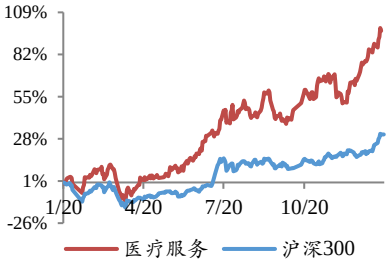
# 医美机构专题：区域龙头奋楫扬帆，星辰大海未来已来

**行业评级：增持**

报告日期：2021-01-11

**行业指数与沪深 300 走势比较**




**分析师：王雨晴**

执业证书号：S0010520080004
电话：15921910289
邮箱：wangyq@hazq.com

**联系人：王洪岩**

执业证书号：S0010120060026
电话：18516232831
邮箱：wanghy@hazq.com

**相关报告**

1.华韩整形（430335）：十年医美厚积薄发，“1+N”扩张扬帆领航 2020-11-26

## 主要观点：

- **行业空间：需求横纵拓展、价格锚定价值，行业景气度持续上行**

**低渗透率叠加高成长性，我国医美市场空间广阔，预计 2024 年市场规模可达 3185 亿。**受益供给端的国产替代，医美消费年龄圈层的延伸和消费下沉成为推动行业增长的主要力量；伴随医美消费认知的提升，医美项目价格趋向透明和市场化，医疗服务价值提升机构议价能力，推动行业持续景气发展。

- **行业趋势：借“轻医美”突围单店运营，资本助力机构连锁扩张**

**行业集中度提升大势所趋。**一方面，“轻医美”细分赛道兴起，依托“高频高价+可标准化”的消费属性，打通医美与生美市场，成为中游整合扩张的关键契机；另一方面，自 2019 年底医美机构积极拥抱资本浪潮，行业内兼并购活动日趋活跃，资源加速向头部聚集。

**他山之石，区域龙头向全国连锁迈进。**基于专科医疗服务属性，连锁运营是医美龙头崛起并打开成长空间的关键。进一步，借鉴民营口腔龙头的成长路径，“1+N”战略是医美机构实现全国扩张的较好选择。

- **连锁模式：基于“单店盈利+连锁运营”，关注人才与管理双轮驱动**

近期以华韩、瑞丽、鹏爱、朗姿为代表的区域龙头加速产业布局与资本运作，行业步入龙头成长阶段。我们尝试通过对“**单店盈利+连锁运营**”的拆解，挖掘影响医美机构扩张效益和边界的核心因素。

**1）单店盈利：**基于对营收、毛利及费率的拆分，**未来医疗服务价值将在收入端不断强化凸显；人才、管理等软实力成为医美机构提升盈利能力的硬支撑。**

**2）连锁运营：**回归医疗服务的本质，**实现医技服务和管理手段的可标准化复制应当走在规模化扩张之前，赋能扩张边界的高质延展。**

- **个股梳理：华韩整形、瑞丽医美、鹏爱医疗、朗姿股份**

由于资源禀赋差异，4 家区域龙头连锁模式各有侧重：**1）华韩整形**背靠南京医科大筑高专业壁垒，统一执业规范保障服务品质，“总院+区域医院+门诊部”的连锁扩张模式逐渐成型；**2）瑞丽医美**深耕浙江市场，通过客户服务和需求打磨产品，形成差异化竞争优势的同时赋能业绩端更大的弹性空间。公司于 2020 年底港股上市，扩张步伐有望提速；**3）鹏爱医疗**管理层及运营团队行业积淀深厚、发展战略清晰，以并购为主线在全国范围梯队化网点布局，医美连锁化程度行业领先；**4）朗姿股份**借力资本抢位三大医美品牌，成为中西部地区医美领导者。公司关注人才培养与运营模式的复制推广，通过自建及并购，区域业务版图持续扩大。

● **投资建议：**

区域龙头成长性佳，关注具备持续复制扩张潜力的医美机构。相对其他专科医疗服务领域的龙头企业，医美机构的连锁模式仍待验证，建议关注具备持续复制扩张潜力的医美标的：华韩整形、瑞丽医美、医美国际、朗姿股份。

● **风险提示**

1.医疗事故风险；2.人才流失风险；3.跨区域扩张风险；4.医美服务不够标准化、规范化风险；5.政策风险等。

# 正文目录

**1 行业趋势：承轻医美之风，拥抱高景气常态 ..... 6**

1.1 医美消费需求横纵拓展、价格向医疗服务价值看齐 ..... 6
1.2 借“轻医美”突围单店运营，资本助力机构连锁扩张 ..... 8
1.3 他山之石：专科医疗连锁模式各具特色，医美与口腔更具可比 ..... 12

**2 连锁模式：基于“单店盈利+连锁运营”，关注人才与管理双轮驱动 ..... 13**

2.1 单店盈利的核心在于营收增长、毛利提升和费率下降 ..... 14
2.2 连锁运营的根本在于医技服务和管理手段的可标准化复制 ..... 17

**3 个股梳理：华韩整形、瑞丽医美、鹏爱医疗、朗姿股份 ..... 20**

3.1 华韩整形：江苏地区医美领航者，管理+医生+品牌构筑三大护城河 ..... 20
*3.1.1 概况：站位高、自建与收购双轮驱动，2019 年迈入新一轮成长周期 ..... 20*
*3.1.2 业务：把握医美机构扩张核心矛盾，1+N 模式复制壁垒高 ..... 22*
3.2 瑞丽医美：深耕浙江，精细运营，具备前瞻的产品思维 ..... 23
*3.2.1 概况：浙江地区领先的医美服务商，精细管理助推业绩高增 ..... 23*
*3.2.2 业务：轻医美业务占比持续提升，集中式管理+标准化运营护航业务发展 ..... 24*
3.3 医美国际：立足华南放眼全国，梯队布局连锁化程度行业领先 ..... 25
*3.3.1 概况：以深圳为起点，扎根医美行业 23 年，创始人及管理层行业积淀深厚 ..... 25*
*3.3.2 业务：以收购为扩张主线发力轻医美赛道，集中管控提供运营保障 ..... 27*
3.4 朗姿股份：中西部地区医美机构整合领导者，业务版图持续扩大 ..... 29
*3.4.1 概况：战略前瞻，三大医美品牌清晰立体 ..... 29*
*3.4.2 业务：以轻医美为主，业务层次分明，四层管控体系赋能业务扩张 ..... 30*

**4 投资建议： ..... 32**

**风险提示： ..... 32**

# 图表目录

图表 1 2019 年全国医美市场规模达 1460 亿美元.....6
图表 2 国内医美市场仍有近 5 倍提升空间.....6
图表 3 医美消费者年龄段分布：向 35+“熟龄段”延伸.....7
图表 4 2018 年国内 36-40 岁医美渗透率仅 0.51%.....7
图表 5 2018 年新氧平台上三四线城市的医美消费渗透率低.....7
图表 6 2018 年新氧平台上三四线用户仍处市场教育阶段.....7
图表 7 进口及国产玻尿酸产品价格对比：相同适用部位国产产品价格区间低于进口.....8
图表 8 大体量机构比中小型机构具备更好的定价能力.....8
图表 9 轻医美打通医美与生美市场，具有“高频高价”的消费属性.....9
图表 10 2019 年上海前五大医美机构市场份额 38.10%.....9
图表 11 2019 年浙江省前五大医美机构市场份额 17.50%.....9
图表 12 2015-2019 中国医美市场规模及 2020-2024 年预计的医美市场规模.....10
图表 13 2010 年起医美中下游并购规模及占比快速提升，至 2016 年稳定在接近 45%水平.....10
图表 14 2016-2017 年中游医美投融资多为跨行业并购.....11
图表 15 2019-2020 年中游医美投融资多为行业内兼并购及自主上市.....11
图表 16 眼科/口腔/肿瘤/生殖专科医疗服务的连锁业态对比.....12
图表 17 医美机构单店盈利+连锁经营的影响因素拆分.....13
图表 18 瑞丽医美 2017-2019 年客流持续增长，客单价走低.....14
图表 19 华韩整形 2017-2019 年整体客单价维持度较好（单位：万元）.....15
图表 20 瑞丽医美 2017-2019 年微创美容项目毛利率水平稳定.....15
图表 21 瑞丽医美 2017-2019 年单位客户的人力成本稳步下降.....15
图表 22 华韩整形 2017-2019 年轻医美毛利率稳步增长.....16
图表 23 华韩整形 2017-2019 年人效稳步增长.....16
图表 24 瑞丽医美 2017-2019 年多个疗程服务占比持续提升.....16
图表 25 华韩整形 2016-2020H1 销售费用率稳步下降.....17
图表 26 华韩整形省内下沉战略实施规划.....17
图表 27 华韩整形依托总院在整形外科领域占据学术及技术权威，行业内的合规典范.....18
图表 28 华韩整形对四川悦好及长沙华韩的收购对价及减值计提.....18
图表 29 四川悦好 2017-2020H1 营收净利情况.....18
图表 30 长沙华韩 2017-2020H1 营收净利情况.....18
图表 31 2016-2020Q3 晶肤医美连锁扩张情况.....19
图表 32 华韩整形旗下医美机构分布概况.....20
图表 33 华韩整形 2016-2019 营收（分机构）及净利润表现（单位：万元）.....21
图表 34 华韩整形 2016-2019 营收（分项目）情况（单位：万元）.....21
图表 35 华韩整形下属机构基本情况-截至 2020H1.....21
图表 36 华韩整形率先开启医美领域的“1+N”扩张路径.....22
图表 37 瑞丽医美旗下机构分布概况.....23
图表 38 瑞丽医美 2017-2019 营收（分机构）及净利润表现（单位：万元）.....23
图表 39 瑞丽医美下属机构基本情况-截至 2020H1.....24
图表 40 瑞丽医美 2017-2019 营收（分项目）情况（单位：万元）.....24
图表 41 瑞丽医美两级式集中管理架构.....25

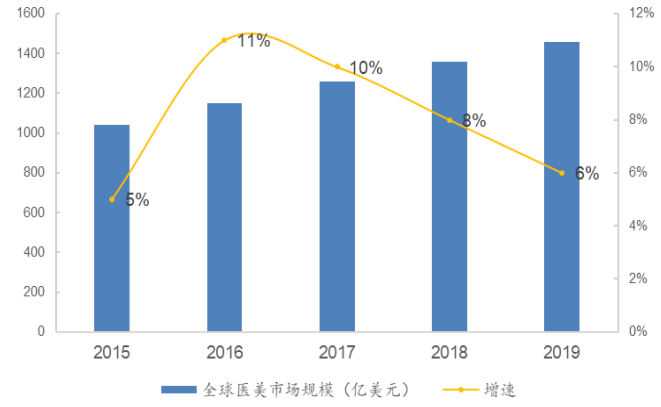
图表 42 鹏爱医疗旗下机构分布概况.....25
图表 43 医美国际 2016-2019 营收（分机构）及净利润表现（单位：万元）.....26
图表 44 医美国际 2016-2019 营收（分项目）情况（单位：万元）.....26
图表 45 鹏爱医疗核心管理层简介.....27
图表 46 鹏爱医疗下属机构基本情况-截至 2020Q1.....27
图表 47 鹏爱医疗集中管控架构.....28
图表 48 朗姿股份旗下机构分布概况.....29
图表 49 朗姿股份 2016-2019 营收（分品牌）及净利润表现（单位：万元）.....30
图表 50 朗姿股份 2016-2019 营收（分项目）情况（单位：万元）.....30
图表 51 朗姿股份下属医美机构基本情况-截至 2020H1.....30
图表 52 鹏爱医疗集中管控架构.....31

# 1 行业趋势：承轻医美之风，拥抱高景气常态

## 1.1 医美消费需求横纵拓展、价格向医疗服务价值看齐

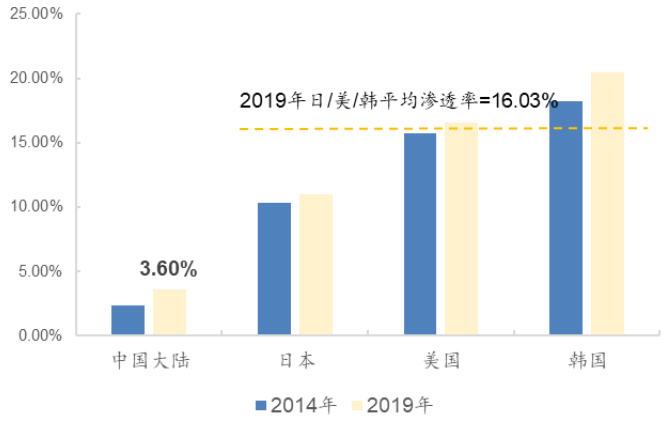
**低渗透率叠加高成长性，国内医美空间广阔。**国产替代优化供给环境，支付能力提升和消费升级形成底层驱动，2008-2018 年国内医美市场经历十年高增，至 2019 年市场规模高达 1436 亿元（仅考虑合规机构市场规模）。面对广袤潜在客群，对标海外成熟市场，当前国内医美渗透仍处较低水位，相比日本、美国、韩国等地平均医美项目渗透率，国内医美市场仍有近 5 倍的提升空间。

**图表 1 2019 年全国医美市场规模达 1460 亿美元**




资料来源：德勤、美团医美《医美市场趋势洞察报告》，华安证券研究所

**图表 2 国内医美市场仍有近 5 倍提升空间**

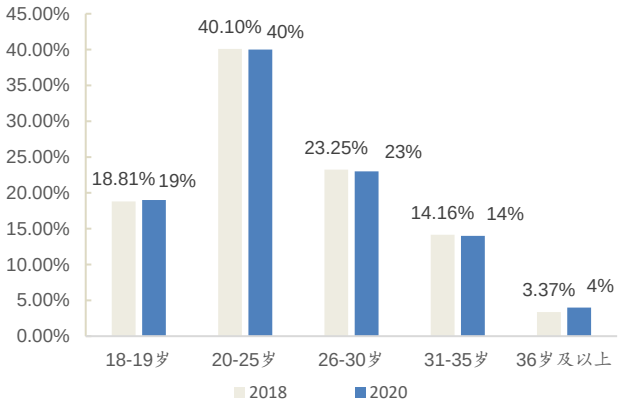



资料来源：德勤、美团医美《医美市场趋势洞察报告》，华安证券研究所

市场启蒙顺序上，我国医美仍处起步阶段。当前上游竞争格局优良、供给稳定，在行业步入成熟阶段以前，行业增速大小更多地来自需求端和价格端的影响。需求端“低渗透+庞大的潜力客群”成为医美消费的主要拉动因素，同时伴随消费者医美认知的提升，医美项目价格逐渐透明和市场化，医疗服务价值进一步凸显，助推行业持续高景气。

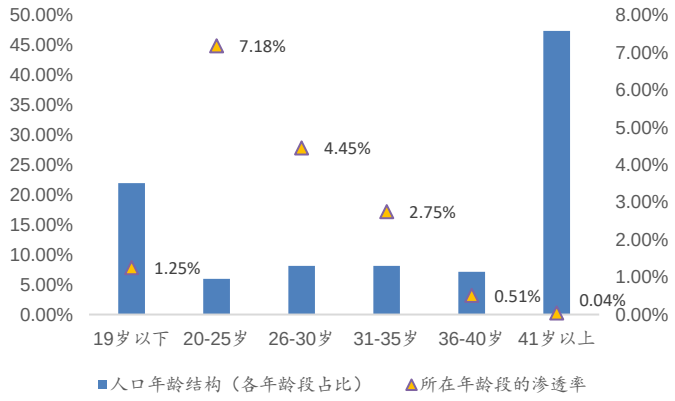
**需求端，医美受众圈层的横纵拓展加速市场渗透。**一方面，医美受众年龄层向“熟龄段”延伸。近年来，医美科技受到全民追捧、医美平台加速优质资源和流量积聚，叠加网红及明星效应，医美受众年龄圈层持续放大，基本形成 20+至 40+消费人群的全覆盖。新氧大数据显示，2018-2020 年 35+医美消费者占比从 3.37%提升至 4%，2018 年 36-40 岁及 40 岁以上医美渗透率仅 0.51%和 0.04%，相比美国 35+年龄层 13%的渗透水平，可提升的渗透空间大。并且对应国内 36 岁及以上人口近 50%的高占比，国内熟龄段医美的消费潜力远未释放。

图表 3 医美消费者年龄段分布：向 35+“熟龄段”延伸




资料来源：新氧大数据，华安证券研究所

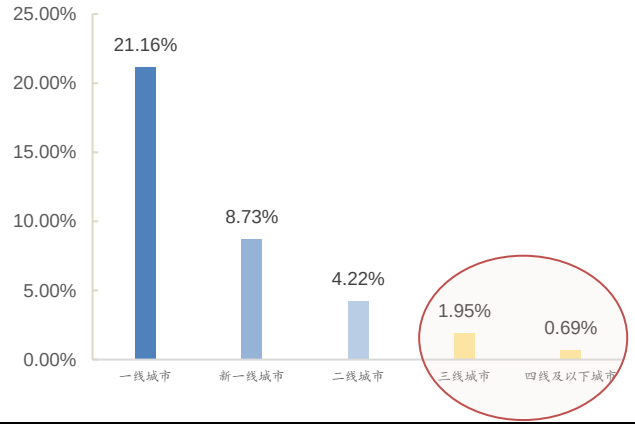
图表 4 2018 年国内 36-40 岁医美渗透率仅 0.51%




资料来源：新氧大数据、国家统计局，华安证券研究所

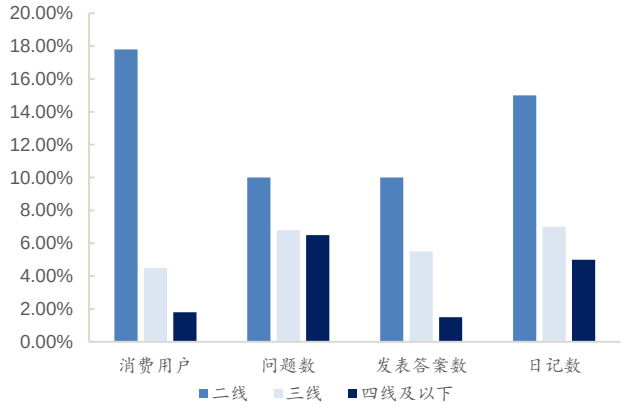
另一方面，高线城市医美下沉向低线城市发展。根据新氧大数据，2018 年新氧医美消费者集中在一线与新一线城市，渗透率分别为 21.16%和 8.73%，而在三线及四线以下城市的渗透率仅 1.95%和 0.69%。当前三四线用户仍处市场教育阶段，2019 年新氧平台上三四线用户问题数是消费数量的 4.31 倍，蕴含可观的消费转换空间。

图表 5 2018 年新氧平台上三四线城市的医美消费渗透率低




资料来源：新氧大数据，华安证券研究所

图表 6 2018 年新氧平台上三四线用户仍处市场教育阶段




资料来源：新氧大数据，华安证券研究所

**价格端，轻医美项目价格趋于透明和市场化，品牌及服务提升机构溢价能力。**

**（1）轻医美项目中，**注射类项目受益上游耗材的国产替代，以玻尿酸为代表的注射类产品价格中枢逐步下移，这类项目易操作、效果立即可见，因而机构往往通过注射类项目引流获客。但随着医美消费者教育程度的提升，注射类项目作为引流获客的边际效应在递减，叠加市场的不断出清及竞争升级，机构低价获客、交叉销售的策略难以长期维系，未来注射类项目的价格区间有望随着品类的丰富进一步拓宽，并回归市场化水平。无创年轻项目与激光项目定价主要由技术驱动。技术更新赋能，新出的医美设备在引领医美新概念的同时亦能享受较好的定价权，为机构利润空间提供有力支撑。相对来说，线雕、果酸焕肤等项目淡化产品和设备，更考验医生的技术和手法，能够实现更好的客单价。

**图表 7 进口及国产玻尿酸产品价格对比：相同适用部位国产产品价格区间低于进口**

| 品牌 | 产地 | 分子大小和型号 | 规格 | 适合部位 | 维持时间 | 参考价格 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 乔雅登 | 美国 | 中-雅致 | 0.8ml | 皱纹填充：去除鱼尾纹、嘴角纹、鼻唇沟等中度和重度皱纹 | 12 个月左右 | 1-1.7 万 |
| | | 大-极致 | 0.8ml | 塑形填充：丰苹果肌、丰下巴、丰额头等 | 12-18 个月 | 1-1.7 万 |
| 瑞蓝 | 瑞典 | 中-瑞蓝 2 号 | 1ml/0.5ml | 皱纹填充，以及泪沟、嘴唇等浅表填充 | 9-12 个月 | 0.4-0.7 万 |
| 伊婉 | 韩国 | 大-V、VP（含麻） | 1ml | 塑形填充：额头、太阳穴、苹果肌 | 8 -12 个月 | 0.2-0.4 万 |
| | | 小-C、CP（含麻） | 1ml | 皱纹填充：川字纹、法令纹、唇纹、颈纹 | 6-9 个月 | 0.2-0.4 万 |
| 艾莉薇 | 韩国 | 大、中 | 1ml | 塑形、改善或祛较深的皱纹 | 12 个月 | 0.2-0.4 万 |
| 公主 | 奥地利 | 大 | 1ml | 塑形填充，如太阳穴、法令纹 | 12-15 个月 | 0.7-1 万 |
| 润百颜 | 中国 | 中-黑金装<br>小-百紫装 | 1ml | 塑形填充：额头、苹果肌<br>软组织填充：唇、鼻唇沟 | 4-6 个月 | 0.15-0.25 万 |
| 爱芙莱 | 中国 | 中、小 | 0.5ml/1ml | 塑形填充：额头、苹果肌<br>软组织填充：唇、鼻唇沟 | 6-10 个月 | 0.2-0.3 万 |
| 宝尼达 | 中国 | 大 | 1ml | 不是纯玻尿酸，加入纤维素，刺激皮肤自身产生新的胶原蛋白 | 5-8 年 | 1 万左右 |

资料来源：新氧 APP，华安证券研究所

**（2）手术类项目**，消费者对手术类项目的价格敏感度低，决策周期更长，具备强品牌和强服务能力的机构能更快获得客户信任。定价方面，区别轻医美项目，手术类项目以医疗服务价值锚定价格，凸显机构整体和医生技术的高附加值，具备稳定医生梯队的大型连锁机构具备更好的定价能力。

**图表 8 大体量机构比中小型机构具备更好的定价能力**

| 序号 | 项目 | 大体量 | | | 中小型 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 美莱（35 家机构） | 艺星（19 家机构） | 联合丽格（40+家机构） | 百达丽（6 家机构） | 薇琳（6 家机构） | 华美紫馨（4 家机构） |
| 1 | 双眼皮-切开双眼皮 | 2800/5800 元；绿宝石医生 14800 元 | 2999/5800 元；绿宝石医生 8800 元 | 2980/5800 元 | 817/2433/5440 元 | 1088 元 | 2980/5800/8800 元 |
| 2 | 隆鼻-膨体或假体隆鼻 | 16800/29800/33800 元 | 12800/29800/59800 元 | 5800/15800/28800/32800/50800/58000 元 | 11060/18000/28000/40000 元 | 2980/6800/26800/49800 元 | 16800/19800 元 |
| 3 | 瘦脸-面部吸脂 | 4800 元 | 8999 元 | 5800 元 | 1663/3984 元 | 9800 元 | 5500 元 |
| 4 | 开眼角 | 2800/4799 元 | 1999 元 | 5800 元 | - | - | - |
| 5 | 祛眼袋 | 5800/8640 元 | 3999/6999 元 | 3800/6800 元 | 1118/4800 元 | 2980 元 | 2800 元 |

资料来源：艾瑞咨询、新氧 APP，华安证券研究所

注：1.不同体量机构各选 3 家，选取 2020 排名前 5 的手术类整形项目对比；2.排名前五的手术类项目来自艾瑞咨询 2020 年 3 月通过 iClick 的调研数据；3.不同医美机构报价信息于 2021.1.3 在新氧 APP 上采集；4.绿宝石医生榜单是 2020 年 7 月新氧创立的首个由专家评委评审评分的医生榜单，第一期榜单上榜医生均平均从业 10 年以上，且在各个细分领域表现突出的资深医师。第二期绿宝石医生榜单聚焦难度更大的修复类手术；5.“开眼角”项目多包含在眼部综合项目中，单独报价较少。

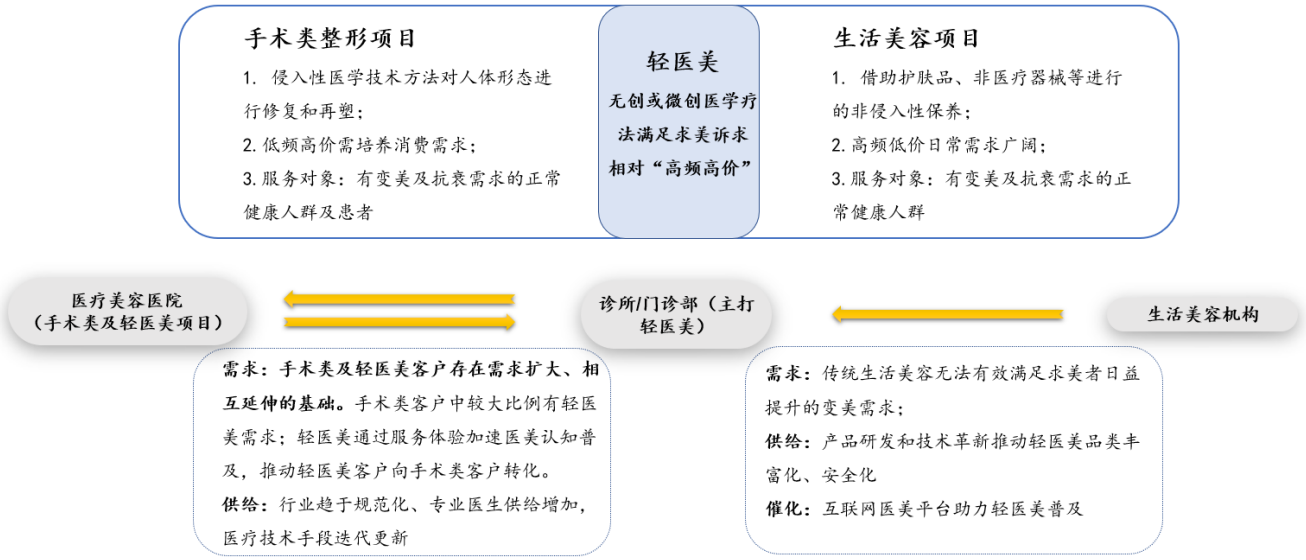
## 1.2 借“轻医美”突围单店运营，资本助力机构连锁扩张

**高频高价+可标准化，轻医美成中游整合扩张契机。**手术整形项目“低频高价”，生活美容项目“高频低价”，轻医美介于手术整形和生活美容之间，形成“高频高价”的消费属性。当前医美中游竞争格局分散，地域特征明显，但区域大型连锁机构在

当地也未占据绝对市场份额，仍有集中度提升空间，以上海及浙江为例，2019 年前五大医美机构在当地的市场份额仅为 38.10%和 17.50%。

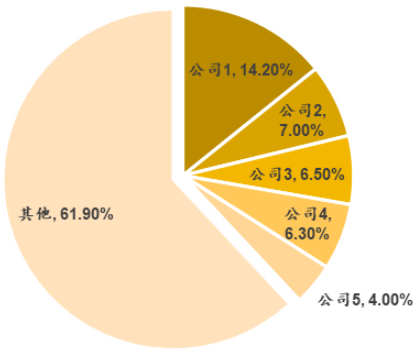
轻医美以可标准化产品和服务打通“医美”与“生美”市场，既可通过业务放量带动营收增长，又可作为引流入口强化医美认知、培育消费习惯，增强中长期业绩弹性。

**图表 9 轻医美打通医美与生美市场，具有“高频高价”的消费属性**



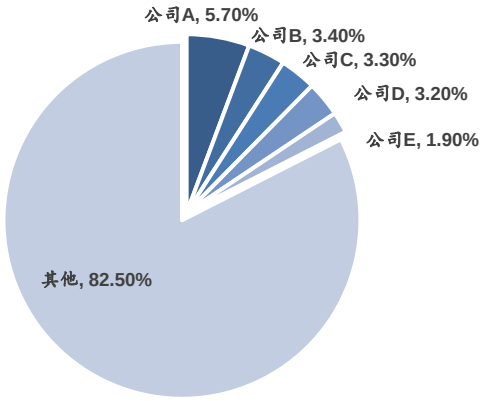

资料来源：华安证券研究所整理

**图表 10 2019 年上海前五大医美机构市场份额 38.10%**




资料来源：瑞丽医美招股说明书，华安证券研究所

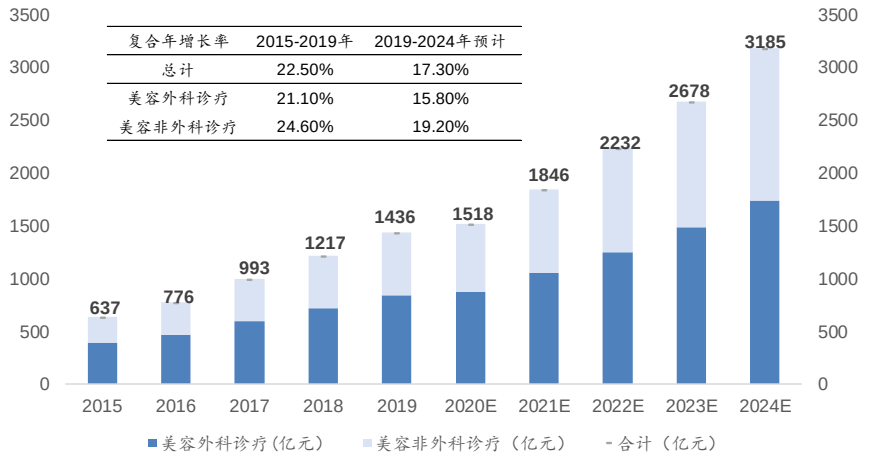
**图表 11 2019 年浙江省前五大医美机构市场份额 17.50%**




资料来源：瑞丽医美招股说明书，华安证券研究所

**自 2015 年起国内轻医美消费较手术类项目呈现更快增长、消费占比稳步提升。**根据弗若斯特沙利文数据，2015-2019 年国内轻医美市场 CAGR 为 24.6%，消费占比从 39.09%提升至 41.78%。未来轻医美便利程度和性价比优势有望继续凸显，成为拉动医美行业增长的主要力量。根据弗若斯特沙利文数据，预计 2019-2024 年国内医美市场 CAGR 为 17.3%，2024 年市场规模可达 3185 亿元，其中轻医美市场 CAGR 为 19.2%，至 2024 年轻医美消费占比有望提升至 45.31%。

**图表 12 2015-2019 中国医美市场规模及 2020-2024 年预计的医美市场规模**




资料来源：Frost&Sullivan，华安证券研究所

**头部企业证券化提速，资本助力加速中游兼并购。**自 2010 年起医美中下游并购规模及占比快速提升，至 2016 年稳定在接近 45%水平。经过 16-18 年调整，以轻医美风潮为契机，自 2019 年底中游机构积极拥抱资本浪潮，上市及兼并购活动再提速。上市方面，2019 年 10 月底医美国际（AIH）纳斯达克挂牌上市，2020 年 6 月底华韩整形（430335）启动精选层申报，12 月底瑞丽医美（02135）完成港股 IPO，医美机构开始在资本市场崭露头角；并购方面，与 2016 及 2017 年地产、服装等实业资本向医美领域的跨行业并购不同，近期的并购整合以行业内的兼并为主，大型连锁机构借助资本杠杆，积极进行连锁、品牌的扩张及业态的延伸。在行业持续高增和资本杠杆效应之下，超大规模医美龙头诞生可期。

**图表 13 2010 年起医美中下游并购规模及占比快速提升，至 2016 年稳定在接近 45%水平**

| 年份 | 案例数 | 上游并购金额（百万元） | 占比 | 中下游并购金额（百万元） | 比例 | 并购总金额（百万元） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **2001** | 1 | 5.10 | 100.00% | - | - | 5.10 |
| **2003** | 1 | 0.50 | 100.00% | - | - | 0.50 |
| **2005** | 1 | 2916.00 | 100.00% | - | - | 2916.00 |
| **2007** | 1 | 1446.56 | 100.00% | - | - | 1446.56 |
| **2008** | 4 | 317.78 | 100.00% | - | - | 317.78 |
| **2009** | 4 | 999.80 | 100.00% | - | - | 999.80 |
| **2010** | 8 | 375.50 | 74.95% | 125.5 | 25.05% | 501.00 |
| **2011** | 18 | 578.69 | 57.03% | 436.00 | 42.97% | 1014.69 |
| **2012** | 21 | 6264.22 | 84.72% | 1129.82 | 15.28% | 7394.04 |
| **2013** | 46 | 6425.59 | 42.41% | 8725.94 | 57.59% | 15151.53 |
| **2014** | 61 | 5194.59 | 45.18% | 6303.88 | 54.82% | 11498.47 |
| **2015** | 86 | 8642.73 | 40.29% | 12810.28 | 59.71% | 21453.01 |
| **2016** | 45 | 3570.74 | 55.41% | 2873.15 | 44.59% | 6443.89 |
| **总计** | **297** | **36737.8** | **53.13%** | **32404.57** | **46.87%** | **69142.37** |

资料来源：清科研究中心，华安证券研究所

**图表 14 2016-2017 年中游医美投融资多为跨行业并购**

| 收购方 | 收购方主业 | 被收购方/合作方 | 公告日期 | 收购内容 |
|---|---|---|---|---|
| 朗姿股份（002612） | 品牌女装 | 韩国 DMG（韩国梦想集团） | 2016.04 | 全资子公司朗姿韩国以 2520 万元购买 DMG 及其股东 DIH、DKH 持有的 DMG 股权，直接和间接持有 DMG30%股权。DMG 控制设立于韩国首尔的整形美容医疗机构 DPS，是韩国知名的整形美容医疗机构之一。 |
| | | “米兰柏羽”、“晶肤医美”两大医美品牌 | 2016.06 | 以 3.27 亿元收购四川米兰 63.49%股权及深圳米兰、四川晶肤、西安晶肤、长沙晶肤、重庆晶肤 5 家公司各 70%股权。 |
| | | 陕西“高一生”医美品牌 | 2017.12 | 启动收购西安地区口碑和声誉均居第一的“高一生”品牌 100%股权，对价 2.67 亿 |
| 苏宁环球（000718） | 房地产开发 | 韩国 ID 健康产业集团 | 2016.01 | 全资子公司苏宁医疗与 ID 健康计划在中国大陆成立合资公司，注册资本金不低于 6 亿，共同发展经营整形美容医院、整形美容医疗研发事业、干细胞事业、健康检测事业以及其他美容整形医院相关业务。 |
| | | 上海伊美尔港华医疗美容医院 | 2016.07 | 通过股份支付及现金合计 2.08 亿收购伊美尔港华 80%股权。上海伊美尔港华原隶属（北京）伊美尔医疗美容集团，综合性医疗美容整形医院。 |
| | | 对多家医美企业的股权收购 | 2016.07 | 旗下医美产业基金以 1.34 亿战略投资“更美 APP”，约 5.38 亿收购北京/唐山/石家庄/无锡美联臣 100%，广州妍雅 100%，武汉/昆明韩辰 80%，上海港隆 80%、上海古北悦丽/悦美 80%，上海港华医院 80%股权。 |
| | | 天大医疗 | 2017.07 | 控股孙公司素雅环球以 6356 万元收购上海天大医疗美容医院 90%股权。 |
| 潮宏基（002345） | 彩金珠宝 | 汕头市琢胜投资有限公司 | 2016.12 | 2016.06 琢胜投资合计斥资约 5 亿，领投“更美 APP”C 轮融资，联合渣打直投对“思妍丽”进行控制权收购，琢胜投资持有“思妍丽”26%股权。 |
| 好当家（600467） | 水产养殖 | 韩国清心国际医院 | 2016.07 | 公司与韩国清心国际医院共同开发医美医疗大健康事业，在医疗美容、微整形、干细胞治疗、DNA 检测、癌症筛查、抗衰老、健康体检领域进行深度合作。 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 15 2019-2020 年中游医美投融资多为行业内兼并购及自主上市**

| 收购方 | 被购买方/被收购方 | 公告日期 | 内容 |
|---|---|---|---|
| 朗姿股份（002612） | 子公司朗姿医疗剩余股权 | 2019.05 | 拟以 3.16 亿购买子公司朗姿医疗 41.19%股权，朗姿医疗成为公司全资子公司，朗姿医疗拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”三大医美品牌，运营旗下医美机构。 |
| | 西安“美立方” | 2019.09 | 全资子公司朗姿医疗拟出资 6300 万收购汝州瀚峰持有的西安美立方 60%的股权，西安美立方自 2013 年开始经营，医美行业高端综合性医院。 |
| | 6 家医美机构剩余股权 | 2020.07 | 全资子公司朗姿医疗拟以 1.788 亿人民币收购四川米兰柏羽、深圳米兰柏羽、四川晶肤、西安晶肤、长沙晶肤和重庆晶肤等 6 家控股子公司全部剩余 30%股权。 |
| | 医美股权并购基金 | 2020.12 | 拟以自有资金 2 亿作为 LP 出资设立医美股权并购基金，投资于医疗美容领域及其相关产业的未上市公司股权，基金总规模 4.01 亿。 |
| 医美国际（AIH） | 上海铭悦医美、西安新鹏爱悦己 | 2020.03 | 签署协议收购上海铭悦医疗美容门诊部 80%的股权，收购西安新鹏爱悦己医疗美容门诊部 70%的股权。 |
| | 云南靓颜医疗美容医院 | 2020 | 获取云南靓颜医疗美容有限责任公司的控股权。 |
| | 广东韩妃 | 2020.07 | 医美国际与广东韩妃在广州宣布战略合作，医美国际收购广东韩妃投资管理有限公司 51%股权，韩妃签订 2020 业绩承诺及 2021 业绩目标。广东韩妃目前在广州、中山、珠海开设 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。 |
| 公司名称 | 上市板块 | 上市日期/上市辅导起始日 | 募集用途 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 医美国际（AIH） | 纳斯达克 | 2019.12.25 | 公开发行 250 万股美国存托股票（ADS），发行价 ADS 12.00 美元/股，募资总额约为 3 千万美元，约 60%用于战略性收购医美中心。 |
| 瑞丽医美（02135） | 港交所主板 | 2020.12.28 | 公开发行 3.43 亿股新股，发行价 0.4 港元/股，募资总额约 1.37 亿港元，计划用于作翻新所有现有医疗美容机构（31.15%），有机发展（31.15%），策略收购（16.67%），购买设备及耗材、拓展医疗服务范围（12.10%），品牌推广（8.93%）。 |
| 华韩整形（430335） | 新三板精选层 | 2020.06.30（辅导起始日） | 2020.12.18 经地方证监局辅导验收通过，向全国股转提交精选层挂牌申报材料，拟公开发行不超过 400 万股，发行价格区间 30-60 元，募资用途：拟投入整形美容医院建设升级项目和信息化建设项目。 |

资料来源：公司公告、招股说明书、凤凰网财经，华安证券研究所

## 1.3 他山之石：专科医疗连锁模式各具特色，医美与口腔更具可比

**专科医疗服务大多兼具“医疗”和“消费”属性，商业模式接近。一方面基于医疗属性和对医生的依赖，单体专科医院的经营天花板低；另一方面消费属性为连锁运营提供基本保障，重资产投入形成一定复制门槛，两者结合成为专科医疗机构突破单店运营，实现规模扩张的有力条件。**对比眼科、口腔、肿瘤、辅助生殖等专科医院的连锁业态，结合不同专科医疗服务所处的竞争环境，我们认为当前医美机构分散、区域化的竞争格局与口腔诊疗的市场环境接近，具体从举办门槛、人才依赖程度、可复制门槛等维度看，医美机构连锁扩张的难点与口腔医疗服务机构极为相似，口腔龙头“通策医疗”的 1+N 成长路径对医美龙头崛起具有很强的借鉴意义。

从举办门槛看，医美门诊部的门槛低但医疗美容医院的进入门槛较高，整体举办门槛较低；从人才依赖程度看，手术类整形项目注重医生技能，轻医美项目趋于标准化，但对不同产品及器械设备的使用，仍需医护人员定期培训和长时间的经验积累；从可复制性看，跨省复制考验医美机构的品牌效应和管理能力，口碑及经验积累是突破地域限制，实现跨省扩张的重要前提。

**图表 16 眼科/口腔/肿瘤/生殖专科医疗服务的连锁业态对比**

| | 眼科 | 口腔 | 肿瘤 | 生殖 |
|---|---|---|---|---|
| 标签公司 | 爱尔眼科（300015） | 通策医疗（600763） | 海吉亚（6078） | 锦欣生殖（1951） |
| 举办门槛 | 初始投资、医护人员等配置，门槛较高（★★★） | 单体门诊门槛较低，高等级医院门槛较高。整体举办门槛较低（★★） | 直线加速器、伽马刀等放疗设备、放疗医生、物理师等配置，门槛很高（★★★★★） | IVF 牌照稀缺、辅助生殖设备/技术，门槛很高（★★★★★） |
| 人才依赖度 | 根据项目情况，青光眼等对医生要求较高；近视手术等要求低 | 对医生技术水平和从业经验依赖较高 | 完整放疗流程的参与者包括放疗师、物理师等，涉及医学、病理学、影像学、物理学等多学科，对医生要求极高 | 辅助生殖有详细标准化流程，对医生个体依赖低；但建立有影响力的医生团队需要大量资源投入，对医生要求高 |
| 可复制性 | 可复制性较强 | 区域属性、可复制性一般 | 自建医院的可复制性一般，第三方放疗中心的可复制性强 | 可复制性强 |
| 客单价 | 2019 年手术平均客单价 1 万上下 | 2019 年种植牙单颗：1.5 万；正畸 1-5 万；根管治疗：数千元 | 2019 年住院单次均价：1.1 万 | 2019 年人工授精每个周期均价 5000 元，平均每个患者需要 3 个周期；IVF 每个周期均价 4 万元，平均需要 1.5 个周期。 |
| 扩张模式及新增网点培育期 | **分级连锁体系**；2014 年以前**自建**，之后通过并购基金**并购**标的；新增医院的**培育期**从 **3-5** 年缩 | 浙江省内先建设**旗舰医院**+围绕旗舰医院建设**分院**；**自建+收购**； | **三四线城市百万人口**地区扩张；**自建+收购**； | 民营医院 IVF 牌照稀缺，**无固定**扩张模式；**自建+收购+轻资产管理服务**； |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 短至 **1-2** 年 | 同省同行业公司 **5-7** 年培育培育期 **3-9** 个月期，通策缩短至 **2** 年左右 | | 无培育期信息 |
| **市场规模** | 2019 年 1240 亿 | 2019 年 1035 亿 | 2019 年 3710 亿 | 2019 年 311 亿 |
| **标签公司市场份额** | 8.06% | 1.83% | 0.29% | 5.31% |

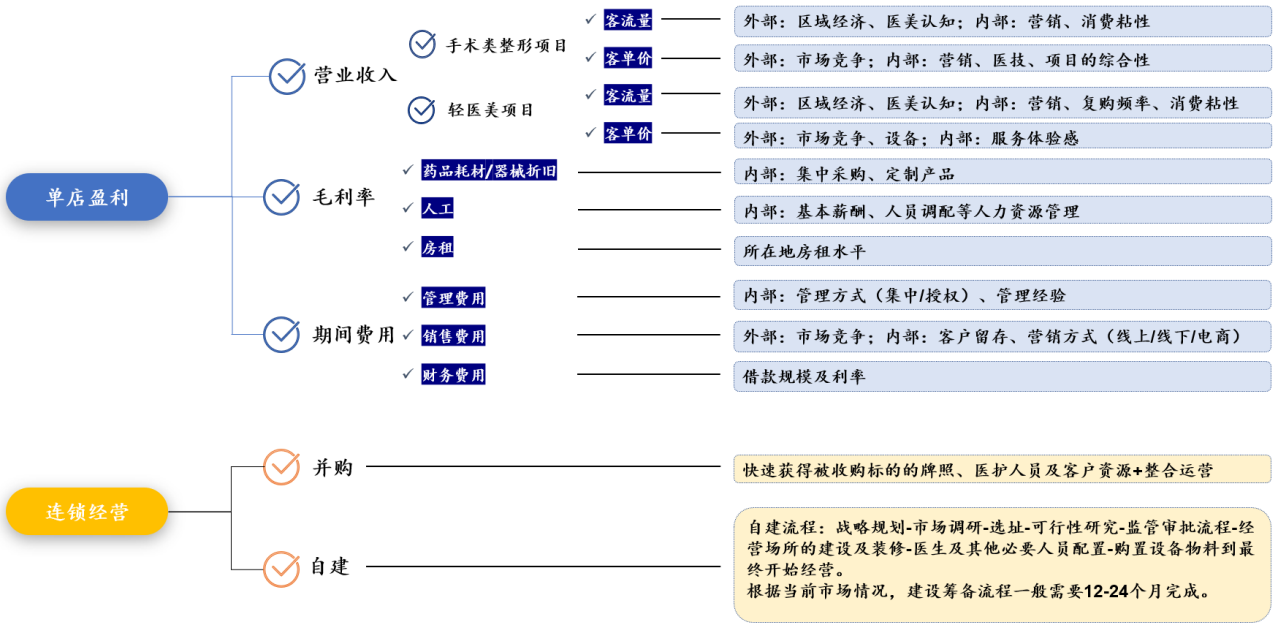
资料来源：Frost&Sullivan、卫健委、公司年报、招股说明书，华安证券研究所

# 2 连锁模式：基于“单店盈利+连锁运营”，关注人才与管理双轮驱动

自上而下看，在行业监管趋严和市场自发出清的大背景下，行业集中度提升不可逆转，并且近年来轻医美细分赛道的兴起和资本的积极介入也在加速行业趋势的形成。**基于专科医疗服务属性，连锁运营是医美龙头崛起并打开成长空间的关键。进一步，借鉴民营口腔龙头的成长路径，“1+N”战略是实现全国扩张的较好选择。**

自下而上看，市场竞争氛围渐起，近期华韩整形、瑞丽医美、鹏爱医疗、朗姿股份等区域医美龙头均表现出较好的成长性和扩张的积极性，具备发展壮大成行业龙头的潜力。当前四家医美机构的连锁模式各有侧重，持续规模化扩张的能力仍有待验证。**我们尝试借助“单店盈利+连锁运营”的分析框架，挖掘影响医美机构扩张边界和效益的核心因素。**

**图表 17 医美机构单店盈利+连锁经营的影响因素拆分**




资料来源：华安证券研究所整理

## 2.1 单店盈利的核心在于营收增长、毛利提升和费率下降

**收入方面，**营收规模取决于当前业务结构下客流量及客单价的情况，而营收增长的持续性取决于医美项目的丰富程度和机构的服务能力；**毛利率方面，**由于整体中游对上游较低的议价能力和人力成本的刚性，集采议价和人员管理是提升毛利水平的关键；**费率方面，**行业平均 30-50%的销售费率严重侵蚀机构利润，对新客户，通过连锁扩张强化品牌输出、优质服务释放口碑效应，获客端仍有可观的成本下降空间；对老客户，通过搭建客户管理系统挖掘全生命周期价值、巩固客户粘性，低成本的营销策略有望持续实现。

**总结来看，在单店盈利的收入端，医疗服务的价值将进一步凸显，人才、管理等软实力会成为机构提升盈利能力的硬支撑。**避免新建或并购对单店盈利指标的干扰，以华韩整形和瑞丽医美 2017-2019 年数据为例说明。

**2017-2019 年瑞丽医美实现营收 1.13/1.59/1.91 亿，业绩增长的主要驱动力量来自客流的增长。**分项目看，因轻医美（微创美容及皮肤美容）项目更易通过免费试用或折扣进行营销，且需要多次复购以维持理想效果，因此近年来公司加大该领域的促销力度，带动客流持续高增。但也因促销折扣，轻医美项目客单价逐年走低。对手术类项目，公司聚焦少数声誉较好的诊疗项目，如脂肪移植，在加深市场认知的同时削弱了市场对公司其他业务的关注，叠加激烈的市场竞争，近年来手术类项目客单价也呈下降趋势。

**图表 18 瑞丽医美 2017-2019 年客流持续增长，客单价走低**

| 内容 | 2017 | 2018 | 2019 | 折线图 |
|---|---|---|---|---|
| **1. 美容外科服务** | | | | |
| 活跃客户人数 | 3297 | 4729 | 5184 | |
| 每位活跃客户的平均开支（元） | 17,193 | 12,165 | 10,609 | |
| **2. 非手术类** | | | | |
| **微创美容服务** | | | | |
| 活跃客户人数 | 9554 | 16560 | 21978 | |
| 每位活跃客户的平均开支（元） | 3,020 | 2,434 | 2,545 | |
| **皮肤美容服务** | | | | |
| 活跃客户人数 | 16380 | 26496 | 42673 | |
| 每位活跃客户的平均开支（元） | 1,466 | 1,576 | 1,361 | |
| **活跃客户合计** | **29,231** | **47,785** | **69,835** | |
| **每位活跃客户的平均开支（元）** | **3,863** | **3,326** | **2,737** | |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**同期华韩整形营收分别为 6.33/6.92/8.04 亿，受益公司在整形领域的标杆形象，客流增长的同时，整体客单价维持度较好。**2018-2019 年公司轻医美（美容皮肤科）营收规模及占比双升，带动客流增加的同时对平均客单价形成负向拉动。但公司在整形领域占据学术和技术高地，叠加在手术类整形项目上的更新拓展，公司整形科项目的定价能力强，对客单价形成积极的正向拉动。综合来看，华韩整形整体客单价维持在 0.8-1 万/人的水平，远高于《新氧白皮书 2018》显示的医美消费 2989 元/人的客单价。

**图表 19 华韩整形 2017-2019 年整体客单价维持度较好（单位：万元）**

| 内容 | 2017 | | 2018 | | 2019 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 |
| 整形科 | 63,291.38 | 72.14% | 69,232.52 | 75.13% | 80,405.26 | 70.84% |
| 美容皮肤科 | 45,660.41 | 25.19% | 52,016.20 | 20.75% | 56,962.27 | 24.44% |
| 牙科 | 15,940.20 | 2.67% | 14,363.53 | 4.12% | 19,648.99 | 4.72% |
| **营业合计** | **63,291.38** | **100%** | **69,232.52** | **100%** | **80,405.26** | **100%** |
| **平均客单价** | **1 万** | | **1 万** | | **0.8-1 万** | |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

**2017-2019 年瑞丽医美毛利率下滑速度远小于客单价，两级集中式管理架构是支撑毛利率水平的关键。**公司将“职员培训”、“医美服务设备及耗材采购”等基础职能集中在总部核心管理层，较好保障了人力资源在集团内的合理调配和对上游的集采议价能力。2017-2019 年公司用工总成本分别为 3810/5000/6640 万，期间活跃客户人数大幅增加，但单位客户的人力成本稳步下降，从 1303 元/人下降至 951 元/人，凸显公司人力资源管控的有效性。采购方面，医美耗材的采购主要用于微创美容项目，2017-2019 年公司微创美容项目毛利分别为 43.1%/42.3%/42.7%，通过前端集采议价较好地缓解了后端降价促销的压力。

**图表 20 瑞丽医美 2017-2019 年微创美容项目毛利率水平稳定**

| 内容 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 微创美容服务 | 43.10% | 42.30% | 42.70% |
| 皮肤美容服务 | 73.20% | 63.20% | 60.60% |
| 手术类医美服务（美容外科服务） | 78.50% | 75.30% | 69.80% |
| 其他（牙齿美容以及辅助服务） | 1.20% | 5.90% | -8.10% |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

**图表 21 瑞丽医美 2017-2019 年单位客户的人力成本稳步下降**

| 内容 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 总用工成本（万元） | 3180 | 5000 | 6640 |
| 总用工成本占营收比例 | 28.16% | 31.46% | 34.74% |
| 单位客户的人力成本（元/人） | 1303 | 1046 | 951 |

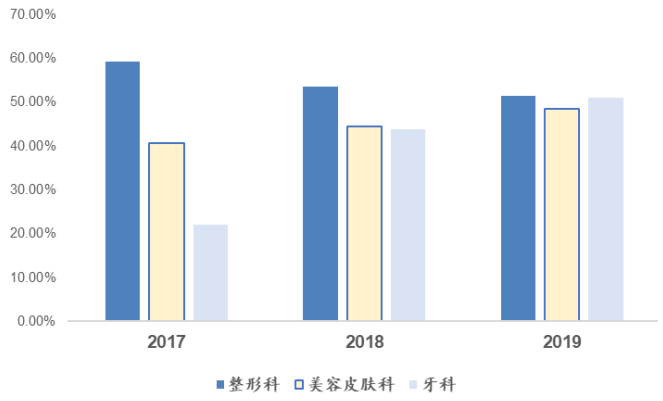
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

注：总用工成本不包括董事及主要行政人员。

**同期华韩整形整体毛利率水平略有下降，剔除营销策略转变的影响，集采降本和人效提升是公司稳定毛利水平的关键。**集采方面，受益公司上下全面落实 JCI 认证标准，公司是行业内较早执行集中采购的企业。JCI 认证标准通过 300 多条标准和 1200 多个衡量要素严苛规范整个医疗服务流程，前端集采是保障用药安全及医疗质量的关键一环。人员管理方面，自 2016 年 4 月公司暂停扩张步伐后，公司适当微调人员结构，人员数量稳中有降，公司人效持续提升。

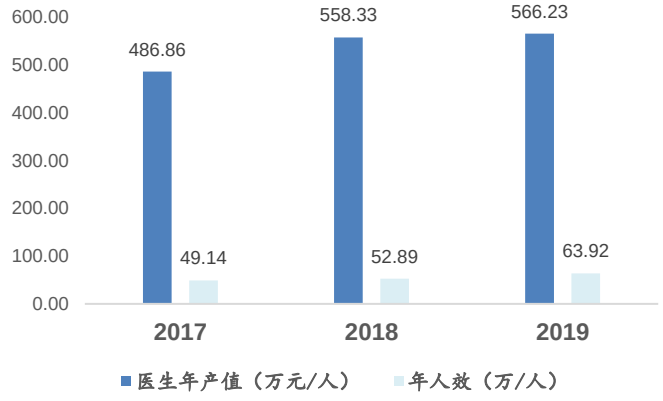
反映在各项目毛利率上，剔除营销策略从广告投放向打折促销转变对收入的负面影响，基于相对固定的人工成本及折旧摊销，公司手术类业务毛利率小幅下降，轻医美业务毛利水平逆势反增，从 2017 年的 40.77%增加至 2019 年的 48.56%。

图表 22 华韩整形 2017-2019 年轻医美毛利率稳步增长




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 23 华韩整形 2017-2019 年人效稳步增长




资料来源：Wind，华安证券研究所

**2017-2019 年瑞丽医美销售费用率逐年下降，区域品牌效应和契合客户需求的多疗程服务是抵减销售费用的主要手段。**公司是浙江省内领先的民营医美机构之一，根据弗若斯特沙利文报告，瑞丽医美在杭州及浙江省内 2019 年市占率分别排第 4 和第 5 位，随着医美消费“破圈”向大众普及，公司区域品牌影响力持续释放，老客户数量持续增加，老客户留存度维持在 50%上下。此外，公司在一次疗程之外提供固定疗程服务及定期服务等多疗程服务内容，通过提供涵盖特定皮肤美容诊疗或定期诊疗的服务吸引新客并巩固老客户，2017-2019 年固定疗程服务及定期服务在医美服务营收中占比持续提升，分别从 12.5%、1.0%提升至 21.0%、1.3%。

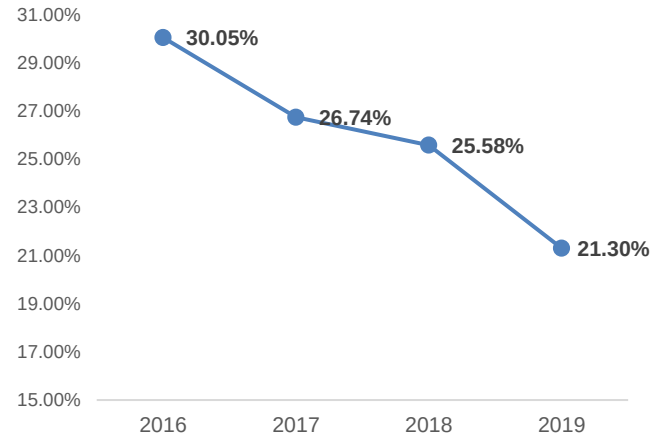
图表 24 瑞丽医美 2017-2019 年多个疗程服务占比持续提升

| 内容 | 2017 | | 2018 | | 2019 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 | 营业收入 | 占比 |
| **一次性疗程** | 9,775.00 | 86.5% | 12,685.50 | 86.7% | 14,262.20 | 77.7% |
| **多个疗程：** | | | | | | |
| 1. 固定疗程服务计划 | 1,405.80 | 12.5% | 1,773.00 | 12.1% | 3,848.10 | 21% |
| 2. 定期服务计划 | 112.40 | 1% | 167.10 | 1.2% | 250.60 | 1.3% |
| **医疗美容服务营收合计** | **11,293.20** | **100%** | **14,625.60** | **100%** | **18,360.90** | **100%** |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

**同期，华韩整形受益品牌力的积蓄释放和与导流平台的良性互动，销售费用亦呈下降趋势。在公司未来的省内市场下沉战略中，品牌力有望逐步取代外部营销，为更高效的扩张渗透提供支撑。**2016-2019 公司主动降低百度竞价、线下广告等营销方式，通过入驻新氧、更美、大众点评、阿里健康等医美电商获取更精准优质的客户群体，销售费用率从 30.05%下降至 21.30%，同时依托公司高规格标准化的医疗服务输出，客户留存度维持在 60-70%的行业领先水平。未来，公司计划通过新建门诊的方式加速江苏省内市场的渗透，通过承接当地总院及区域医院的老客户实现品牌资产变现，并通过门诊新设加速当地渗透。

图表 25 华韩整形 2016-2020H1 销售费用率稳步下降




资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 26 华韩整形省内下沉战略实施规划




资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 连锁运营的根本在于医技服务和管理手段的可标准化复制

**自建与收购各有优劣。**“自建”耗费的建设周期长、工程相对复杂，需综合考虑政策审批、人力及资本投入方面，但自建医院避免整合带来的内部损耗，利于集团内的资源互通并统一对外服务形象；对比来看，公司通过“收购”能直接获取被收购标的的牌照、医护及客户资源以实现更快扩张。但医美机构重度垂直，较难形成统一的估值方式，并购形成的商誉及并购后的整合会对企业后续运营形成较大不确定性。

**回归医疗服务的本质，医技和管理的可标准化复制应当走在规模化扩张之前。**无论单体或连锁运营的医美机构，都需要通过专业医疗服务满足客户的变美需求。从单体走向连锁复制的过程中，构筑人才壁垒、积累内部经验并升级为具有可操作性的管理及服务体系是医美机构规模化扩张前不可或缺的底层基础，通过人才输出及经验复制，自建或并购标的能更快跨越培育期进入成熟阶段，并形成连锁机构间的联动，持续巩固并强化规模优势。

以华韩整形及朗姿股份的并购扩张为例。

**总院医技扶持+统一执业规范，华韩整形下属四川、长沙两家被收购医院在 2019 年扭亏为盈，迈向业绩增长的更高阶。**承接南京医科大优势整形学科资源及学生资源，公司总院南医大友谊医院占据集团科研及医技高地，在 2019 年度中国医院/医学院校科技量值（整形外科）排名中，南医大友谊医院位列第 14。通过硕博导师坐诊、专家团队指导和集团内医师资源的上下调配，公司整体的整形外科实力不断加强。此外，公司是国内最早通过 JCI 认证（南医大友谊医院）并在集团内全面执行认证标准的企业，医疗安全与规范化管理经验丰厚，推动四川、长沙两家医院更快跨越培育期。

**图表 27 华韩整形依托总院在整形外科领域占据学术及技术权威，行业内的合规典范**




资料来源：中国医学科学院医学信息研究所、华韩整形官网，华安证券研究所

公司在 2015 年对四川悦好和长沙华韩的收购都形成了较大的减值计提，合计计提 1411.56 万减值准备，依托内部资源整合及管理经验复制，两家医院在 2019 年首次盈利，分别实现净利 526.90 万和 269.35 万。依据专科医院运营特征，跨越盈亏平衡点之后，两家医院的营收及净利润增长有望向已步入成熟期的南京奇致和青岛华韩看齐。

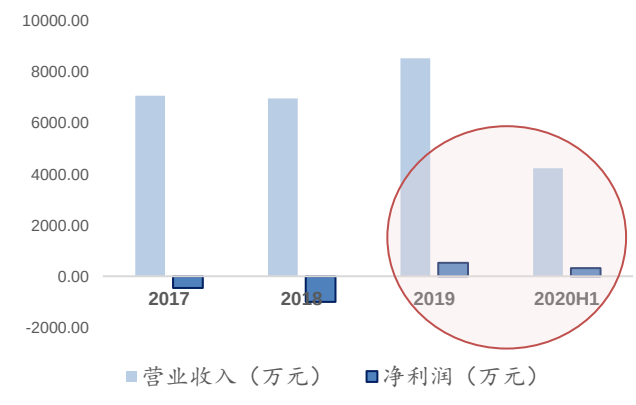
**图表 28 华韩整形对四川悦好及长沙华韩的收购对价及减值计提**

| 被收购标的 | 收购时间 | 持股比例 | 持股成本 | 商誉金额 | 商标价值 | 2018 年减值计提情况 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 四川悦好 | 2015.11.02 | 70% | 1962.10 万 | 776.27 万 | 收购时评估价为 4009.15 万，2018 年的评估价为 4009.10 万 | 2019 年评估四川悦好及长沙华美商标值为 3050 万，计提 959.10 万减值准备，并对长沙华韩计提 452.46 万商誉减值准备 |
| 长沙华韩 | 2015.11.20 | 51% | 1200.00 万 | 452.46 万 | | |

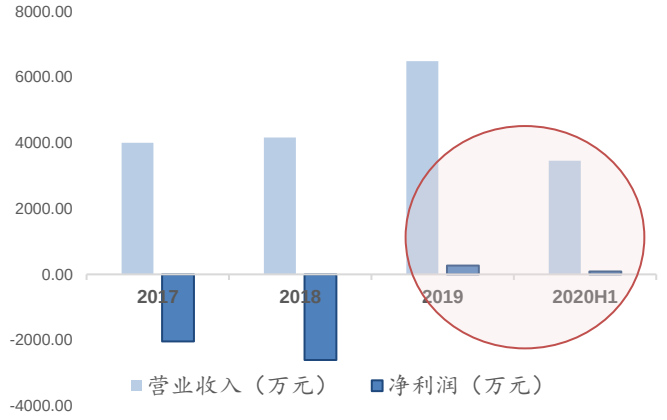
资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2016 年收购“四川悦好”少数股权 20%，收购完成后持股占比为 90%。

**图表 29 四川悦好 2017-2020H1 营收净利情况**




**图表 30 长沙华韩 2017-2020H1 营收净利情况**



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

**近十年打磨，朗姿股份旗下晶肤医美标准化管理能力持续提升，2017 年起启动区域扩张。**晶肤医美成立于 2011 年，主打激光和微整等轻医美项目，2016 年 6 月公司收购该品牌四川、西安、重庆、长沙 4 家机构 70%股权，轻医美业务起航。作为较早切入中西部轻医美赛道的品牌，公司借助在人员、设备、口碑等方面的领先优势持续经验积累，逐步形成可标准化复制的运营体系，自 2017 年起晶肤医美开启新的扩张进程。2018-2020Q3，晶肤医美陆续在成都、西安等地新建连锁门诊/诊所，在加速同城渗透的同时亦能共享设备及明星医生，连锁机构间的联动日趋显现。同时，随着四川晶肤（总院）成熟医生陆续成长为新机构储备合伙人，晶肤医美的扩张步伐有望进一步提速。

**图表 31 2016-2020Q3 晶肤医美连锁扩张情况**

| 医院名称 | 设立或收购时间 | 持股占比 | 机构性质 | 建筑面积（$m^2$） | 收购对价及 2019 年营收净利情况 |
|---|---|---|---|---|---|
| 晶肤医美（四川院） | 2016.06 | 100% | 整形美容医院 | 1300 | 2016.6 以 3150 万收购 70%股权；2020.7 朗姿医疗以 1995 万收购剩余 30%股权；2019 年营收/净利润 5535/818 万元 |
| 晶肤医美（西安院） | 2016.06 | 100% | 医美门诊部 | 700 | 2016.6 以 2765 万收购 70%股权；2020.7 朗姿医疗以 1185 万收购剩余 30%股权；2019 年营收/净利润 5535/818 万元 |
| 晶肤医美（重庆院） | 2016.06 | 100% | 医美门诊部 | 800 | 2016.6 以 1015 万收购 70%股权；2020.7 朗姿医疗以 315 万收购剩余 30%股权；2019 年营收/净利润 819/9 万元 |
| 晶肤医美（长沙院） | 2016.06 | 100% | 医美门诊部 | 700 | 2016.6 以 805 万收购 70%股权；2020.7 朗姿医疗以 345 万收购剩余 30%股权；2019 年营收/净利润 1133/39 万元 |
| 晶肤医美（蓉雅院） | 2019.07 | 21% | 医美门诊部 | 3000 | 朗姿医疗直接持股 21%，并通过参与设立医美员工合伙企业实施控制 |
| 晶肤医美（光华店） | 2017.06 | 49.4% | 医美诊所 | 未披露 | 朗姿医疗直接持股 49.4%，并通过参与设立医美员工合伙企业实施控制 |
| 晶肤医美（锦城大道） | 2017.06 | 49.4% | 医美诊所 | 未披露 | 朗姿医疗直接持股 49.4%，并通过参与设立医美员工合伙企业实施控制 |
| 晶肤医美（科华店） | 2019.01 | 55% | 医美诊所 | 未披露 | 朗姿医疗直接持股 55%，并通过参与设立医美员工合伙企业实施控制 |
| 晶肤医美（春熙路） | 2019.07 | 未披露 | 医美诊所 | 未披露 | 未披露 |
| 晶肤医美（新城店） | 2017.12 | 24% | 医美诊所 | 未披露 | 朗姿医疗以 2.4 万元持有其 24%的股份，并通过与设立医美员工合伙企业对其实施控制 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2016 年首次收购四川、西安、重庆、长沙 4 家机构 70%股权，2020 年 7 月收购全部少数股权；“建筑面积”来自新氧 APP。

# 3 个股梳理：华韩整形、瑞丽医美、鹏爱医疗、朗姿股份

## 3.1 华韩整形：江苏地区医美领航者，管理+医生+品牌构筑三大护城河

### 3.1.1 概况：站位高、自建与收购双轮驱动，2019 年迈入新一轮成长周期

**江苏省内精耕细作，高瞻远瞩放眼全国。**公司 2010 年成立，十年专注医美整形，公司采用“总院+区域医院+门诊部”三级管理，以南京医科大学友谊整形外科医院（南京医科大学附属医院）（以下简称“南医大友谊医院”）为旗舰医院和学术高地，进行全国范围连锁扩张。成立之初公司运营 1 家总院及“北京华韩”、“青岛华韩”2 家区域医院，在 2015 年 11 及 12 月公司分别收购“四川悦好”及“长沙华韩”2 家区域综合性医美整形机构，2016 年 4 月公司收购“南京奇致”，至此公司全国网点布局初成。

**图表 32 华韩整形旗下医美机构分布概况**




资料来源：公司公告、新氧 APP，华安证券研究所

截至 2018 年末，下属区域医院陆续跨越培育期，带动公司利润端增速与营收端增速的更好匹配，2019 年起公司步入新一轮成长周期。2020H1，公司实现营收 3.93 亿，归母净利 4943.17 万，分别同比增长 9.83%和 93.82%。2020 上半年疫情承压下公司业绩逆势反增，凸显医美优质资产的稀缺性。

图表 33 华韩整形 2016-2019 营收（分机构）及净利润表现（单位：万元）

| 内容 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 54,253.73 | 63,291.38 | 69,232.53 | 80,405.26 |
| **分机构** | | | | |
| 南医大友谊医院 | 21,766.87 | 25,975.67 | 27,813.55 | 31,526.33 |
| 北京华韩 | 5,828.65 | 5,746.32 | 7,262.05 | 8,649.04 |
| 青岛华韩 | 6,455.09 | 6,891.28 | 8,001.33 | 8,860.75 |
| 四川悦好 | 7,680.42 | 7,074.21 | 6,968.69 | 8,539.86 |
| 长沙华韩 | 3,451.21 | 4,002.97 | 4,160.85 | 6,484.57 |
| 南京奇致 | 9,012.57 | 13,600.93 | 15,026.06 | 16,344.71 |
| **营业成本** | 22,849.93 | 29,333.69 | 33,693.63 | 39,668.22 |
| **毛利率** | 57.88% | 53.65% | 51.33% | 50.66% |
| **净利润** | 2,121.57 | 3,099.33 | 356.75 | 8,296.94 |
| **净利率** | 3.91% | 4.90% | 0.52% | 10.32% |
| **归母净利润** | 2,366.81 | 2,909.97 | 522.15 | 7,369.90 |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

图表 34 华韩整形 2016-2019 营收（分项目）情况（单位：万元）

| | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | | 2019 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 |
| **营业收入** | **31,975.64** | **100.00%** | **57.88%** | **63,291.38** | **100.00%** | **53.65%** | **69,232.53** | **100.00%** | **51.33%** | **80,405.26** | **100.00%** | **50.66%** |
| *主营业务* | | | | | | | | | | | | |
| 整形科 | 31,975.64 | 58.94% | 57.25% | 45,660.41 | 72.14% | 59.32% | 52,016.20 | 75.13% | 53.65% | 56,962.27 | 70.84% | 51.37% |
| 美容皮肤科 | 21,508.69 | 39.64% | 60.15% | 15,940.20 | 25.19% | 40.77% | 14,363.53 | 20.75% | 44.46% | 19,648.99 | 24.44% | 48.56% |
| 牙科 | 710.48 | 1.31% | 14.54% | 1,690.77 | 2.67% | 22.00% | 2,852.79 | 4.12% | 43.77% | 3,794.00 | 4.72% | 51.01% |
| *其他业务* | 58.93 | 0.11% | 95.91% | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

**紧跟轻医美风口、释放品牌溢出效应，公司自 2019 年底重点布局江苏省内医美门诊部。**截至 2020 年末，公司新建并运营扬州、常州 2 家医美门诊部，新建无锡及苏州 2 家医美门诊部。预计未来 2-3 年公司将继续通过自建门诊部方式加速省内渗透。

图表 35 华韩整形下属机构基本情况-截至 2020H1

| 医院 | 设立或收购时间 | 持股占比 | 建筑面积（$m^2$） | 机构性质 | 认证情况 | 医生数量 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **南医大友谊整形医院** | **2010.12 同一控制合并** | **85%** | **17000** | **三级整形外科医院** | **JCI 认证+5A** | **共 20 位，其中主任/副主任/主治/医师分别为 2/5/7/3，韩籍医师 2 位** |
| 四川悦好 | 2015.10 收购 | 90% | 10000 | 整形美容医院 | JCI 认证 | 共 11 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 1/1/2/7 |
| 北京华韩 | 2012.11 设立 | 100% | 5000 | 整形美容医院 | JCI 认证 | 共 12 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 1/1/3/5，韩籍医师 2 位 |
| 青岛华韩 | 2010.12 同一控制合并 | 90% | 10000 | 整形美容医院 | - | 共 9 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/1/2/4，韩籍医师 2 位 |
| 长沙华韩 | 2015.11 收购 | 51% | 10000 | 整形美容医院 | - | 共 12 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 1/4/0/5，韩籍医师 1 位 |
| 南京奇致 | 2016.03 收购 | 70% | 10000 | 整形美容医院 | JCI 认证+5A | 共 18 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 2/0/2/12，韩籍医师 1 位 |
| 扬州门诊部 | 2019 年底设立 | 85% | 未披露 | 医美门诊部 | - | 共 5 名，其中主任/副主任/主治/医 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 师分别为 0/1/1/2 |
| 常州门诊部 | 2020 年上半年设立 | 85% | 未披露 | 医美门诊部 | - | 共 3 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/3 |
| 无锡门诊部 | 筹备阶段 | 85% | 未披露 | 医美门诊部 | - | 未披露 |
| 苏州门诊部 | 筹备阶段 | 85% | 未披露 | 医美门诊部 | - | 未披露 |

资料来源：公司公告、新氧 APP，华安证券研究所

注："医生数量"及"建筑面积"数据来自新氧 APP。

### 3.1.2 业务：把握医美机构扩张核心矛盾，1+N 模式复制壁垒高

**汲取自身成长经验并充分借鉴通策模式，华韩整形率先开启医美领域的"1+N"连锁扩张。**以南医大友谊整形医院作为品牌、技术和人才高地，为区域医院提供管理、技术及经验支持，并在集团范围内全面执行 JCI 认证标准，解决医美机构扩张中技术、医生短缺及难以规范化的痛点；以区域医院为地区中心，承接总部资源、深化当地市场，实现品牌的跨区复制。进一步，在区域医院辐射半径内设立医美门诊部垂直渗透，通过集团内药械耗材的集中采购及管理服务资源的互通，更好更快响应客户需求。通过不同层级医院的上下互动，强化集团品牌在全国的变现和输出。

**图表 36 华韩整形率先开启医美领域的"1+N"扩张路径**




资料来源：华安证券研究所整理

**以 JCI 认证标准为管理手段，通过经验积累和医教研一体提升医疗服务价值，公司形成高门槛复制壁垒。**

JCI 认证标准是国内医疗机构践行国际医疗质量与安全体系的权威标尺，JCI 认证标准贯穿前端采购、后端服务和整个医疗工作流程。集团上下全面执行 JCI 认证标准，通过多次规范化改造和 JCI 认证评审，公司具备领先行业的服务能力。

以 JCI 认证筑底，公司的自建及并购经验升华为更高阶的管理手段。区域医院在总院扶持下，营收占比稳步提升；同时，吸收四川悦好及长沙华韩整改经验，未来新设或并购医院的培育期有望大幅缩短。此外，南京医科大整形外科教学与科研资源形成公司的人才禀赋优势。依托南京医科大定期输送医生及医技人才，为公司网点铺设和市场下沉提供重要支撑。

## 3.2 瑞丽医美：深耕浙江，精细运营，具备前瞻的产品思维

### 3.2.1 概况：浙江地区领先的医美服务商，精细管理助推业绩高增

**公司稳健经营，拥有并运营 4 家医美机构，2017 年起对外提供医美管理咨询服务。**2008 年创始人傅海曙先生收购杭州“瑞丽天鸽”，公司医美业务正式起航。为增强区域品牌效应，兼顾所在地医美需求及消费环境，2013-2015 年公司先后在瑞安、杭州及安徽芜湖新设 3 家医美机构，通过提供安全优质且高标准化的医疗服务，公司客群及业绩均实现高速增长。

**图表 37 瑞丽医美旗下机构分布概况**




资料来源：公司公告、新氧 APP，华安证券研究所

2017 年起，受益医美终端导流线上化趋势，公司拓展医美管理咨询服务，协助外部医美机构提高线上营销效率。2017-2019 年公司活跃客户人数（相关期间接受至少一次医疗美容诊疗客户）CAGR 为 54.57%，2019 年活跃用户达 6.98 万人，同期公司营收 CAGR 为 30.10%，2019 年实现营收 1.84 亿。

**图表 38 瑞丽医美 2017-2019 营收（分机构）及净利润表现（单位：万元）**

| 内容 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| **营业收入** | **11,293.20** | **15,893.50** | **19,115.60** |
| **分机构** | | | |
| **医美服务总收入（不包含管理咨询服务）** | 11,293.20 | 14,625.60 | 18,360.90 |
| 杭州瑞丽 | 5,619.00 | 7,329.30 | 9,448.80 |
| 瑞安瑞丽 | 1,389.20 | 1,859.30 | 2,647.50 |
| 瑞丽天鸽 | 2,392.70 | 3,088.40 | 3,783.20 |
| 芜湖瑞丽 | 1,892.30 | 2,348.60 | 2,481.40 |
| **营业成本** | 3,839.00 | 6,644.20 | 9,011.80 |
| **毛利率** | 66.01% | 58.20% | 52.86% |
| **净利润** | 1,740.50 | 1,841.80 | 1,027.70 |
| **净利率** | 15.41% | 11.59% | 5.38% |
| **归母净利润** | 1,737.90 | 1,785.50 | 989.70 |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

**图表 39 瑞丽医美下属机构基本情况-截至 2020H1**

| 医院 | 设立或收购时间 | 持股占比 | 机构性质 | 认证情况 | 建筑面积（m²） | 医生数量 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **杭州瑞丽（旗舰医院）** | **2013.08 设立** | **100%** | **整形美容医院** | **5A** | **2751** | 合计拥有 40 名医师，其中主任/副主任/主治/医师分别为 7/16/20/21 名 |
| 瑞安瑞丽 | 2013.03 设立 | 100% | 整形美容医院 | - | 2861 | |
| 瑞丽天鸽 | 2008.08 收购 | 100% | 医美门诊部 | - | 986 | |
| 芜湖瑞丽 | 2015.07 设立 | 70% | 医美门诊部 | - | 1374 | |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

注："医生数量"中未包括 12 位非雇员医师。

### 3.2.2 业务：轻医美业务占比持续提升，集中式管理+标准化运营护航业务发展

**公司较早感知轻医美市场需求，加大设备类资本开支，轻医美业务占比有望继续增加。**公司提供广泛的医疗美容服务，包括美容外科、微创美容、皮肤美容及牙齿美容服务，其中微创及皮肤美容等轻医美项目是公司的业务发力重点。公司在 2018 年合计购进 880 万元皮秒激光诊疗设备，带动皮肤美容服务收益明显增加，本次 IPO 募资用途之一为购置新医疗美容服务设备及治疗耗材，计划分别投资 1570 万和 430 万购置 14 台激光设备和外科相关设备，有利加速当地市场需求并通过交叉销售促进整体医美业务营收增长。

公司兼有医疗美容管理咨询服务，2017 年 12 月收购广州英杰仕，以提高内部销售及营销效率，并对外提供服务。自 2019 年下半年起，公司改变销售策略不再为大量医美机构及医生提供服务，将重点放在发展少数盈利高、增长潜力大，未来可能成为战略收购目标的医疗美容机构上。因此，近年来该项业务规模持续收缩，但毛利率稳步增加，从 2018 年的 42.10%增加至 2020H1 的 51.1%。

**图表 40 瑞丽医美 2017-2019 营收（分项目）情况（单位：万元）**

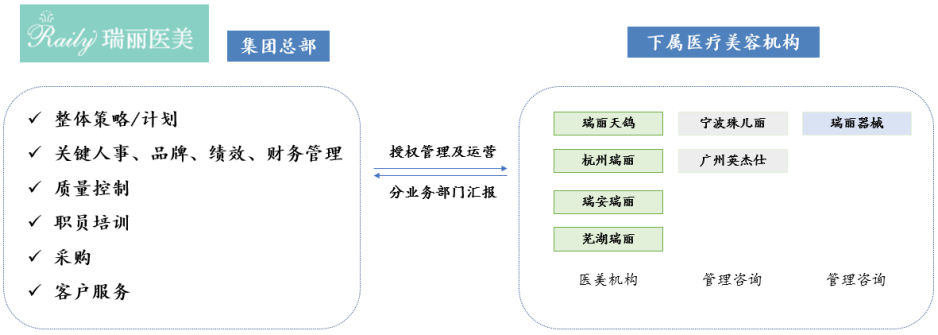
| 内容 | 2017 | | | 2018 | | | 2019 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 |
| **营业收入** | 11,293.20 | 100.00% | 66.00% | 15,893.50 | 100.00% | 58.20% | 19,115.60 | 100.00% | 52.86% |
| *医疗美容服务* | *11,293.20* | *100.00%* | *66.00%* | *14,625.60* | *92.02%* | *59.60%* | *18,360.90* | *96.05%* | *52.40%* |
| 1. 美容外科服务 | 5,668.50 | 50.19% | 78.50% | 5,753.00 | 36.20% | 75.30% | 5,499.60 | 28.77% | 69.80% |
| 2. 非手术类 | 5,286.50 | 46.81% | 56.77% | 8,207.80 | 51.64% | 52.94% | 11,403.40 | 59.65% | 51.82% |
| 微创美容服务 | 2,885.40 | 25.55% | 43.10% | 4,031.00 | 25.36% | 42.30% | 5,594.20 | 29.27% | 42.70% |
| 皮肤美容服务 | 2,401.10 | 21.26% | 73.20% | 4,176.80 | 26.28% | 63.20% | 5,809.20 | 30.39% | 60.60% |
| 3. 其他* | 338.20 | 2.99% | 1.20% | 664.80 | 4.18% | 5.90% | 1,457.90 | 7.63% | -8.10% |
| *医疗美容管理咨询服务* | - | - | - | *1,267.90* | *7.98%* | *42.10%* | *754.70* | *3.95%* | *62.90%* |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

注："其他"指牙齿美容以及辅助服务。

**公司采用两级集中式管理架构，既用于内部医美机构运营，也对外通过管理咨询服务提供管理及运营经验输出。**总部享有主要决策权，下属医疗机构运营架构大体形同，各部门拥有特定授权管理及运营权力，并直接向总部响应部门汇报。该架构有助保证集团优质的临床质量及服务标准，同时保持各医美机构的管理及营运灵活性，以更好适应当地条件。

**图表 41 瑞丽医美两级式集中管理架构**



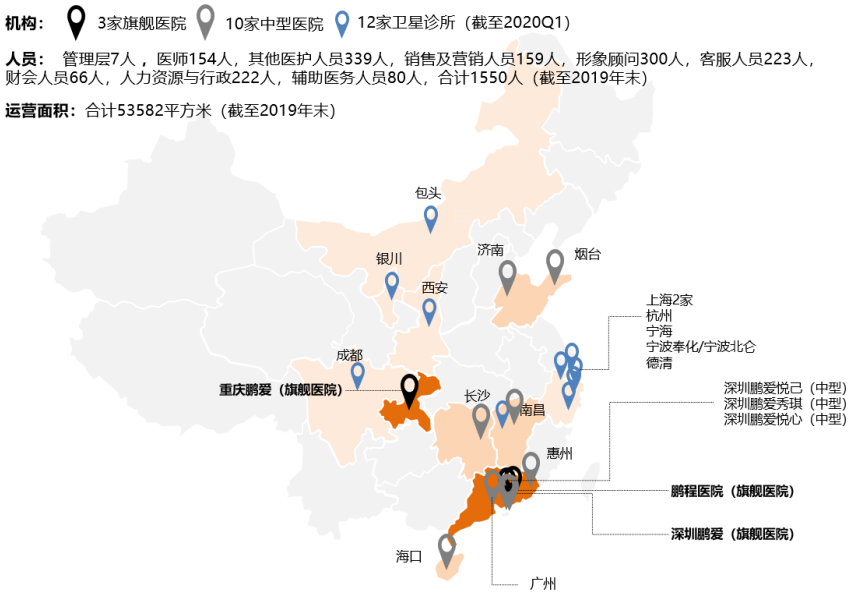

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

## 3.3 医美国际：立足华南放眼全国，梯队布局连锁化程度行业领先

### 3.3.1 概况：以深圳为起点，扎根医美行业 23 年，创始人及管理层行业积淀深厚

**行业先驱，医美业务立足华南，覆盖全国主流城市。**医美国际（AIH）是鹏爱医疗集团的海外实体，鹏爱医疗成立于 1997 年，行业内较早一批进入医美领域的民营企业。2003 年鹏爱医疗战略升级集团内第一家综合性医院“鹏程医院”；05 年成立集团内第一家专科医院“深圳鹏爱医疗美容医院”，并确定医美专科医院的发展方向及连锁经营；11 年起公司借力资本开启外延并购，迅速扩张全国版图，12 年及 16 年分别引入 IDG 和 ADV 作为战投，带动公司业务规模更上一台阶。

**图表 42 鹏爱医疗旗下机构分布概况**




资料来源：公司公告、新氧 APP，华安证券研究所

截至 2020Q1，公司共运营 27 家医疗美容机构，其中 25 家机构覆盖国内 17 个

城市，旗舰医院/中型医院/卫星诊所数量分别为 3/10/12 家，另有 2 家分布在中国香港和新加坡，公司国际视野行业领先。截至 2020Q3，公司继续扩张步伐，新增获取云南靓颜医疗美容医院的控股权及广东韩妃 51%股权（广东韩妃运营广州、中山、珠海等地 4 家美容机构），旗下医美机构增加至 31 家。

**图表 43 医美国际 2016-2019 营收（分机构）及净利润表现（单位：万元）**

| 内容 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **58485.7** | **69739.6** | **76130.6** | **86905.0** |
| **分机构** | | | | |
| 深圳鹏爱 | 18,433 | 21,699 | 21,940 | 21,978 |
| 鹏程医院 | 15,408 | 22,116 | 19,747 | 21,189 |
| 长沙鹏爱 | 3,405 | 4,017 | 5,147 | 6,829 |
| 重庆鹏爱 | 1,852 | 3,475 | 3,717 | 5,370 |
| 惠州鹏爱（2016 年为上海鹏爱） | 3,793 | 3,652 | 3,400 | 3,518 |
| **前五大机构合计** | **42,890** | **54,959** | **53,950** | **58,884** |
| 前五大合计占比 | 73.33% | 78.81% | 70.87% | 67.76% |
| **营业成本** | 21733.9 | 23452.2 | 25856.7 | 27594.8 |
| **毛利率** | 62.84% | 66.37% | 66.04% | 68.25% |
| **经调后净利润*** | 1327 | 5994 | 6396 | 6910 |
| **经调后净利率** | 2.27% | 8.59% | 8.40% | 7.95% |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

注：“经调后净利润”指调整可转换优先股等账面重估影响后的净利润。

**图表 44 医美国际 2016-2019 营收（分项目）情况（单位：万元）**

| | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | | 2019 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 |
| **营业收入** | **58485.7** | **100.00%** | **62.80%** | **69739.6** | **100.00%** | **66.40%** | **76130.6** | **100.00%** | **66.00%** | **86905** | **100.00%** | **68.20%** |
| 1. 美容外科类 | 17,407 | 29.76% | 60.80% | 23,909 | 34.28% | 66.00% | 31,390 | 41.23% | 66.40% | 31,924 | 36.73% | 66.10% |
| 2. 非手术类 | 29,805 | 50.96% | 66.20% | 33,143 | 47.52% | 66.20% | 37,335 | 49.04% | 67.40% | 48,957 | 56.33% | 71.50% |
| 微创美容服务 | 17,116 | 29.27% | 69.30% | 18,967 | 27.20% | 67.50% | 19,912 | 26.15% | 70.10% | 22,421 | 25.80% | 69.00% |
| 能量仪器美容服务 | 12,689 | 21.70% | 62.00% | 14,176 | 20.33% | 66.00% | 17,423 | 22.89% | 64.20% | 26,536 | 30.53% | 73.70% |
| 3. 其他* | 11,274 | 19.28% | 57.00% | 12,687 | 18.19% | 65.70% | 7,406 | 9.73% | 57.70% | 6,024 | 6.93% | 52.60% |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

注：“其他”指一般医疗服务和其他医美服务。

**公司创始人夫妇分别为整形外科医生和形象设计顾问，专业背景佳。**创始人兼董事会主席、CEO 周鹏武是 70 年代执业医生，自 1991 年注册为整形外科医生，拥有近 30 年医美行业积淀及超 20 年医美机构管理运营经验。创始人丁文婷女士是公司副总裁兼 CMO，从事美学设计 20 余年，2007 年曾接受日本色彩大师高阪美喜一对一培训，2008 年在巴黎艺术造型学院进修,受聘为众多港台明星私人形象顾问，在形象设计领域造诣深厚。公司管理层背景多元，均具备十年以上专业领域经验，为加强集团对医疗技术、财务、运营管控提供有利支撑。

**图表 45 鹏爱医疗核心管理层简介**

| 管理层人名 | 职位 | 简介 |
|---|---|---|
| 周鹏武 | 董事长、首席执行官 | 创始人、整形外科医生、教授；参与国家卫计委医疗美容机构标准制定 |
| 丁文婷 | 副董事长、首席营销官 | 联合创始人、超 25 年医美经营管理经验 |
| 胡青 | 董事、首席运营官 | 超 25 年医美行业经验，包括 13 年日本医疗行业经验 |
| 周毅涛 | 董事、首席医疗技术官 | 曾在中、韩多家医院或诊所担任医生，在医疗行业有超 15 年经验 |
| 樊鹏 | 首席战略官 | 超 10 年投行经验，曾任职德意志银行，负责上市、跨境并购、债务融资等 |
| 吴冠华 | 首席财务官 | 超 10 年国际会计、运营、财务及战略管理经验 |

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

### 3.3.2 业务：以收购为扩张主线发力轻医美赛道，集中管控提供运营保障

**鹏爱医疗在挖掘、收购及整合医美标的上经验丰富，全国扩张多以收购整合方式推进。**国内医美机构大小林立，对收购标的的选择，公司创始人曾表示主要遵循 3 个标准：一是偏向医生创业，对于医疗管控较为严格的医美机构，在业内声誉较差的莆田系医院不作考虑；二是偏向华东、华南地区的医院，增强区域内的医生、器械、营销投入方面的协同；三是偏向拥有一定收入体量，在华东或者华南区域内拥有多家医院的连锁医疗美容机构，以提升公司整体的市占率及当地品牌效应。

**公司在全国范围梯队布局医美机构，优化资源配置。**集团内医美机构分为大型旗舰医院、中型医院、小型卫星诊所三个层级，旗舰医院是公司重点覆盖地区内的标杆医院，运营面积在 5000m$^2$ 以上，配备充裕的专家医生、设备及医护人员，医美项目完整、综合度高，并可为区域内的中小型机构提供资源输送及复杂项目的转诊服务。中型机构主要分布在上海、广州、杭州、济南等一二线城市，规模适中，平均运营面积 2000 m$^2$。近期公司加快小型卫星诊所在华南、华东等三四线城市的落地，以轻医美为主打，更快对接当地的轻医美需求。

**图表 46 鹏爱医疗下属机构基本情况-截至 2020Q1**

| 医院 | 设立或收购时间 | 持股占比 | 机构性质 | 认证情况 | 建筑面积（m$^2$） | 医生数量 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **鹏程医院（旗舰医院）** | **2003.12 设立** | **100%** | **整形美容医院** | - | **8391** | **共 11 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 2/2/0/7** |
| **深圳鹏爱（旗舰医院）** | **2005.11 设立** | **100%** | **整形美容医院** | - | **5650** | 共 10 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/2/1/7 |
| **重庆鹏爱（旗舰医院）** | **2015.11 设立** | **100%** | **整形美容医院** | - | **7070** | 共 6 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/1/5 |
| 深圳鹏爱悦已（中型） | 2017.07 收购 | 60% | 整形美容医院 | - | 1902 | 共 8 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/1/0/6 |
| 深圳鹏爱秀琪（中型） | 2017.05 设立 | 89% | 整形美容医院 | - | 2600 | 共 7 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/1/6 |
| 深圳鹏爱悦心（中型） | 2018.04 收购 | 60% | 整形美容医院 | - | 4474 | 未披露 |
| 惠州鹏爱（中型） | 2011.06 设立 | 65.5% | 整形美容医院 | - | 1670 | 共 5 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/3/0/2 |
| 广州鹏爱（中型） | 2017.05 收购 | 91% | 整形美容医院 | - | 2600 | 共 3 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/1/2 |
| 海口鹏爱（中型） | 2011.03 设立 | 87% | 整形美容医院 | - | 2169 | 共 2 名，其中主任/副主任/ |

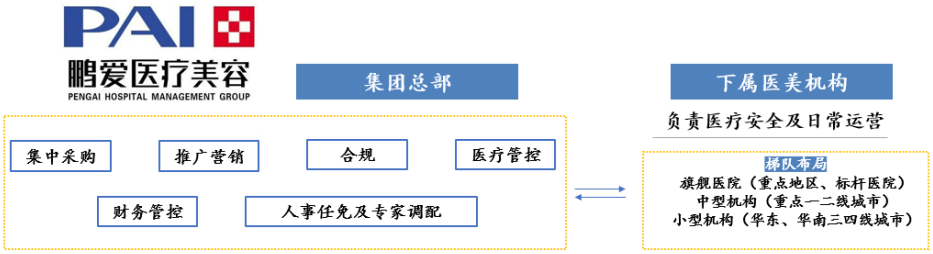
| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | 主治/医师分别为 0/0/0/2 |
| 长沙鹏爱（中型） | 2013.06 收购 | 79% | 整形美容医院 | - | 2459 | 共 8 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/3/5 |
| 南昌鹏爱秀琪（中型） | 2019.11 设立 | 70% | 整形美容医院 | - | 2650 | 未披露 |
| 济南鹏爱（中型） | 2019.01 收购 | 95% | 整形美容医院 | - | 2200 | 共 2 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/2 |
| 烟台鹏爱佳妍（中型） | 2018.06 设立 | 89% | 整形美容医院 | - | 1983 | 共 6 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/1/2/3 |
| 南昌鹏爱（诊所） | 2011.09 设立 | 51% | 诊所 | - | N/A | 未披露 |
| 上海鹏爱（诊所） | 2014.01 收购 | 80% | 诊所 | - | 1048 | 共 4 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/4 |
| 杭州鹏爱（诊所） | 2014.06 收购 | 100% | 诊所 | - | 1446 | 未披露 |
| 包头鹏爱（诊所） | 2017.12 收购 | 46% | 诊所 | - | 732 | 未披露 |
| 银川鹏爱（诊所） | 2017.12 设立 | 51% | 诊所 | - | 419 | 共 1 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/1 |
| 成都鹏爱（诊所） | 2017.12 收购 | 70% | 诊所 | - | 1800 | 共 4 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/1/3 |
| 宁海鹏爱（诊所） | 2019.04 设立 | 51% | 诊所 | - | 670 | 未披露 |
| 宁波奉化鹏爱（诊所） | 2019.10 设立 | 51% | 诊所 | - | 138 | 未披露 |
| 德清鹏爱（诊所） | 2019.10 设立 | 51% | 诊所 | - | 129 | 未披露 |
| 宁波北仑鹏爱（诊所） | 2019.11 设立 | 51% | 诊所 | - | N/A | 未披露 |
| 上海鹏爱佳妍（诊所） | 2020.03 收购 | 80% | 诊所 | - | 1097 | 未披露 |
| 西安新鹏爱悦己（诊所） | 2020.04 收购 | 70% | 诊所 | - | 827 | 未披露 |
| 香港 Newa | 2015.10 收购 | 100% | 诊所 | - | 127 | 未披露 |
| 新加坡 Mendis | 2017.11 投资 | 44.44% | 诊所 | - | 125 | 未披露 |

资料来源：公司公告、新氧 APP，华安证券研究所

注：“医生数量”及“建筑面积”数据来自新氧 APP。

**集中管理强化收购标的管控，增强集团对外的标准化服务能力。**持续大体量的收购扩张对集团内部管理提供更严苛要求，公司实行集中化网络管理将主要管理职能集中在总部。通过集中管理统一采购、品牌营销、广告投放，共享区域内医生资源和高端设备，有利集团标准化服务流程的实现。

**图表 47 鹏爱医疗集中管控架构**




资料来源：招股说明书，华安证券研究所

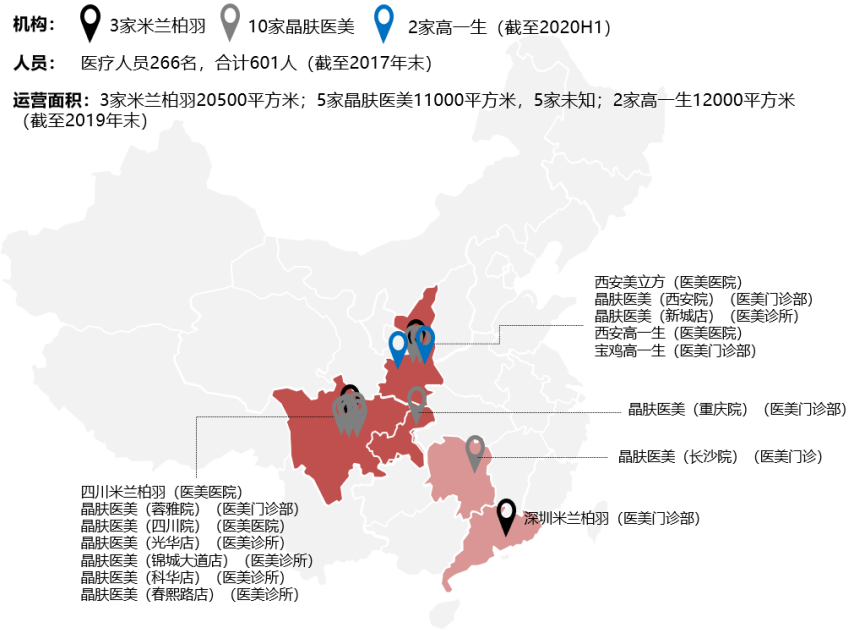
## 3.4 朗姿股份：中西部地区医美机构整合领导者，业务版图持续扩大

### 3.4.1 概况：战略前瞻，三大医美品牌清晰立体

**2016 年新设医美板块，已形成高端“米兰柏羽”、技术“高一生”、轻医美多店连锁“晶肤”三大立体品牌格局。**朗姿股份在 2016 年控股收购“米兰柏羽”、“晶肤医美”两大医美品牌及旗下 6 家医美机构，实现川渝及长沙的落地布局。2018 年度收购完成西安医美高端品牌“高一生”，开启医美在西安地区的纵深推进。2019 年公司继续外延扩张与内涵积累，机构总数增加至 13 家，业务版图实现对成都、西安、重庆的重点覆盖及深圳、长沙等地的推开。

**2020 年公司加速医美业务扩张，侧重以更高效的兼并购方式扩充业务版图。**截至 2020H1，公司新增 2 家晶肤连锁机构；7 月 21 日公司增加对四川米兰柏羽、深圳米兰柏羽、四川晶肤等 6 家医美机构的少数股权收购，实现 100%控股；12 月 22 日公司公告设立医美股权并购基金，拟出资 2 亿，投资医美领域及其相关产业未上市公司股权。

**图表 48 朗姿股份旗下机构分布概况**




资料来源：公司公告、新氧 APP，华安证券研究所

**公司借力资本抢位，收购区域成熟医美品牌，带动营收与净利双增。**2019 年公司医美板块实现营收 6.30 亿元，同比增长 31.27%，其中手术类项目 2.17 亿，轻医美项目 4.12 亿；实现归母净利 5239.96 万元，同比增长 90.41%。

图表 49 朗姿股份 2016-2019 营收（分品牌）及净利润表现（单位：万元）

| 内容 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **8,552.49** | **25,546.10** | **47,922.77** | **62,848.78** |
| **分品牌** | | | | |
| 米兰柏羽 | 5,940.72 | 19,184.10 | 27,182.13 | 36,102.65 |
| 晶肤医美 | 2,715.04 | 6,362.00 | 9,161.01 | 11,762.71 |
| 高一生 | - | - | 11,579.63 | 14,983.42 |
| **营业成本** | 3,740.31 | 11,077.93 | 19,216.74 | 26,557.07 |
| **毛利率** | 56.27% | 56.64% | 59.90% | 57.74% |
| **净利润** | 未披露 | 未披露 | 5,613 | 8,700 |
| **净利率** | 未披露 | 未披露 | 11.71% | 13.84% |
| **归母净利润** | 919.92 | 1,921.42 | 2,751.90 | 5,239.96 |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

图表 50 朗姿股份 2016-2019 营收（分项目）情况（单位：万元）

| | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | | 2019 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 | 营收 | 占比 | 毛利率 |
| **营业收入** | **8,552.49** | **100.00%** | **56.27%** | **25,546.10** | **100.00%** | **56.64%** | **47,922.77** | **100.00%** | **59.90%** | **62,848.78** | **100.00%** | **57.74%** |
| 手术类 | 2,616.19 | 30.59% | 55.16% | 9,019.61 | 35.31% | 64.99% | 20,297.67 | 42.35% | 76.26% | 21,677.32 | 34.49% | 77.11% |
| 非手术类 | 5,936.29 | 69.41% | 56.75% | 16,526.49 | 64.69% | 52.08% | 27,625.10 | 57.65% | 47.88% | 41,171.45 | 65.51% | 47.55% |

资料来源：Wind、公司公告，华安证券研究所

### 3.4.2 业务：以轻医美为主，业务层次分明，四层管控体系赋能业务扩张

**“米兰柏羽”、“高一生”品牌各成一系，“晶肤医美”连锁的标准化程度高。**截至 2020Q3，公司米兰柏羽/晶肤医美/高一生品牌事业部下分别设有 3/10/2 家机构。米兰柏羽是公司医美板块基石和核心资产，事业部内机构性质跨度大，从门诊部到整形美容医院，利于管理经验及资源的上下互动。晶肤医美作为专注“轻医美”的连锁品牌，主打激光和微整，通过标准化扩张和区域渗透，共享明星医生和高单价设备，晶肤医美已在成都、西安、长沙、重庆等地形成较好的区域协同，并获得当地消费者的品牌认同。高一生是西安地区高端医美品牌，业务综合性强、技术领先，至今已有 29 年的地区品牌积淀，与米兰柏羽类似，事业部内机构性质跨度大，是公司在陕西地区扩张的品牌主线。

图表 51 朗姿股份下属医美机构基本情况-截至 2020H1

| 医院 | 设立或收购时间 | 持股占比 | 机构性质 | 认证情况 | 建筑面积（$m^2$） | 医生数量 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 四川米兰柏羽 | 2016.06 收购 | 100% | 整形美容医院 | 5A | 12000 | 共 28 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/3/8/14 |
| 西安美立方 | 2019.08 收购 | 60% | 整形美容医院 | - | 6000 | 共 19 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 1/0/7/11 |
| 深圳米兰柏羽 | 2016.06 收购 | 100% | 医美门诊部 | - | 2500 | 共 7 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/1/5 |
| 晶肤医美（蓉雅院） | 2019.07 | 21% | 医美门诊部 | - | 3000 | 共 4 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/1/3 |
| 晶肤医美（四川院） | 2016.06 收购 | 100% | 整形美容医院 | - | 1300 | 共 12 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/2/2/8 |
| 晶肤医美（光华店） | 2017.06 | 49.4% | 医美诊所 | - | 未披露 | 未披露 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 晶肤医美（锦城大道） | 2017.06 | 49.4% | 医美诊所 | - | 未披露 | 共 1 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/1 |
| 晶肤医美（科华店） | 2019.01 | 55% | 医美诊所 | - | 未披露 | 共 2 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/2 |
| 晶肤医美（春熙路） | 2019.07 | 未披露 | 医美诊所 | - | 未披露 | 共 2 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/1/1 |
| 晶肤医美（西安院） | 2016.06 收购 | 100% | 医美门诊部 | - | 700 | 共 6 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/1/4 |
| 晶肤医美（新城店） | 2017.12 | 24% | 医美诊所 | - | 未披露 | 共 2 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/2 |
| 晶肤医美（重庆院） | 2016.06 收购 | 100% | 医美门诊部 | - | 800 | 共 1 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/1 |
| 晶肤医美（长沙院） | 2016.06 收购 | 100% | 医美门诊部 | - | 700 | 共 2 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/2 |
| 西安高一生 | 2018.01 收购 | 100% | 整形美容医院 | - | 10000 | 共 10 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/1/3/6 |
| 宝鸡高一生 | 2019.12 收购 | 30% | 医美门诊部 | | 2000 | 共 3 名，其中主任/副主任/主治/医师分别为 0/0/0/3 |

资料来源：公司公告、新氧 APP，华安证券研究所

注：“医生数量”及“建筑面积”数据来自新氧 APP。

**提早实施集团化管控，重视人才激励和培养，赋能医美业务纵深发展。**2017 年公司新设子公司“朗姿医疗”作为管理平台，重点在招标采购、业务操作、售后运营和医疗管理制度方面实施集中管理。截至 2020Q3,公司医美业务已搭建形成“集团-医美管理子公司-医美品牌事业部-医美机构”的四层管控体系，为后续更大规模的连锁扩张提前布局。

**图表 52 鹏爱医疗集中管控架构**




资料来源：招股说明书，华安证券研究所

人才激励方面，公司提供市场化年薪和业绩超额奖励，通过员工持股计划、试点并推广合伙人制度，与核心员工共享公司成长红利；人才培养方面，公司具备较成熟的技术交流平台和培养模式，为专业医生的孵化和供给提供有力支撑。以晶肤医美为例，晶肤医美对医生的培养采用**逐级提升发展模式**：原核心骨干医生是新设机

构的事业合伙人（第一层级医生），通过第一层级医生带动和培养第二层级的医生，第二层级医生再带动和培养第三层级的医生，将人才激励与培养结合，形成高效的内部培养体系。

# 4 投资建议：

国内医美市场空间大、增速快，未来五年内市场规模有望实现翻番。当前医美机构市场竞争格局仍较分散，但受益“轻医美”细分赛道的兴起和资本的积极介入，行业集中度在持续提升。

近期以华韩整形、瑞丽医美、鹏爱医疗、朗姿股份为代表的区域龙头加速产业布局与资本运作，行业开始进入龙头成长阶段。

由于资源禀赋差异，四家区域龙头的连锁模式各有侧重：**华韩整形**背靠南京医科大筑高专业壁垒，统一执业规范保障服务品质，“总院+区域医院+门诊部”的连锁扩张模式逐渐成型；**瑞丽医美**深耕浙江市场，通过客户服务和需求打磨产品，形成差异化竞争优势的同时赋能业绩端更大的弹性空间。公司于 2020 年底港股上市，扩张步伐有望提速；**鹏爱医疗**管理层及运营团队行业积淀深厚、发展战略清晰，以并购为主线在全国范围梯队化网点布局，医美连锁化程度行业领先；**朗姿股份**借力资本抢位三大医美品牌，成为中西部地区医美领导者。公司关注人才培养与运营模式的复制推广，通过自建及并购，区域业务版图持续扩大。

相对其他专科医疗服务领域的龙头企业，适合医美机构的连锁模式仍待验证，建议关注具备持续复制扩张潜力的医美机构标的：华韩整形、瑞丽医美、医美国际、朗姿股份。

# 风险提示：

1. **医疗事故风险：**在临床医学上，由于存在着医学认知局限、患者个体差异、疾病情况不同、医生水平差异、医院条件限制等诸多因素的影响，各类医美整形诊疗行为客观上存在着程度不一的风险，医疗事故和差错无法完全确保杜绝；
2. **人才流失风险：**医疗人才培养周期较长，且需要后续教育和医疗实践培养，公司面临医生资源流失的风险；
3. **跨区域扩张风险：**各地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新医院客流不及预期的风险；
4. **医美服务不够标准化、规范化风险：**美容服务产品难标准化，容易引发纠纷和投诉。如果手术不规范带来恶性事件发生，可能对行业整体造成冲击；
5. **政策风险：**目前行业正在走向规范化的进程中，若政策收紧，行业发展可能遇到波折。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**王雨晴，新三板研究员，上海社科院经济学硕士。近四年投行经验，CPA，FRM。

**联系人：**王洪岩，房地产行业研究员，毕业于复旦大学金融学专业。

## 重要声明

**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

**行业评级体系**

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

**公司评级体系**

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。