

2015.12.08

你可以更美

评级:

增持

——医疗美容行业深度专题报告

本报告导读:

医疗美容市场正处于行业变革期,未来有望成为市场持续关注的热点,推荐国君医药

“美丽组合”: 益盛药业、华东医药、冠昊生物。

摘要:

- **“颜值革命”进行时, 医疗美容新机遇。**伴随行业规范度提升、人际交流方式变化和消费能力提高,中国医疗美容市场正迎来巨大发展空间。随着“追求更美好生活”消费理念的传播,行业格局有望逐步由混乱走向整合,以安全便捷为代表的“微整形”有望带动医疗美容市场迎来变革发展期,千亿市场可期。**首次覆盖, 给予医疗美容行业增持评级。**
- **医疗美容行业三大特征总结:**
 - 1) **产业现状 5678:** 50%的消费者最看重医生的权威和医院资质; 60%的美容整形属于“微整形”; 70%市场份额由民营医疗机构占据; 超过80%的消费者是女性。
 - 2) **利润格局:** 短期看,利润仍将主要集中在以玻尿酸为主打产品的上游的美容器械生产商;下游美容整形医院受制于营销费用较高拖累,整体净利率只有个位数,未来尚有巨大提升空间;第三方服务平台仍将较长时间处于盈利模式摸索期。
 - 3) **新趋势:** 当前二级市场的医疗美容直接相关标的不多,但整形美容产业与资本拥抱的速度明显加快,未来有望通过资本市场的引导形成燎原之势。
- **让资本拥抱美丽, 推荐国君医药“美丽组合”。**医疗美容主题从未系统性的成为二级市场关注焦点,我们认为未来医疗美容行业正迎来新的变革时代。尽管短期看,二级市场纯正医疗美容标的较少,但作为主题投资的洼地,随着产业变革的推进,医美主题未来或将受到持续关注。我们积极看好医疗美容医院的行业并购整合和“微整形”领域玻尿酸等高值产品生产厂商的机会,结合相关业务布局基础、未来拓展潜力及市值弹性,我们重点推荐国君医药医美主题**“美丽组合”**: **益盛药业(002566)、华东医药(000963)、冠昊生物(300238)**。其他相关推荐标的: 爱尔眼科、通策医疗; 受益标的: 朗姿股份、合金投资、平潭发展、苏宁环球、双鹭药业等。

风险提示: 行业医疗事故风险,整合进度低于预期,转型公司短期估值过高

目 录

1. 医疗美容：500 亿市场尚待重新发掘.....	3
1.1. 医疗美容 V.S.生活美容	3
1.2. 非手术美容更受欢迎.....	4
2. 医美产业链：短看利润在上游，长期终端是关键.....	6
2.1. 上游美容器械生产商：玻尿酸是核心产品	6
2.2. 下游美容整形医院：整体盈利有巨大提升空间	8
2.3. 第三方服务平台：初创探索期.....	12
3. 解密：为什么不敢美？医美市场发展的三座大山	14
3.1. 衣食住行之后才能是向往更美.....	14
3.2. 资本青睐不够，供给端未能形成规模品牌效应	15
3.3. 政府监管力度有待提升，行业乱象丛生	15
4. 蜕变：一起变美，展望未来千亿医美市场	16
4.1. 发展空间巨大，需求持续强劲	16
4.1.1. 他山之石：中国医美资源缺口巨大	16
4.1.2. 无论你做与不做，爱美的人就在那里	17
4.2. 当美丽成为一种必需	18
4.2.1. 人际交流方式：能发张照片吗？	18
4.2.2. “爱美”未来将是中性词.....	18
4.3. 让整容变得“so easy”	19
4.3.1. 行业有望迎来规范发展期.....	19
4.3.2. “快餐式”微整形将成拉动市场的强力引擎	20
5. 布局：医疗美容投资图谱，卡位关键期.....	22
5.1. 千亿市场可期：布局正当时	22
5.2. 拥抱资本，新三板市场已经打响第一枪	23
5.3. A 股市场：美丽动人的医美主题才刚刚开始	24
5.3.1. 美容医院：最佳的切入视角	24
5.3.2. 医疗美容器械：玻尿酸仍是主导	25
5.3.3. 生活美容有转型拓展潜力	26
6. 相关公司盈利预测与评级.....	28
7. 风险提示	28
7.1. 行业整合拓展低于预期.....	28
7.2. 医疗事故风险.....	28
7.3. 转型公司估值过高.....	28
8. 附件-医疗美容行业基础知识介绍.....	29
8.1. 常见整形美容项目介绍.....	29
8.2. 常用医疗美容药械介绍.....	30
8.2.1. 面部注射用药品、器械.....	30
8.2.2. 外科手术用医疗器械.....	31

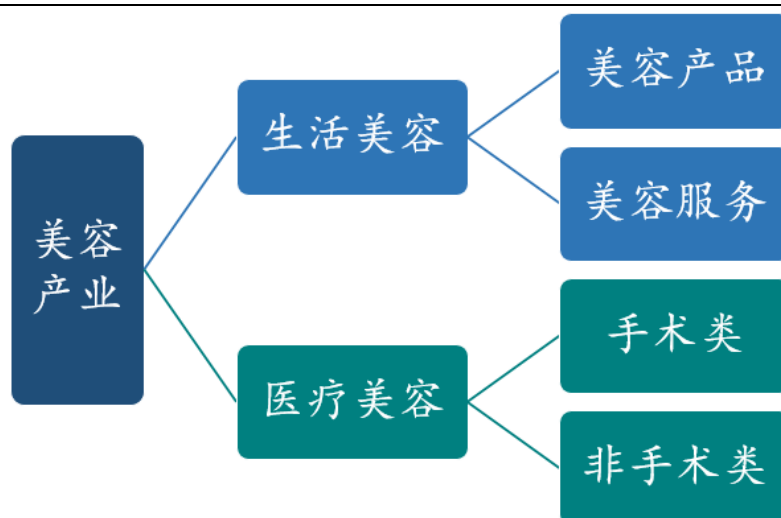
1. 医疗美容：500 亿市场尚待重新发掘

1.1. 医疗美容 V.S. 生活美容

美容分为生活美容和医疗美容两大类：**医疗美容**是指运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。比如常见的割双眼皮、隆胸等。**生活美容**是指常规性美容护理，包括使用化妆品、SPA、按摩保健等。

根据中国产业信息网预计，2014 年中国医疗美容市场约 500 亿，7 年复合增速约 29%。

图 1：大美容市场分类



资料来源：国泰君安证券研究。

图 2：中国医疗美容市场在 500 亿数量级



资料来源：中国产业信息网，国泰君安证券研究。注：市场上对中国每年医疗美容次数的测算在大体在 500 万左右。从草根调研看，一般非手术医疗美容终端价格在 3000-8000 元；手术美容价格差异较大，简单手术只需几千元，但大手术一般需要数万；我们综合估计每次消费在 1-1.5 万范围内。

据 2009 年原卫生部下发的《医疗美容分级管理目录》规定：医疗美容科为一级科目，下设美容外科、美容牙科、美容皮肤科和美容中医科四个二级科目。在美容外科下，又根据项目难度分为四个等级，其中四级项目只有三级整形外科医院或设有医疗美容科或整形外科的三级综合医院才能开展。

表 1：医疗美容分类

二级科目	细分	项目
美容外科 (下分四级)	头面部	眼睑整形、隆鼻、下颌整形、额头整形、全颜面皮肤削磨术等
	乳房、躯干	吸脂、隆乳、乳房下垂矫正术、腹壁成形术等
	会阴部	处女膜修补术、阴茎延长术、阴道紧缩术等
	其他	体表小肿瘤切除术、自体脂肪注射移植术等
美容皮肤科	抽吸、填充及注射	玻尿酸注射、肉毒素注射、胶原蛋白注射、美白针等
	化学剥落	化学换肤
	激光和其他电磁波	彩光嫩肤、激光皮肤磨削术等
	皮肤相关手术	皮肤肿物切除、毛发移植、腋臭手术等
美容牙科		牙齿美容修复、牙周美容技术操作、牙齿合畸形美容矫治
美容中医科		针灸等

资料来源：卫计委，国泰君安证券研究。

1.2. 非手术美容更受欢迎

按照是否进行手术，医疗美容又可以分为手术类美容、非手术类美容，后者多为美容皮肤科下属项目。非手术美容由于无需手术、见效快、风险小、效果可逆等优势，正在逐步成为引领医疗美容中的主流方式。根据 ISAPS (国际美容整形外科学会) 测算，2014 年全世界医疗美容总量约 2020 万例，其中手术类占比 47.7%，非手术类占比 52.3%。

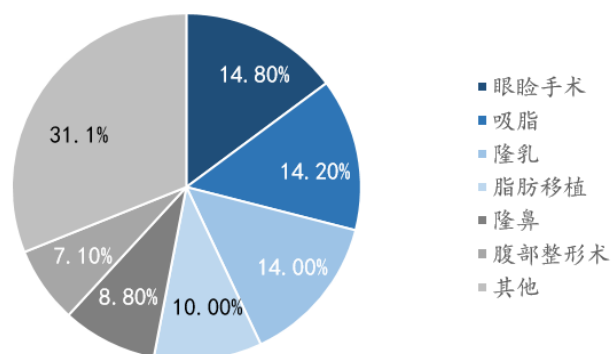
图 3：医疗美容：手术类 VS 非手术类



资料来源：华韩整形官网, 国泰君安证券研究。

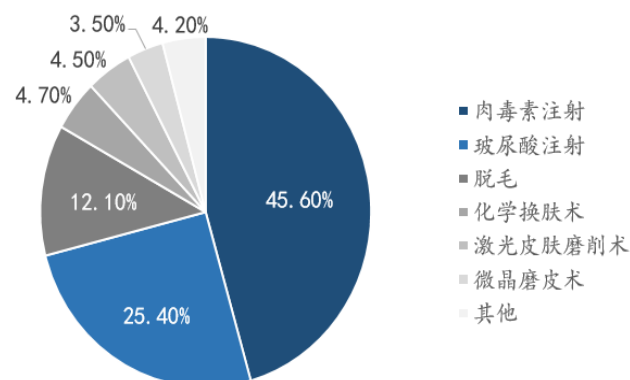
而在具体整形美容项目上，在手术项目中，眼睑手术、吸脂手术、隆乳手术排名前三，合计占比 43%。而在非手术项目中，肉毒素、玻尿酸注射合计占比约 70%。

图 4：眼睑、吸脂、隆胸为主要手术项目（2014 年）



资料来源：ISAPS，国泰君安证券研究。

图 5：2014 年非手术中肉毒素、玻尿酸注射占主导

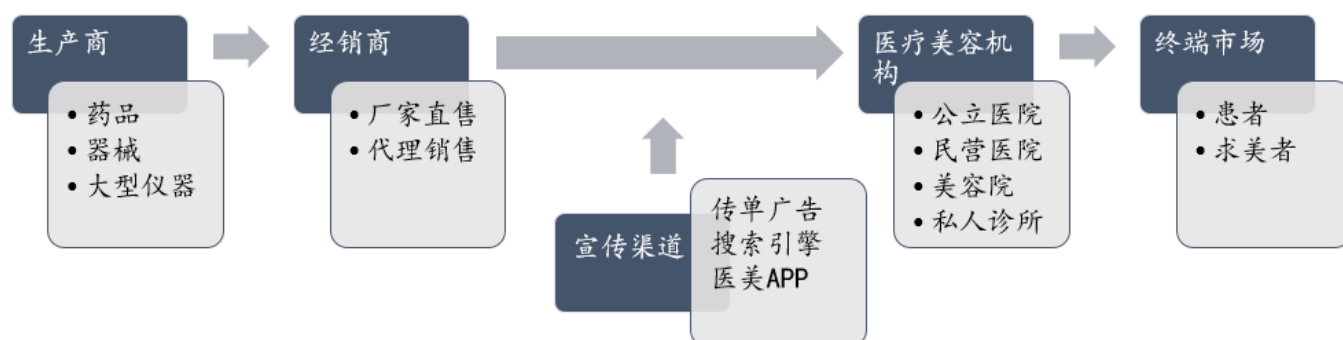


资料来源：ISAPS，国泰君安证券研究。

2. 医美产业链：短看利润在上游，长期终端是关键

目前医疗美容产业市场较为混乱，尤其是下游美容整形的实施开展机构，行业目前尚未形成全国性的品牌连锁公司。从行业看，上游厂商因行业监管相对规范、产业相对集中，其中的龙头公司利润率较高。但中长期看，我们认为下游终端整合提升空间更大，未来有可能成为各方争夺的主战场。

图 6：医疗美容产业链



资料来源：国泰君安证券研究。

2.1. 上游美容器械生产商：玻尿酸是核心产品

行业上游主要包括药品、器械、大型仪器的生产厂家。在美容器械中，多数假体、注射填充物都有相应的国产厂商。同类产品，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%，但目前从整体用量上看，规范终端大多数依旧是使用进口产品，随着国产厂商逐步加强品牌塑造和终端推广，未来有望进一步抢占市场份额。

表 2：部分医疗美容常用药品、器械

类型	品种	国产厂商	进口厂商
美容外科 用器械	膨体聚四氟乙烯	上海信晟（美速德） 上海索康（立秀）	美国射极峰（必特峰） 美国高泰克斯（高泰克斯）
	硅橡胶（面部用）	广州万和（万和硅胶） 上海康宁（多款） 上海信晟 上海威宁	美国射极峰（射极峰）
	硅凝胶（隆胸用）	广州万和（罗兰乳房） 上海威宁（花样年华）	美国曼托公司（曼托妙桃） 法国 ES（唯美）
	（药）肉毒素	兰州所（衡力）	美国 Allergan（保妥适）
	（械）玻尿酸	华熙生物科技（润百颜） 双鹭药业（舒颜）	瑞典 Q-Med（瑞蓝 2 号）
	（械）胶原蛋白		双美（双美）
面部注射用 药品、器械	（械）爱贝芙		荷兰汉福（爱贝芙）

资料来源：康华整形美容，国泰君安证券研究。

公司拥有产品在售，但整体利润水平依然非常可观，在港上市的国内玻尿酸生产商华熙生物科技 2015 年 H1 主营业务毛利率达到了 73%，净利润率高达 32%。

表 3：华熙生物科技利润率较高（单位：百万）

	2015H1	2014	2013
营业收入	312	481	375
毛利率	73%	78%	80%
净利润	100	162	94
净利率	32%	34%	25%

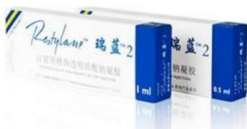
资料来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

表 4：目前为止 CFDA 已批准 8 款国产玻尿酸类产品

品名	生产单位	批准日期	首次注册号	规格
	EME (逸美) 北京爱美客	2009.10.11	国食药监械(准)字 2009 第 3460746 号	0.5ml, 1.0ml, 1.5ml, 2.0ml
	润百颜 华熙福瑞达	2012.07.06	国食药监械(准)字 2012 第 3460831 号	0.5ml:10mg、 1.0ml:20mg
	宝尼达 北京爱美客	2012.10.12	国食药监械(准)字 2012 第 3461290 号	0.5ml, 1.0ml 1.5ml, 2.0ml
	海薇 上海其胜	2013.09.18	国食药监械(准)字 2013 第 3461447 号	0.5ml, 0.75ml 1.0ml, 1.25ml 1.5ml
	舒颜 北京蒙博润	2014.02.25	国食药监械(准)字 2014 第 3460382 号	0.5ml/支, 1ml/支
	法思丽 台湾科妍	2014.04.11	国食药监械(许)字 2014 第 3460047 号	1ml/支
	爱芙莱 北京爱美客	2015.04.28	国械注准 20153460674	0.5ml, 1.0ml, 1.5ml, 2.0ml
	欣菲聆 杭州协合	2015.07.22	国械注准 20153461332	0.5mL, 0.75mL 1.0mL, 1.5mL 2.0mL, 3.0mL

资料来源：CFDA，国泰君安证券研究。注：统计截止到 2015 年 9 月

表 5： 目前为止 CFDA 已批准 4 款进口玻尿酸类产品

	瑞蓝 2 号	瑞典 Q-Med AB	2008.12.15	国食药监械(进)字 2008 第 3643554 号	0.5ml 1.0ml
	伊婉	韩国 LG Life Sciences, Ltd.	2013.07.05	国食药监械(进)字 2013 第 3462573 号	N/A
	艾莉薇	韩国 Humedix Co., Ltd.	2015.01.26	国械注进 20153460263	N/A
	乔雅登	美国 Allergan	2015.05.29	国械注进 20153461708	0.8ml/支

资料来源：CFDA，国泰君安证券研究。注：统计截止到 2015 年 9 月

事实上，玻尿酸可以分为三个档次：除了顶尖的医疗级别玻尿酸可用于来填充注射，较低档次的玻尿酸还广泛用于生产食品、外用品、化妆品等。中长期看，玻尿酸生产厂家将会继续深挖玻尿酸市场，完善“化妆品”+“保健品”+“医药”玻尿酸的多元化经营方式。

图 7： 玻尿酸市场层次丰富，未来尚有较大拓展空间



资料来源：昊海生物科技公司公告，国泰君安证券研究。

2.2. 下游美容整形医院：整体盈利有巨大提升空间

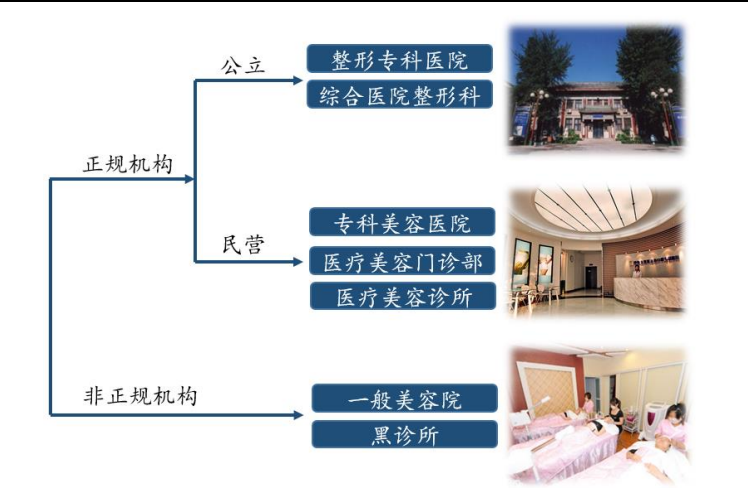
中国当前医疗美容医院市场上，正规机构和非正规机构并存；公立医院与民营医院并存。总体来说，私立专科美容医院和旗下诊所占据了市场的绝大部分空间，其中又以一线城市（北上广深）占据主要地位。

表 6：医疗美容机构分类

大类	细分	代表	特点
公立医疗机构	综合医院整形科	协和医院、西京医院等	非营利性，规模受限；市场占比小，宣传力度小；手术较保守
	专科医院	中国医学科学院整形外科医院	同上
民营医疗机构	综合医院整形科	和睦家等	数量较少，多为外资设立，收费高
	专科医院、医疗美容门诊	华美医院等	营利性；占据绝大部分市场（7 到 8 成），宣传力度大
非正规整容机构	美容院、黑诊所等	-	无照经营，价格混乱，虚假宣传严重，医疗事故频发。

资料来源：卫计委，国泰君安证券研究。

图 8：市场上现存的医疗美容机构，民营占主导



资料来源：国泰君安证券研究。

	代表		资质	成立时间	覆盖区域	连锁数量	医师数量	融资情况
综合类 医院整 形外科	和睦家		二级 未评	1997	北京、 上海	2	11	2013 年, 3500 万美元
	厦门 长庚		三级 未评	2008	厦门	1	9	NA
专科 美容 医院	伊美尔		二级 未评	1997	北京、上海、 等 9 个城市	13	76	2012 年, 3000 万元
	美莱 医疗		NA	1999	北京、上海等 26 个城市	26	300	NA
	华美 医美		三级整 形医院	1998	北京、上海等 32 个城市	33	主任、负责 人 39 人	NA
	上海 艺星		NA	2005	北京、长沙等 11 个城市	15	20	NA
	鹏爱 医疗		NA	1997	深圳、济南等 13 个城市	13	14	计划赴港上市
	华韩 整形		三级整 形医院	2011	北京、南京、 青岛	3	75	2013 年新三板 上市
	美联臣		NA	2009	北京	5	10	NA
	上海 天大		NA	2005	上海、台北、 广州等城市	10+	专家近 100 名	NA
	昆明 丽都		NA	2010	无锡、昆明、 北京等	5	74	2015 年新三板 上市
	杭州 华山		NA	1983	杭州、上海、 台州 9 个城 市	9	44	NA

资料来源：美容机构官网，卫计委网站，国泰君安证券研究。数据来源于公司官网介绍，其中部分公司并未完全明确下属整容机构的具体类型。

整形美容医院亟待大规模品牌连锁出现

目前消费者在选择医疗美容机构时，对整形美容专科医院接受程度最高，达 70%；公立医院整形科室紧随其后，接受度超过 50%。而对美容院、私人整形诊所的接受程度不及 20%。

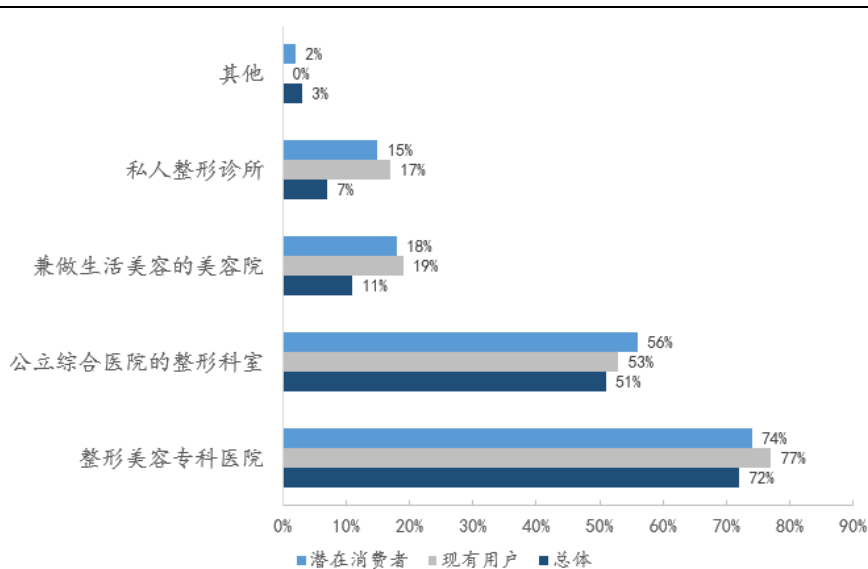
整体看整形美容医院依旧处于多小散乱的混乱局面，行业整体净利率水平受制于费用率限制（主要是营销推广费用过高），规范机构净利率一般只有个位数。随着行业整合推进，未来大规模品牌连锁出现，预计净利率尚有较大提升空间。

表 8：整形医院整体盈利水平较低

公司			
营业收入	172.8	246.8	95.2
毛利率	63.6%	63.9%	37.6%
净利润	7.73	5.16	3.77
净利率	4.5%	2.1%	3.5%

数据来源：wind，公司公告，国泰君安证券研究。

图 9：样本人群整形机构选择以正规医院为主



资料来源：前瞻产业研究院，国泰君安证券研究。注：样本总体 1000 人，现有用户 152 人，潜在客户 336 人。

在“互联网+”、“她经济”众多潮流的席卷下，市面上出现一批互联网医疗美容平台，在传统的广告宣传之外另辟空间，通过营销方式的变化，第三方服务平台未来有望引领医疗美容行业获客模式变革。

图 10：医疗美容宣传方式在进化



资料来源：百度百科, 更美公司官网, 国泰君安证券研究。

以更美网为例，其主要运作方式是搭建平台：其在需求端将零散的客户集中起来，提供咨询、普及美容知识的服务；在资源端，吸引美容医院入驻，为其供额外的宣传渠道，并为其分流客源；而平台作为第三方，还可以发挥评级机构的职能，以增强对市场的影响力，打造医美行业的“大众点评”。

表 9：部分医疗美容 APP、互联网平台

品牌	创立时间	融资额	融资时间	投资方
	2011 年 1 月	A 轮：1500 万	2015 年 1 月	同创伟业、竞技世界
	2011 年 12 月	A 轮：500 万美元	2014 年 9 月	联创策源
	2013 年 1 月	天使：300 万	2013 年 1 月	N/A
	2013 年 2 月	A 轮：300 万美元	2014 年 1 月	经纬中国
		B 轮：1100 万美元	2014 年 12 月	经纬中国、挚信资本
	2013 年 5 月	天使：600 万	2013 年 7 月	经纬中国
		A 轮：300 万美元	2014 年 3 月	红杉资本、经纬中国
		B 轮：数千万美元	2015 年 7 月	维梧资本、红杉资本

资料来源：投资潮, 国泰君安证券研究。

我们认为，互联网+医美如此火爆的商业逻辑在于其提供的四大功能：

降低获客成本。医疗美容市场寻客难度大，获客成本高。从行业草根调研数据看，医疗美容行业目前实际获客成本约在 7000 元/人，巨大的资

有望极大缩短美容医院和潜在客户之间的距离，从而降低获客成本。

解决信息不对称问题。医美市场上机构鱼龙混杂，服务质量参差不齐，缺乏公正客观的评价机构。互联网医美平台可以对入驻的医院设立严格的审核标准，向消费者展示其执业许可证和资质证明，促使行业透明化。一方面可采用 UGC（User Generated Content）模式，从消费者取得反馈资讯；另一方面也可自建综合集团，以及以平台信誉作担保从事评级业务。

为中小型机构创造流量。公立医院无须宣传；大型连锁美容医院拥有雄厚的实力维持广告投入、搜索引擎点击投入；但中小型医院因本身实力受限，最需要互联网支持的机构，互联网能够帮助部分优质中小机构通过口碑营销的方式在更大范围内获取流量。

渗透潜在市场。美容 APP 随下随用，口碑容易在用户间扩散。许多 APP 还提供“炫照”，晒“整形日记”等功能。这些特点无形中激发了用户对美的渴求，从而加速了潜在市场的渗透。

尽管第三方服务平台类公司能够帮助解决行业的问题，但由于目前下游医疗美容机构依旧处于多小散乱阶段，且未来有可能迎来较大规模的整合。从目前看，相关医美 APP 并未有找到持续稳健的盈利模式，短期仍将以业务探索为主。

3. 解密：为什么不敢美？医美市场发展的三座大山

医疗美容产业坐拥千亿以上市场潜力，但为何一直以来缺乏龙头企业有效整合市场资源、做大做强，我们认为有三大关键约束：

3.1. 衣食住行之后才能是向往更美

马斯洛的需求理论将需求划分为五个层次，医疗美容属于较高层次需求，我们认为，过去十年是居民满足衣食行的阶段，随着城镇居民人均可支配收入从 10 年前的不到 1 万增长到当前的 3 万，未来十年将会是人们追逐“美”的时代。

图 11：过去十年满足基本需求，未来十年满足对“美”的渴望

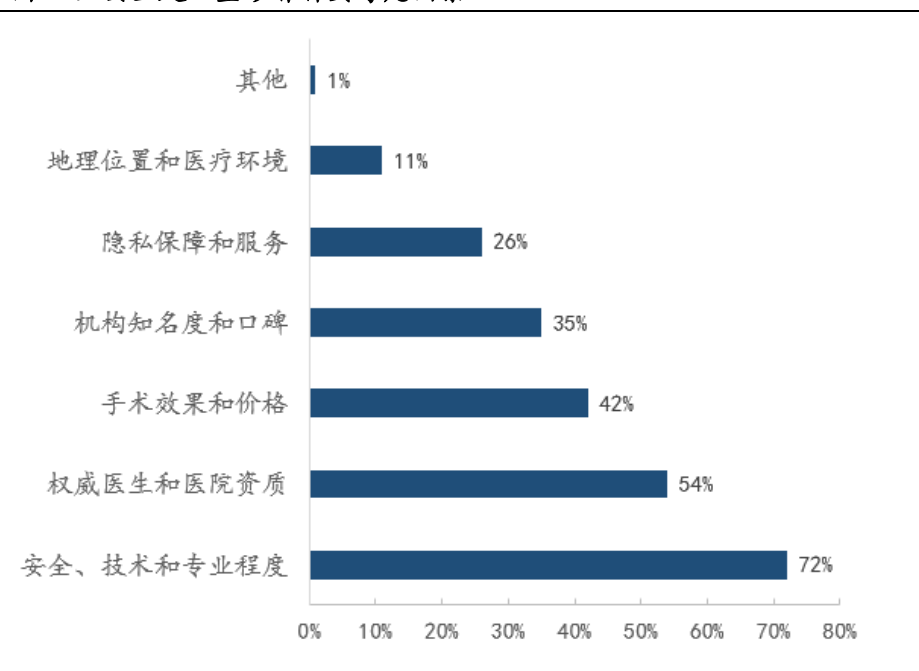


资料来源：百度百科, 滴滴官网等, 国泰君安证券研究。

3.2. 资本青睐不够，供给端未能形成规模品牌效应

医美消费不同于其他一次性消费，整形效果往往伴随终生。艾瑞咨询集团 2012 年市场调研显示，消费者在做出整形手术选择时，最看重的因素是安全、技术和专业程度，其次是医生的权威和医院资质。

图 12：安全是欲整形者首要考虑因素



资料来源：艾瑞咨询集团，国泰君安证券研究。注：该调查为 Online 定量问卷调研。

但从供给端角度分析，中国医疗美容市场一直缺乏充足的、强势的资本投入，导致优质品牌缺发。大型公立医院整形外科拥有良好的信誉和技术，但主要为特定患者服务，对于其医疗美容业务宣传力度不大，服务水平较低。民营医院常年维持着小而散的格局，难以赢得消费者的信任。

我们观察到，近年来随着部分先知先觉的社会资本加大投入，已经有一批较大规模民营连锁医院浮现，正在尝试改写市场格局。我们认为，未来私立医院必定会通过拥抱资本向大型化、连锁化、品牌化发展；而依靠公立医院信用背书，美容医院 PPP 模式也有望快速崛起，市场集中度将进一步提高。大容量市场+高弹性增速+强势资本介入有望重塑中国医疗美容市场格局。

3.3. 政府监管力度有待提升，行业乱象丛生

虽然早在 2002 年卫生部就已出台《医疗美容服务管理办法》，规定了从事医疗美容行业的机构需有《医疗机构执业许可证》，但实际上市场监管力度不强，违法经营屡见，医疗事故频发。行业的混乱造成许多潜在消费者望而却步，不利于市场进一步拓展。

表 10: 监管有待提升，医美市场泥沙俱下

存在问题	具体表现
无执照经营	· 许多未备案、未注册、无许可证的生活美容机构纷纷“转型”整形业务，有些甚至不具备基本卫生消毒条件和基本医疗知识 · 部分从业人员不具备执业医师资格证书，属于非法行医
假冒产品横行	· 市场上同样产品价格相差悬殊，实则有部分不正规机构以假乱真，如以奥美定冒充玻尿酸注射，酿成医疗事故
低价战搅乱市场	· 厂家争夺客源，大打价格战，背后隐藏的是低劣的服务品质
夸大宣传，误导消费者	· 美容机构夸大宣传药品、药械效果 · 诱导求美者忽视手术风险，追求不切合实际的手术效果

资料来源：国泰君安证券研究

4. 蜕变：一起变美，展望未来千亿医美市场

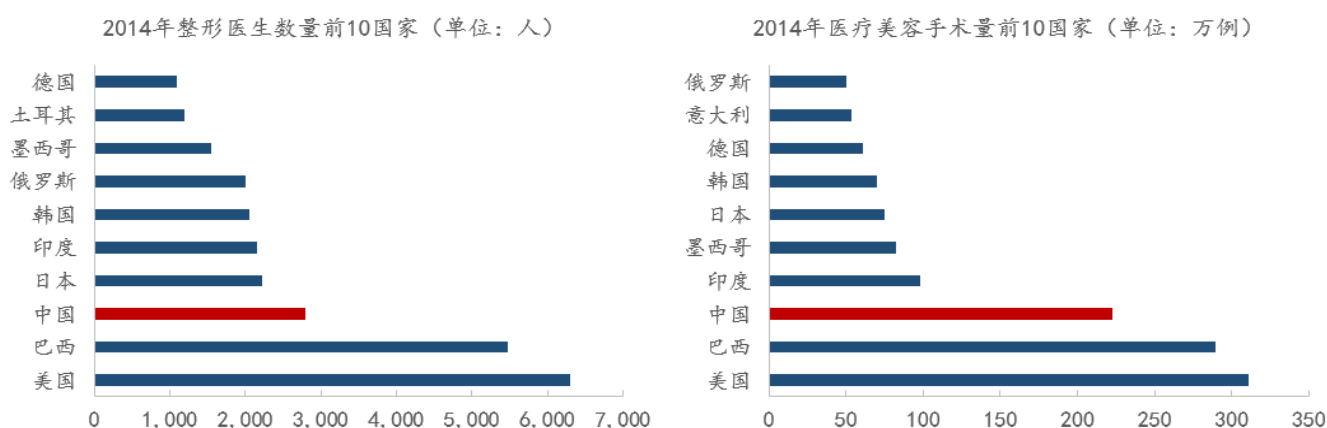
当前，制约中国医美市场发展的三座大山，都已经或正被撬动，而一系列利好条件正悄然形成，当全社会一起追求美的时候，千亿市场空间将逐步打开。

4.1. 发展空间巨大，需求持续强劲

4.1.1. 他山之石：中国医美资源缺口巨大

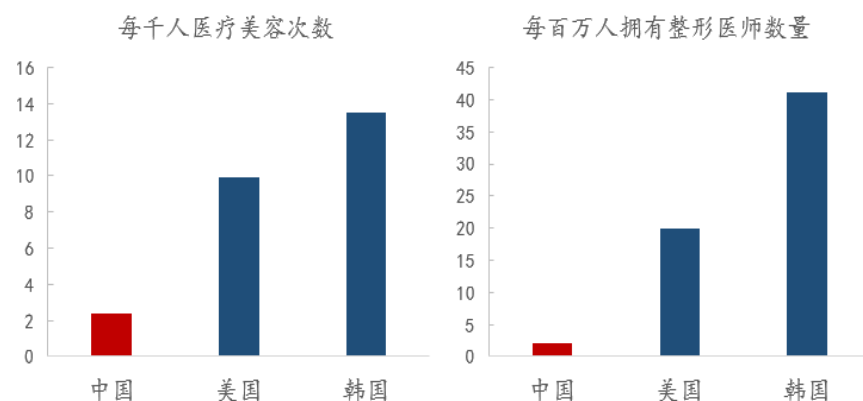
根据 ISAPS 和中国产业信息网数据，无论按照整形外科医生的数量计算，或者按照医疗美容手术量计算，中国都已是世界第三大医疗美容大国，仅次于美国、巴西。然而，在这两项指标的人均量上，中国远远低于美、韩等发达国家。从国际对比看，中国医疗美容资源仍有巨大缺口和潜在空间。

图 13: 总量上中国已经成为世界第三大医疗美容市场



资料来源：ISAPS（左图），中国产业信息网（右图），国泰君安证券研究。

图 14: 对比海外，中国医疗美容市场尚有巨大提升空间



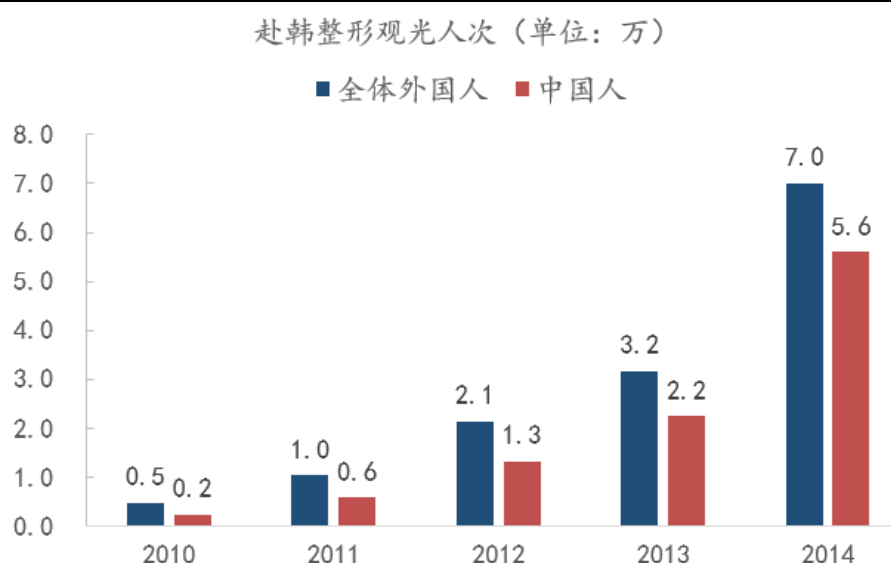
资料来源：经济学人（左），ISAPS（右），国泰君安证券研究

根据统计局公布的人均可支配收入增速和智研数据中心测算的医美市场增速，我们预计过去 7 年医疗美容需求收入弹性接近 3。如果未来 5 年中国人均可支配收入增速维持在 6% 左右，但从收入弹性角度看，保守估计医美市场增速达到 20% 左右。

4.1.2. 无论你做与不做，爱美的人就在那里

中国近年来优质医美资源不足，已经深刻反映在旅韩整容人次的激增上。根据前瞻产业研究院数据，2010-2013 年 3 年中国旅韩整形观光人数增长了 10 倍。而根据韩国保健福利部数据，2014 年有 5.6 万中国人在韩国整容，占全部外国人在韩整容的 70%，整体市场规模约 7 亿人民币。随着越来越多中国优质美容整形机构打造形成优质品牌，更多人群对美的需求将激发出来。

图 15: 中国赴韩观光整形人数飞涨



资料来源：前瞻产业研究院，南方周末，2014 年数据来自韩国保健福利部。

4.2. 当美丽成为一种必需

4.2.1. 人际交流方式：能发张照片吗？

近年来，中国国民对整容接受程度迅速上升，一方面归功于互联网、韩剧、整容电影等新时代潮流的熏陶；另一方面，现代人际关系进化之下“外貌协会”人群日趋庞大。曾几何时，我们还依靠书信交流感情，而现在相片却成为聊天的先决条件，而当越来越多的人通过美图秀秀找到新朋友，却发现见面第一次就是最后一次的时候，走进美容整形医院，让自己真的变美或许将成为选项。

图 16：潮流改变观念：且看电影“整容日记”



资料来源：爱奇艺，国泰君安证券研究。

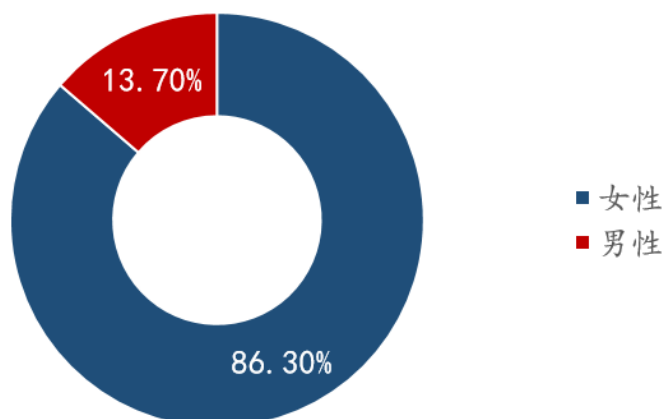
图 17：“无照不聊”现象



4.2.2. “爱美”未来将是中性词

ISAPS 数据显示，2014 年世界范围内 2000 万例次手术和非手术中，女性占比 86.3%，男性仅占 13.7%；考虑到中国男性观念较为保守，中国医美市场的女性占比应该高于世界水平。贵州利美康调查数据显示中国市场女性占比超过 90%。按照目前 20-45 岁女性城镇消费者占医疗整形美容消费者的 64%比例估算，目前全国医疗整形美容女性目标消费群总数估计为 9000 万人。

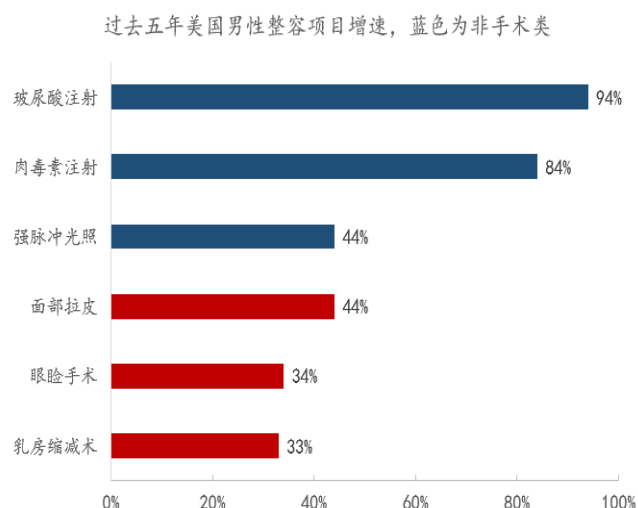
图 18：女性占据世界医疗美容市场 86.3%



资料来源：ISAPS，国泰君安证券研究。注：按手术+非手术次数统计

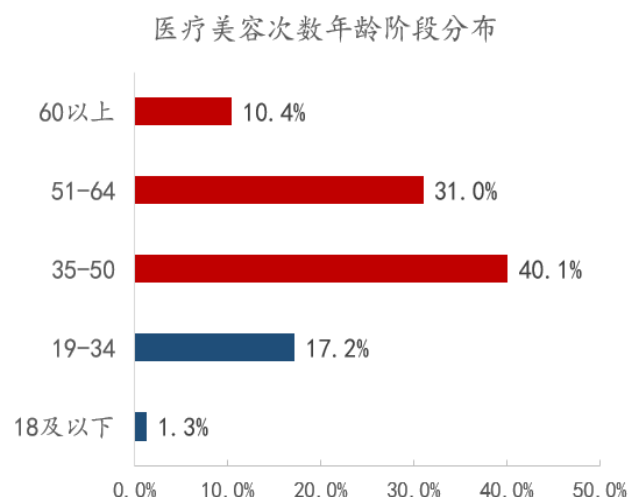
男性对美的追求理念正在发生转变，未来更多爱美男性将加入到颜值提升的大军中。以美国为例，参照 ASAPS(美国整形外科学会)2014 年数据，过去 5 年美国男性整形例次急剧增长，5 年整容次数合计增长 43%，部分非手术项目达到 90%。

图 19：美国男性整容数量激增，以非手术项目为最



资料来源：ASAPS，国泰君安证券研究。注：统计区间为 2009-2014 年

图 20：老年人是美国整容市场主力



资料来源：ASAPS，国泰君安证券研究。

此外，随着享受改革开放制度红利的一波中产阶层（70 后为主）步入中老年，其对延缓衰老、维持青春的需求不可小觑。ASAPS 2014 年数据显示，中老年人是美国整容市场的绝对主力。35 岁以上人群整容例次占总例次超过 80%，而在中国相反，35 岁以上者消费仅占 20%。根据前瞻产业研究院市场调查，中国医美市场现有和潜在消费者中，35 岁以下的占约 80%，35 岁以上的仅占约 20%。展望未来，在人口老龄化+人群收入提高的双重催动下，中国中老年人整容市场有望全面打开。

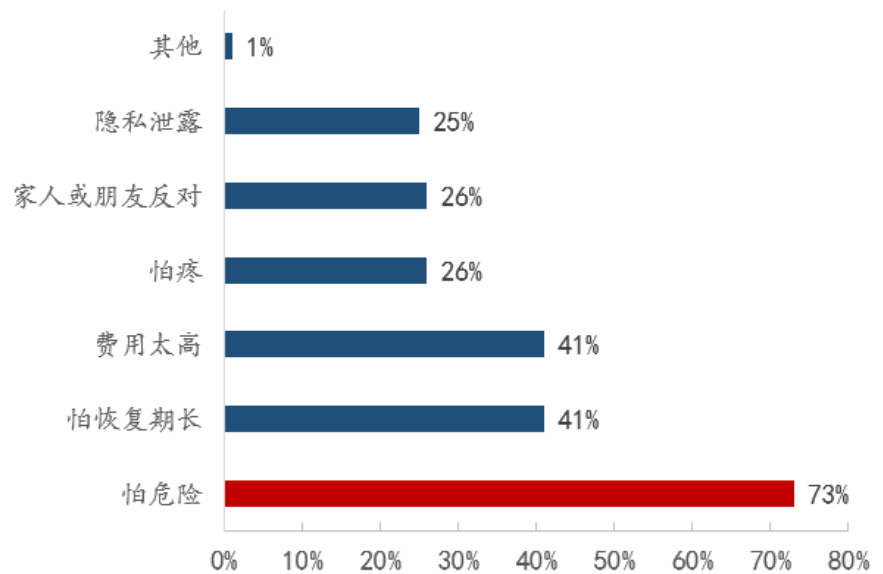
4.3. 让整容变得“so easy”

4.3.1. 行业有望迎来规范发展期

我们认为，无论是医疗美容行业商业模式的改革（大型化、连锁化、PPP 模式），亦或是可以期待的政府加强监管力度，最终都指向一个方向：规范市场，引导需求。

艾瑞咨询集团市场调研显示，消费者拒绝整形手术的最大担忧在于害怕危险，不敢整形，这与行业格局混乱直接相关。

图 21: 受访者拒绝整容手术的主要原因



资料来源: 艾瑞咨询集团, 国泰君安证券研究。

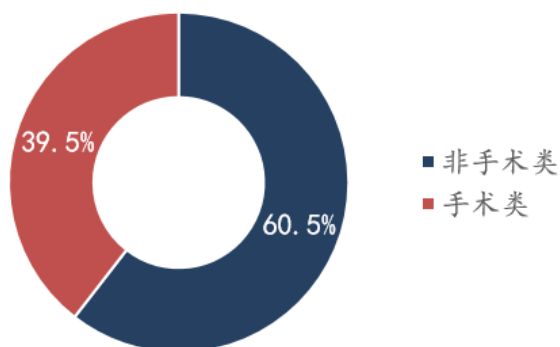
随着美容整形市场的快速发展, 监管部门有望再次出台系列政策行业市场, 引导市场正规化, 透明化。

随着部分强势资本介入到美容整形市场, 行业有望形成 3-5 家品牌连锁美容集团, 更多人将选择投身提升颜值的浪潮中去。从“想做不敢做”, 到“做了还想做”, 将积压多年的潜在需求逐步释放, 推动医美市场持续高增长。

4.3.2. “快餐式”微整形将成拉动市场的强力引擎

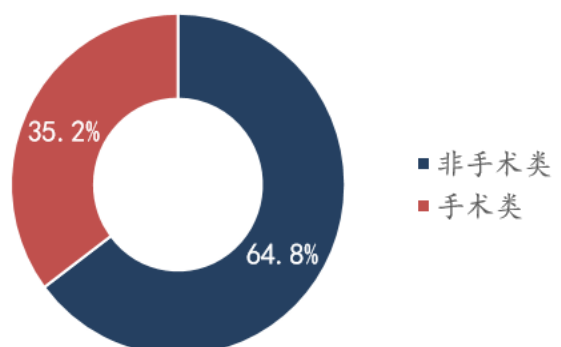
微整形 (即非手术整形) 相对传统手术的优势众多。**见效迅速**: 肉毒素、玻尿酸注射等几乎即刻见效; **副作用小**: 更契合一部分爱美又不愿意动刀的低风险偏好消费者的需要; **恢复期短**: 微整形无须术后休养, 不会影响工作生活; **效果可逆**: 即便整形效果不佳, 只需数月便可恢复初颜。

图 22: 中国医疗美容非手术占比 60.5%



资料来源: ISAPS, 国泰君安证券研究。

图 23: 美国医疗美容非手术占比 64.8%



资料来源: ISAPS, 国泰君安证券研究。

ISAPS 2011 年数据显示，中国流行的微整形包括肉毒素注射（43.3%），填充注射（26%），激光脱毛（12.1%）、无创面部年轻化（11%）和换肤（7.5%）。非手术类例次已占医疗美容总例次 60.5%，未来“快餐式”微整形凭借多项优势，将成拉动整体整形美容市场的有力引擎。

5. 布局：医疗美容投资图谱，卡位关键期

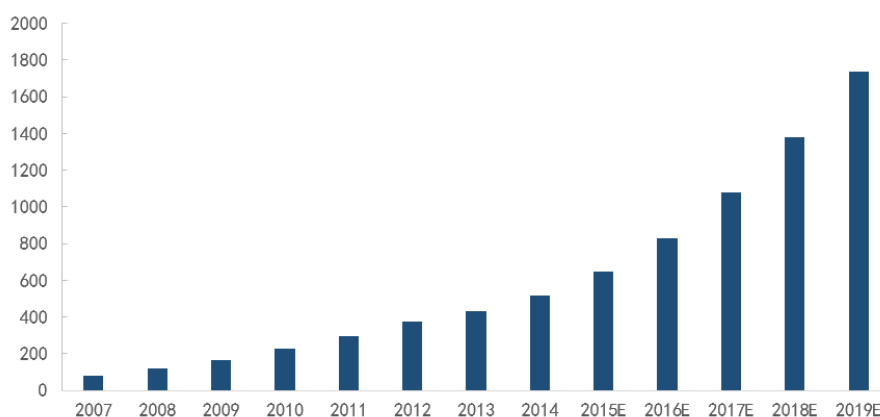
目前 A 股医疗美容纯正相关标的较少，大部分均属于前期或单点布局阶段。我们认为医疗美容属于亟待产业资本整合的朝阳细分领域，未来拥有广阔的拓展空间，千亿市场可期。

5.1. 千亿市场可期：布局正当时

根据智研数据中心整理测算，中国医疗美容市场 2007 年到 2014 年 7 年复合增长率约 29%，2014 年市场规模达到 520 亿元，同比增速 20%。我们预测医疗美容行业 2015 年增速 25%，市场规模将达到 650 亿；而未来 5 年内收入增速有望维持 25% 以上。

此外，在行业整合规范过程中，有能力通过并购或其他手段做大做强的医院在利润增速上会更有优势：1）能利用品牌和规模优势有效的节约广告推广等营销成本；2）其与上游厂商的议价能力会增强；3）规模扩展后的机构对人才的吸引力、手术技术引进和研发能力、与公立医院的合作能力都会提升一个台阶。因此，行业的利润增速或将高于收入规模增速。

图 24：医疗美容市场 2017 年千亿可期（单位：亿元）



资料来源：智研数据中心，国泰君安证券研究。

5.2. 拥抱资本，新三板市场已经打响第一枪

在行业快速发展，战略卡位布局关键期，充分借助资本市场的力量，无疑是最佳的选择，目前国内领先的民营医美机构已陆续开始登陆资本市场：

- 2013 年 11 月，华韩整形在新三板正式挂牌上市，打破了中国医美行业零上市的格局；
- 2015 年 6 月，利美康在新三板挂牌上市；
- 2015 年 11 月，丽都整形在新三板挂牌上市。

三家民营医美企业在新三板的成功挂牌具有标志性意义，表明医疗美容整形领域开始趋势性的与资本市场结合。可以预见，随着中国医美行业的高速发展，未来将有更多的优质民营医美企业通过各种方式拥抱资本。

表 12：新三板医美上市公司

公司			
新三板代码	834480	430335	832533
医院资质	NA	三级专科	三级专科
覆盖区域	北京、贵州、云南、山西	北京、江苏、山东	贵州
医院数量	4	3	4
整形医师数量	23	18	17
营业收入	172.8	246.8	95.2
毛利率	63.6%	63.9%	37.6%
净利润	7.73	5.16	3.77
净利率	4.5%	2.1%	3.5%

数据来源：wind，公司公告，国泰君安证券研究。目前三家医院均属快速拓展期，整体净利率相对较低

5.3. A股市场：美丽动人的医美主题才刚刚开始

我们在 2016 年度医药行业投资策略报告《新“进化论”：物竞天择、变者成长》中强调沿产业进化的阶段进行配置，医疗美容行业是我们认为处于“市场主导的增长阶段”的朝阳行业，正迎来最佳投资窗口期。

结合相关业务布局基础、未来拓展潜力、市值弹性，我们重点推出国君医药医美主题“美丽组合”：益盛药业（002566，受益标的）、华东医药（000963）、冠昊生物（300238）。相关受益标的包括：朗姿股份、合金投资、平潭发展、苏宁环球、双鹭药业等。

5.3.1. 美容医院：最佳的切入视角

在整体产业链条中，我们最看好医疗美容整形医院的投资机会，目前美容整形医院并没有绝对的龙头产生，我们建议积极关注在行业整合规范过程中，有能力通过并购或其他手段做大做强的美容医院龙头：

- 美容医院是产业关键环节：从医疗美容产业链条中利润分配及业务拓展性看，美容整形医院是整个链条的关键环节，且行业本身有较大整合空间，未来有望形成 3-5 家大型品牌连锁美容集团，预计将成为上市公司转型拓展布局的首选领域。
- 美容医院具有较强的资本属性：美容医院尽管属于专科医院，对资金需求低于综合医院（更强调人力资源），但依旧属于资本投入较重的领域，上市公司能够更好利用自身的资本优势实现弯道超车。
- 美容医院转型难度及风险收益适中：医疗美容配套器械和耗材因技术难度较高，直接转型难度较大，同时第三方服务类公司大多属于创业前期，风险较高，而美容医院转型难度及风险收益适中，更适合上市公司（尤其是非相关领域上市公司）。

图 25：美容医院的三大转型切入方式



资料来源：百度百科，国泰君安证券研究。

- 暴力型：直接控股或者参股优质整形美容连锁医院
- 拓展型：在生活美容、配套耗材的基础上，通过产业链延伸切入医院
- 合作型：通过与海外优秀医疗资源或国内部分技术能力突出公立医院开展合作实现切入

目前上市公司中，部分有相关业务或有可能拓展至美容医院的公司较少，从整形医院拓展质量、未来拓展潜力、市值弹性大小，我们认为可积极关注的投资标的包括：朗姿股份（002612）、合金投资（000633）、苏宁环球（000718）。

表 13：A 股部分涉足医疗美容整形医院公司（单位：亿元）

公司名称	股票代码	现有业务	市值	净利润	转型拓展进展
合金投资	000633.SZ	机械	65	(0.29)	募资 20 亿开展医疗服务，其中包括新建运营一座国际整形美容医院。
朗姿股份	002612.SZ	服装	112	1.21	公司计划与韩国合作整形美容服务业务。
国际医学	000516.SZ	综合	155	3.50	公司计划在西安高新区核心区建设干细胞美容抗衰老中心，目前已在装修阶段。
平潭发展	000592.SZ	综合	176	0.70	公司拟联合以台湾精品专科医疗团队为主的国际专科医疗合作机构，一期拟建设美容医院等四家专科医院，总投资金额 4.45 亿元。
苏宁环球	000718.SZ	房地产	347	7.62	公司计划成立健康产业集团。主要以发展专科医院及医疗美容事业为核心。

资料来源：公司公告，Wind 资讯，国泰君安证券研究。净利润为 2014 年数据，市值对应 2015 年 12 月 7 日收盘价（未考虑定增等因素）。

此外，还有原本从事专科医疗服务的爱尔眼科（眼部整形，增持评级）、通策医疗（口腔矫正，增持评级）均延伸开展了相关专科整形业务。

5.3.2. 医疗美容器械：玻尿酸仍是主导

目前 A 股上市公司中布局医疗美容器械，主要集中于玻尿酸等，我们给予华东医药增持评级。相关重点受益标的为常山药业（300255）。

表 14：A 股部分涉足医疗美容器械的公司（单位：亿元）

公司名称	股票代码	现有业务	市值	净利润	现有产品布局
双鹭药业	002038.SZ	制药	247	6.95	公司旗下子公司蒙博润主要产品为玻尿酸（舒颜）
华东医药	000963.SZ	制药	344	7.57	公司拥有韩国 LG 公司玻尿酸产品（伊婉）中国市场总代理权
常山药业	300255.SZ	制药	90	1.34	公司目前有生产的是食品级和化妆品级的透明质酸
冠昊生物	300238.SZ	医疗器械	140	0.50	公司乳房组织补片，产品可以用于整形美容及病变修复方面

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究。净利润为 2014 年数据，市值对应 2015 年 12 月 7 日收盘价（未考虑定增等因素）。

公司作为医药工商业一体的平台，在美容领域“美容产品代理+美容诊所”的布局已经较为清晰。

美容产品代理：公司旗下子公司宁波公司 2013 年与韩国 LG 公司签订合作协议，取得其玻尿酸（商品名“伊婉”）在中国的总代理权，2014 年玻尿酸代理收入近 8000 万，预计 2015 年有望达到 2 亿，代理玻尿酸已渐成规模，成为宁波公司新的利润增长点。预计公司未来还将继续代理更多的美容产品。

美容诊所：公司在美容领域的布局还包括向开设美容医疗机构的尝试。公司设立杭州悦可医疗美容诊所有限公司，目前已经在杭州地区成立了 1 家悦可医疗美容诊所，预计未来将会以连锁模式复制扩张，同时有望与公司的代理产品线形成较强的协同。

表 12：公司医药商业积极布局新型业态

新型业态	数量	地区
悦可医疗美容诊所	1 家	杭州
悦行优品健康体验馆	3 家	杭州
医院健康分馆	5 家	温州
	2 家	湖州

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

5.3.3. 生活美容有转型拓展潜力

生活美容尽管和医疗美容在商业模式上有较大差异，但是两者在消费群体上有较多重合，且两者之间存在转换衔接的基础：生活美容主要满足基础性美容需求，而医疗美容可以提供更为深入和全面的美容服务，同时进行医疗美容之后，消费者仍然需要持续的生活美容，两类消费群体重合度较高。

我们认为生活美容相关公司可以利用自身品牌的积累，通过合作或者并购等形式逐步向医疗美容拓展。目前 A 股上市公司中拥有生活美容产品的公司较少，给予增持评级。重点推荐标的为益盛药业（002566），受益标的为东宝生物（300239）。

表 15：A 股部分涉足美容的医药公司（单位：亿元）

公司名称	股票代码	现有业务	市值	净利润	现有产品布局
东宝生物	300239.SZ	制药	36	0.05	公司拥有胶原蛋白类化妆品（“圆素”）
益盛药业	002566.SZ	制药	62	0.96	公司利用人参全产业链优势，拓展化妆品业务（奢莲系列）。

数据来源：公司公告，wind，国泰君安证券研究。净利润为 2014 年数据，市值对应 2015 年 12 月 7 日收盘价（未考虑定增等因素）。

打造人参全产业链，助力化妆品业务腾飞。公司在国内首开非林地参种植先河，打造人参种植加工全产业链，奠定人参品质基础，公司通过引入韩国韩参投资，与韩国知名化妆品研究院合作研发出系列技术前沿、质量优异的人参化妆品，并由知名化妆品团队运作（6 月份获得中国商业特许经营备案许可），快速切入中高端化妆品市场。该系列化妆品由韩国影星成宥利代言，推出后市场反响强烈，2 季度单季收入 3200 万，预计全年销售收入有望过亿。凭借良好的品质保证和高效的营销推广，公司化妆品未来有望成长为公司核心收入利润来源。

转型不止步，医疗美容新畅想。2015 年中国医疗美容市场超过 600 亿，在消费升级驱动下，行业未来有望维持 25%以上的快速增长。我们认为，公司未来有望依托于化妆品业务大范围覆盖美容院渠道的优势，通过引入韩方资本技术，在生活美容的基础上拓展微整形医美业务，实现进一步战略转型，营造大美容产业生态链。

利润稳健，弹性可观。公司依托药企身份和人参全产业链优势，战略性布局化妆品业务，核心系列产品 3 月推出，2 季度单季收入即达到 3200 万，全年销售收入有望过亿。预计未来公司传统药品业务板块将维持稳健发展，人参系列产品随着产量增加及饮片加工项目投产将保持稳步增长，而化妆品产销有望迎来爆发性增长，同时公司未来有望整合各方资源，逐步拓展至医疗美容。

首次覆盖，给予增持评级。预计 2015-17 年 EPS 0.25/0.29/0.36 元，目前同类公司 2016 年平均 PE 约 40X，考虑公司处于转型初期，可享受一定估值溢价，给予 2016 年 PE75X，目标价 22 元，首次覆盖，给予增持评级

6. 相关公司盈利预测与评级

表 16: 重点覆盖公司最新盈利预测表

公司代码	公司简称	EPS 本次预测				PE (倍)			目标价	评级
		2014A	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
002566	益盛药业	0.29	0.25	0.29	0.36	75	65	52	22	增持
300015	爱尔眼科	0.31	0.43	0.55	0.67	78	61	50	45.1	增持
300238	冠昊生物	0.20	0.22	0.24	0.28	258	236	202	65	谨慎增持
600763	通策医疗	0.34	0.45	0.61	0.85	122	90	65	70	增持
000963	华东医药	1.74	2.59	3.22	3.98	31	25	20	97	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

截止日期: 2015 年 12 月 7 日

7. 风险提示

7.1. 行业整合拓展低于预期

可能存在部分民营医院所有者不愿加入大连锁品牌旗下。

相关政策出台不及预期、政府整治力度不及预期也可能导致行业整合拓展速度受到拖累。

7.2. 医疗事故风险

医疗美容行业存在医疗风险, 主要来自于两方面: 1) 机构和医师违规违法行医。2) 不可抗因素(如药物过敏)导致的并发症。机构的正规化、连锁化有望大幅减少医疗事故发生概率, 但是一旦发生严重医疗事故, 其负面影响也可能会连锁扩散。

7.3. 转型公司估值过高

目前市场中直接开战医疗美容业务的公司相对较少, 大部分为转型标的, 受制于原有业务业绩压力, 转型公司短期可能面临较大压力。

8. 附件-医疗美容行业基础知识介绍

8.1. 常见整形美容项目介绍

美容整形可以分为手术类和非手术类。

非手术类中，玻尿酸填充皱纹、肉毒素祛皱、青春痘疤痕修复广受欢迎。

手术类中，眼睑手术、隆鼻、隆胸、吸脂等在医院实施的较多。

图 26：常见整形美容项目介绍

	①填充法令纹（5000-10000元） - 项目介绍：法令纹是指鼻翼边延伸而下的两道纹路，随年龄增加，会出现面中部松弛下垂，鼻唇沟凹陷。 - 常规美容方案：玻尿酸注射 - 沿法令纹的部位注入玻尿酸，实现塑形填充皱纹		②修复青春痘疤痕（15000-20000元） - 项目介绍：修复痤疮疤痕、减轻凹陷，消除红血丝，使肌肤再焕生机 - 常规美容方案：激光祛疤 - 利用脉冲激光，杀灭痤疮丙酸杆菌，并刺激胶原蛋白等增生。
	③腰部吸脂塑形（8000-10000元） - 项目介绍：通过外部力量吸取腰部脂肪，用以瘦腹，塑造腰部线条。 - 常规美容方案：仪器吸脂 - 将皮下深层脂肪吸出，而留下紧贴表层皮肤的浅层脂肪。		④隆胸（20000-40000元） - 项目介绍：将乳房扁平、下垂等不完美乳房改造成挺拔、圆润的胸型。 - 常规美容方案：假体隆胸 - 选择特定材质的假体，通过手术实现丰胸。
	⑤隆鼻（10000-15000元） - 项目介绍：提高鼻部高度，改善鼻形，使其挺拔，用以矫治马鞍鼻者。 - 常规美容方案：韩式隆鼻 - 通过微创手术的方式将鼻子垫高，而后对鼻尖进行修整		⑥双眼皮（2000-2500元） - 项目介绍：双眼皮即重睑成形术，通过埋线或者切割实现双眼皮的塑造。 - 常规美容方案：埋线双眼皮 - 通过缝合将缝线埋藏于皮肤及睑板之间，形成重睑

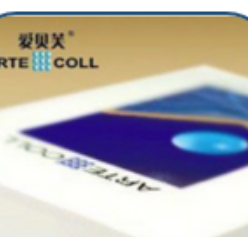
资料来源：华韩整形官网，公司公告，国泰君安证券研究。

8.2. 常用医疗美容药械介绍

8.2.1. 面部注射用药品、器械

面部注射常用材料包括药品和医疗器械。常见药品如肉毒素，可以作用于神经末梢，阻断肌纤维兴奋以达到除皱目的。而玻尿酸、胶原蛋白、爱贝芙等则属于国家批准的三级医疗器械，需受到严格监管控制。

图 27：常见注射用药品、器械

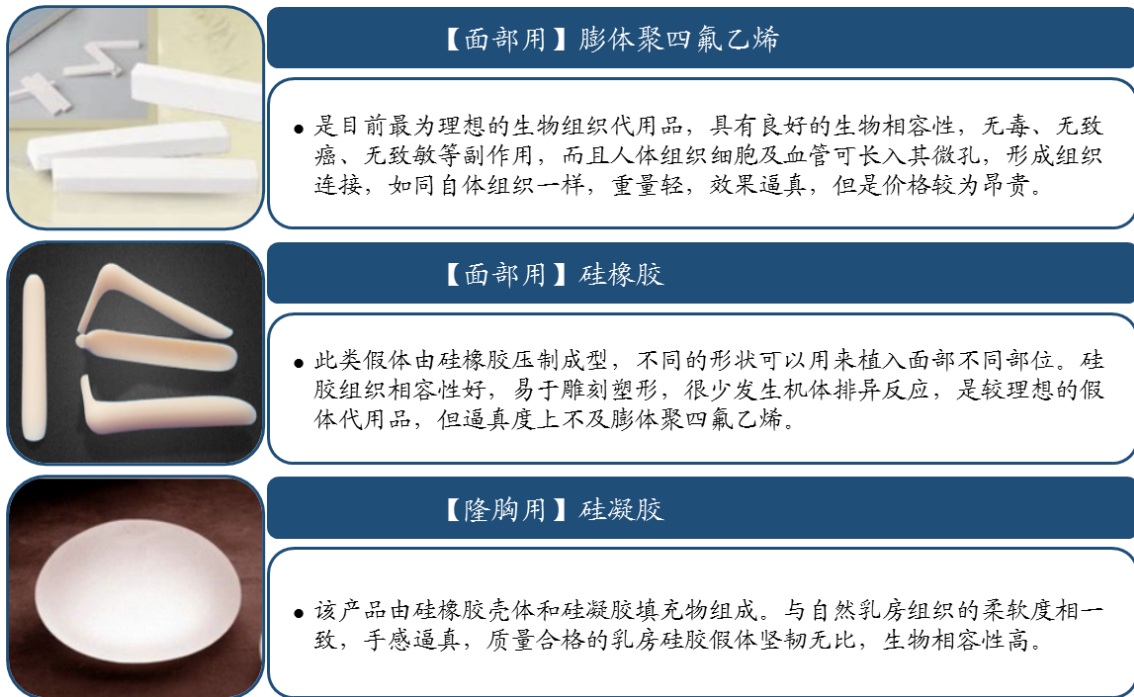
	【药品】肉毒毒素 (Botulinum Toxin) 肉毒杆菌内毒素，系由肉毒杆菌分泌而出的细菌内毒素，作用于胆碱能运动神经的末梢，以某种方式拮抗钙离子的作用，干扰乙酰胆碱从运动神经末梢的释放，使肌纤维不能收缩致使肌肉松弛以达到除皱美容的目的。
	【填充器械】玻尿酸 (Hyaluronic Acid, HA) 透明质酸、醣醛酸，双糖单位（葡萄糖酸-N-乙硫氨基葡萄糖）组成的直链高分子多醣，人体真皮层存在物质，广泛用于保湿、除皱等美容手术，也可用于注射隆鼻、丰太阳穴、丰下巴、丰面颊等
	【填充器械】胶原蛋白(Collagen) 胶原蛋白植入后，分散的胶原蛋白会形成一个柔软具粘性的纤维状结构，可停留于植入部位，使凹陷回复，持续修补效果。一段时期后，胶原蛋白会被人体的结缔组织同化，并具有生物分解性，不会永久留在植入部位。
	【填充器械】爱贝芙(ArteColl) 为含聚甲基丙烯酸甲酯(PMMA)微球体的胶原蛋白悬浮液，含微量利多卡因，是可注射假体，注射在骨膜表面，骨性延伸，改变骨骼结构，修复骨骼缺陷。

资料来源：CFDA，相关生产企业公司公告，国泰君安证券研究。

8.2.2. 外科手术用医疗器械

包括各种假体。面部植入常用材料包括膨体聚四氟乙烯和硅橡胶，可用于隆鼻、隆额、隆下巴等。胸部植入的材料主要为硅凝胶。

图 28：常见注射用药品和填充器械



资料来源：CFDA，国泰君安证券研究。