代理商模式覆盖全国城市超过200个，覆盖医疗机构数量超过1800家（其中头部机构约400-500家），目标2021年底前覆盖3000家以上医美终端机构。在新品放量贡献下，四环21H1医美收入同增772%。21H1，**爱美客**在嗨体继续放量+熊猫针占比提高的驱动下，营收同增162%至6.33亿元，相比19H1亦高增164%，其中溶液类注射产品营收4.76亿元（YoY+230.38%），毛利率为93.73%（YoY+2.72pcts）。**华熙生物/昊海生科/华东医药**旗下医美板块21H1实现营收2.20/1.80/5.65亿元，分别同增58.1%/136.4%/46.3%。华熙上半年重新梳理医美产品体系，打造大单品，全方位有针对性的布局面部年轻化解决方案，2021年定位医美业务的战略升级元年，将“润致”打造成医美知名品牌，并打造“强中台”架构，提升组织运行效率。昊海旗下第三代玻尿酸“海魅”上市推广收效良好，助力营收增长。华东医美板块高增主因海外医美业务高增，Sinclair公司国际市场订单明显增长，在欧洲及在欧洲市场新上市的MaiLi®系列新型高端玻尿酸和新代理上市韩国Lanluma®（左旋聚乳酸类胶原蛋白刺激剂）两款产品销售超预期，自身营收增长74%，考虑新收购西班牙HighTech公司并表影响，营收增长111%。复锐医疗科技21H1实现营收8.09亿元，同增75%，欧洲、北美、亚太等核心地区收入明显复苏，欧洲/北美/亚太收入高增主要归因品牌分别为脱毛品牌Soprano/Alam品牌（Alam Duo、Alam Opus）/Alam的热拉提系列、黑金超光子系列以及5G天使光。

图表7：主要药械仪器类上市公司医美相关收入及增速

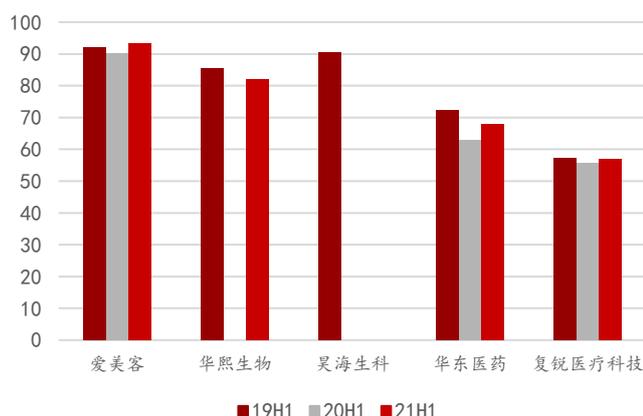


资料来源：公司公告，Wind，万联证券研究所

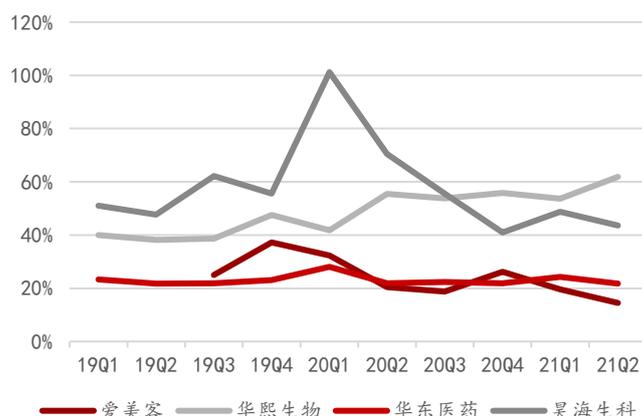
注：华熙生物采用医疗终端业务中皮肤类医疗产品业务，昊海生科采用医疗美容与创面护理业务，华东医药采用医美业务。复锐医疗科技收入采用期末汇率转换，增速采用原始货币口径计算。

爱美客、昊海生科单季归母净利率呈上升趋势，华熙生物、华东医药Q2盈利能力承压。爱美客在产品结构优化及规模优势的助力下毛利率同增3.0pcts至93.25%，较19H1提高1.1pcts，期间费用率随规模经济连续两个季度下降，Q2实现归母净利润2.55亿元（YoY+144.38%），归母净利率达到68.09%（YoY+4.0pcts）。昊海生科21Q2归母净利润为1.34亿元（YoY+155.87%），归母净利率同增13.3pcts至28.60%。华熙生物由于毛利率较低且费用投放力度较大的功能性护肤品业务收入占比提升，叠加股份支付费用以及天津工厂转固增加折旧，Q2归母净利润为2.08亿元（YoY+30.91%），增速低于收入增速，归母净利率为17.95%（YoY-9.5pcts），环比下降1.7pcts。华东医药国际医美业务毛利率同比提高5.1pcts，Q2公司归母净利同降7.18%至5.42亿元，归母净利率同降0.7pct至6.54%。

图表8: 主要药械仪器类上市公司医美业务毛利率(%)



图表9: 主要药械仪器类A股上市公司单季期间费用率

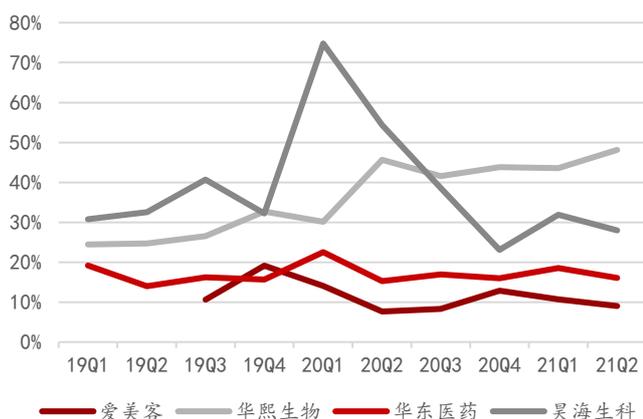


资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

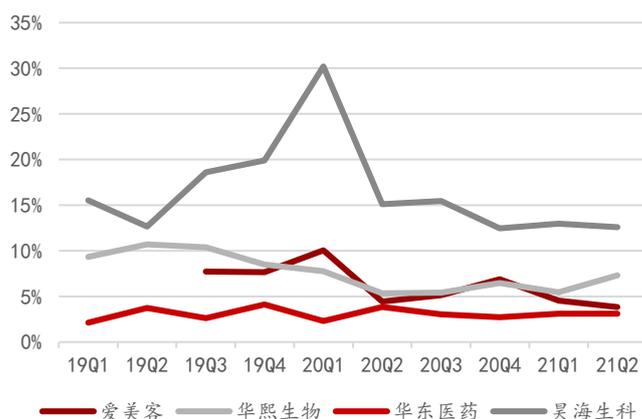
资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

注: 华熙生物采用医疗终端业务, 昊海生科采用医疗美容与创面护理业务, 华东医药采用国际医美业务。

图表10: 主要药械仪器类A股上市公司单季销售费用率



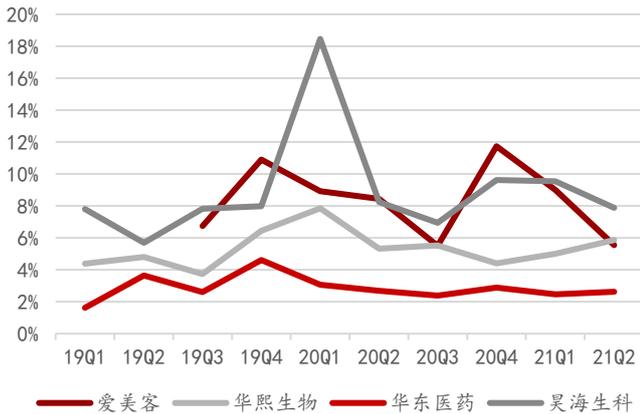
图表11: 主要药械仪器类A股上市公司单季管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

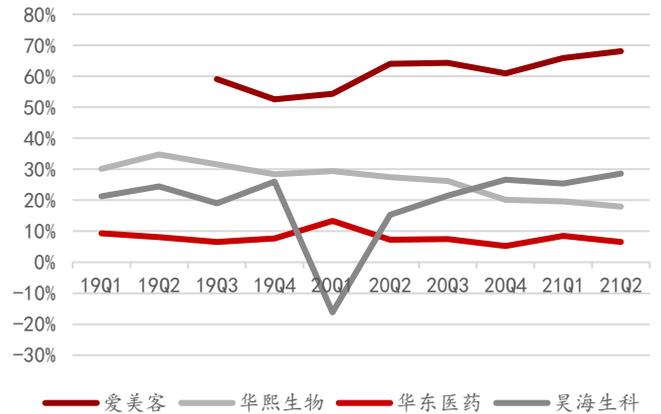
资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

图表12: 主要药械仪器类A股上市公司单季研发费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

图表13: 主要药械仪器类A股上市公司单季归母净利润率

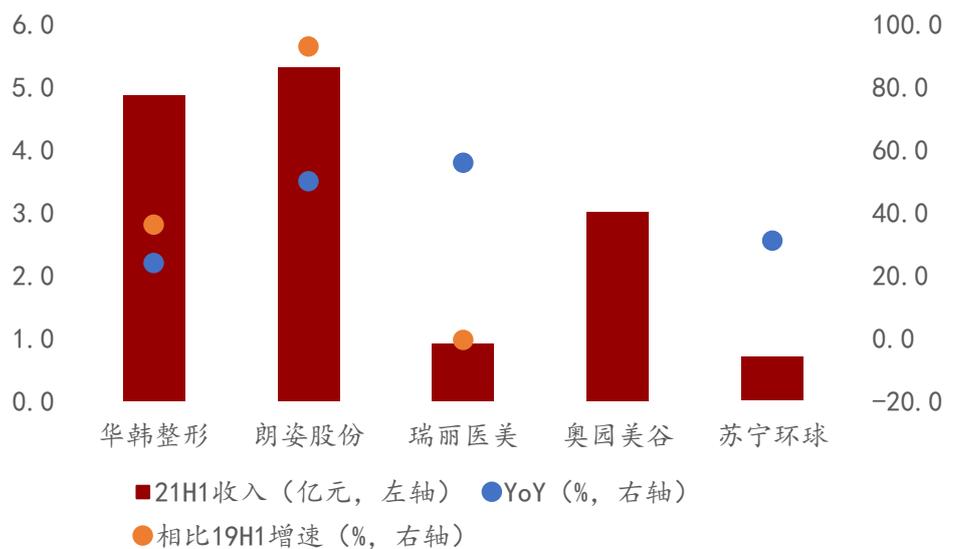


资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

3.2 中游服务机构: 老玩家高增, 新玩家入局

老玩家加速扩张, 新玩家收并购入局。华韩整形/朗姿股份/瑞丽医美21H1实现营收4.87/5.31/0.91亿元, 分别同增23.85%/49.85%/55.78%, 华韩/朗姿分别较19H1增长36.03%/92.82%, 瑞丽尚未恢复到19年同期水平。华韩加快省内门诊部开拓步伐, 21H1南医大友谊整形医院苏州市和南通市门诊部正式对外营业。截至21H1, 朗姿旗下机构数量合计22家, 其中米兰柏羽/晶肤医美/高一生分别有4/16/2家, 较20年末分别变动0/+3/0家, 21H1新机构/次新机构/老机构营收占比分别为8.61%/15.34%/76.05%。奥园美谷已并表的杭州连天美医疗美容医院、杭州维多利亚医疗美容医院21H1合计实现营收3.01亿元, 其中微整形科/皮肤科/整形外科/其他科室/口腔科营收占比分别为43.13%/28.64%/16.54%/6.56%/5.13%。苏宁环球H2收购的无锡苏亚、唐山苏亚以及石家庄苏亚H1合计实现营收6970万元, 同增31.01%。

图表14: 主要医美服务机构类公司医美相关收入及增速

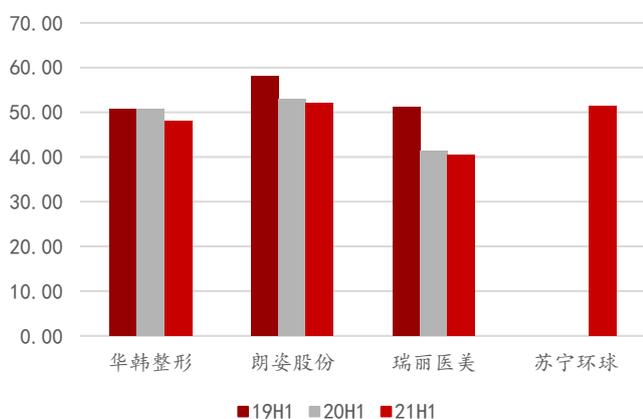


资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

注: 朗姿股份采用旗下朗姿医美数据, 奥园美谷采用Q2已并表的浙江连天美企业管理有限公司旗下两家医疗美容医院的21H1数据, 苏宁环球采用21年7月收购的无锡苏亚、唐山苏亚以及石家庄苏亚21H1数据, 如无额外备注则下同。

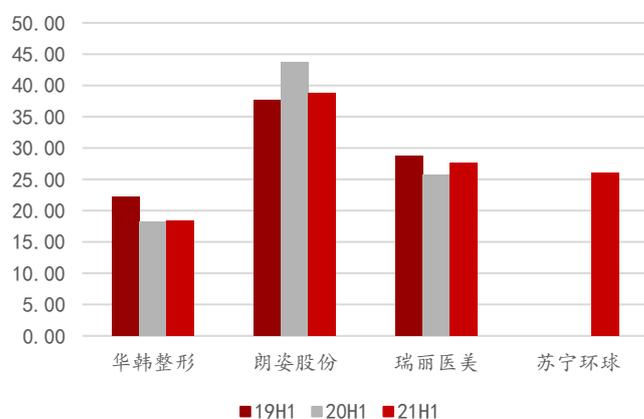
老玩家毛利率普遍下滑，奥园美谷、苏宁环球收购标的表现优秀。华韩整形/朗姿股份/瑞丽医美21H1毛利率分别为47.98%/52.12%/40.55%，同比下滑2.8/0.9/0.8pct。华韩整形21H1毛利率下滑主因执行新租赁准则增加折旧摊销、20年社保税费减免成本基数低、新店未实现盈利以及主动让利求美者抢占市场份额，净利润率下滑1.3pcts至12.61%，实现归母净利润0.56亿元（YoY+13.28%）。朗姿股份亦因执行新租赁准则及新开店等因素，盈利能力小幅下滑，上半年朗姿医美归母净利润率同降1.3pcts至4.71%，新设机构/次新机构/老机构销售净利率分别为-53.07%/-3.52%/12.58%，分别同降40.5/14.0/0.5pcts。瑞丽21H1实现净亏损523.70万元。奥园美谷收购的两家医院盈利能力优异，21H1实现净利润5351.05万元，净利润率达到17.79%，拥有超过33万名会员，21H1上半年活跃用户为4.56万人，19-21年利润坪效也在稳步提升。苏宁环球收购的三家医院21H1毛利率超过50%，净利率达到11.59%。

图表15: 主要医美服务机构类公司医美业务毛利率(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

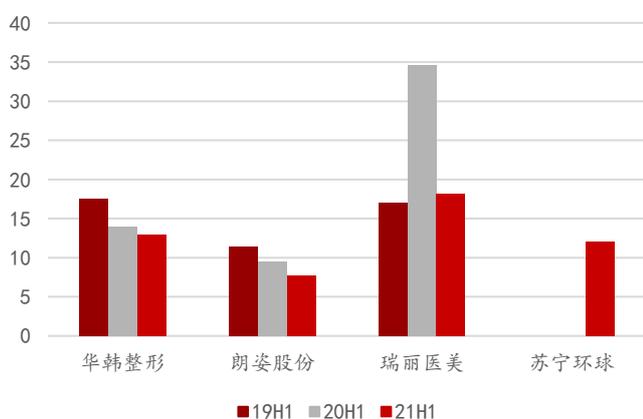
图表16: 主要医美服务机构类公司销售费用率(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

注: 朗姿股份采用公司整体数据。

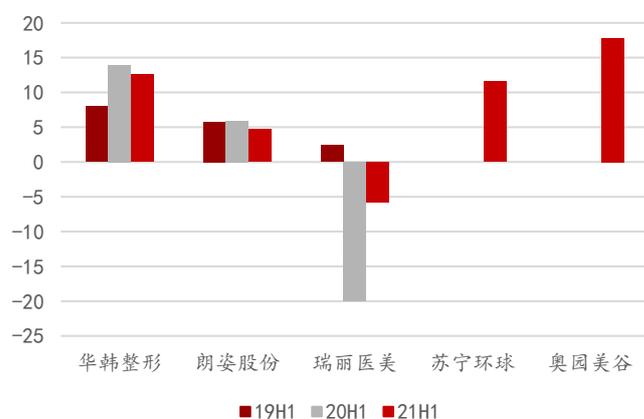
图表17: 主要医美服务机构类公司管理费用率(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

注: 朗姿股份采用公司整体数据

图表18: 主要医美服务机构类公司净利率(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 万联证券研究所

注: 朗姿股份采用朗姿医美归母净利润率。

4 投资建议及风险因素

4.1 投资建议

21H1医疗美容指数上涨61.3%，跑赢沪深300 61.1pcts，H2以来回调24.9%，跑输大盘16.9pcts。6月初由于板块估值自身处于相对高位，叠加部分公司发布减持公告、八部委严监管政策出台、行业曝负面新闻、爱美客及苏宁环球等公司收并购项目收问询函，市场情绪出现波动，叠加教育培训行业“双减”政策出台，市场对行业政策风险的担忧快速扩散，板块迎来调整。

我们分析年初至今医疗美容板块走势发现政策监管及产品推新是两条主线：

①产品推新：新品迭代升级让市场看到求美者需求广阔的发掘空间，进而对上游药械仪器类公司中长期保持较强盈利及现金流水平的能力形成较强信心，带动板块估值抬升，股价高歌猛进；随着新品不断推出，**对上游药械仪器商来讲**，后续更加考验公司产品商业化推广的能力，短期应予以关注，长期来看，B2B2C的商业模式决定了产品力仍将成为最重要的竞争维度，公司的研发实力、创新基因等要素则更为重要。**对中游服务机构来讲**，新品对注射技术及审美能力的要求或将不断提高，以及如何利用新品延长求美者的消费生命周期、扩大求美者的产品消费半径则考验其医生及管理者的水平。

②政策监管：我国医美行业虽已逐渐从粗放发展向健康发展过渡，但当前行业乱象仍然较多，市场对板块的政策监管风险一直有所担忧，随着监管政策的不断出台，估值迎来回调，相比于中下游服务机构及获客渠道，上游原材料及药械仪器商受影响较小。**对上游药械仪器类厂商来讲**，打击水货、假货等违法违规产品的流通及使用为合规产品提供替代空间，合规医疗器械注册证（尤其是III类）的优势被放大，ToC品牌露出的门槛或将提高，未来产品力及ToB渠道深耕能力将成为比拼重点。**对中游服务机构来讲**，医疗美容广告的严监管短期内或将提高直客机构的获客成本，叠加监管部门对违法违规医美机构的打击，将在中长期放大头部合规机构的资质牌照以及口碑优势，有助于行业集中度的提升以及长期的健康发展。

分析21H1业绩发现，**上游药械仪器商**21H1收入普遍高增，爱美客、昊海生科单季归母净利率呈上升趋势，华熙生物、华东医药Q2盈利能力承压；**中游服务机构**中老玩家加速扩张，新玩家收并购入局，老玩家毛利率普遍下滑，奥园美谷、苏宁环球收购标的表现优秀。

4.2 风险因素

- 1. 监管风险：**由于一方面目前我国医美乱象仍多，另一方面我国药械上市、机构执业均受到严格的监管，监管政策的出台和执行力度对行业的盈利能力与发展趋势均有较大影响。
- 2. 医疗事故风险：**无论是对耗材仪器商，还是对服务机构来讲，医疗事故都将对其经营产生重大影响。
- 3. 经济增速不及预期风险：**因行业具有一定的可选消费属性，经济增速不及预期，消费升级受限将影响行业发展。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场