

芙蓉不及美人妆：2018年医美行业持续发力

核心观点：

- **本篇医美行业研究报告写作目的：**根据2017年医美行业从政策、趋势等方面发生的变化，进行更新梳理与总结，进而展望2018年医美行业未来发展趋势及投资方向。
- **千树万树梨花开：医美行业发展势如破竹。**根据《新氧2017年医美行业白皮书》显示，2017年预计将有1400万中国人通过医美变美，较2016年同比增长高达42%，远高于7%的全球增速，中国成为全球医美发展速度最快的国家。
- **不以规矩不成方圆：**2017年医美政策频出，政府关注度及扶持意向明显提高；行业协会评选机构标准细致化，有助于树立行业优秀标杆；在“医生创业”过程中，医生IP、运营、资本，三要素缺一不可。
- **桑田碧海须臾改：2017年医美行业发展力求突破。**中国医美群体趋于年轻化和广泛化，男性未来呈潜在发力点趋势渐显，地域特征滋生医美消费差异化；以皮肤管理的轻医美机构渐成主流，轻医美模式或成为医美行业的下个爆发点，新双美模式搭建层级统一体系，促进二次消费；目前智能医美由于产品和服务不到位而导致市场缺乏核心竞争力等种种障碍，因此仍需时间深入发展；中整协设立医疗风险管控中心，加持医美用户风险保障。
- **横看成岭侧成峰：透过产业链看上、中、下游医美公司。**产业链上游拼的是技术、人才，利润附加值都在上游，但是规模端在下游，这是未来医美行业投资的一大机会；在**产业链中游**新三板医美机构在未来应降低销售费用率，提升净利率，形成差异化竞争优势；而在**产业链下游**医美APP通过不断延伸到产业更多环节，形成深度壁垒获取更多价值，行业的马太效越来越明显即所谓的强者恒强，未来的竞争关键因素是产业资源的整合。
- **春有百花秋望月：医美投资紧抓三大点。**具备强大研发能力，掌握核心技术的上游生产商将有广阔的发展前景；具备丰富的医生资源，连锁化布局及行业优质口碑的大型连锁化医美机构，具备差异化优势的中小型医美机构以及模式创新的“轻医美”机构将在竞争中占据优势；看好用户数量与活跃度高、注重产业资源整合，从交易闭环到产业闭环，高效地为医美全产业链服务的医美APP平台。
- **投资标的：**苏宁环球(000718.SZ)转型节奏持续，静待医美业绩爆发；朗姿股份(002612.SZ)完善时尚生态圈的建设，加速医美产业布局；华韩整形(430335.0C)医美行业龙头企业，获业界高度认可；利美康(832533.0C)齐聚医美大咖，人才储备雄厚；永成医美(839816.0C)依托名医效应，搭建全方位的营销扩大品牌影响力。
- **风险因素：**医疗纠纷及事故风险；行业监管政策出台及执行低于预期，政府整治力度不及预期；医美企业并购低于预期

推荐（维持）

研究员

研究员：杨贺

电话：18010465871

邮箱：yanghe@txcap.com

相关研究

《拥抱“她经济”，医美行业掘金新三板》 20160406

《医疗美容行业趋势解析：溯游从之，宛在水中央》 20170228

目录

千树万树梨花开：医美行业发展势如破竹.....	3
1. 不以规矩不成方圆：2017 年医美政策重拳出击，合规力度加大.....	3
1.1 医美行业政策频出，政府关注度及扶持意向明显提高.....	4
1.2 行业协会评选机构标准细致化，有助于树立行业优秀标杆.....	4
1.3 医美行业成“医生创业”重要实践领域，着力打造“医生 IP+运营+资本”铁三角..	5
2. 桑田碧海须臾改：2017 年医美行业发展力求突破.....	8
2.1 医美需求进一步得到释放，地域特征滋生医美消费差异化.....	8
2.1.1 医美群体进一步扩大，未来男性增长潜力趋势渐显.....	8
2.1.2 医美消费地域性明显，三四线城市医美现关注度高但供求不足.....	9
2.2 “轻医美”引爆颜值经济，医美生美有效融合.....	11
2.2.1 多元化项目拓宽整形定义，以皮肤管理的轻医美机构渐呈主流.....	11
2.2.2 新双美模式搭建层级统一体系，促进二次消费.....	13
2.3 AI 进入医美领域，仍待时间深入发展.....	14
2.4 中整协加持医美用户风险保障，消费分期拉动需求增长.....	15
3. 横看成岭侧成峰：透过产业链看上、中、下游医美公司.....	17
3.1 国产价格较“亲民”，美容耗材拔头筹.....	18
3.2 产业链中游形成差异化优势，“轻医美”机构受到热捧.....	20
3.3 互联网马太效应尽显，产业资源整合将是医美 O2O 致胜关键.....	25
4. 春有百花秋望月：医美行业投资策略及标的分析.....	29
4.1 上市公司转型医美，行业成创投热点.....	29
4.2 产业链上、中、下游均呈现投资机会，技术+品牌+运营医美核心生产力.....	31
5. 风险因素.....	35
研究员声明.....	36
投资评级说明.....	36
免责声明.....	36

图表目录

图表 1：2016 年与 2017 年中国与全球医美增速对比.....	3
图表 2：医美疗程全球主要国家渗透率.....	4
图表 3：2017 年医疗美容机构评价结果.....	5
图表 4：中国医美行业医生人数严重不足.....	6
图表 5：大医院与医生创业优、劣势对比.....	6
图表 6：医生 IP.....	7
图表 7：联合丽格融资路径.....	7
图表 8：2017 年中国医美用户年龄分布.....	8
图表 9：2017 年新氧 APP 用户职业分布.....	8
图表 10：2015 年与 2017 年医美消费动机对比.....	9
图表 11：医美行业消费需求占比分布.....	9
图表 12：男性、女性最受欢迎的 TOP5 手术治疗项目.....	9
图表 13：2017 年新氧 APP 前十大城市商品交易总额排名占比.....	10
图表 14：医生、医美关注人群分布不均衡.....	10
图表 15：中国各地医美消费特征.....	11
图表 16：2017 年最受欢迎的 10 项医美术.....	12

图表 17: 轻医美机构以皮肤管理为主流业务.....	12
图表 18: 整形用户每月化妆品及护肤品花费 (元)	13
图表 19: 旧双美模式弊端	14
图表 20: 人工智能对医生及患者的好处.....	15
图表 21: 医美保险的优势	16
图表 22: 中整协-医美保障项目“放心美, 医无忧”入驻各城市时间表.....	16
图表 23: 医美平台消费路径	17
图表 24: 医美消费金融情况	17
图表 25: 医美行业产业链	18
图表 26: 取得 CFDA 认证的玻尿酸产品及生产制造商.....	18
图表 27: 取得 CFDA 认证的肉毒素产品及生产制造商.....	19
图表 28: 医美产业链上游公司情况介绍.....	19
图表 29: 医美产业链上游公司盈利情况.....	20
图表 30: 产业链中游: 公立医院及私立医院情况.....	21
图表 31: 产业链中游: 主要医美医院对比.....	22
图表 32: 各类医美机构占比	23
图表 33: 我国医美行业收入分配现状.....	23
图表 34: 1998-2017 年中国医疗美容行业上市地点分布 (按上市案例数, 起)	23
图表 35: 医美产业链中游公司情况介绍.....	24
图表 36: 2017 年新三板医美机构营业收入、归母公司净利润、销售毛利率及净利率 ...	25
图表 37: 2017 年新三板医美机构三费及期间费用毛利比	25
图表 38: 互联网电商切入医美领域.....	26
图表 39: 医美 APP 服务模式	26
图表 40: 医美 APP 数据比较	27
图表 41: 医美 APP 认知度排行	27
图表 42: 医美 APP 融资路径	28
图表 43: 2011-2017 年医美投资案例数与投资金额	29
图表 44: 2017 年 4 笔超过 1 亿元股权融资项目	29
图表 45: 2011-2016 年产业链上游及中下游并购情况 (单位: 百万 人民币)	30
图表 46: 苏宁环球转型进入医美投资路径.....	30
图表 47: 朗姿股份转型进入医美投资路径.....	30
图表 48: 苏宁环球医美业务 2017 年拓展情况.....	31
图表 49: 苏宁环球盈利情况	32
图表 50: 朗姿股份盈利情况	32
图表 51: 华韩整形盈利情况	33
图表 52: 利美康核心医师团队介绍.....	33
图表 53: 利美康盈利情况	34
图表 54: 永成医美盈利情况	35

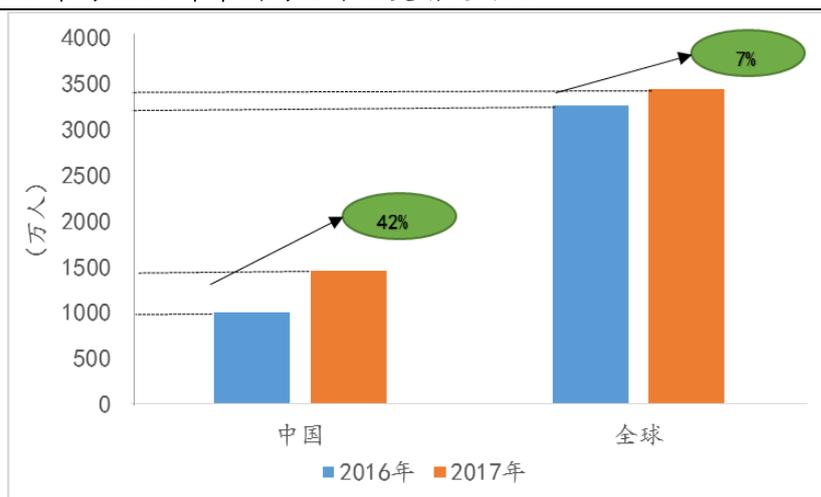
千树万树梨花开：医美行业发展势如破竹

追求美丽和展示美丽的效应使得“颜值时代”的发展步入黄金时期，80、90后逐渐成为增速最快的消费群体，消费升级促使医疗美容行业成为新的消费热点。基于 ISAPS 2016 年发布的数据显示，全球医疗美容行业治疗量达约 2363 万例，同比增长 8.9%，较 2015 年的 7.2% 持续增长。

据《“健康中国 2020”战略规划》、《“健康中国 2030”战略规划》，健康服务业的总规模到 2020 年要做到 8 万亿，2030 年要达到 16 万亿。而近年在中国医美市场规模快速增长的趋势下，中国整形协会副会长汪永安称，2017 年中国医美市场将达到 1760 亿元，到 2030 年中国整形美容行业将达到 5000 亿元市场规模，并超越美国、巴西等国家或地区，成为全球第一大市场。

根据《新氧 2017 年医美行业白皮书》显示，2017 年有 1400 万中国人通过医美变美，较 2016 年同比增长高达 42%，远高于 7% 的全球增速，预计 2018 年增速将保持在 40%。中国成为全球医美发展速度最快的国家。伴随着医疗美容行业快速发展的势头下，大量资本的涌入的情况下，在大量机构整合中也加剧了医疗美容行业的竞争。

图表 1：2016 年与 2017 年中国与全球医美增速对比

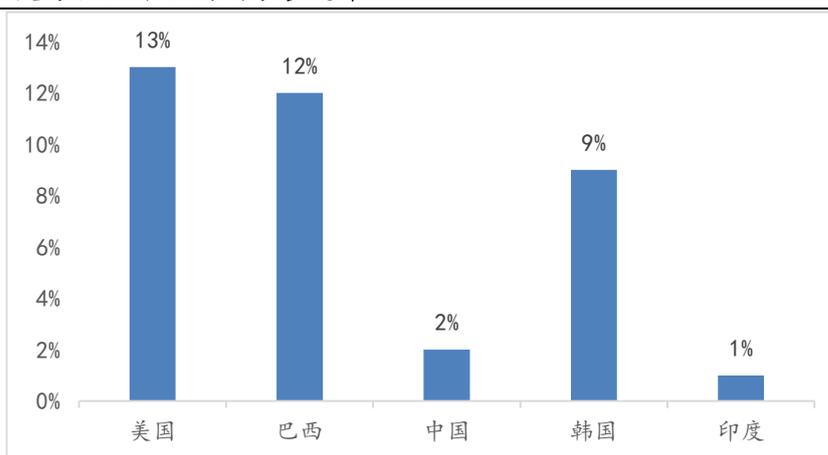


资料来源：《新氧 2017 年医美行业白皮书》、天星资本研究所

1. 不以规矩不成方圆：2017 年医美政策重拳出击，合规力度加大

经过近 30 年医美行业的发展，医疗美容理念、技术和运营方法都有了很大的提高，虽然与韩国和其他欧美国家相比，我国医疗美容渗透率仍然偏低，但仍存在较大的提升空间，作为一个全新的朝阳产业，在消费升级的大趋势下具有强大的爆发力。虽然之前医美市场良莠不齐，但随着监管趋严、进程加快，在 2016 年的基础上，2017 年地方和中央分别发起专项监管行动，行业规范化趋势明显，有助于行业快速稳步地发展。

图表 2：医美疗程全球主要国家渗透率



资料来源：ISAPS、天星资本研究所

1.1 医美行业政策频出，政府关注度及扶持意向明显提高

七部委联合发起监管行动，政府加大力度净化市场。国家七部委联合发文于2017年5月-2018年4月在全国范围内开展为期一年的严厉打击非法医疗美容专项行动。本次行动覆盖注射用透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒毒素等药品医疗器械生产经营使用医疗美容培训广告推广全链条，并将犯罪者纳入社会信用体系，将曝光一批违法企业单位，惩处一批不法分子，坚决有效遏制医疗美容市场乱象。此次行动分为集中整治（2017年5月-10月）、阶段性总结（2017年11月）、长效机制建设和巩固（2017年12月-2018年4月）三个阶段，短期内将对医美市场产生强大的冲击，严厉打击无证行医，规范医疗美容服务。

2017年9月25日，成都市加快推进全市医疗美容产业健康发展，着力打造“医美之都”。2018年2月，成都市政府常务会议审议通过了《成都医疗美容产业发展规划（2017-2030年）（送审稿）》，提出全市医疗美容产业加快构建“三区两城多点”的医疗美容产业体系，到2030年，成都医疗美容产业营业收入达到1000亿元以上，成为全国领先、全球知名的“医美之都”。此外，北京、广州、深圳等地政府都提到发展医疗美容产业。

整形美容项目局部地区逐步实现市场自主定价。2016年12月10日，北京市发改委、市卫计委、市人力社保局联合出台《关于放开北京市公立医疗机构特需医疗服务价格的通知》，从2017年1月1日开始，北京市整形美容、足底按摩、中医膳食指导这类特殊和个性化的项目将由医院自主定价。我国医美市场已经有定价自主化的趋势，在监管到位的情况下，此举有利于各个机构针对性、有差异化的制定有竞争力的医疗美容价格。

1.2 行业协会评选机构标准细致化，有助于树立行业优秀标杆

2017年在2016年的基础上中国整形美容协会评选机构标准更加细致化，范围更加扩大化。2016年12月28日，中国整形美容协会评出了国内第一批5A医疗美容机构，包括深圳阳光整形美容医院，徐州心源美容医院，深圳春天医疗美容医院，四川西蝉泛亚整形美容医院，南京医科大学友谊整形外科医院。而在2017年中国美容整形协会组织北京、黑龙江、江苏、浙江、广东、广西、海南、四川、

云南等9个省（市区）的省级整形美容行业协会开展了评价工作，共有102家医疗机构报名参评。经过资格审查、省级协会组织省内专家现场评价、中国整形美容协会组织专家现场评价，历时9个月，现已完成评价全部工作。根据医疗美容机构等级划分标准和参评机构的现场评价得分，共有50家医疗美容机构达到A等级标准（医院类最高等级为5A，门诊部类最高等级为4A，诊所类最高等级为3A）。

图表 3：2017 年医疗美容机构评价结果

	5A 级	4A 级	3A 级	2A 级
医院类 (23家)	北京伊美尔健翔医院、杭州整形医院、北京圣嘉荣医疗美容医院、北京美莱医疗美容医院、北京伊美尔医疗美容医院、杭州华山连天美医疗美容医院、四川华美紫馨医学美容医院、深圳非凡医疗美容医院、宁波鄞州壹加壹医疗美容医院、常州激光医院	南京华韩奇致美容医院、温州和平整形医院、昆明艺星医疗美容医院、北京新时代伊美尔幸福医学美容专科医院、广州壹加壹美容医院、广西南宁东方医疗美容专科医院	北京圣嘉新医疗美容医院、汉密尔顿美容医院、深圳鹏爱医疗美容医院、海南瑞韩医学美容医院、永康光大医疗美容医院、杭州时光医疗美容医院	三亚维多利亚医疗美容医院
门诊部类 (16家)		昆明熙宁典雅阁医疗美容门诊部、南充利美康阿蓝医疗美容门诊部、成都赵善军博士整形美容门诊部、乐山经纬医疗美容门诊部	深圳广和门诊部、南宁韩星医疗美容门诊部、北京焕誉医疗美容门诊部、成都武侯暄妍医疗美容门诊部、成都武侯艾美薇医疗美容门诊部、温州星范医疗美容门诊部、广州天河海峡医疗门诊部、温州鹿城恒美医疗门诊部、武侯艾米丽医疗美容门诊部、青羊百龄博雅医疗美容门诊部	内江市中区金菊医疗美容门诊部、成都青羊春语医疗美容门诊部
诊所类 (11家)			昆明西山区典雅阁医疗美容诊所、阆中阿蓝整形美容诊所、云南薇诺娜皮肤医疗美容中心、成都玉颜医学美容诊所、达州双均医疗美容诊所	成都高新风尚格致医学美容整形诊所、昆明前卫美眼整形专科诊所、锦江佳美医联医疗美容诊所、巴中依韩医疗美容整形诊所、南充顺庆区医美尔美容整形诊所、丽水樊承红医疗美容诊所

资料来源：中国整形美容协会、天星资本研究所

1.3 医美行业成“医生创业”重要实践领域，着力打造“医生 IP+运营+资本”铁三角

医美行业医生资源极度稀缺，重视医生的个人品牌，对医生资源具有高度依赖

性。根据 ISAPS 数据显示，中国医美外科医生人数于 2016 年仍旧维持 2800 人，同比增速 0%，从数据上反映出中国医美医生稀缺，而中国医美市场的快速增长进一步加剧了医生资源稀缺的程度。此外，根据中国整形美容协会资料显示，目前从事医疗美容行业的医生共计 10 万余名，但具有专业资质的整形医生不足 3 万余名。而在 2017 年 7 月 5 日北京市人保局于发布《关于支持和鼓励高校、科研机构等事业单位专业技术人员创新创业的实施意见》。意见指出高校、科研机构等事业单位中拥有创业项目或者科技成果的专业技术人员，可兼职、在职创办企业或者离岗创业，3 年时间内保留相应的人事关系、基本工资和社保待遇。此项意见的发布使得医生创业的风险得到了进一步的降低，并且随着国家的新医改明确提出要在基本医疗卫生服务领域引入竞争机制，力求推进分级诊疗制度，加上医师多点执业放开等政策的推动，因此医美行业将会成为“医生创业”的重要实践领域。

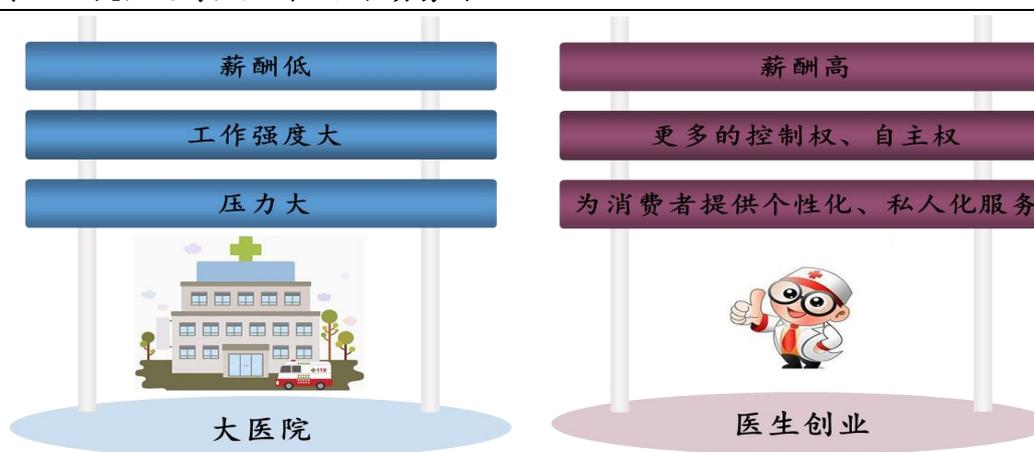
在协助“医生创业”的过程中，对于公司和医生双方来说是“双赢”。医生拥有技术，名医甚至自带客流，但当医生希望离开大医院体制、自主创业的时候，他们往往会面临很多经营上的困难，如缺少资金，没有运营管理的经验，但这些都是医美上市公司或者其他医美机构可以提供并解决的，从而帮助医生实现创业梦想；而对于公司来说，通过协助“医师创业”，可以绑住医生资源。在竞争日益激烈的医美市场上，只有抓住稀缺的医生资源才能够获得竞争优势，在市场上掌握主动权。协助医生创业的方式也是自由灵活的，双方可以根据医生自己的医院进行股权的划分。对于掌握更多股权、不愿出资的医生，平台可以给予较少的协助；反之，平台和医生则可以进行更深入的合作。

图表 4：中国医美行业医生人数严重不足

排名	国家	医美医生人数	医美医生全球占比	医美医生人数/百万人
1	美国	6600	16.0%	20.6
2	巴西	5500	13.5%	27.5
3	中国	2800	6.9%	2.2
4	韩国	2330	5.5%	46.6
5	日本	2225	5.3%	17.5

资料来源：ISAPS、天星资本研究所

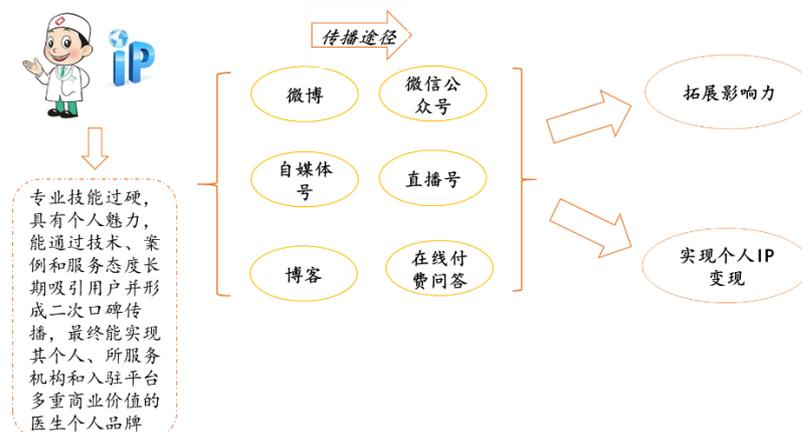
图表 5：大医院与医生创业优、劣势对比



资料来源：天星资本研究所

我们可以看出医生资源是医美行业最核心的资源，而医生资源最大的痛点恰恰是运营资源，品牌建设和管理运营是医生的创业中存在的短板的问题，因此帮助医生将技术、口碑、服务、个人魅力整合为具有差异化的个人品牌并让用户信任，是提升医美行业现状的关键性问题。此外，成功的医生 IP 价值不仅让医生品牌获得社会知名度、美誉度、忠诚度，更能直接带体现线下客户流量带来的红利。因此，医生 IP、运营、资本在创业过程中缺一不可。

图表 6：医生 IP



资料来源：天星资本研究所

目前国内涉及医生创业平台的公司如联合丽格，注册于 2012 年，从 2013 年开始诊所连锁运作，是国内首家以“医生创业”模式创立的医美连锁品牌，通过投资医生，获得盈利分红，致力于促进中国的私人医生产业与国际接轨。截止 2017 年，联合丽格已在北京、上海、深圳、广州、天津、南京、重庆、大连、济南、杭州等主要城市开设了 30 多家高端医疗美容机构，同时在加拿大温哥华和韩国首尔设立了分支机构。

它拥有“医教研”一体的平台，通过诊所、中心医院、学科共建三个层级帮助医师进行创业，使得医师在治疗的同时也能做科研，目前联合丽格采用“医生品牌+集团品牌”的复合品牌策略。并且联合丽格汇聚了众多医美领域的专家，著名整形美容专家曹谊林教授、郭树忠教授领衔的“医美梦之队”医生集团整体入驻联合丽格。

图表 7：联合丽格融资路径

融资时间	轮次	融资金额	投资方
2016年3月	A	2亿人民币	方正和生投资、韩投伙伴、信中利资本
2017年6月	B	2亿人民币	金浦投资
2017年9月	战略投资	未透露	新氧网

资料来源：投资界、新芽、天星资本研究所

2. 桑田碧海须臾改：2017 年医美行业发展力求突破

2.1 医美需求进一步得到释放，地域特征滋生医美消费差异化

2.1.1 医美群体进一步扩大，未来男性增长潜力趋势渐显

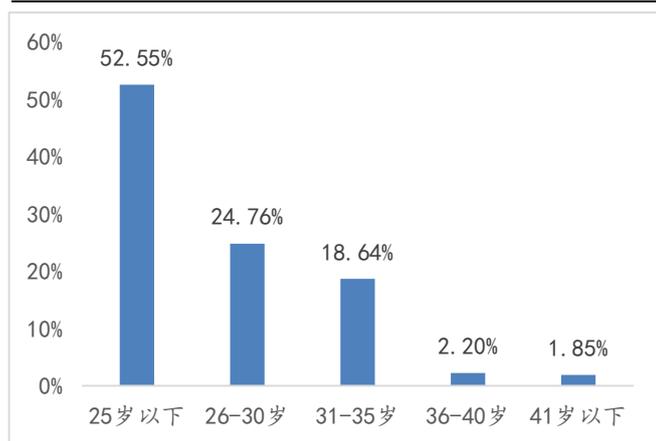
中国医美消费群体趋于年轻化和广泛化。随着消费观念的改变、消费能力的提升，25 岁以下的消费者比例也在快速升高。基于《新氧 2017 年医美行业白皮书》统计，2017 年每 100 位中国医美消费者，有 53 位在 25 岁以下，即为 90 后，追求变美，比如五官立体、白、瘦。此外，越来越多 40 岁以上的女性也开始通过医美改善生活品质。对比美国，36 岁以上的医美用户占比超过 74%，主要集中在抗衰方面，抗衰的普适标准是丰乳肥臀、去皱。

医美消费动机呈多样化，女性目前仍为整形主力。从全球看，根据 ISAPS 2016 数据统计，女性治疗量为 86.2%，男性治疗量为 13.8%。根据《新氧 2017 年医美行业白皮书》统计，2015 年中国医美消费者多为明星、网红，而 2017 年普通人的医美消费者群体进一步扩大，职业分布在自由职业者（如模特）、白领、学生。目前女性群体仍占大多数，据调查显示，月薪三万以上的女性，80% 的女性想整，10% 的女性敢整，5% 的人年度收支曾在 20 万以上。

此外，医美用户每 10 人就有 1 人为男性，整形项目主要集中在植发、瘦脸、植胡须等。目前国内医美手术中，男性占比 6-8%，低于全球均值 12%，未来也将是一个潜在的增长点。

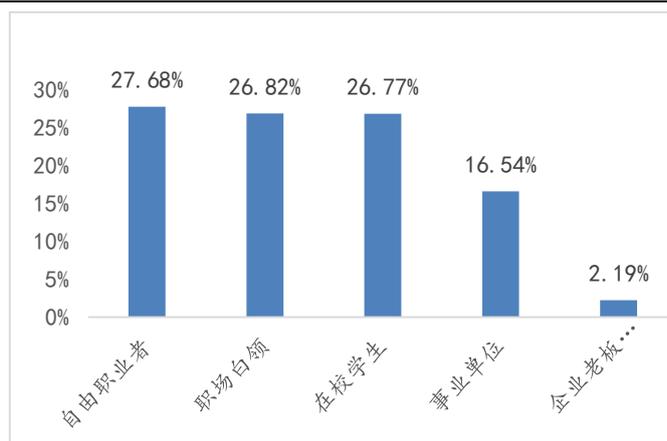
根据新浪微整形大数据显示，整形意向人群中，61.7% 的人每年花费超过 5000 元用于整形，比上一年度增加 11.7%，18.37% 的人表示接受借钱整形，前提是“整的好”。

图表 8：2017 年中国医美用户年龄分布



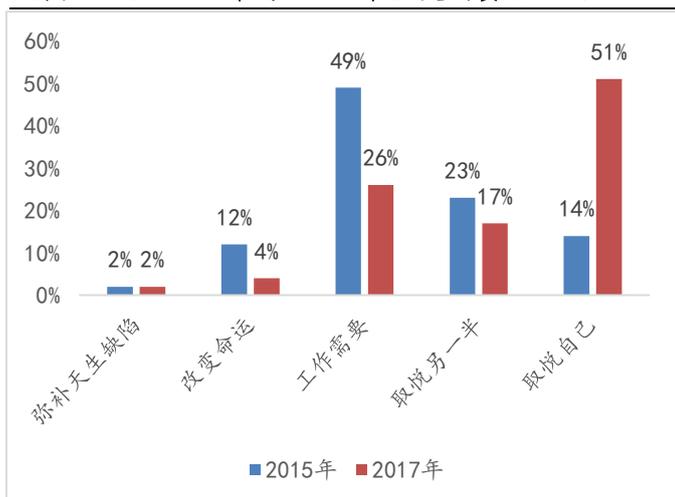
资料来源：新氧大数据、天星资本研究所

图表 9：2017 年新氧 APP 用户职业分布



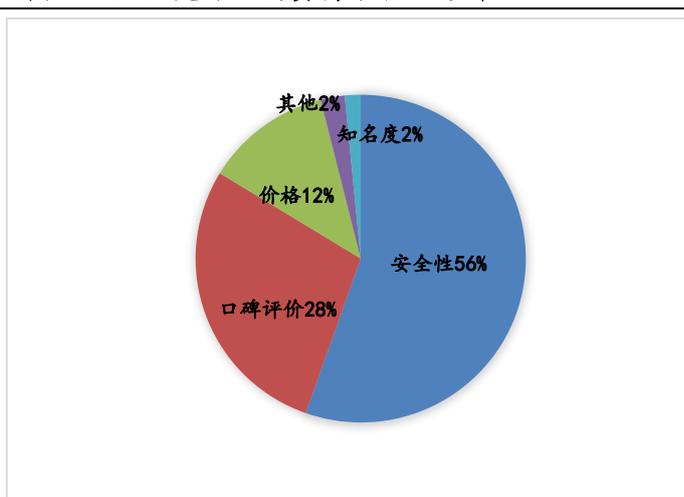
资料来源：新氧大数据、天星资本研究所

图表 10：2015 年与 2017 年医美消费动机对比



资料来源：新氧大数据、天星资本研究所

图表 11：医美行业消费需求占比分布



资料来源：新氧大数据、天星资本研究所

图表 12：男性、女性最受欢迎的 TOP5 手术治疗项目

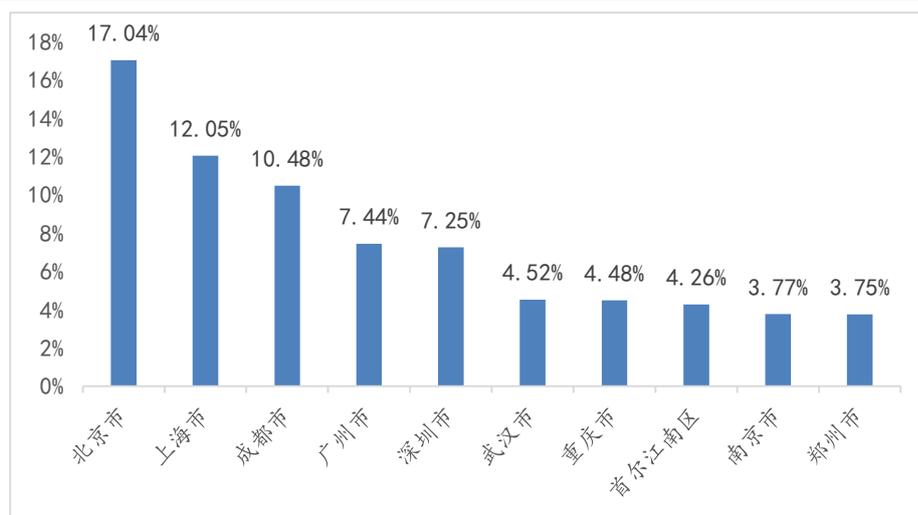


资料来源：ISAPS、天星资本研究所

2.1.2 医美消费地域性明显，三四线城市医美现关注度高但供求不足

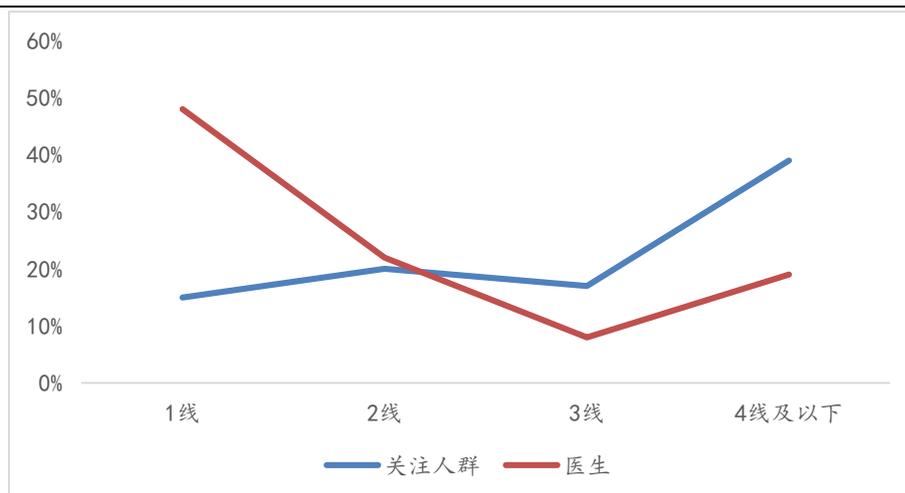
目前国内的医疗美容机构，尤其是大型连锁机构和中小型美容医院主要集中在以北上广为核心的一线城市和东部沿海的经济发达地区，三四线城市则主要是小型的医美医院、医美诊所和门诊部。并且整形医生主要集中在一、二线城市，三、四线医生数量占比不到 30%，而 17 年关注医美的人群中，坐标三、四线城市的人群占比却接近 60%。由此可见，我们不仅能够发现资源分配严重不平衡，也能看出三、四线城市关注医美的群体需求无法得到充分满足。因此，需求决定了机构的地域设置，未来随着医美进程化加快，大型的医美机构将入驻三、四线城市获取更多的市场资源，而不是目前通过收购完成连锁布局小型的医美诊所和门诊部等。

图表 13：2017年新氧APP前十大城市商品交易总额排名占比



资料来源：新氧大数据、天星资本研究所

图表 14：医生、医美关注人群分布不均衡



资料来源：新浪微整形大数据、天星资本研究所

此外，根据 2017 年新氧大数据统计，由于中国地域广大，文化及消费习惯差异，也滋生了不一样的消费特征，如北京地区的医美消费者最爱写整形日记，最多赴韩整形；上海地区的医美消费者爱维权，新氧上 1/4 的投诉电话来自于上海，但是根据新氧调研，上海远远进不了全国医美最“黑”城市的前十；广东地区的医美消费者消耗了全国 1/8 的玻尿酸；河南地区 14% 的医美消费者希望通过整形改变命运；辽宁地区的医美消费者最土豪，据统计人均消费是北、上、广、深的 2 倍。

图表 15：中国各地医美消费特征



资料来源：新氧大数据、天星资本研究所

2.2 “轻医美”引爆颜值经济，医美生美有效融合

2.2.1 多元化项目拓宽整形定义，以皮肤管理的轻医美机构渐呈主流

随着消费群体的扩大，医美消费需求得到有效释放，整形美容不再是过去在大众的眼中隆胸、隆鼻等整形手术的概念，而是正在被拓宽。根据《新氧2017年医美行业白皮书》，除了常见的五官类整形之外，近些年医美项目的普及趋势是从外向内，从上到下，即从双眼皮、纹眉、皮肤、隆鼻，到填充、私密、牙齿，从面部，到胸腿肩腰臀的过渡。新氧APP上的私密紧致和牙齿项目的交易额有明显提升；除瘦脸之外，消费者的需求增加到瘦肩，通过无创的溶脂技术瘦腰、瘦腿等。其中，私密整形后，“性福”满意度指数提升60%，呈两极分化的特点：44%为90后，37%为70后。因此，90后和70后更注重提升私密生活的满意指数。

微整形项目依旧占据医美项目半壁江山，轻医美机构数量如雨后春笋般增长。根据ISAPS 2017发布的2016年数据显示，手术治疗量占比45%，同比增长8%；非手术治疗量占比55%，同比增长10%。可见，非手术类治疗由于创伤小、恢复快、风险低，在医疗美容治疗量中优于手术治疗量。目前，市场上主要的微整形项目主要涉及注射玻尿酸(隆鼻、丰面颊、丰唇、隆胸、去皱)、注射肉毒素(除皱、瘦脸、瘦小腿)、微针美塑、电波拉皮、光子嫩肤美白、激光脱毛、黑脸娃娃收缩毛孔等等。根据小红书统计，2017年医美最受欢迎的10项医美术中微整形占据主流。

在我国医疗美容市场，非手术类治疗项目占据医美行业总收入60%，增长率达40%，未来在我国规模将持续扩大，预计在2019年我国医疗美容非手术项目数量占比将达到73.5%。随着消费升级的趋势下，“轻医美”讲究时尚、快速、便捷，追求最小化风险、最短化修复期的优点赢得不少消费者的青睐，以皮肤管理为主的轻医美逐渐成为主流，提供整套的美容解决方案，而不再是单一的项目。轻医美具有“高频低价”的属性，随着技术、资本、产业资源等要素快速涌入，轻医美的便利程度和性价比会快速提升，因此轻医美模式或成为医美行业的下个爆点。

图表 16: 2017 年最受欢迎的 10 项医美术

排名	项目名称	项目介绍
1	双眼皮 (重睑术)	双眼皮手术占总调查数的 14%，高居榜首，主要分为三种手术方法：切开法、埋线法、点微创法
2	肉毒素 (瘦脸针、瘦腿针、瘦肩针)	占总调查数的 9%，位居次席
3	开眼角 (内、外)	开眼角手术多于重睑术同时进行，主要适合有内眦赘皮且做全切双眼皮手术的人群。(疤痕体质慎选，术后容易形成瘢痕)
4	鼻部综合术	鼻综合手术相较于单纯假体隆鼻，能在垫高鼻梁的同时，缩小鼻翼，延长鼻小柱，综合改善鼻部形态，使鼻部更自然更精致
5	线雕提升术	线雕面部提升就是将蛋白线植入皮肤组织，利用线的提拉力实现皮肤的紧致上提
6	水光针项目	光针借助专门的仪器“水光枪”，把玻尿酸、肉毒素、谷胱甘肽、左旋维生素 C 等高效美容成分直接注入皮肤的真皮浅层，以达到美容效果
7	自体脂肪面部填充术、隆鼻假体类	将脂肪均匀分布到面部凹陷部位，曲线平滑自然，气质清纯可爱、更显年轻化
8	丰下巴 (注射类)	注射类丰下巴常用的材料是玻尿酸，有效维持期为 6 个月~12 个月。追求效果永久的求美者，可以考虑假体隆下巴，常用的假体材料有硅胶和膨体
9	眼周项目 (年轻化)	眼周年轻化包含的项目主要有，肉毒素除皱，祛眼袋，提眉术等
10	皮秒激光、祛法令纹、祛眼袋	皮秒也是激光的一种类型，皮秒激光的作用是十分广泛的，皮秒激光去除色斑，去除纹身，效果都是很明显的，所以皮秒也逐渐被大家所认识。

资料来源：小红书、天星资本研究所

图表 17: 轻医美机构以皮肤管理为主流业务

序号	名称	轻医美业务	机构布局	融资情况
1	欧华医疗集团	全国连锁的专业美容皮肤科，提供服务超过 30 个国家逾 50 万求美者	旗下机构 30 多家	—
2	德尔美容	提供皮肤管理、微整形、面部整形、面部年轻化、医学纹绣等轻医美解决方案	覆盖全国 23 个省 52 座城市，接近 100 家诊所	天使轮：洪泰基金 战略投资：永利宝
3	SULI 速丽	提供皮肤美容、年轻化抗衰、纤体瘦身等服务； 针对都市白领女性人群，以一对一的私人定制化方式，打造高效的美容管理方案	首先布局长三角江浙地区； 主打经济较发达的二线城市及以下城市	—
4	繁星轻医美	主要开展医学级皮肤管理、微整精雕塑形、抗衰老年轻化、光电中心四大类服务，涵盖 20 余	2017 年 7 月，繁星轻医美的首家医美机构在西安正式开业，	天使轮：青锐创投 (1000 万元)

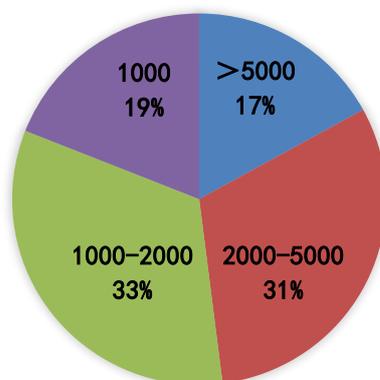
		个 SKU	2018 年预计将新开设 2-3 家医美诊所；目标市场选在了西北、西南地区的二三线城市	
5	柠悦	提供一站式的抗衰老解决方案，包括医学护肤、颜值管理和状态提升，这三种轻医美服务	2017 年首家在北京开业；规划 5 年内开设 100 家门店	天使轮：数千万元
6	芙艾医疗	一家皮肤管理和微创美容为主的高端医疗专业机构，业务大致分为轻瓷肌、轻素颜、轻塑体三方面。	在上海、杭州、宁波、北京开设了 6 家诊所及一家游轮上的海上抗衰老中心	A 轮：汉鼎亚太，光大银行 B 轮：由君联资本领投，美国锐盛等资本跟投
7	颜术	从事皮肤美容业务的公司，主要开展激光光电项目、注射项目等；“颜术”将进一步借助人工智能诊断与互联网+，完善“居家皮肤管理-中高端连锁诊所-颜术轻医美”生态圈的服务闭环	在长三角地区上海、杭州、宁波等多地开设了 7 家医美诊所（门诊部）	A 轮：国药控股

资料来源：天星资本研究所

2.2.2 新双美模式搭建层级统一体系，促进二次消费

谈到医美就不能不提到生美（即生活美容），生美是指运用保健品和非医疗器械等非医疗性手法，对人体所进行的诸如皮肤护理、按摩等带有保养或保健性的非侵入性的美容护理，包含生活护理、美发、足疗、面部按摩、spa 等美容项目。目前我国美业市场规模达 7091 多亿，然而医美市场仅占总市场的 20%。生美仅保养品市场这块就有就有 740 亿，毛利率可以达到 65%。

图表 18：整形用户每月化妆品及护肤品花费（元）



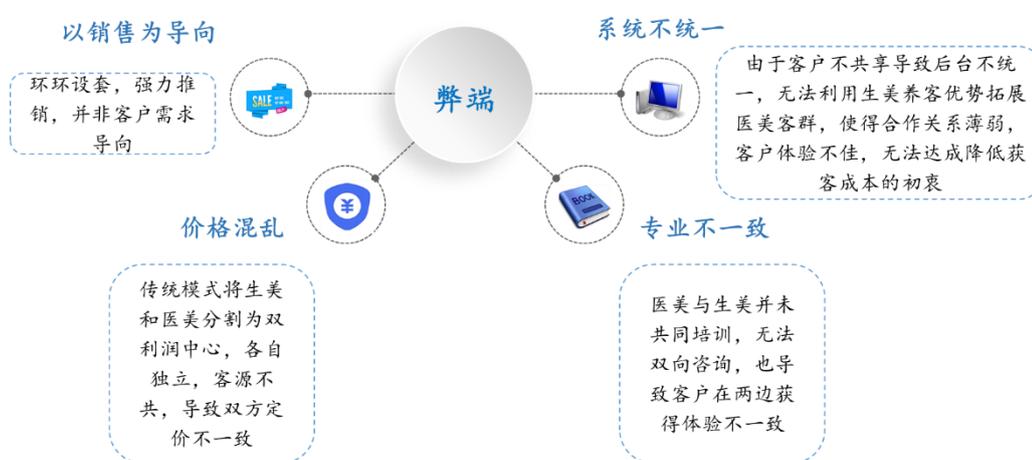
资料来源：公开资料、天星资本研究所

生美除了进行日常的美容及保养品消费，且拥有庞大且频繁的客户群体这一极

大优势，部分机构可以将客流导入其他机构赚取抽佣；而医美可以通过生美进行客户导流，降低销售成本，提高利润。因此，医美与生美具有紧密相连且互补的关系，双美模式通过上下游产业链的延伸，从而掌握庞大的市场份额。在医美与生美融合的过程中，催生了一些医疗美容咨询类企业的产生，如新三板上挂牌企业，亚华智库，因为生美虽然把握住流量的入口，但是转型医美则面临医疗技术缺失、团队管理方式不规范、运营和服务模式差异等现实困难。

而目前市场上很多医美机构开始搭建自己的层级流量体系，名曰新双美模式，其产业链条下设美容院、皮肤管理中心以及终端延伸到医疗级保养品，实现技术、利润、客流、体验全统一的层级新双美体系。是因为在之前的旧双美模式下，医美和生美还是被分割成双利润中心，导致系统不统一，体验不一致、价格混乱等种种问题。

图表 19：旧双美模式弊端



资料来源：公开资料、天星资本研究所

2.3 AI 进入医美领域，仍待时间深入发展

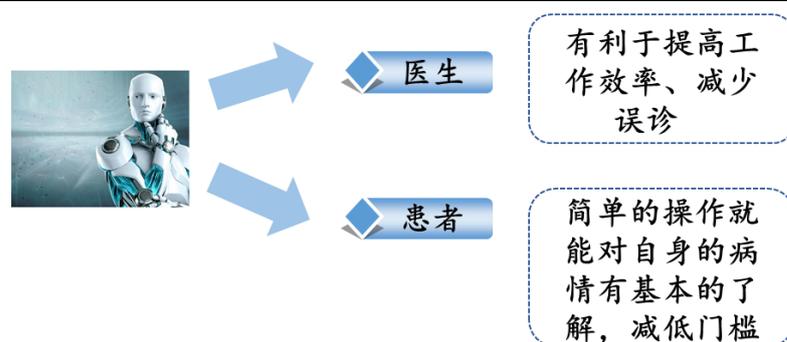
借助于技术的进步，大数据与人工智能也开始进入医美领域，如 2017 年 12 月医美 APP 端新氧公布的中国首个美学诊疗体系，即利用美学大数据实现 AI 诊疗体系，将美学得以量化，给消费者提供全面、科学的美学与医疗建议，满足消费者对安心变美的深度个性化需求，并且美学诊疗方案可以在医生端提出要求，从而进步手术方案和产品方案，更好地服务于医生诊断和治疗，弥补了医生端的短板。并且由人工智能专家、图像处理专家、美学设计师组成的新氧 Face AI-Lab，在 2018 年 5 月全新上线的新氧 App7.3.1 更新了新氧魔镜功能。此魔镜系统依托于新氧平台积累的海量人脸图片、整形项目数据，以及深耕医美领域积累的专业知识经验，应用数据挖掘、深度学习技术进行分析建模，再使用图像技术做模拟处理。用户可以通过新氧魔镜，直观展示双眼皮、瘦脸、微笑唇等 17 个不同具体项目的真实模拟术后效果。除具模拟整形效果，“新氧魔镜”还将通过 AI 技术分析人脸图像的各种生物特征，如皱纹、轮廓等，从用户的个性化风格诉求出发，自动智能的提供整形美容解决方案。

总体来看，“AI+医美”主要应用在美容外科、牙科及皮肤，医美企业借助于

新技术升级自身产品线，减低营销成本，同时把服务突破地域的界限。“智能医美”以皮肤诊断为切入点，诊断准确率能达到85%以上，如武汉“嫦美皮肤解码机器人”能在1分钟内完整解码出毛孔、皱纹、纹理、美白度、油脂、紫质、紫外线斑、色斑等8项指标，不仅可以让用户直观阅读皮肤信息，方便护肤，还能预知针对肌肤状况的多种适用性保养方法，更提高了医生的工作效率，根据AI提供的皮肤报告甚至是医美方案来作出安排。

但是目前AI医美主要集中在营销领域，产品版本较低级，让广告投放面向精准人群，或者是在现有的数据库里做到最大限度地开发，因此在发展的过程中由于存在智能医美产品和服务不到位而导致的市场缺乏核心竞争力等种种障碍，“AI+医美”仍然需要时间去深入研究发展。

图表 20：人工智能对医生及患者的好处



资料来源：天星资本研究所

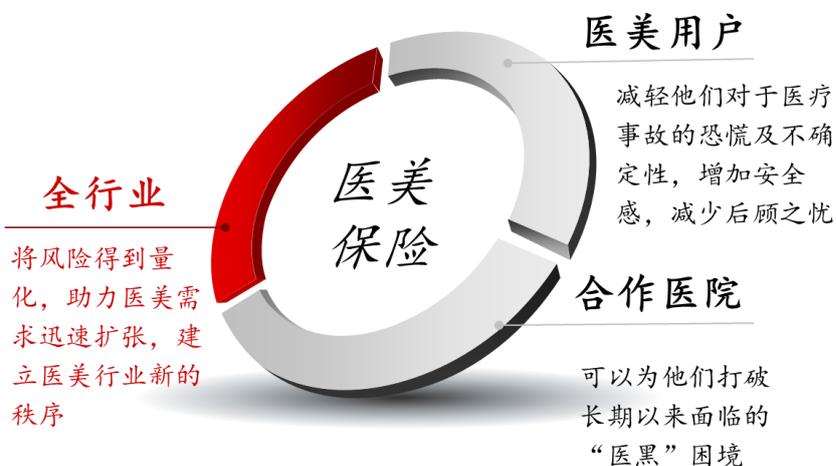
2.4 中整协加持医美用户风险保障，消费分期拉动需求增长

中整协设立医疗风险管控中心，加持医美用户风险保障。2017年8月15日，中国整形美容协会特设立医疗风险管控中心，优选多家国内知名保险公司形成医美保险保障联盟，共同搭建并设立医美行业风险保障计划项目（即“医美保”项目），邀请正规医疗美容机构加入“医美保”保障项目。并对相关医美机构进行资质审核确认，由保险公司保障联盟提供针对正规医美机构、医师及广大求美者的全方位保险保障。正规医美机构加入保障项目后形成正规医美机构联合体，由管控中心利用中整协官网和协会其他公众平台窗口以及联合网络知名媒体对全社会公众进行周期性更新公示及推广宣传，帮助广大求美者正确选择医疗美容机构，辅助医美机构良性健康发展。另外，管控中心组织搭建针对医美行业事务的律师团队为医美机构解决医美相关法律纠纷问题，同时寻找医美行业各专业权威专家组成风控专家委员会为广大医美机构提供鉴定和疑难问题的解决方案，搭建投保、理赔、投诉、宣传平台，全方位为医美机构解决后顾之忧。

研究发现，医美保险用户感知医美风险越高，越爱买整形险。随着“医美保”项目的推出，加上之前市面上已经推出的保险类型，主要包括意外险、效果险、满意险等，使得医美用户在整形中存在的风险得以保障，让患者安心。医美保险给用户创造保障，不做医美平台主要盈利渠道。医美平台联合保险公司推出医美保险的主要目的是全面承担平台责任，在打破信息不对称后，进一步去解决用户真实的需求。其次，医美保险业务赚取渠道费，并不是平台主要的盈利渠道，据业内人士透

露，保险公司一般能给渠道的利润仅在 20%左右，这 20%也不是完全就能拿到的，因为渠道还要补贴用户。因此，只有在渠道的流量和付费用户足够大，渠道才可能盈利。当然，那时的利润率也是可以再和保险公司商议的。有时是给用户提供一种附加值，甚至保险作为赠品送给购买医美高风险项目的用户。

图表 21：医美保险的优势



资料来源：天星资本研究所

图表 22：中整协-医美保障项目“放心美，医无忧”入驻各城市时间表



资料来源：天星资本研究所

图表 23：医美平台消费路径



资料来源：天星资本研究所

此外，医美消费分期支付，拉动需求增长。伴随新消费方式到来，医美市场也不断推出新型支付方式，比如支付分期，缓解部分消费者经济承担压力，降低消费门槛，间接拉动医美需求。

图表 24：医美消费金融情况

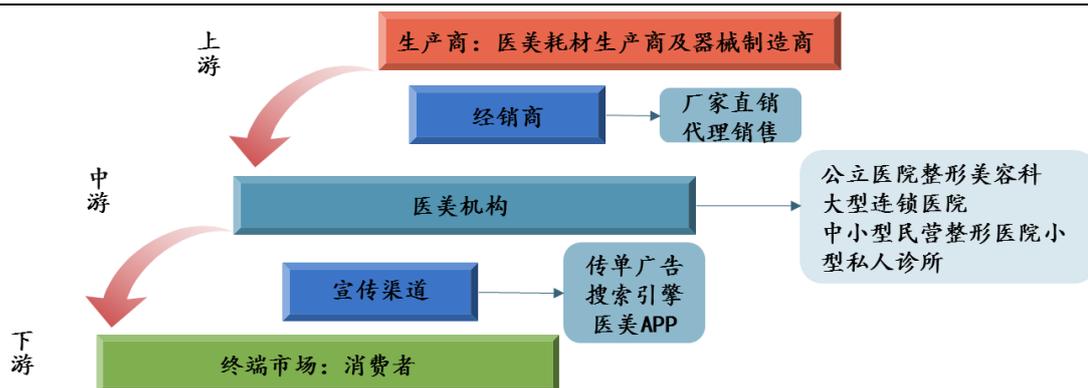
平台	背景	最高额度	费用	期限	审批	首付
新氧美分宝	安佰深股权投资集团、经纬中国	5万	/	6/9/12	/	有
米么金服-么么贷	小米科技	5万	0.65%-1.34%/月	12	2分钟	无
百度有钱花	百度金融	15万	/	18	秒级	/S
星计划	买单侠	10万	/	24	15分钟	无
丽分期	播美	10万	1.5%/月	6/9/12/15/18/24	30分钟	无
易日升金融-易美贷	东易日盛、汇付天下	15万	/	3/6/9/12	8分钟	无
麦芽分期	麦子金服	5万	/	36	10分钟	无
快分期	钱升钱	/	0%	/	30分钟	无
美黛拉-乐百分	风投	5万	—	12	2分钟	无
更美	腾讯双百计划	5万+	/	6/12	/	有
易美建	致富	5万	0%	24	10分钟	有

资料来源：平台官方信息、盈灿咨询、天星资本研究所

3. 横看成岭侧成峰：透过产业链看上、中、下游医美公司

此部分将从医美行业产业链作为切入点，将产业链各部分公司进行细分梳理。医美行业产业链上游包括医疗器械生产商，通过中间代理商及经销商；中游医美机构涵盖公立医院美容科、民营美容医院及美容院等，下游即终端市场为消费者，大多数通过传统广告、美容院导流以及互联网平台 APP 等宣传方式获取信息。

图表 25：医美行业产业链



资料来源：天星资本研究所

3.1 国产价格较“亲民”，美容耗材拔头筹

医美行业上游美容耗材主要包括美型填充的透明质酸（玻尿酸）和爱贝芙（填充类胶原蛋白），除皱的肉毒毒素以及用于保湿修复的胶原蛋白等。多数假体、注射填充物都有相应的国产厂商，同类产品中，国产产品价格一般较进口产品价格低 50%，部分产品甚至达到 80%。医疗器械部分主要包括，激光治疗仪、射频治疗仪、美容注射器及吸脂机等，且大多数为欧美企业，如美国匠人、赛诺秀、以色列飞顿；国内奇致激光等。上游生产商直接或通过经销商将产品销售给产业中游机构即各类医美服务商，医美患者作为下游终端市场的消费者只能通过中游医美机构环节了解各类美容耗材及产品的功效与价格。随着资本力量的介入，医美药品、耗材及器械商将根据医疗机构和消费者的需求，研发产品、改进产品、提供增值服务与终端销售直接对接，因此掌握上、下游资源的医美 APP 有机会分食经销商代理商市场。

从 Wind 上筛选出 17 家医美产业链上游公司，主要为海外及 A 股上市公司，其中中华熙生物科技、冠昊生物、新华锦两家公司停牌。根据下图中数据显示，业绩良好的产业链上游公司多为医美耗材类公司，艾尔建医疗和亿胜生物科技 2017 年毛利率高达 86.40% 和 81.99%，双鹭药业和昊海生物科技 2017 年净利率高达 42.57% 和 29.62%。总观 14 家公司 2017 年平均毛利率约 50.73%，平均净利率约 8.52%，17 年净利率同比 16 年略有下滑，主要是由于医美行业消费透明度提高，行业的国产产品越来越多，与注射相关的产品技术层出不穷，企业的利润也在被摊薄。因此，产业上游拼的是技术、人才，利润附加值都在上游，但是规模端在下游，这是未来医美行业投资的一大机会。

图表 26：取得 CFDA 认证的玻尿酸产品及生产制造商

产品类别	具体产品	CFDA 批准时间	生产制造商	生产地点	终端价格(每毫升人民币)
进口	瑞兰 2 号	2008 年 12 月	Q-Med AB	瑞典	6000-8000
	伊婉	2013 年 7 月	LG Life Sciences, Ltd.	韩国	5000-7000
	艾莉薇	2015 年 1 月	Humedix Co., Ltd	韩国	—
	乔雅登	2015 年 6 月	Allergan	美国	7800-10000
国产	逸美	2009 年 10 月	北京爱美客	北京	4000-6000

润百颜	2012年7月	华熙福瑞达	山东	4600-6800
宝尼达	2012年10月	北京爱美客	北京	4000-6000
海薇	2013年9月	上海其胜	上海	4000-6000
舒颜	2014年2月	北京蒙博润	北京	—
法思丽	2014年4月	科妍	台湾	10000-20000
爱芙莱	2015年4月	北京爱美客	北京	—
欣菲聆	2015年7月	杭州协和	杭州	—
	2016年5月	华熙福瑞达	山东	—

资料来源：中国食品药品监督管理局、德勤咨询、天星资本研究所

图表 27：取得 CFDA 认证的肉毒素产品及生产制造商

产品类别	具体产品	CFDA 批准时间	生产制造商	生产地点	终端价格（每毫升人民币）
进口	保妥适 Botox	2009年4月	Allergan	美国	3000-5000
国产	衡力	1997年	兰州生物制品研究所	兰州	2000-3000

资料来源：中国食品药品监督管理局、德勤咨询、天星资本研究所

图表 28：医美产业链上游公司情况介绍

公司名称	股票代码	医美产品	总市值（亿元）	市盈率
昊海生物科技	6826.HK	透明质酸，产品品牌“海薇”“姣兰”	93.47	20.98
双鹭药业	002038.SZ	“舒颜”注射玻尿酸，持股 34%的子公司蒙博润生产交联透明质酸钠凝胶	310.94	52.81
科妍	1786.TW	透明质酸，产品品牌“海德密丝”	33.19	51.34
阜丰集团	0546.HK	透明质酸钠	114.09	6.90
亿胜生物科技	1061.HK	表皮创伤和器官损伤的生物药品	44.97	26.88
复星医药	600196.SH	AlmaLaser 美容仪器	1,039.13	34.65
华邦健康	002004.SZ	自给大部分皮肤类用药，战略投资玛恩皮肤医院，实现紧肤除皱、面部微整形、面部年轻化等治疗，打造轻医美连锁品牌	127.18	27.71
Cutera Inc (古特拉)	CUTR.O	一家全球医疗设备公司，主要致力于激光美容系统的设计、开发、制造和销售	5.61	18.71
生物试剂	4548.T	医药产品和鲎变形细胞溶解产物 (LAL)，医药业务部门提供用于联合功能改善的基于透明质酸的药物	926.64	51.85
曜亚	4138.TWO	佳医集团成员之一，曜亚公司独家引进的产品，从『脉衝光』到人气爆红的『电波拉皮』、『雷射魔颜』、『净肤雷射』、『飞梭雷射』及最新的注射类产品『微晶瓷』等，市占率达六成五以上	16.95	14.34

双美	4728. TWO	台湾首家研发生产医级胶原蛋白厂，自有品牌 Sunmax 打响国际	19.80	230.25
BIOLASE	BIOL.0	开发、生产和销售激光治疗仪，销售牙科影像设备等相关产品，用于牙科和医学应用及程序	0.25	-1.19
ALLERGAN(艾尔建医疗)	AGN.N	跨专业健康医疗公司，医美产品包括保妥适，乔雅登，娜绮丽，麦格等	537.18	-25.56
华东医药	000963.SZ	最早涉足美容产品业务是从代理肉毒素开始，2014年，取得了玻尿酸品牌“伊婉”代理权	722.48	38.13

资料来源：Wind(截至2018年5月20日)、天星资本研究所

图表 29：医美产业链上游公司盈利情况

公司名称	营业收入(亿元)		归母公司净利润(亿元)		毛利率		净利率	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016
昊海生物科技	13.45	8.51	3.72	3.05	78.62%	83.37%	29.62%	36.39%
双鹭药业	12.42	10.10	5.34	4.52	70.67%	65.22%	42.57%	44.30%
科妍	2.58	2.28	0.26	-0.26	59.14%	55.70%	9.91%	-11.50%
阜丰集团	130.34	118.03	13.82	10.93	22.86%	20.39%	10.50%	9.16%
亿胜生物科技	9.00	7.76	1.67	1.36	81.99%	80.32%	18.60%	17.57%
复星医药	185.34	146.29	31.25	28.06	58.95%	54.07%	19.34%	22.02%
华邦健康	91.09	70.93	5.08	5.67	31.99%	32.99%	6.52%	8.62%
Cutera Inc(古特拉)	1.51	1.18	0.30	0.03	56.84%	57.71%	19.80%	2.18%
生物试剂	-	295.89	-	17.87	-	55.23%	-	6.04%
曜亚	11.57	12.15	1.18	1.18	32.06%	33.41%	12.83%	12.23%
双美	1.90	1.56	0.09	0.02	72.36%	63.74%	4.52%	1.12%
BIOLASE	0.47	0.52	-0.17	-0.15	32.23%	39.20%	-35.91%	-29.67%
ALLERGAN(艾尔建医疗)	159.41	145.71	-41.26	149.73	86.40%	87.23%	-25.84%	102.81%
华东医药	278.32	253.80	17.80	14.47	26.12%	24.27%	6.78%	6.05%

资料来源：Wind、天星资本研究所

3.2 产业链中游形成差异化优势，“轻医美”机构受到热捧

医美行业中游主要包括各类医美服务商，传统的医疗美容医院可以划分为四种类型：公立医院整形美容科、大型连锁医院、中小型医院以及民营诊所。目前我国正规的医美机构约 9500 家，民营机构约 8700 家，占比达 91.6%，成为医美市场的主导力量。

目前来说大部分医美中游民营机构普遍销售费用比较高，净利润偏低，只占毛利百分之十几，主要是由于医美选择了重度营销，大量投入广告的商业方式，以提高机构的知名度来吸引消费者的模式进行机构营销。医美行业是具有高技术服务门槛、长投资回报周期、需要精细化运营管理的特点，随着医美行业的快速发展，行业发展方向必将回归行业本质。

而在医美行业产业链中游的未来发展趋势是大型连锁医美机构将在行业整合中脱颖而出，“轻医美”机构受到热捧。大型连锁医美机构具有规模效应、品牌效应、能够提供个性化高质量服务、返客率高等特点，提升了行业集中度，在医美行业整合中逐渐形成主流。而具有“轻医美”特点的机构比如精品店、专门诊所微型店等新兴机构，此类机构占地面积通常在 500 平米以下，人均消费大约在 3 千至 5 千元人民币，经营灵活度高，成本低，资金回流快，可复制能力强，加上受到医美 APP 的推动，能够打开未来行业发展空间。

图表 30：产业链中游：公立医院及私立医院情况

医院类型	代表机构	特色	优势	劣势
公立医院	上海交通大学医学院附属第九人民医院	建于 1920 年，严重创伤整复、乳房再造、面瘫整形修复、烧伤瘢痕治疗及美容外科等多个方面优势明显	1, 大多为综合性医院，规模大 2, 大型仪器设备较多，器材齐全 3, 人才队伍齐全，医师有职称荣誉	1, 制度僵化、服务意识不强 2, 非营利性、不允许广告宣传 3, 服务环境不佳，就医环境缺乏人性化
	中国医学科学院整形外科医院(八大处)	创立于 1957 年，特色治疗包括乳房整形美容中心、面颈部整形美容中心、微创整形外科中心、美容整形急诊中心等		
	北京大学第三医院	成立于 1949 年，作为整形外科疑难重症诊治中心，服务项目涵盖整形美容外科和修复再造外科所有的领域		
	北京协和医院	始建于 1952 年，目前为中华医学会整形外科分会常委及中国康复医学会修复重建外科分会常委所在单位，国家整形外科重点专科单位		
	中国医科大学附属第一医院	在乳房整形与再造、面部三维立体个性化轮廓精细整形、复杂颅颌面骨创伤修复、严重先天畸形的整复等方面属国内外领先水平		
	沈阳军区总医院	成立于 1951 年，全国全军整形领域的著名科室，是东北地区规模最大、技术力量最强、建科历史最长的整形美容外科中心		
私立医院	美莱	成立于 2012 年，拥有整形美容科、皮肤美容科等多个科室，截止至 2016 年 5 月，实体医院已遍布 30 城	1, 就医环境	1, 营销费用高，大量投放广告运营
	艺星整形	2005 年, Yestar 进驻中国，主要包含整形外科、皮肤美容，遍布中国 16 个城市连锁		

	伊美尔	成立于1997年,是国内首家从事专业医疗美容,临床、科研、教学为一体大型整形美容连锁集团	较好,服务意识强 2,管理灵活,医院运作效,率较高 3,以营利为经营目的,医师工资待遇较高	2,人员流动性大,对专家重视
	美联臣整形	国内唯一一家身心美化中心,其是由苏宁环球集团斥巨资缔建的国际化整形美容事业联合体		
	雍禾整形	北京雍禾美度门诊部有限公司(总部)专注植发行业,致力于帮助国内外脱发患者摆脱脱发烦恼,在植发行业内崭露头角		
	上海华美整形	自2005年创立伊始,与韩国仁济医科大学建立合作并且成立了华美国际抗衰老中心成立		

资料来源:天星资本研究所

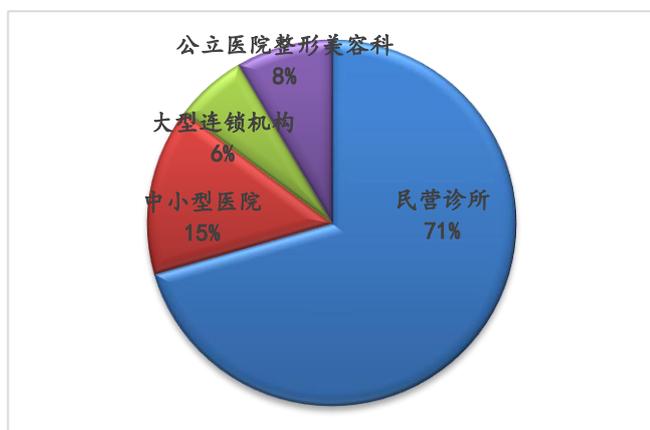
图表 31: 产业链中游: 主要医美医院对比

	公司	总部	连锁机构数	医生资源	分布城市
第一梯队	华美	—	33	500 多位	24 城市
	联合丽格	北京	30 多家	500 多位	北京、天津、上海、大连、重庆等 11 个城市
	美莱	上海	30 多家	500 多位	北京、上海、广州、长沙、成都、杭州、天津等 23 个城市
	爱思特	长沙	21	—	18 个城市,以湖南为主
第二梯队	艺星	上海	15	100 多位	北京、上海、杭州、温州、武汉、长沙、大连、合肥等
	鹏爱	深圳	14	100 多位	深圳、海口、惠州、南昌、济南、烟台等
	伊美尔	北京	12	150 多位	北京、上海、天津、西安、青岛等
	华山连天	杭州	10 多家	60 多位	杭州、上海、武汉、南京等
	华韩整形	南京	6	200 多位	北京、南京、青岛、成都、长沙
	利美康	贵阳	6	143 位	贵州省、北京、深圳、广州、长沙
	永成医美	北京	6	73 位	北京、宁夏回族自治区
	丽都整形	无锡	6	74 位	北京、无锡、太原、昆明、贵阳
	瑞澜医美	长沙	5	51 位	长沙、郴州、益阳、永州、浏阳
	天大	上海	5	100 多位	上海、南昌、深圳、广州、台北
	美联臣	北京	5	100 多位	北京、唐山、石家庄、无锡等
第三梯队	荣恩集团	上海	3	—	上海、深圳、广州
	希思医美	深圳	—	30 位	深圳
	俏佳人	上海	—	1 位	上海
	京都时尚	北京	—	1 位	北京
	曙光	广州	3	—	广州、深圳、佛山
	富华	深圳	2	9	深圳、上海
	凯润婷	北京	—	18	北京

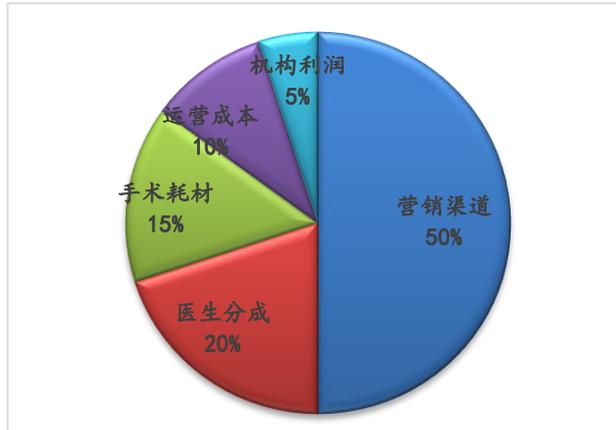
(史三八)				
叶子整形	北京	—	16	—

资料来源：清科研究中心、天星资本研究所

图表 32：各类医美机构占比



图表 33：我国医美行业收入分配现状

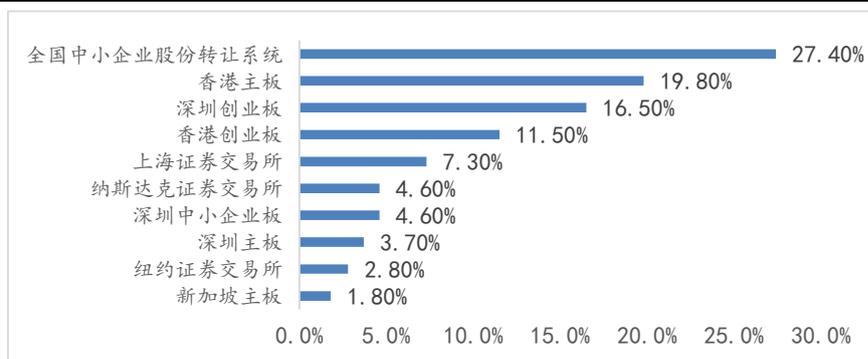


资料来源：2017 中国医白皮书、广证恒生、天星资本研究所

资料来源：清科研究中心、天星资本研究所

根据清科研究中心数据显示，从 1998-2017 年中国医疗美容行业上市地点主要集中在全国中小企业股份转让系统（即新三板），占比高达 27.4%，其次是香港主板。目前，根据 wind 显示，处在产业链中游的上市公司港股 1 家，A 股 5 家，新三板挂牌机构除了伊美尔、春天医美退市及奇致激光转板，共计 11 家医美挂牌机构。港股及 A 股的五家上市公司只有部分业务涉及到医美行业，不具有可比性，此处我们拿新三板上 11 家医美公司 2017 年的财务数据进行对比分析，除了因亚华智库属于医美咨询管理公司从而期间费用毛利比仅有 35.88%，其他医美公司期间费用毛利比均达到 70% 以上，甚至希思医美和瑞澜医美期间费用毛利比分别高达 123.94% 和 119.39%，在期间费用中，销售费用占比最大，因此我们可以看出目前新三板医美挂牌机构毛利率在 60% 以上（其中柏荟医疗高达 83.98%），而平均净利率却在百分之 6 左右甚至为负。新三板上的 11 家医美机构在未来想要在行业内做大做强，必须降低销售费用率，提升净利率，降低广告等渠道宣传导流费用，累积客户资源，扩大市场销售份额，在医美行业上做精做尖，形成差异化竞争优势，树立行业内品牌优势。

图表 34：1998-2017 年中国医疗美容行业上市地点分布（按上市案例数，起）



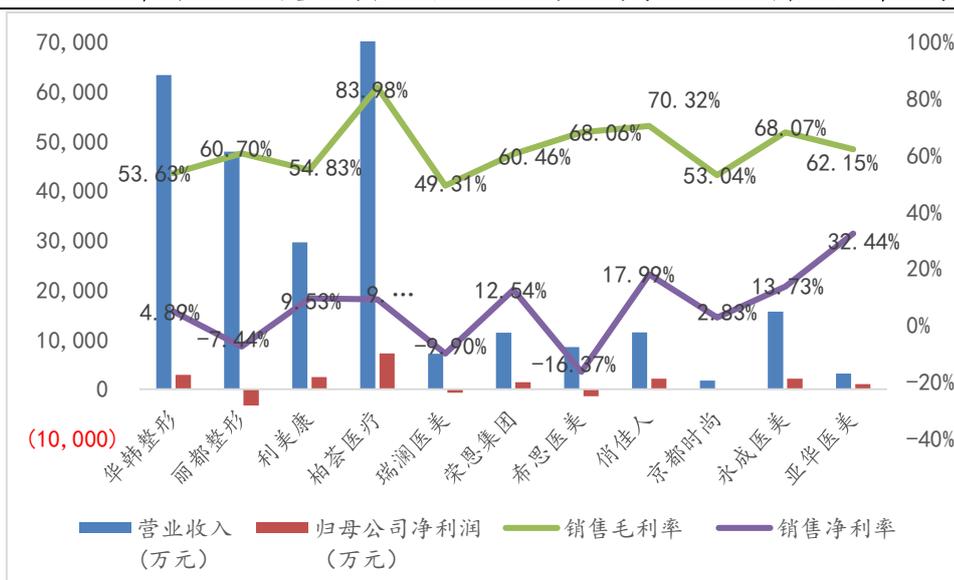
资料来源：清科研究中心、天星资本研究所

图表 35：医美产业链中游公司情况介绍

公司名称	股票代码	医美产业	总市值(亿元)	市盈率
恒大健康	0708.HK	在健康管理产业部分含有医疗美容手术及门诊服务业务	396.58	107.72
苏宁环球	000718.SZ	入股并收购医美医院,设立医美产业基金	120.78	8.77
朗姿股份	002612.SZ	投资韩国整形 DMG, 拿下 6 家医疗美容机构	54.32	25.53
合金投资	000633.SZ	扩建华普医院(韩整形医院)	32.93	-151.96
好当家	600467.SH	成立医美投资有限公司,在医疗美容、微整形、干细胞治疗等领域达成合作	39.74	73.69
通策医疗	600763.SH	国内第一家以口腔医疗连锁经营为主要经营模式的上市公司	151.41	64.32
华韩整形	430335.OC	集整形美容医院投资及其它投资与资产管理为一体的控股型公众公司	8.09	24.77
丽都整形	834480.OC	提供医疗整形美容服务的专科医院	-	-
利美康	832533.OC	经贵州省卫生厅核准注册的省内唯一一家民营三级专科医院,主要从事整形美容服务	4.65	18.87
柏荟医疗	872060.OC	从事专业医疗美容服务的医疗科技集团企业,为高端人群提供医疗美容服务	-	-
瑞澜医美	838265.OC	专业提供医疗整形美容服务的综合性美容机构	5.50	-82.46
荣恩集团	835387.OC	集美容整形投资、资产管理为一体的投资管理公司	11.75	106.00
希思医美	871107.OC	提供医疗整形美容服务的专科医院	2.00	-14.39
俏佳人	836313.OC	以整形美容、皮肤美容为主的诊疗服务	2.95	14.09
京都时尚	839429.OC	专门从事医疗整形美容服务的诊所,主要从事美容外科	-	-
永成医美	839816.OC	以高端医疗美容为主营业务的公司	4.28	17.33
亚华智库	833407.OC	为中国医疗美容机构品牌战略规划、运营管理与营销传播等提供一站式服务	0.30	2.93

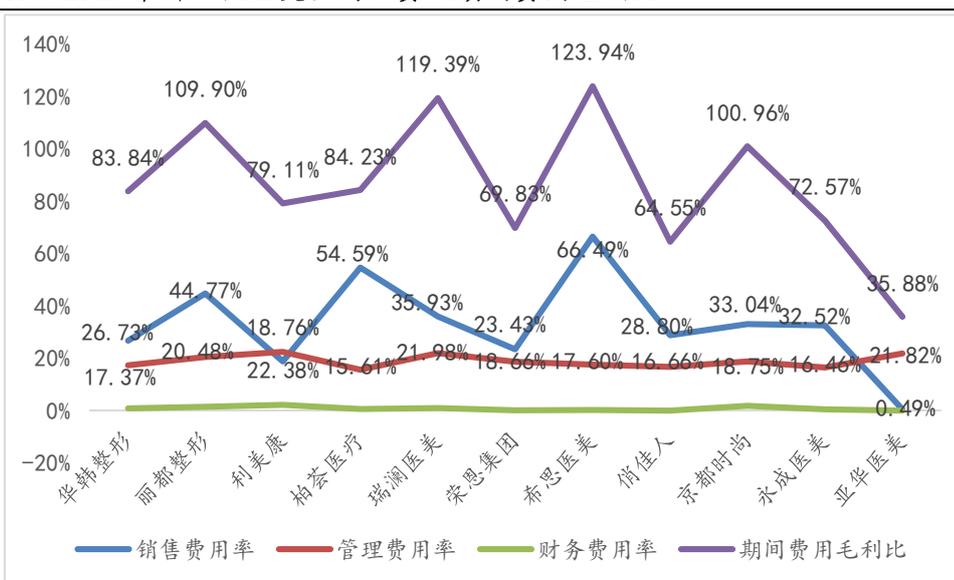
资料来源: Wind(截至 2018 年 5 月 20 日)、天星资本研究所

图表 36: 2017 年新三板医美机构营业收入、归母公司净利润、销售毛利率及净利率



资料来源: Wind、天星资本研究所

图表 37: 2017 年新三板医美机构三费及期间费用毛利比



资料来源: Wind、天星资本研究所

3.3 互联网马太效应尽显，产业资源整合将是医美 020 制胜关键

医美行业产业链终端是消费者，但由于互联网的发展，使得医美 020 获得快速发展，据数据统计，过去 4 年，医美 APP 经历了从无到有，年复合增长率超过 200%。在医美 020 如火如荼的发展趋势下，互联网电商大平台也开始切入医美领域（如天猫商城的医美产品，京东医美汇、美团点评丽人），不仅在自己的平台上推出医美板块，并且也与医美 020 进行战略合作（如京东与悦美共同打造“悦享卡”），开启互联+医美消费新模式。

图表 38：互联网电商切入医美领域

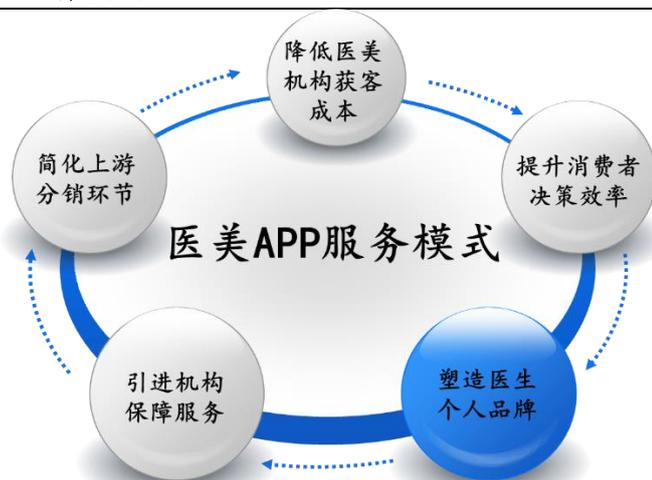


资料来源：天星资本研究所

医美 APP 的发展初期以导客流量端为切入点，相对于传统的搜索引擎广告，医美 APP 具有更加精准的营销，且信息透明更能吸引医美消费者的目光。目前，约 80% 的医疗美容机构正逐渐减少在搜索引擎上的投入，其中 30% 的机构表示医美 APP 正在成为主要获客渠道。据新氧大数据统计，医美 APP 可以将 3000 元的获客成本拉到 300 元/人。

目前市场上主要的医美 O2O 主要有新氧、更美、悦美、美呗等，总体来看，各医美 APP 功能模块主要是围绕用户提供社区交流、知识学习、产品与服务比选、服务购买及消费后续保障等内容；而其中的差异在于用户数量、用户活跃度、医生及机构数量、平台对于医生及机构认证排序规则等共同形成的用户体验。

图表 39：医美 APP 服务模式



资料来源：公开资料、天星资本研究所

随着医美 APP 掌握大量运营数据，医美竞争将不只是做获客的线上营销平台，而是深耕产业链的闭环交易服务平台，从信息内容到交易闭环，从 C 端交易再到 B 端产业资源整合，不断整合产业资源。医美平台开始提供多元化的服务如保险、医美分期、智能医美等，给用户更好地服务体验；医美平台加上自身的流量及平台优势，医美 APP 也开始涉足中游医美机构的运营管理，行业呈现“1+N”格局。

并且医美 APP 最能及时了解、反馈各方动态和需要，基于平台还能够帮助上游厂商做产品推介，具备一定运营、配送能力的医美 APP 是上游厂商理想的代理、分销商。因此我们可以看出医美平台连接上下游资源，通过不断延伸到产业更多环节，形成深度壁垒获取更多价值，医美 APP 未来的竞争关键因素是产业资源的整合。

此外，互联网平台型成功的核心因素主要为低成本的流量获取及留存和最大化提升变现率。互联网医美通过信息平台来连接医疗机构/医生和用户，任何一方资源少了都会影响另外一端的体验，从而很容易形成平台效应，一个平台大了就可以更好地吸引医疗机构/医生入驻，也可以更低成本地获取用户，形成一个正向循环，因此我们可以看出医美市场集中度会提升，行业马太效越来越明显即所谓的强者恒强。

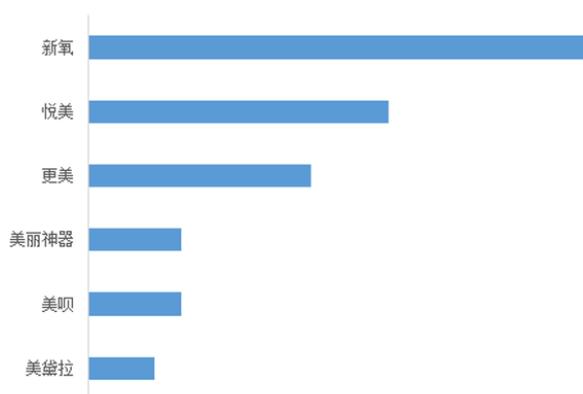
通过新浪微整形大数据中医美 APP 认知度调查显示，新氧位居首位，紧随其后的是悦美和更美。新氧继 2017 年 12 月，宣布获 4 亿元 D-1 轮融资后，3 个月内又迅速完成 D-2 轮融资。至此，新氧 D 轮融资累计达 6 亿元，成为唯一进入 D 轮的医美平台，创下近年医美行业单轮融资规模之最。

图表 40：医美 APP 数据比较

医美 APP	提供服务	执业医生	入驻医院	安卓市场下载量（截止 2018 年 1 月下旬）	整形日记（整形案例）	用户
新氧	1) 专家咨询	25814	7000+	5065.9 万次	350 万篇	3000 万
更美	2) 项目商城	15000	7000	3865.2 万次	340 万	2200 万
悦美	3) 整形社区	2180	3000+	1880.9 万次	100+万	1000 万
美呗	4) 评价体系	10000	3000	845.7 万次	4 万	—

资料来源：公开资料、天星资本研究所

图表 41：医美 APP 认知度排行



资料来源：新浪微整形大数据、天星资本研究所

新氧成立于 2013 年 3 月，以整形为切入口，打造“社区+电商”平台，旗下产品“新氧 APP”是知名的美容整形搜索电商平台，根据国内知名移动应用数据分析平台易观千帆监测，2017 年 12 月新氧 APP 月度总启动次数超过 1924 万次，占据医美 APP 领域近 90% 的市场份额。新氧平台上大量真实的 UGC 整形日记从用户的心理角度解决了信息不对称问题，通过真实图片和重度内容分享展示和交流，获取了大量的优质流量。新氧规定，消费者的整形日记，只有消费者本人有删除的权利，平台和机构都不能染指。另一方面，新氧对于机构而言，精准流量、好转化和平台的

品牌背书有效帮助商家降低了获客成本。此外，新氧 APP 严审入驻医生的《执业资格许可证》，确保合法执业医师方可入驻，同时与国家卫计委医生资格查验通道贯通，可一键查询医生信息，支持所有药品的在线验证功能，确保消费者的得到安全可靠的医美服务体验。目前已吸引 7000 多家正规医美机构、5000 多家优质美容院及 1000 多家齿科诊所，25814 名执业医师入驻，3000 万医美用户及 350 万篇由消费者亲自撰写的美丽日记，将正规机构和医生全部标签化。

新氧计划打通医美产业链上下游，线上业务包括电商、社区（整形日记、社区问答、直播）、新媒体矩阵、分期、保险、新氧美学体系、新氧魔镜、SAAS 等；线下业务包括新氧云诊所、新氧商学院、新氧器械等。目前收入主要由佣金及广告费用构成，客单价在 3000 元左右，2017 年订单交易额超 60 亿元，业务覆盖中国、韩国、新加坡、日本、泰国 5 个国家 351 座城市，核心城市渗透率超过 60%。

图表 42：医美 APP 融资路径

医美 APP	创立时间	融资额	融资时间	投资方
	2013 年 2 月	A 轮：未透露 B 轮：2000 万美元 C 轮：5000 万人民币 D-1 轮：4 亿人民币 D-2 轮：2 亿元人民币	A 轮：2014 年 1 月 B 轮：2014 年 12 月 C 轮：2016 年 3 月 D-1 轮：2017 年 12 月 D-2 轮：2018 年 3 月	A 轮：经纬中国 B 轮：经纬中国、挚信资本 C 轮：优壹品 D-1 轮：安佰深股权投资集团，鼎晖投资联合投资，经纬中国、挚信资本跟投 D-2 轮：兰馨亚洲投资集团领投，经纬中国、挚信资本、Apax Partners、鼎晖投资跟投
	2013 年 5 月	天使：600 万 A 轮：300 万美元 B 轮：数千万美元 C 轮：3.45 亿人民币	天使：2013 年 7 月 A 轮：2014 年 3 月 B 轮：2015 年 7 月 C 轮：2016 年 7 月	天使：经纬中国 A 轮：红杉资本 B 轮：维梧资本、红杉资本 C 轮：腾讯众创空间、潮宏基集团、苏宁环球、中信建投、复星医药
	2011 年 12 月	A 轮：500 万美元 B 轮：1.1 亿人民币 C 轮：8000 万人民币	A 轮：2014 年 9 月 B 轮：2015 年 12 月 C 轮：2017 年 8 月	A 轮：联创策源 B 轮：赛富投资基金 C 轮：赛富基金、汉能投资
	2011 年 1 月	A 轮：2000 万人民币	A 轮：2014 年 9 月	A 轮：同创伟业
	2014 年 8 月	A 轮：未透露 B 轮：1200 万美元	A 轮：2015 年 1 月 B 轮：2106 年 3 月	A 轮：N/A B 轮：IDG、平安创投、高榕资本
	2013 年 3 月	天使轮：数百万人民币 A 轮：数千万人民币 B 轮：未透露	天使轮：2013 年 4 月 A 轮：2014 年 7 月 B 轮：2016 年 3 月	天使轮：中路资本 A 轮：阿里系 B 轮：Sky View

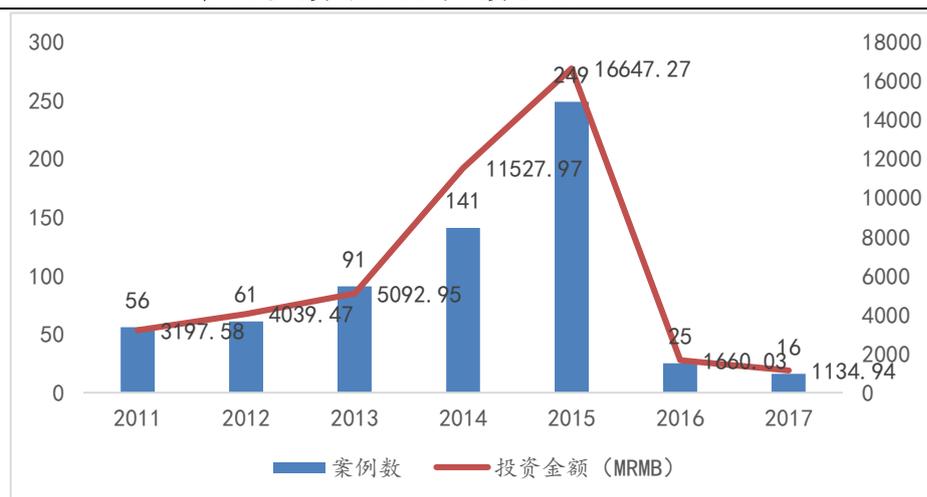
资料来源：天星资本研究所

4. 春有百花秋望月：医美行业投资策略及标的分析

4.1 上市公司转型医美，行业成创投热点

医美行业的快速发展,使得资本积极布局,成为创投热点。根据新浪微整形 2017 年大数据统计显示,2011 年至 2017 年我国医疗美容行业相关创业项目总数达 98 个,总投资额超 430 亿元,被投资产品包括医美 APP、医美自媒体、部分连锁医疗美容机构,以及各类服务商等,涵盖医美上、中、下游全产业链。

图表 43: 2011-2017 年医美投资案例数与投资金额



资料来源:清科研究中心数据、天星资本研究所

图表 44: 2017 年 4 笔超过 1 亿元股权融资项目

时间	项目
2017 年 2 月	欧华美科获得凯辉基金 B 轮约 1 亿元等值人民币的美元投资
2017 年 5 月	PhiSkin 芙艾医疗获得君联资本、美国锐盛管理集团、正齐金融、拾玉资本 1.2 亿元 B 轮融资
2017 年 6 月	联合丽格医疗美容投资连锁集团获得金浦医疗健康服务产业股权投资基金 2 亿元 B 轮融资
2017 年 8 月	成都西婵整形医院获得深圳高特佳投资集团 2 亿元战略投资

资料来源:公开资料、天星资本研究所

随着医美行业集中度的提升,大型连锁医美品牌趋势渐显,医美行业进入成长期的同时,行业内的并购整合也在加速。根据清科研究中心数据显示,从 2011 年-2017 年 8 月 24 日,医美行业并购案例高达 267 例,并购总金额约 6.3 亿元人民币。

2001 年-2016 年,中国医美行业并购规模以年均 61% 快速增长,上游医药及医疗器械研发生产方面共发生 143 起并购事件,并购总金额约 367 亿人民币;中下游医疗院所并购及医药器械销售方面共发生 154 起并购事件,并购总金额约 324 亿人民币。产业链上游的并购金额比例占总并购金额 55% 以上,主要原因在于医美行业产业链利润附加值集中在产业链的上游并且通过研发端到代理端投入逐级放大,通过并购获取优势。目前,除了医美行业并购由行业内领先的医美服务机构完成,消费类的上市公司也热衷于转型进入医美行业,如苏宁环球、朗姿股份。

图表 45: 2011-2016 年产业链上游及中下游并购情况 (单位: 百万 人民币)

年份	上游并购金额	中下游并购金额	并购总金额	上游并购所占比例	中下游并购所占比例
2011	579	436	1,015	57%	43%
2012	6,264	1,130	7,394	85%	15%
2013	6,426	8,726	15,152	42%	58%
2014	5,195	6,304	11,498	45%	55%
2015	8,643	12,810	21,453	40%	60%
2016	3,571	2,873	6,444	55%	45%

资料来源: 清科研究中心、天星资本研究所

图表 46: 苏宁环球转型进入医美投资路径



资料来源: 公司公告、天星资本研究所

图表 47: 朗姿股份转型进入医美投资路径



资料来源: 公司公告、天星资本研究所

4.2 产业链上、中、下游均呈现投资机会，技术+品牌+运营医美核心生产力

基于上述医美行业发展变化以及产业链上、中、下游分析，医疗美容行业正进入快速发展期，行业内整合速度加快。

产业链上游：具备强大研发能力，掌握核心技术的生产商在未来将有广阔的发展前景；

产业链中游：具备丰富的医生资源，连锁化布局及行业优质口碑的大型连锁化医美机构、具备差异化优势的中小型医美机构以及模式创新的“轻医美”机构未来将在竞争中占据优势；

产业链下游：看好用户数量与活跃度高、注重产业资源整合，从交易闭环到产业闭环，高效地为医美全产业链服务的医美 APP 平台。

优质标的：

苏宁环球 (000718.SZ)：转型节奏持续，静待医美业绩爆发

苏宁环球是一家以房地产开发为主营业务，向“大文体、大健康、大金融”多种业务转型的集团公司。

其中在大健康领域，苏亚医美品牌是公司“大健康”产业布局的重要环节，对内整合现有医美资源，加强医美人才引进，提升医美产业管理水平，提高品牌美誉度和竞争力；对外不断开拓医美新资源，发展壮大医美产业链，使公司在医美行业的品牌影响力和竞争力不断提升。公司在与韩国 ID 健康集团合作并成立合资公司；和集团合资成立 50 亿医美产业基金，并购全国 11 家医美医院，投资线上医美平台“更美”，构建 020 闭环；和全球医美设备研发制造商赛诺龙达成合作意向，拓展千亿医美设备和耗材上游市场。

图表 48：苏宁环球医美业务 2017 年拓展情况

拓展方向	主要工作
医美安全体系的搭建	参照国际医院评审标准 (JCI)，建立适用医美机构的标准化程序性文件，对下属各机构进行专项考核整治，以推进机构医院安全管理制度和理念的全面升级，更好的提高医疗品质，做到机构医院的“说、写、做”一致。
医美事业部及医院标准化的搭建	事业部成立制度委员会讨论、审批制度文件，先后制定《医生资源管理制度》《青年医生培养方案》、《专家级医生共享制度》《医疗质量控制制度》等制度文件，对医生资源、医疗质量的管理都做了明确的规定。
医美事业部专家资源库的建立	以机构、集团需求为基础，学术拓展为方向，建设由国内外近百名专家组成的国际医美专家资源库。专家资源的充沛也为青年医生的培养带来了有利条件，事业部积极推进青年医生培养计划，通过有效的人才培养与开发计划，合理的挖掘、培养医疗后备人才队伍，建立起有“苏亚医美”特色的医疗人才梯队。
组建苏亚学院	启动医美后备人才培养计划和管培生培养计划，利用线上 e-learning 学习平台，为公司医美产业的后续发展培养和储备人才，并不断提升医美人才的业务技能。
苏亚医美品牌的统一形象升级	从品牌形象、服务、管理、专家、设备、项目 6 大体系进行全方位升级。

资料来源：公司公告、天星资本研究所

图表 49：苏宁环球盈利情况

	2014A	2015A	2016A	2017A
营业总收入(百万)	5,456.60	7,375.18	8,246.53	5767.98
增长率(%)	-18.81	35.16	11.81	-30.06
归母净利润(百万)	762.51	900.16	1,071.19	1147.76
增长率(%)	56.50	18.05	19.16	7.15
EPS(稀释)	0.37	0.34	0.35	0.38
员工人数	1,034	963	1,040	1,143

资料来源：Wind、天星资本研究所

朗姿股份(002612.SZ)：完善时尚生态圈的建设，加速医美产业布局

公司是中国国内第一家高端女装上市公司，集研发设计、生产、销售、物流于一体的现代化企业，旗下不仅拥有女装，还有婴童、医美、化妆品等时尚板块的布局，致力于成就“泛时尚生态圈”的互联网化和国际化的一流时尚产业集团。

2018年1月公司全资子公司朗姿医疗将以自有或自筹资金2.67亿元收购陕西高一生医疗美容亿元有限公司100%的股权，此次收购“高一生”持续加快做大做强医美产业的重要举措。收购“高一生”后，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大型整形医院加多家小型连锁门诊/诊所的医疗美容机构体系。公司将进一步整合各方资源，以加强旗下医疗机构的区域竞争力为主要战略方向，加快推进医美产业发展和布局。

此外，公司在2016年4月朗姿股份签署协议战略收购韩国著名医疗美容服务集团Dream Medical Group Co., Ltd.（以下简称“韩国梦想集团”）30%股权，快速切入医美行业；6月公司通过股权收购的方式实现对“米兰柏羽”和“晶肤医美”两大医美品牌国产医美公司的控制，进一步落地和夯实医美业务板块；2017年公司通过投入自有资金，结合试点和推广合伙人制度的激励机制，新建2家晶肤医美诊所，并计划将“晶肤医美”扩大至9家。

图表 50：朗姿股份盈利情况

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业总收入(百万)	1,144.25	1,367.74	2,353.27	2,658.40	2,912.14
增长率(%)	-7.38	19.53	72.06	12.97	9.54
归母净利润(百万)	74.46	164.02	187.57	245.56	282.22
增长率(%)	-38.58	120.28	14.36	30.91	14.93
EPS(稀释)	0.37	0.41	0.47	0.61	0.71
员工人数	2,896	3,824	3,584	—	—

资料来源：Wind、天星资本研究所

华韩整形(430335.00)：医美行业龙头企业，获业界高度认可

华韩整形是新三板医美行业上市挂牌第一股，华韩整形美容医院投资及其它投资与资产管理为一体的控股型公众公司，目前旗下国际化的全国知名机构有：南京医科大学友谊整形外科医院(国家三级整形外科医院)、北京华韩医疗美容医院、青岛华韩整形美容医院等。其中，华韩整形美容医院控股股份有限公司旗下南京医科

大学友谊整形外科医院在南京市卫生和计划生育委员会所举办的南京市医学重点专科评审中获评为南京市医学重点专科（专科名称：整形外科）。

公司近年通过收购方式完善全国布局，并将南京友谊多年积累的管理经验和运营标准在收购的其他下属医院内进行复制，公司下属医院在医疗流程上都将参照执行 JCI 标准，北京华韩、四川悦好已获 JCI 认证。规范化的可复制的医院管理体系为公司未来的连锁扩张打下了坚实的基础。

公司于 2017 年 12 月 2 日发布公告公司近日发布公告拟以 19.14 元/股的价格发行股份 522.4660 万股(含 522.4660 万股)，募集资金总额不超过人民币 10,000.00 万元(含 10,000.00 万元)，募集资金将用于偿还有息债务、下属医院品牌推广投入以及补充流动资金。此次增发有利于加强公司资金实力，进一步提升公司营运能力，巩固在行业内的优势地位。

图表 51：华韩整形盈利情况

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业总收入（百万）	338.26	542.54	633.24	792.60	981.80
增长率（%）	37.07	60.39	16.72	25.17	23.87
归母净利润（百万）	29.40	23.67	29.02	35.90	43.10
增长率（%）	1,293.06	-19.51	22.59	23.73	20.06
EPS（稀释）	0.41	0.30	0.37	0.46	0.55
员工人数	952	1,329	1,228	—	—

资料来源：Wind、天星资本研究所

利美康（832533.0C）：齐聚医美大咖，人才储备雄厚

贵州利美康外科医院股份有限公司（以下简称“利美康”）成立于 2004 年，是目前贵州省内唯一一家卫生厅核准注册的民营三级专科医院。公司以整形外科为主营业务，同时提供口腔科、激光微整形、综合科及其他特色整形美容服务。

利美康建立了完善的医疗管理体系与规范制度，具备了较强的连锁化复制能力，缩短了扩张的投资周期，并保障了各分支机构医疗质量。公司在北京、广州、深圳、成都、遵义、贵阳等地连锁运营数十家医疗美容医院，在国内一二线城市形成网状连锁整形机构。

利美康核心医师团队资历抢眼，如中国美胸百强专家鲁天宇、中国全鼻整形项目翘楚张智毅、中国精细化眼部整形领军人物刘德东等医美大咖，使得利美康各业务拥有行业领先的医疗技术。为了加强后续人才建设，公司在 2015 年 4 月遵义医学院签订重要战略合作协议，公司下属各医院作为遵义医学院整形、口腔、微创、美容等学科实习点，遵义医学院设立“利美康”整形、口腔、微创、美容等专业学科班，为“利美康”培养提供医学人才。

图表 52：利美康核心医师团队介绍

	姓名	头衔	履历
整形专家	刘德东	院长	贵州精细化眼部整形第一人； 贵州省医学美容分会委员； 擅长项目：眼部综合精细化整形、胸部整形、鼻部整

			形、各种修复类手术
	鲁天宇	院长	中国美胸百强专家； 美国曼托妙桃丰胸假体首席认证医师； 擅长项目：私密定制丰胸、德国水动力自体脂肪丰胸、综合美胸、鼻延长、手术除皱、PRP 面部抗衰老等
	张智毅	院长	贵州省医学美容分会委员； 四位黄金三角隆鼻研发专家； 擅长项目：全鼻综合塑形、隆鼻失败修复、胸部整形、妇科整形、面部注射塑形等
外聘专家	郑东学	亚洲鼻王	韩国延世大学医学院博士； 韩星定制整形御用大师； 擅长项目：纯韩定制全鼻整形、隆鼻失败修复、韩式鼻部精细化整形、高难度鼻畸形矫正、无鼻再造等
	安在勋	博士	大韩美容整形外科学会正式会员； 贵州利美康金阳医院韩方院长； 擅长项目：全鼻美塑、双眼皮、开眼角、祛眼袋、除皱、改脸型隆胸术、自体脂肪移植、年轻化注射提升
	吴健雄	博士	韩国圣诞成形成外科集团 院长； 大韩环保美容学会 正会员； 擅长项目：韩国眼部成形术、韩国面部脂肪移植、韩国微创提升术、韩国鼻部成形术
	吕剑昇	博士	美国哈佛大学医学美容皮肤镭射进修研究； 中时医疗网“台湾十大名医”； 擅长项目：面部年轻化治疗
	柳京瀚	博士	韩国明星御用整形大师； 大韩整形外科学会会员； 大韩整形美容外科学会会员； 大韩头盖颜面整形外科学会会员； 擅长项目：整形美容、颜面整形、毛发移植

资料来源：公司官网、天星资本研究所

图表 53：利美康盈利情况

	2014A	2015A	2016A	2017A
营业总收入(百万)	95.21	141.23	194.00	296.12
增长率 (%)	12.20	48.34	37.36	52.64
归母净利润(百万)	3.77	16.41	23.70	24.65
增长率 (%)	123.67	334.95	44.39	4.02
EPS (稀释)	0.14	0.48	0.31	0.27
员工人数	385	480	702	736

资料来源：Wind、天星资本研究所

永成医美 (839816.00)：依托名医效应，搭建全方位的营销扩大品牌影响力

永成医美是一家高端医疗美容服务机构，美容外科是公司的主体业务，主要包括眼部整形、鼻部整形、颈部整形、面部轮廓整形、胸部整形、皮肤美容等具体项

目。目前，永成医美在北京和银川两地共有 6 家医美机构和 1 家生活美容机构。

永成医美是由国内整形名医田永成创建的，田永成是中国卫生部整形美容协会发起人及常务理事、中国医师协会美容与整形医师分会委员等，有近 30 年的整形外科经验，开创了倒“T”形隆下颌术、一次祛脂除眼袋、外双翘睫毛自然双眼皮等多项外科整形技术，拥有 19 项中国美容整形外科专利。公司依托田永成名医效应，拥有了较高的客户信任度、忠诚度及客户粘性，这一点对比新三板其他医美机构具有一定的优势。

公司创立了整形美容标准化技术体系，并组建田永成整形专家团队，铺设线上线下营销网络，使得客源持续增长，为公司业绩的持续增长贡献了力量。

图表 54：永成医美盈利情况

	2015A	2016A	2017A
营业总收入（百万）	163.52	132.23	156.41
增长率（%）	39.24	-19.13	18.29
归母净利润（百万）	25.51	19.05	21.47
增长率（%）	37.53	-25.30	12.70
EPS（稀释）	9.19	0.57	0.40
员工人数	—	254	296

资料来源：Wind、天星资本研究所

5. 风险因素

医疗纠纷及事故风险；

行业监管政策出台及执行低于预期，政府整治力度不及预期；

医美企业并购低于预期。

研究员声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究员在此作以下声明：

(1) 本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法，并且以独立的方式表述（包括与天星资本相关的部分）；(2) 研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期三板做市指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推荐：相对表现优于市场

中性：相对表现与市场持平

回避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期三板做市指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 20%

增持：相对大盘涨幅在 10%~20%之间

中性：相对大盘涨幅在-10%~10%之间

减持：相对大盘涨幅小于-10%

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等观点、意见和推测不需通知即可作出更改。在不同时期，或因使用不同的假设和标准、采用不同分析方法，本公司可发出与本报告所载观点意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成个人投资建议，且并未考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应对本报告所载观点和意见作出独立评估，并考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，必要时就法律、商业、财务、税收等问题咨询专业财务顾问的意见。本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不承担任何责任。

本报告版权仅为天星资本所有，天星资本对本报告保留一切权利，未经天星资本事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得天星资本同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“天星资本研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。所有本报告所使用的商标、服务标识及标记均为天星资本的商标、服务标识和标记。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。