【广发商贸&海外】医美国际（AIH.O）

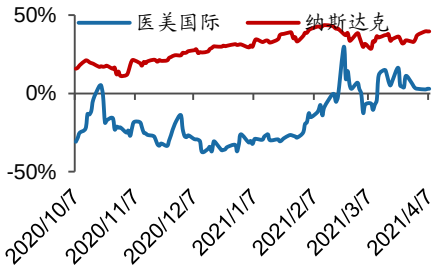
快速扩张时代下的净化与雄起

公司评级	增持
当前价格	7.34 美元
合理价值	11.10 美元
报告日期	2021-04-07

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	23.61/23.61
总市值/流通市值（百万美元）	173.32/173.32
一年内最高/最低（美元）	10.66/3.81
30 日日均成交量/成交额（百万）	0.23/1.74
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	51.34/36.43

相对市场表现



核心观点：

- **线下服务能力和区域品牌力的双重厚积。**医美国际成立于 1997 年，是一家专业规模化的新型医疗美容机构，主要业务包括为消费者提供手术类、非手术类及一般医疗美容服务，市场份额位居华南地区第二。2019 年公司实现营收 8.7 亿元、同比增长 14.2%，归母净利润 1.4 亿元，同比扭亏。
- **医美市场空间广阔，中游市场分散，龙头效益有待释放。**根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国医美市场规模达 1436 亿元，2019-2024 年 CAGR 为 17.3%；我国医疗美容市场超 80%收入来自于私立医美机构，2017 年我国私立医疗美容服务市场 CR5 份额仅为 7.2%，竞争格局十分分散，发展潜力较大。受医美客户粘性高、电商&社媒蓬勃发展等因素驱动，预计未来医美渗透率将进一步提升，2024 年市场规模有望达到 3185 亿元。
- **渠道+口碑+品牌，实力打造核心竞争优势。**公司渠道优势显著，通过自建+外购全面布局国内外市场，集团旗下机构铺设数量位居行业前列。经过长年积累，公司的医生、设备资源优越，配合标准治疗程序和完善的售后服务，客户忠诚度持续提升。此外，多渠道开展营销，加码新媒体平台营销，配合精准的营销手段和营销团队管理，促进品牌知名度持续提升。渠道、口碑和品牌全方位出击构建公司核心竞争力，在医美行业整体未来高景气度背景下，公司业绩有望获得更多市场份额。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润为人民币-0.37、1.03、1.14 亿元。结合行业高景气度和公司综合实力，参考可比公司估值，给予公司 21 年 1.7 XPS，对应合理价值为 11.10 美元/ADS，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**医疗事故风险；行业竞争加剧风险；跨区域扩张风险。

盈利预测：

单位：人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	761	869	845	1,015	1,141
增长率（%）	9.2	14.2	-2.8	20.2	12.4
归母净利润（百万元）	-255	136	-37	103	114
增长率（%）	-232.9	-	-126.8	-	11.2
EPS（元/股）	-6.22	2.96	-0.79	2.23	2.48
ROE（%）	101.3	23.4	-9.8	16.9	14.6
P/S	-	-	1.3	1.1	1.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（1 美元按 6.55 人民币换算）

分析师：洪涛
SAC 执证号：S0260514050005
SFC CE No. BNV287
021-38003654
hongtao@gf.com.cn
分析师：罗佳荣
SAC 执证号：S0260516090004
SFC CE No. BOR756
021-38003671
luojiarong@gf.com.cn
分析师：嵇文欣
SAC 执证号：S0260520050001
021-38003653
jiwenxin@gf.com.cn

请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、精细化服务打响知名度，持续看好品牌效应 5
（一）主营医疗美容业务，轻医美项目毛利率高 5
（二）股权结构：创始人夫妇合计持股超 57% 7
二、医美市场发展空间广阔，中游机构跑马圈地 9
（一）医美市场稳步发展，中国地区增速领先全球，渗透率有望提升 9
（二）疫情加速中游机构洗牌，连锁化经营成趋势 13
三、渠道+口碑+品牌，打造公司核心优势 14
（一）渠道：内生和外购全面布局，阶梯化渠道管理增加协同效应 14
（二）口碑：医生、设备资源优越，服务水平高，提升客户满意度 19
（三）品牌：开展多渠道营销，打造企业优质品牌 24
四、盈利预测和投资建议 25
五、风险提示 27
（一）医疗事故风险 27
（二）行业竞争加剧风险 28
（三）跨区域扩张风险 28

图表索引

图 1: 医美国际发展历程.....5
图 2: 公司营业收入及同比.....6
图 3: 公司净利及同比.....6
图 4: 2020 年前三季度公司营收结构（分业务）.....6
图 5: 公司各类型机构收入占公司营收比重.....6
图 6: 公司毛利率和净利率.....7
图 7: 公司三费率.....7
图 8: 公司分项业务增速.....7
图 9: 公司分项业务毛利率.....7
图 10: 公司股权结构.....8
图 11: 公司股权结构.....9
图 12: 全球医美市场规模及增速.....10
图 13: 中国医美市场规模及增速.....10
图 14: 全球医美疗程量手术类、非手术类占比.....10
图 15: 中国医美疗程量手术类、非手术类占比.....10
图 16: 2009、2014 及 2019E 各地区医美市场渗透率.....11
图 17: 2018 年中国医美消费者各年龄段市场渗透率.....11
图 18: 中国头面部手术消费分布及同比增长.....11
图 19: 2020 年中国医美用户人群审美观念.....11
图 20: 中国医美用户职业分布 TOP5.....12
图 21: 中国医美用户年龄分布（Mob 研究院）.....12
图 22: 人均医疗保健占总消费支出及占比.....12
图 23: 医美消费者抽样家庭年收入分布.....12
图 24: 2017 年我国私立医美机构市场份额（按收入）.....13
图 25: 2019 年我国私立医美服务市场格局.....13
图 26: 医美机构成本结构.....14
图 27: 部分上市医美服务机构可得最新期盈利情况.....14
图 28: 医美国际市场布局（2020 年 Q3）.....15
图 29: 头部连锁医美公司医疗中心数量.....15
图 30: 医美国际新五年规划全球布局.....15
图 31: 公司扩张加速发展.....16
图 32: 截至 2019 年自建和收购医疗机构数量比重.....16
图 33: 2019 年集团 Top5 医疗机构贡献 67.8%收入.....16
图 34: 2017-2019 年 Top5 医疗中心收入占比下降.....16
图 35: 中国不同线级城市用户分布（新氧）.....18
图 36: 中国不同线级城市医美用户分布（更美）.....18
图 37: 医美国际“大”—“中”—“小”渠道管理模式.....18
图 38: 医美国际标准化治疗流程.....19
图 39: 中国不同线级城市用户分布（新氧）.....20
图 40: 2020 年中国医美用户选择医生的考虑因素.....20
图 41: 我国整形外科和美容医院执业（助理）医师数量.....20

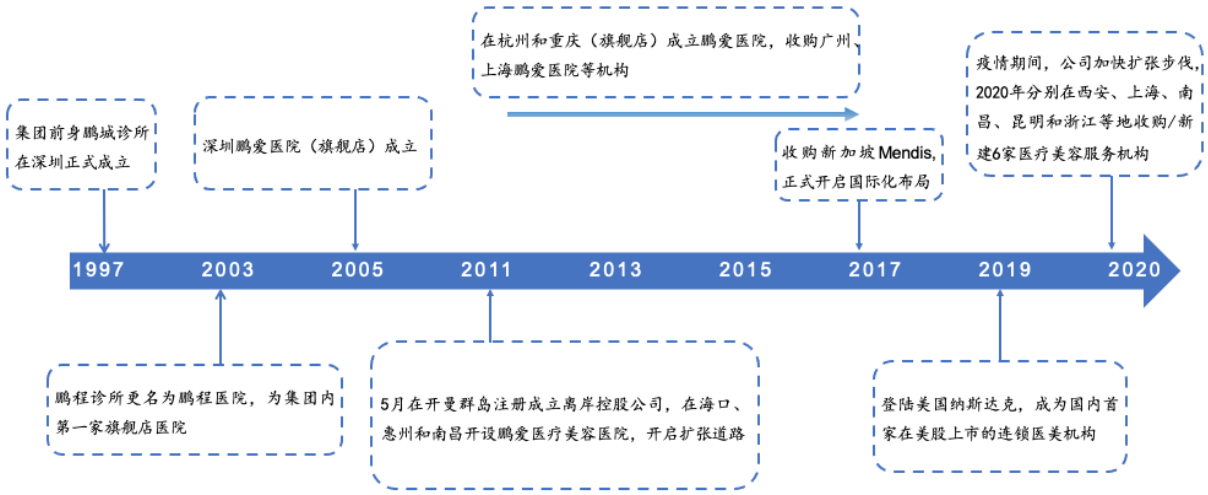
图 42: 2019 年中国每十万人口整形外科医生数量 20
图 43: 2016-2020 年医护人员数量变动 21
图 44: 2019 年集团医护人员数量情况 21
图 45: 公司荣誉 21
图 46: 医美国际名医资源 21
图 47: 医美国际与全球正品联盟品牌合作 22
图 48: 全球正品联盟 22
图 49: 2015-2019 年全国医疗美容投诉情况及增速 23
图 50: 医美国际投诉情况及与公司服务数量对比 23
图 51: 医美国际活跃客户数量及增速 23
图 52: 回头客占比提升 23
图 53: 主要连锁医美机构销售费用率对比 24
图 54: 联合创始人丁文婷受邀为“深圳女孩”代言 24
图 55: 公司超级战略伙伴 24
图 56: 公司与美呗签署战略合作协议 24
图 57: 医美国际天猫旗舰店产品 25
图 58: 医美国际代言人刘晓庆 25

表 1: 机构持股占比 8
表 2: 集团旗下机构概况（注: (L)大型医院; (L)(1)大型旗舰医院;（M）中型医院;（S）小型卫星医院） 16
表 3: 集团旗下机构概况近年来公司与材料机构及美容行业龙头品牌合作情况 21
表 4: 核心假设与盈利预测 26
表 5: 可比公司盈利预测与 PS 估值（截至最新，币种: 美元） 27

一、精细化服务打响知名度，持续看好品牌效应

医美国际控股集团有限公司于1997年在深圳成立，是一家集专业医学美容服务、科技研发、学术交流为一体，致力于整合优质医疗美容资源的现代化“美丽梦工场”。公司主营业务包括为顾客提供：（1）外科医疗美容治疗，例如眼科手术、隆鼻、隆胸和吸脂等；（2）非外科医疗美容治疗，包括微创治疗和基于能量的治疗，例如激光、超声和紫外线治疗等；（3）其他医疗美容服务，例如美容牙科以及一般医疗服务。据弗若斯特沙利文数据显示，以2018年收入计算，医美国际是中国第三大私人医疗美容服务提供商，截至2020年底，集团共有27家医疗美容机构，布局中国内地20多个省、市以及中国香港，覆盖了北京、上海、杭州、成都等经济相对发达、消费能力强的地区；公司深耕华南地区，市场份额位居华南地区第二，海外业务遍及日本、韩国、东南亚和美国的核心区。

图 1：医美国际发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（一）主营医疗美容业务，轻医美项目毛利率高

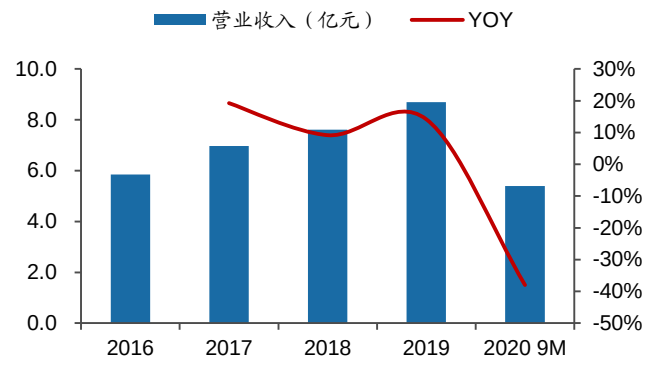
营收保持稳定增长，净利上升空间较大。公司2019年实现营收8.69亿元，同比增长14.16%，毛利5.93亿元，同比增长17.98%，归母净利润1.38亿元，2016-2019年营收和归母净利润复合增速分别为10.4%和28.26%。受疫情影响，公司2020年前三季度业绩遇冷尚未得到完全扭转，营收录得5.39亿元，同比下挫14.6%，归母净利润-0.83亿元，同比下跌237.5%，主要是集团暂时关闭治疗中心以及采取更具竞争力的定价策略所致，考虑到疫情逐渐恢复，收购效益逐渐彰显，未来净利端弹性有望显现。

分业务看，轻医美项目收入占比高。2020年前三季度，非外科医疗美容治疗营收占比约49.93%；其次为外科医疗美容，营收占比44.48%；剩余为一般保健及其他

医疗美容服务，近三年占营收比重逐渐下降，2020年前三季度为5.6%。三项业务2016-2019年复合增速分别为13.24%、16.36和-14.64%。

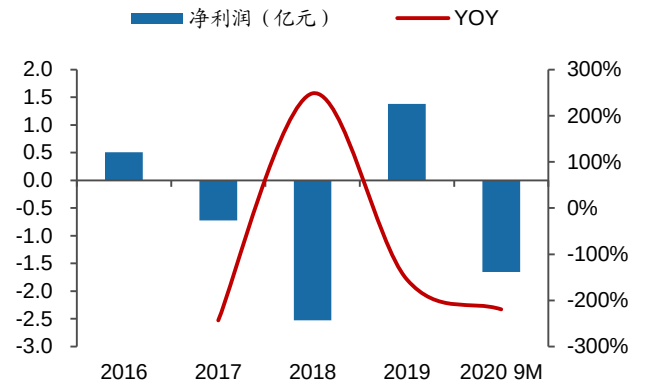
分渠道看，旗舰店为公司提供核心收入来源。医美国际以大型旗舰医院、中型医院、小型卫星诊所三个层级进行集中式网络管理，公司主要通过旗舰店业务进行中心布局，2019年旗舰店/其他医院及诊所营收占比分别为55.80%和44.20%，近三年公司规模扩张，在标准化的管理和操作流程基础上对旗舰店进行复制，在每个城市和区域形成1+N的布局，中型医院和小型卫星诊所营收占比持续提升。

图 2：公司营业收入及同比



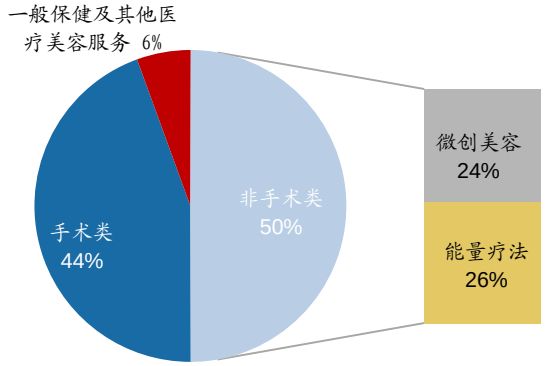
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：公司净利及同比



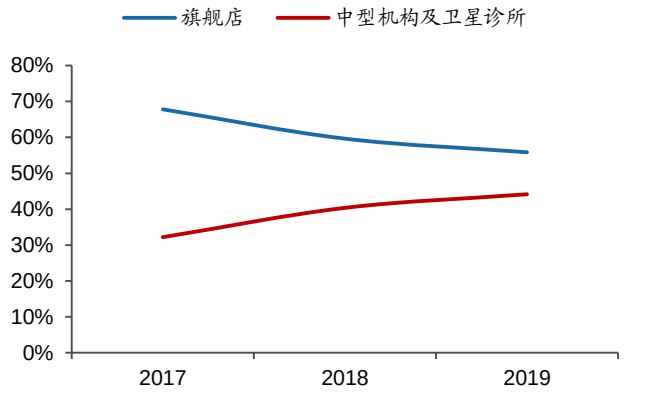
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：2020年前三季度公司营收结构（分业务）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

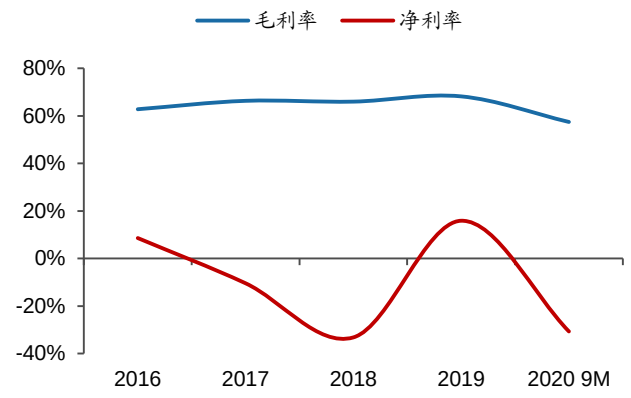
图 5：公司各类型机构收入占公司营收比重



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

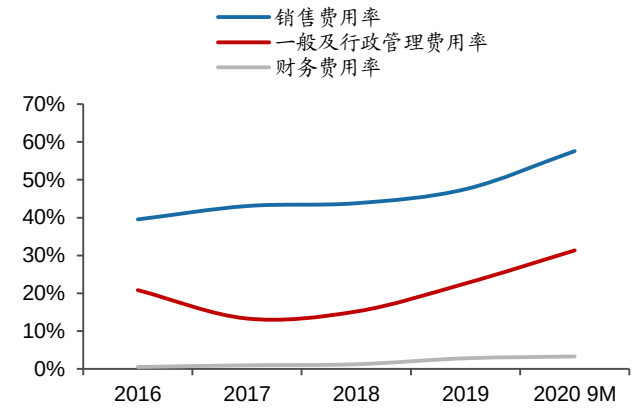
毛利率维持行业领先、净利率较为稳定。公司2017-2019年毛利率分别为66.37%、66.03%、68.24%，始终维持在行业领先水平，其中2019年非外科医疗美容治疗业务毛利率接近71.5%，公司净利率从2016年的8.64%上升到2019年的15.92%。2020年，公司集中管理广告线上线下的投放，销售费用率大幅提升，主要系疫情影响下线下客流减少，更多商家发力线上营销加剧竞争，公司为提升客户的复购率，全面提升连锁经营势能，拓宽获客渠道。

图 6：公司毛利率和净利率



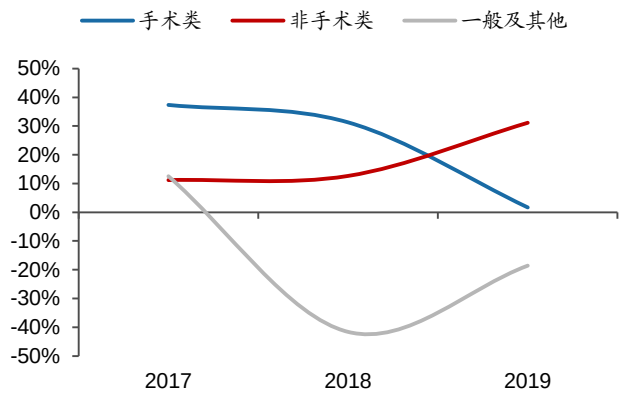
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：公司三费率



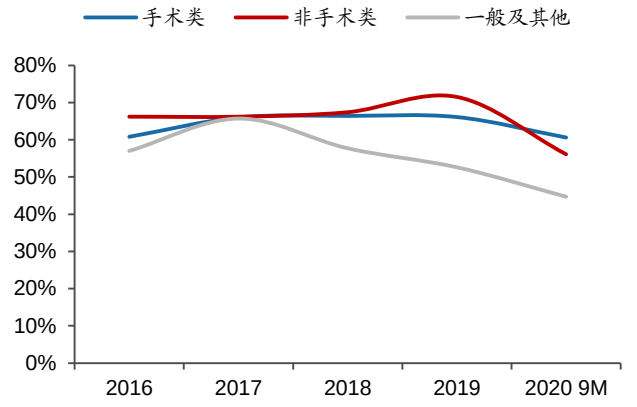
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：公司分项业务增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：公司分项业务毛利率



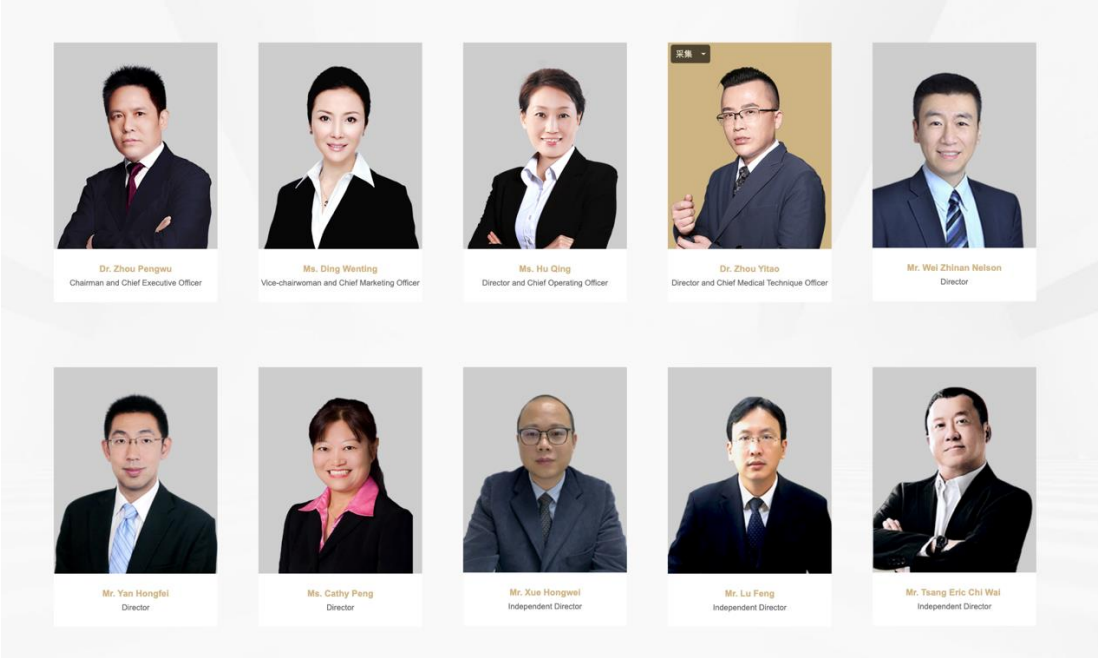
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）股权结构：创始人夫妇合计持股超 57%

公司实际控制人为周鹏武，截止2020年9月，创始人夫妇合计控制公司 57.6%的股份，第二大和第三大股东分别为Seefar Global Holdings Limited（22.8%，受益人为周鹏武及丁文婷）、Peak Asia Investment Holdings V Limited（22%，受益人为安达富资本）。

高管及核心人员直接持有公司股权，股权结构稳定确保并购顺利进行。公司董事长、首席执行官周鹏武直接有公司35.7%股权，且其具有深厚的外科医学背景，从事整形美容外科临床及研究工作超40年，由于医术精获得团中央“全国青年突击手”荣誉称号，曾参与行业准则起草，现兼任中国整形美容协会民营医疗美容机构分会副会长、中国医师协会微创抗衰老亚专业委员会委员，中国中西医结合学会微整形专家组委员等，在业内具有较高的知名度和权威性。此外，公司董事、首席营销官丁文婷(周鹏武之妻)直接持有21.9%股权，在公司任职超过20年，核心团队稳定性高。

图 10：公司股权结构



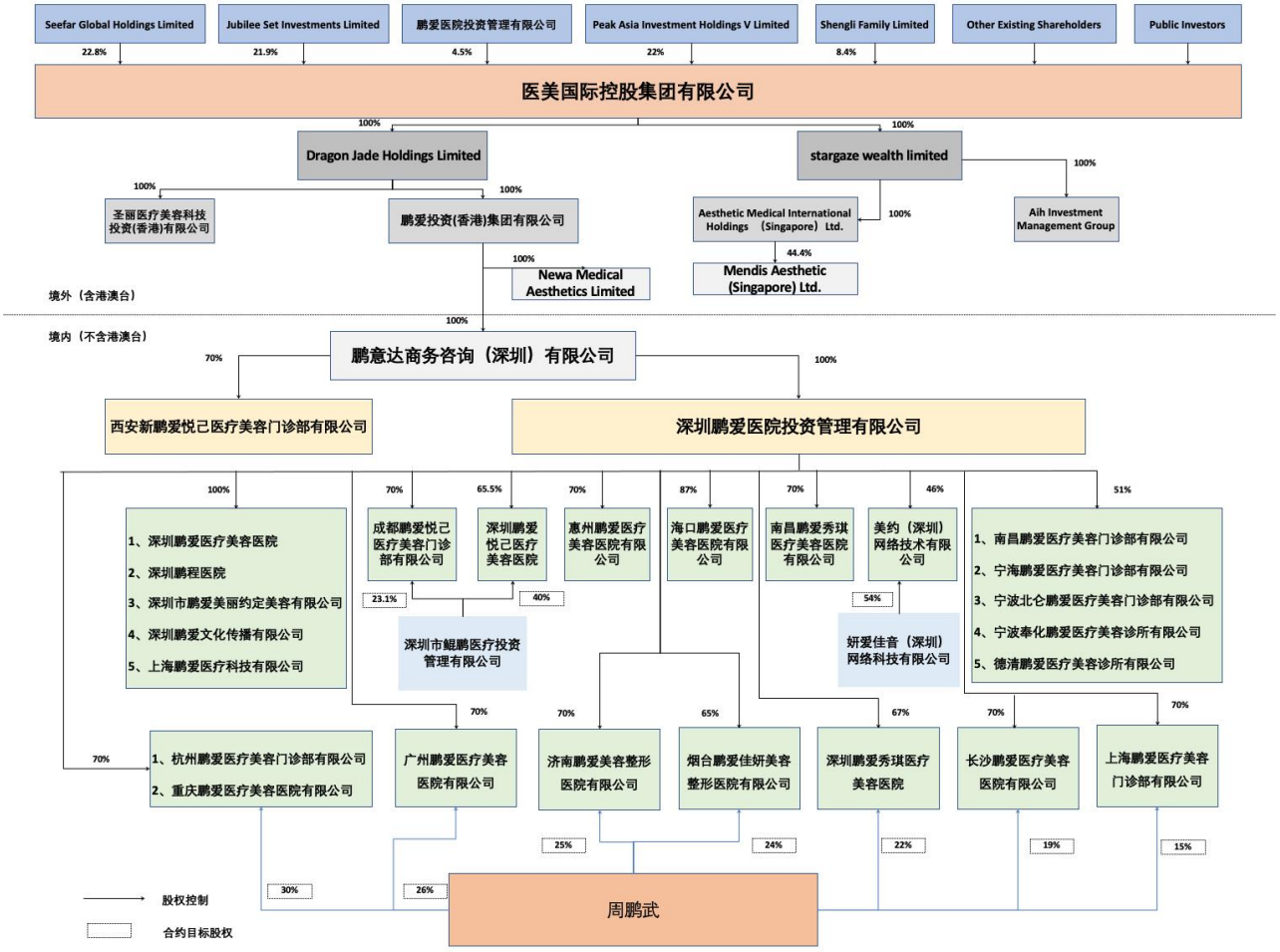
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 1：机构持股占比

	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31
IDG 资本	11.86%	3.95%	3.95%	3.95%	3.95%
Creative Planning Inc	0.04%	退出	-	-	-
UBS GROUP	0.02%	0.01%	0.05%	0.01%	0.01%
Renaissance Technologies Corp.		0.24%	0.33%	0.18%	0.06%
BLACKROCK INC.		0.01%	退出	-	-
VIRTU Financial Inc.			0.07%	退出	0.07%
TREXQUANT INVESTMENT LP			0.06%	退出	-
HRT FINANCIAL				0.09%	退出
ADVISORY SERVICES NETWORK				0.01%	退出
TOWER RESEARCH CAPITAL					0.01%
机构持股占比	11.93%	4.22%	4.46%	4.24%	4.10%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：公司股权结构



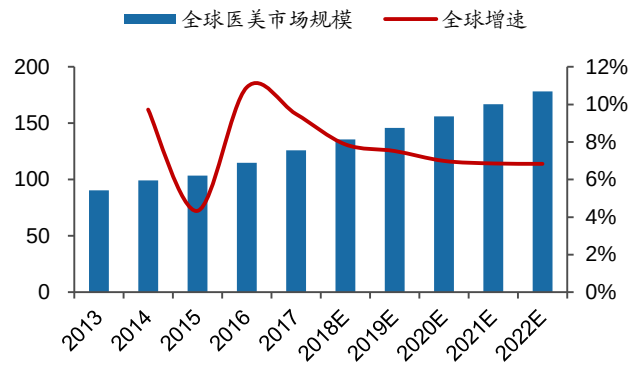
数据来源：招股说明书、公司财报，广发证券发展研究中心

二、医美市场发展空间广阔，中游机构跑马圈地

（一）医美市场稳步发展，中国地区增速领先全球，渗透率有望提升

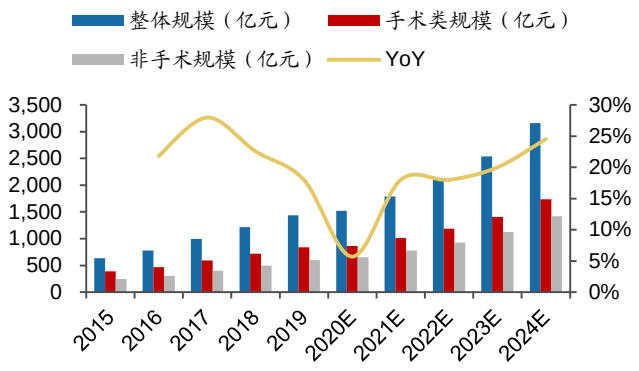
从市场规模看，中国现为全球医美第二大国，市场增速远高于全球。据Frost&Sullivan统计，2018年全球医疗美容服务市场总收入达到 1357 亿美元，预计2018-2023E期间CAGR=7%。其中，中国全球市场份额占比高居第二，成为仅次于美国的第二大医美市场。2020年中国医美市场规模预计达到1518亿元人民币，到2024年预计将达到3185亿元人民币，2019-2024年CAGR=17.3%，远高于全球平均增速。未来中国有望成为世界最大的医美市场。

图 12：全球医美市场规模及增速（十亿美元）



数据来源：ISAPS，广发证券发展研究中心

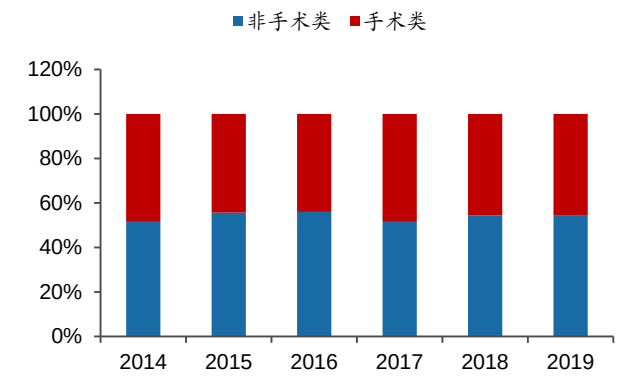
图 13：中国医美市场规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan、亿欧网，广发证券发展研究中心

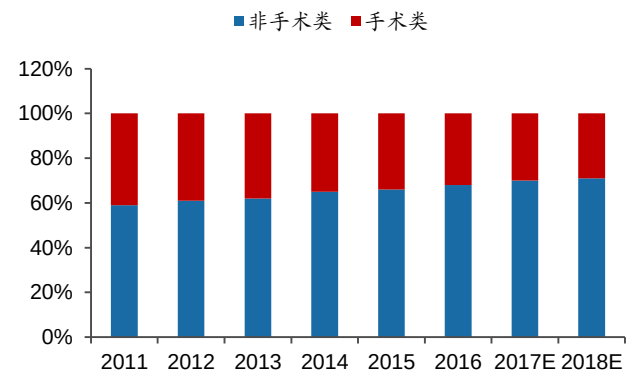
从市场结构看，非手术项目成偏爱，低门槛高频次拉动全市场高速增长。2019年全球医美疗程数中，非手术类同比2018年+7.6%，手术类+7.1%；2014-2019年，全球非手术类项目占比在51%-56%之间波动。Frost&Sullivan数据显示，2019年中国医美非手术服务收入占比42%，2014-2018年期间CAGR为25.7%，高于手术类医美服务CAGR（22.5%）。非手术/轻医美项目具有技术成熟、风险低、恢复周期短、见效快等特点，需求端接受门槛低，服务供给端也倾向通过低客单价微整项目进行引流。因此，我们认为非手术类收入占比将持续提升，并将带动整个医美市场增长。

图 14：全球医美疗程量手术类、非手术类占比



数据来源：ISAPS，广发证券发展研究中心

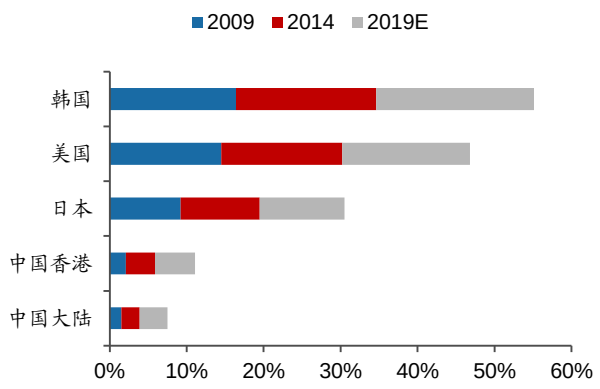
图 15：中国医美疗程量手术类、非手术类占比



数据来源：德勤，广发证券发展研究中心

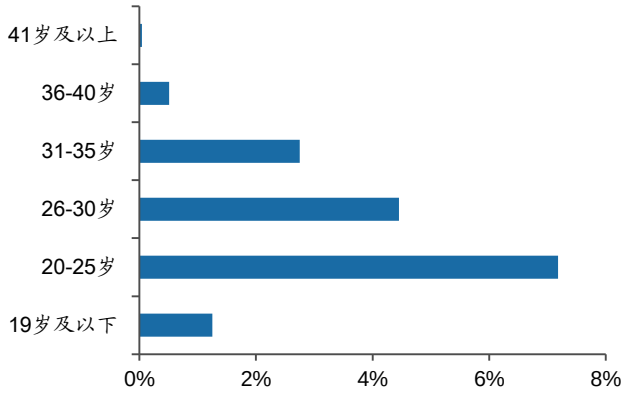
从渗透率看，中国整体渗透率远低于发达国家，90后是市场主体。根据香港医思医疗招股书中引用的Frost&Sullivan数据显示，2009年韩国渗透率16.4%，是渗透率最高的国家，相比之下中国大陆为1.5%，中国香港地区2.1%；大陆地区2019E的预计渗透率为3.6%，距离发达国家依然还有显著差异。分年龄端看，90后为我国医美的主体，说明年轻一代对医美的接纳度更高，未来随着00后加入医美大军，90后步入中年，医美覆盖群体将迎来大幅增长。

图 16：2009、2014及2019E各地区医美市场渗透率



数据来源：ISAPS，广发证券发展研究中心

图 17：2018年中国医美消费者各年龄段市场渗透率



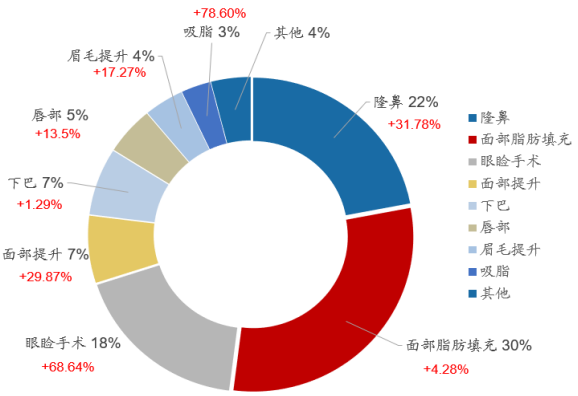
数据来源：德勤，广发证券发展研究中心

从需求端看，四大因素成为增长驱动力：

（1）颜值焦虑撬动千亿市场，变美诉求深入人心。

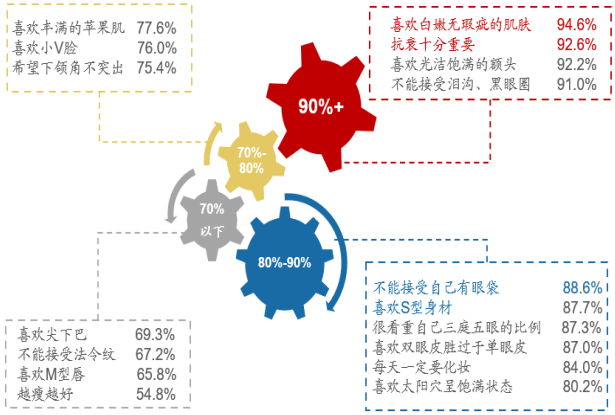
随着社交软件平台引导大众的审美趋势，提高审美阈值，美颜软件虽然满足用户多元变美需求，同时也强化了大众对自身颜值缺陷的感知，化妆和修图终究只能改变虚拟颜值，极致的审美标准也很难甚至无法通过健身短期实现，最终只能求助医美。

图 18：中国头面部手术消费分布及同比增长



数据来源：ISAPS，广发证券发展研究中心

图 19：2020年中国医美用户人群审美观念

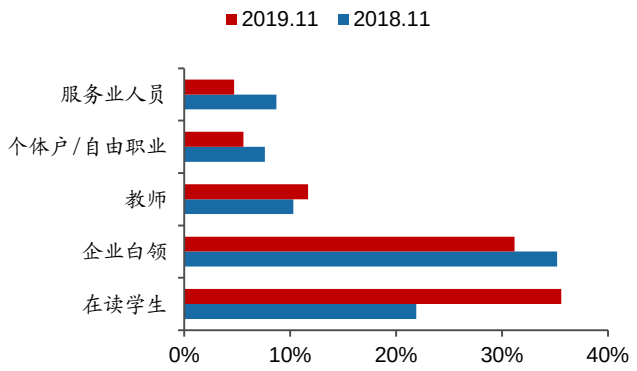


数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

（2）医美消费走向下沉市场，消费者年轻化趋势显现。

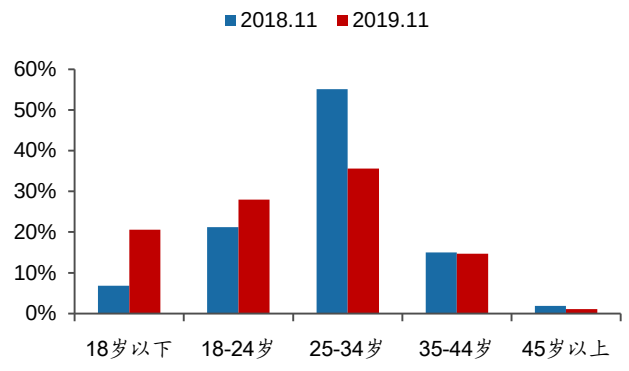
近年来，医美消费从隐性消费变为显性消费，从以明星、网红为主，转为逐渐被更多普通职业群体所接受，根据艾瑞咨询2020年医美行业白皮书显示，中国医疗美容用户主要从事企业管理工作，家庭月收入在2-5万者居多。从Mob研究院综合全网数据分析结果看，我国24岁及以下的年轻医美消费者群体规模显著增加。新氧大数据显示，到2019年中国新一线城市消费用户占比首次超过一线城市；更美APP白皮书显示，2018年一线城市用户占比31%，新一线占比28%，到2019年分别增长到32%、35%，新一线城市医美用户已经成为市场最大推力，预计未来5年二线城市消费用户占比将反超一线城市，因此低线城市增长潜力可期。

图 20：中国医美用户职业分布TOP5



数据来源：Mob 研究院，广发证券发展研究中心

图 21：中国医美用户年龄分布（Mob研究院）

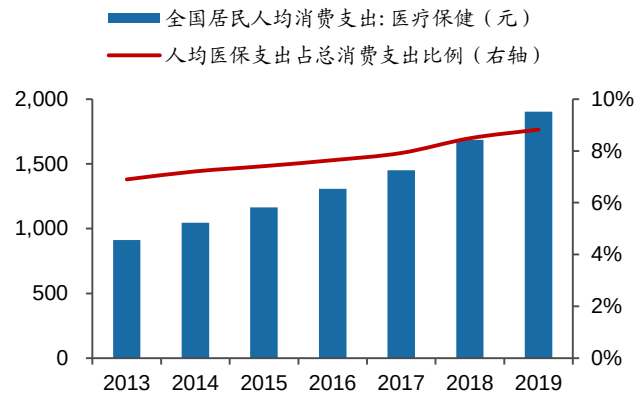


数据来源：Mob 研究院，广发证券发展研究中心

（3）项目单价走低，可支配收入上升，实际购买力提升。

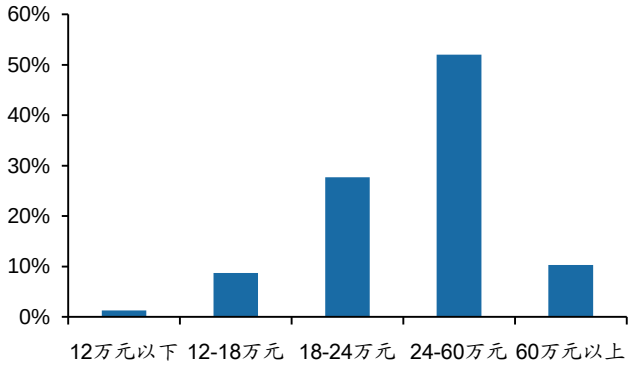
借鉴全球医美发展史和美国的医美市场数据发现，宏观经济水平的发展会推动医美市场规模发展，个体整形美容消费对收入变动呈现高敏感性。随着我国居民的收入水平不断提升，人均医疗保健消费支出占人均总消费支出比例从6.9%增至8.8%。医疗美容服务在我国属于消费医疗服务，但费用不纳入医保，居民收入增加和生活水平改善将使得消费支出流入医美行业。

图 22：人均医疗保健占总消费支出及占比



数据来源： Wind，广发证券发展研究中心

图 23：医美消费者抽样家庭年收入分布



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

（4）医美产品复购率高，客户粘性加强。

对于非手术类项目来说，操作简单，项目风险低、起效快、单次项目价格低、消费者购买决策壁垒低。非手术类项目作用效果时间有限，以玻尿酸为例，短效玻尿酸维持时间在3-6个月，长效玻尿酸维持时间为12-18个月，而长效玻尿酸价格远高于短效玻尿酸，主要定位高端消费群体。因此大部分消费者会在一年内产生复购的刚性需求。

对于手术类项目来说，根据艾瑞用研显示，医美用户整体的修复意向率为4.6%，修复发生率为1.0%；根据专家调研预估修复市场约占整体市场的10-15%，修复市场规模约为170亿-250亿；修复项目平均价格是正常项目2-3倍以上。手术修复的刚性需求使得消费者被动进行更大支出的补偿性消费。

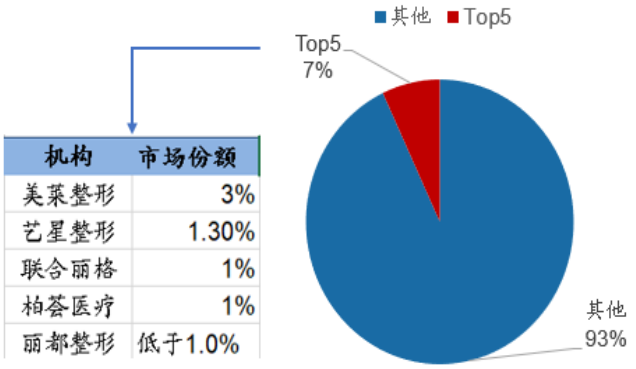
（二）疫情加速中游机构洗牌，连锁化经营成趋势

入场者多、合法合规者少，疫情之下行业净化。据艾瑞咨询发布的《2020年中国医疗美容行业洞察白皮书》显示，我国具备医疗美容资质的机构约1.3万家，而合法医美机构仅占行业的14%，非法经营的医美店铺数量超过8万家，“黑医师”、“黑针剂”等乱象丛生，导致市场“格雷欣现象”产生，给合法合规机构带来巨大生存压力。

短期来看，非正规医美机构占据的大部分现有市场份额有待转移至正规医美机构，许多中小机构倒下，客户需求却在稳定增长，流向更加稳定、更具性价比的大品牌连锁医美机构；长期来看，非正规医美机构将被持续取缔，正规医美机构将突出重围，未来市场增长空间可期。

竞争格局高度分散，头部机构并购整合，连锁化经营是未来趋势。根据Frost&Sullivan数据，我国公立医疗机构在医美服务市场规模仅为19.8%，超80%收入来自于私立医美机构。私立机构按体量分：6-12%为大体量机构，代表有美莱、艺星、伊美尔、联合丽格、丽都整形等；70-75%为中小型，代表有北京长虹、上海薇琳、杭州时光、成都西婵等；16-22%为小微型，有大量的不合规诊所也在这一体量层级。我国私立医疗美容服务市场竞争格局十分分散，近年来，复星医药、朗姿股份、苏宁环球、医美国际等大型企业，开始带动行业的并购整合。

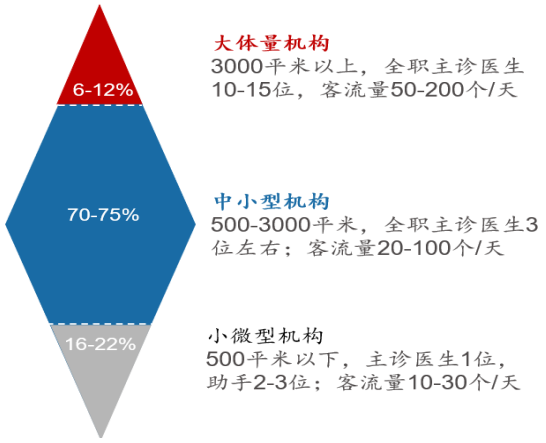
图 24：2017年我国私立医美机构市场份额（按收入）



机构	市场份额
美莱整形	3%
艺星整形	1.30%
联合丽格	1%
柏荟医疗	1%
丽都整形	低于1.0%

数据来源：艺星招股书，广发证券发展研究中心

图 25：2019年我国私立医美服务市场格局

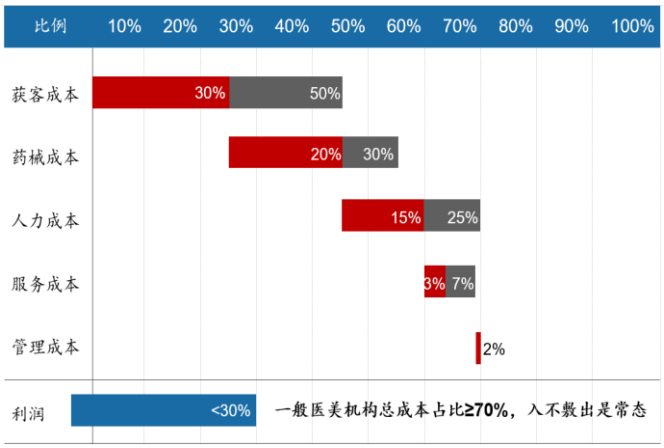


数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

医美服务机构趋向于连锁化、规模化经营，原因如下

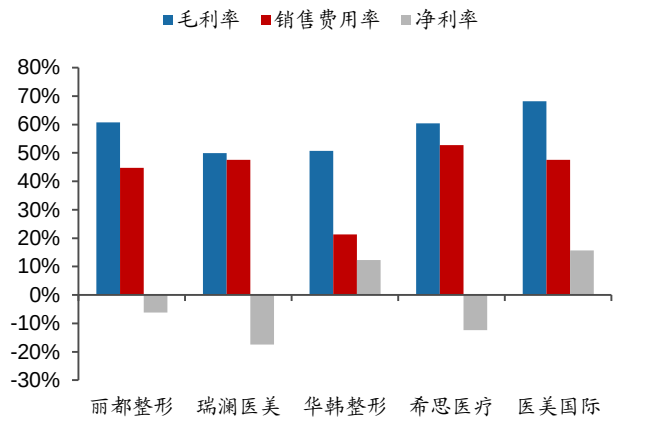
（1）连锁经营利于降低成本。从产业链角度看，医美服务机构处于行业中游，对上游议价能力低，对下游获客成本高，利润空间受到挤压是医美机构的普遍痛点。从盈利空间看：以玻尿酸为例，原料供应商毛利率区间70%-80%，净利率25%-35%；生产企业毛利率85%-95%，净利率30%-60%；医院加价3-13倍，毛利率50%-60%，净利率却只有-20%-10%。从成本结构看：获客营销占比高达30-50%，其次，医疗服务和药品器械采购占比分别为15-25%和10-20%。咨询销售占比在3-7%，行业平均净利润可在1-10%。

图 26：医美机构成本结构



数据来源：头豹研究院，广发证券发展研究中心

图 27：部分上市医美服务机构可得最新期盈利情况



注：丽都为 2017 年，瑞澜为 2018 年，其余为 2019 年数据

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

通过分析丽都整形、瑞澜医美、华韩整形、希思医疗、医美国际等已上市/退市医美服务机构的财务数据，发现销售费用率大都保持在40%-50%的水平。我们认为，一方面，连锁经营将使得机构对上游有更高议价权，集中采购降低拿货成本；另一方面，集团通过统一宣传能有效降低单一机构的营销成本。

（2）品牌是难以颠覆的情感积淀。一方面，大型连锁集团在全国各地广泛分布，品牌知名度高；另一方面，国民有大医院偏好，更倾向于选择规模化的大型医院消费，尤其是医美项目存在风险情况下，医院规模可以作为品牌可信度的有力背书。根据艾瑞咨询调研数据，医美用户在选择消费机构时，最关心的是机构的资质和知名度、品牌，而大型连锁机构在这两方面都具有绝对优势。在其他影响用户选择的因素中，连锁机构也都具备环境、医生资源、设备、服务等方面的优势，因此我们认为连锁机构会成为理性消费者的首选。

（3）连锁经营利于资源共享。对于连锁大型机构来说，其在人才、药品、设备、资金等方面的资源都要优于中小机构，同时可以实现分支机构之间的共享。医美服务质量和安全与医生水平强相关，大型连锁集团能够吸引和集中优质的医生资源。连锁机构不仅能依靠优质医生在一线城市收割市场，还能将医生派到低线城市为客户提供服务，**对低线中小机构形成降维打击，从而收割区域市场。**

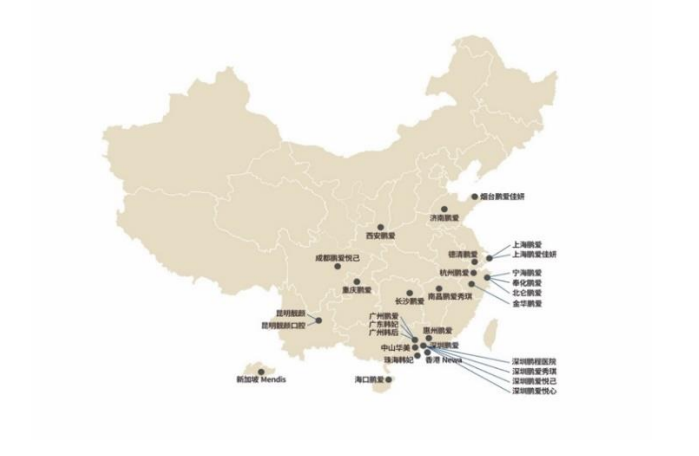
三、渠道+口碑+品牌，打造公司核心优势

（一）渠道：内生和外购全面布局，阶梯化渠道管理增加协同效应

公司主要通过自建和并购建立全国性网络，集中布局华南和华东地区。医美国际是国内为数不多的具有全国影响力的私人美容医疗服务商，根据2018年收入计算，公司是中国第三、华南第二大私人美容医疗服务提供商。公司通过自建和对外并购的医疗中心数量位居头部连锁医疗机构前列。截止2020年第三季度，公司已有32个医疗中心，分布于中国21个城市，其中华南有14家，华东有9家，北方有3家，西南部有4家。

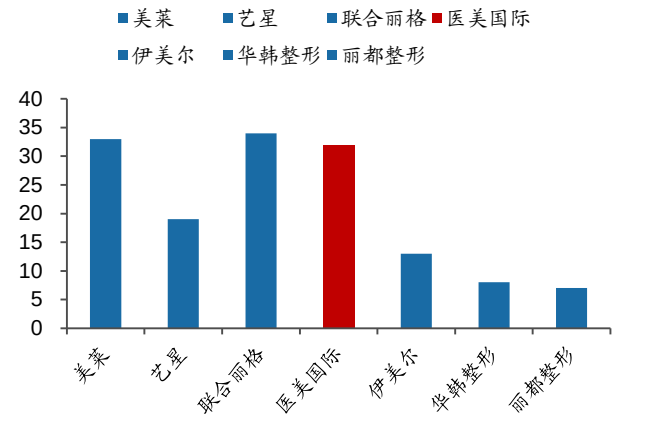
公司积极拓展国际市场。公司分别在2015、2017年，通过收购香港Newa和新加坡Mendis进驻当地市场。上市一周年后，公司开启全新五年计划，计划以新加坡为国际总部，重点聚焦泰国、马来西亚等东南亚区域，辐射日本和韩国，并计划在美国洛杉矶建立高端医疗服务平台，整合全球前沿的医美技术和设备，与高端客户资源进行嫁接，从战略上布局全球。

图 28：医美国际市场布局（2020年Q3）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 29：头部连锁医美公司医疗中心数量（个）



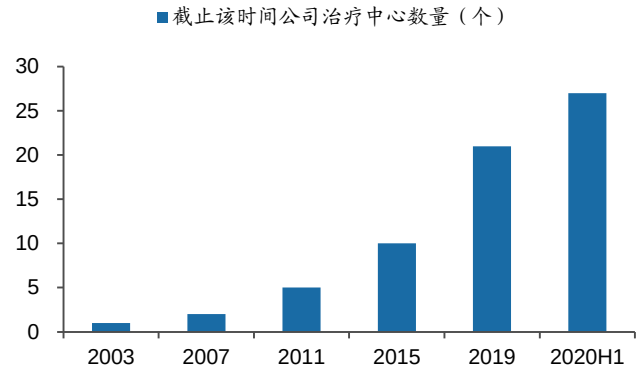
数据来源：头豹研究院、各公司官网、各公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 30：医美国际新五年规划全球布局

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

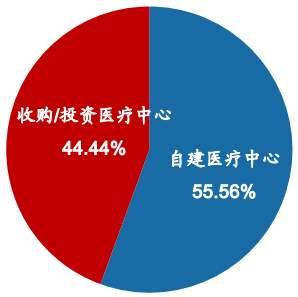
从扩张速度看，公司近年来加快自建和收购步伐。2020年之前，公司17年间总计通过自建和收购的医疗中心数量为21家，但仅在2020年上半年，公司新增医疗中心数量就为6家，充分体现公司拓展市场的决心。新冠疫情全球爆发时，医美国际利用上市公司的资金和平台优势，以较为优势的价格，一举并购了上海铭悦、西安新鹏爱和云南靓颜，完成公司版图的补充。公司董事长周鹏武表示，公司未来仍将积极实施收购战略，继续调查并寻求战略投资和收购方面的有吸引力的机会，以满足全国对美容医疗服务不断增长的需求。

图 31：公司扩张加速发展



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

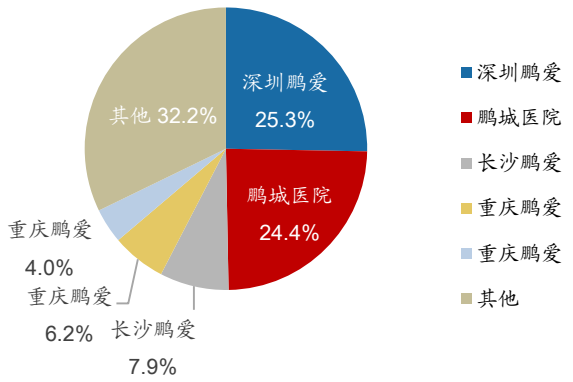
图 32：截至2019年自建和收购医疗机构数量比重



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

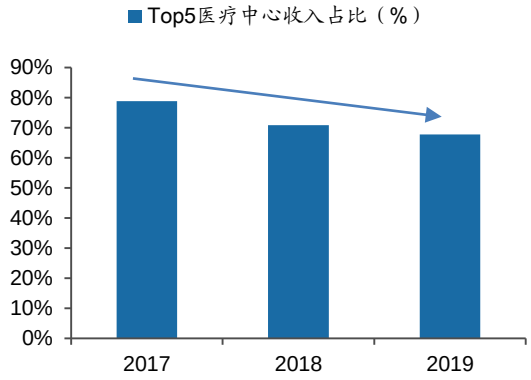
渠道整合上，公司中实行“旗舰医院+卫星诊所”的管理模式。公司将按照大、中、小将公司收购/自建的医疗机构分别划分为旗舰、大型、中型和小型医院三种等级。公司收购扩张中的核心业务战略之一就是发展大型和“旗舰”医疗机构，这些机构通常是大型的全方位服务治疗中心。根据各年度财报数据，集团前五大治疗中心2017、2018和2019年均贡献公司总营收的60%以上，收入占据集团总营收的大部分。同时，大型医疗机构通常也配备了经验最丰富的员工医生。与之相对的则是中小型卫星诊所，这些医院通常投资成本较低，具有吸收部分大型医院服务、覆盖更大市场、吸引更多客户的作用。公司目前拥有三家旗舰医疗机构（鹏城医院、深圳鹏爱医院和重庆鹏爱医院）和多家联动的中型医院和卫星诊所。

图 33：2019年集团Top5医疗机构贡献67.8%收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 34：2017-2019年Top5医疗中心收入占比下降



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 2：集团旗下机构概况（注：(L)大型医院；(L)(1)大型旗舰医院；（M）中型医院；（S）小型卫星医院）

治疗中心	成立/收购日期	类别	建筑面积（平方米）	实际权益
鹏城医院(L)(1)	2003 年 12 月	医院	8391	100%
深圳鹏爱(L)(1)	2005 年 11 月	医院	5650	100%
海口鹏爱(M)	2011 年 3 月	医院	2169	87%
惠州鹏爱(M)	2011 年 6 月	医院	1670	66%

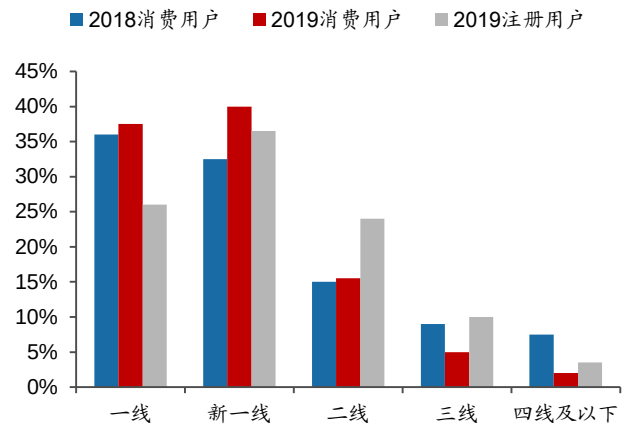
南昌鹏爱(M)	2011 年 9 月	普通门诊	2650	51%
长沙鹏爱(L)	2013 年 6 月	医院	2459	79%
上海鹏爱(L)	2014 年 1 月	普通门诊	1048	80%
杭州鹏爱(M)	2014 年 7 月	普通门诊	1446	100%
香港 Newa(S)	2015 年 10 月	N/A	127	100%
重庆鹏爱(L)(1)	2015 年 11 月	医院	7070	100%
广州鹏爱(L)	2017 年 5 月	医院	2600	91%
深圳鹏爱 秀琪(M)	2017 年 5 月	医院	1902	89%
深圳鹏爱 悦己(M)	2017 年 7 月	医院	420	60%
新加坡 Mendis(S)	2017 年 11 月	N/A	125	44%
成都鹏爱(M)	2017 年 12 月	普通门诊	1800	70%
深圳鹏爱 悦心(L)	2018 年 4 月	医院	4242	60%
烟台鹏爱 佳妍(M)	2018 年 6 月	医院	1983	89%
济南鹏爱(M)	2019 年 1 月	医院	2200	95%
宁海鹏爱(S)	2019 年 4 月	普通门诊	670	51%
奉化鹏爱(S)	2019 年 12 月	诊所	138	51%
德清鹏爱(S)	2019 年 12 月	诊所	129	51%
西安平台	2020 年 4 月	普通门诊	827	70%
上海鹏爱佳颜	2020 年 4 月	普通门诊	1097	80%
新南昌鹏爱	建设中	医院	2650	待确定
北仑鹏爱	建设中	诊所	129	51%
金华鹏爱	建设中	门诊	待确定	51%
昆明靓颜	2020 年 6 月	普通门诊	1816	52%
昆明靓颜口腔	2020 年 6 月	普通门诊	573	95%

数据来源：招股说明书、公司财报、广发证券发展研究中心;

“旗舰+卫星”分级整合模式的优势主要有以下三点：

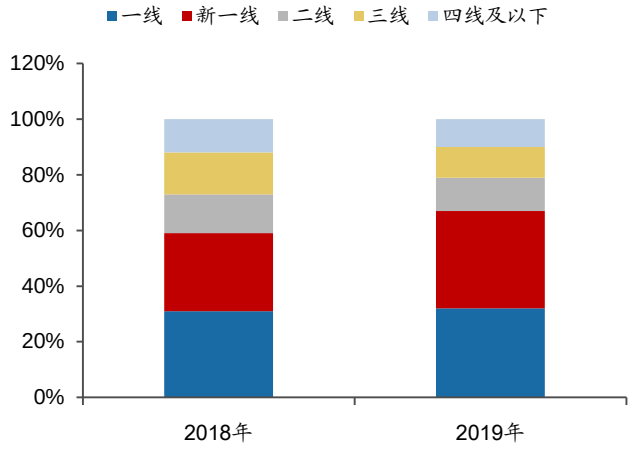
（1）卫星诊所促进公司进一步享受低线市场红利，同时为大型综合医院引流。由于大型医疗中心辐射范围有限，且通常投资成本较高并布局在一线城市，无法有效直接吸引低线城市消费者，而卫星诊所有助于吸引并接收低线城市消费者，形成公司新的利润增长点。新氧大数据显示，2019年中国新一线城市消费用户占比首次超过一线城市；更美APP白皮书显示，2018年一线城市用户占比31%，新一线占比28%，2019年分别增长到32%、35%，因此，新一线城市医美用户已经成为市场最大推力。总体来看，高线城市消费者对医美认知更成熟，转化率更高，而三四线城市用户还处在观望和被教育阶段。当前，中国医美市场从高线到低线呈现慢渗透过程，预计未来5年二线城市消费用户占比将反超一线城市，低线城市增长潜力可期。医美国际现有中小型医院、卫星诊所的前期布局有望使公司在未来低线城市市场爆发中取得先发优势。

图 35：中国不同线级城市用户分布（新氧）



数据来源：新氧大数据，广发证券发展研究中心

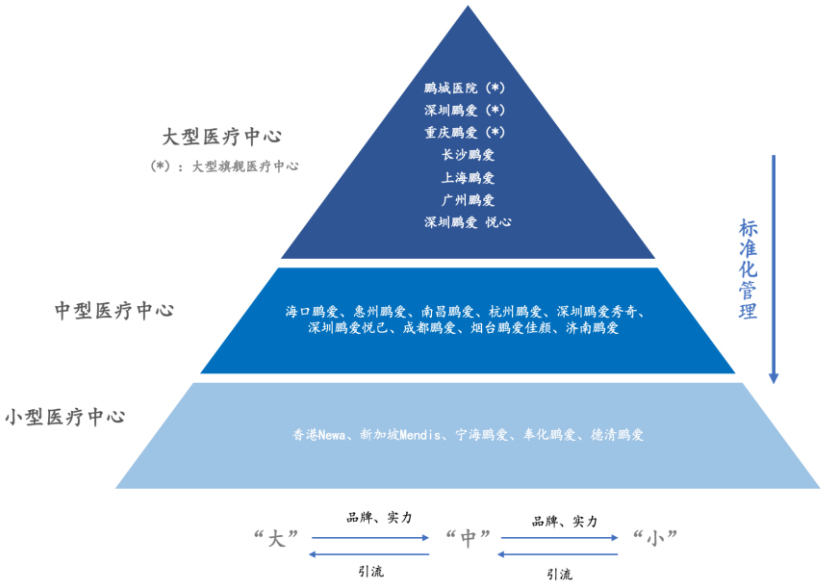
图 36：中国不同线级城市医美用户分布（更美）



数据来源：更美 APP，广发证券发展研究中心

（2）旗舰医院展现集团医疗实力提高品牌知名度，与卫星医院实现资源共享。旗舰医院以高端定位为主，提供最全面的服务，拥有最丰富优质的医疗资源，往往最能展示公司医疗实力，最大程度展现公司品牌优势。同时，旗舰医院承接卫星医院推荐的优质客户，和卫星医院合作，全方面满足客户需求。此外，医生可多点执业的政策便利和提高了医美国际内部人才资源合理调配。旗舰医院通常会定期开展与卫星医院的合作交流，通过开展前沿医美发展研讨会、医生定期会诊、提供优质设备等方式为卫星医院提供丰富的医疗资源。

图 37：医美国际“大”—“中”—“小”渠道管理模式



数据来源：公司财报（医院分级数据更新至 2019 年公司年报数据），广发证券发展研究中心

（3）公司将大型医院管理模式复制到小型医院中，实现管理高度标准化。公司以自营大型综合医疗中心为参照物，使旗下小型医疗机构也具备输出标准化、流程化医美服务的能力。收购完成后，公司成立专门的收购后工作组，该工作组对收购后的治疗中心设备、系统和人员进行详细的审查，特别确保所收购的治疗中心的医疗专业人员遵守集团规章制度、符合公司质量标准。公司在治疗中心开发和改进方

面实施了高度标准化的操作程序，从获客开始后的全部流程，都有相应的标准流程规范，医疗机构专业人员根据流程提供定制服务和高质量的客户体验。

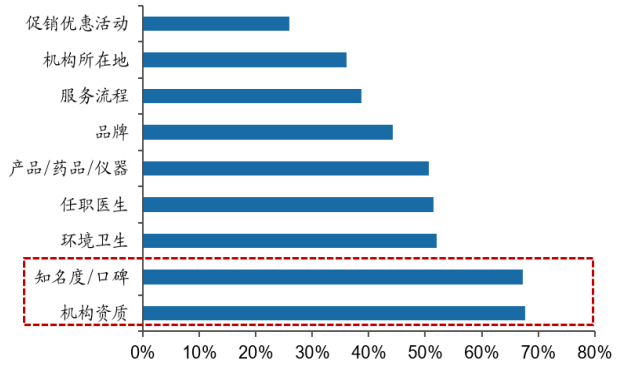
图 38：医美国际标准化治疗流程

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）口碑：医生、设备资源优越，服务水平高，提升客户满意度

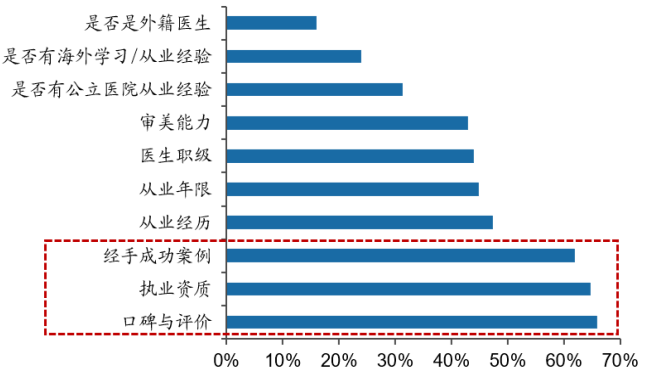
口碑和资质是医美用户选择机构及医生时的主要考虑因素。根据艾瑞咨询数据，2020年我国67.7%的医美用户在选择机构时主要考虑机构的资质及知名度/口碑，而在选择医生时，口碑与评价是医美用户最看重的因素（占比占比65.9%），其次为医生的职业资质（占比64.7%）及医生经手成功案例。

图 39：中国不同线级城市用户分布



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

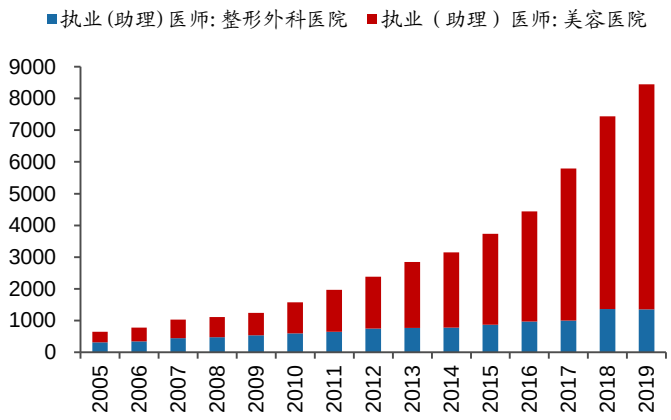
图 40：2020年中国医美用户选择医生的考虑因素



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

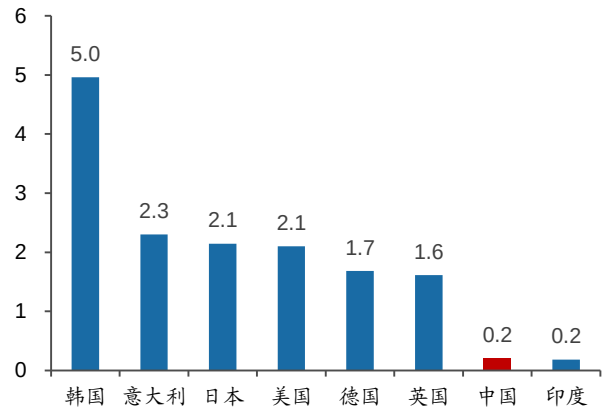
医护人员供需不平衡、供给周期长是行业的一大痛点。从国家卫计委统计数据来看，2019年我国有整形医院与美容医院医生8911位（包括整形外科、皮肤科、中医科、口腔科部分医生），2014-2019年CAGR为20%。但是与新氧2018年底记录的31701位相比，仍然存在巨大统计差异，主要由于前者未包含医美门诊部、诊所、口腔机构及生活美容等领域数据。根据艾瑞咨询2020年报告显示，目前我国医美行业在非多点执业情况下行业标准需要的医生数量超过10万人，而多点执业下行业实际从业医师数量不到4万人，存在巨大的人才供给缺口。然而，我国医师培养过程一般包括本科5年，硕士3年，博士含规培3年，全流程时间超过10年，短期内难以实现供需平衡，导致行业合法医生占比不足1/3，非法从业者超过10万人。

图 41: 我国整形外科/美容医院执业(助理)医师数量(人)



数据来源：国家卫计委、Wind，广发证券发展研究中心

图 42：2019年每十万人口整形外科医生数量（人）

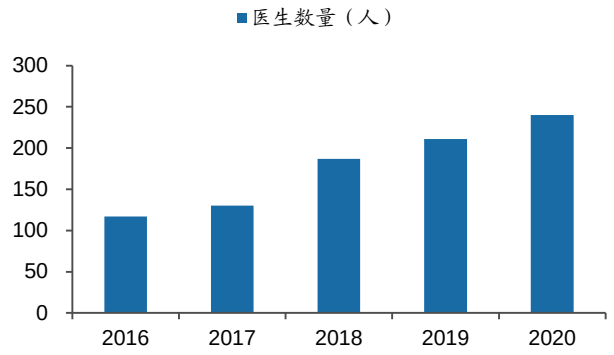


数据来源：ISAPS、Wind，广发证券发展研究中心

医美国际紧握优质医生资源。医美国际目前获取医生的主要途径为（1）从现有医疗体系中获取医生，主要为公立医院；（2）自我培养。由于整形医生的门槛高、专业性强，医美国际优先招募从事医学相关行业的医生，和已经具备医疗美容工作经验的医生，对这些医生进行医疗美容的专业培养，平均周期为1年通过培训后方允许医生给客户提供医疗诊断和治疗。公司绝大部分医护人员为公司自我培养，医美国际与许多医学院建立合作，筛选和培养应届医学毕业生，以扩充公司的医疗团队。截至2020年末，医美国际拥有两千多名医疗人员，包括240余名中高级医生，博导、硕导、博士、硕士30余名。所有医护人员均获得相应执业证书，平均行业经验约为

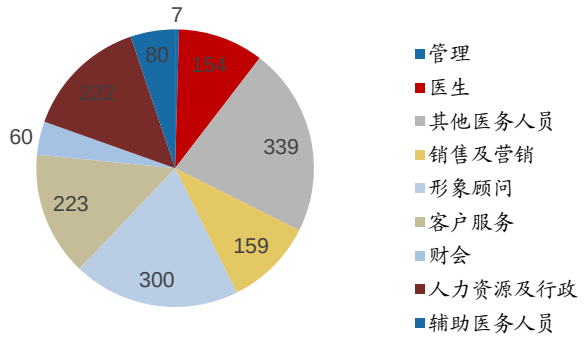
十年。医美国际还拥有新锐医师蔡国威等多位为国内杰出青年整形医师，构建起了涵盖资深专家和新锐医师搭配的卓越团队。

图 43：2016-2020年医护人员数量变动



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 44：2019年集团医护人员数量情况（人）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 45：公司荣誉

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 46：医美国际名医资源

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

先进的技术设备体系帮助医美国际建立了竞争壁垒。医美国际设立四大长期增长战略和11项细分战略，其中，“继续开发和引进创新的医美服务技术”和“开发拥有先进的设备和创新的处理/技术的市场”两项技术投入战略占据重要地位。

（1）从设备投入层面看，医美国际优先引入德国水动力吸脂仪；

（2）从专利和服务双渠道来看，医美国际拥有用于测量面部对称性和下颌骨成形的AIH专利技术，创新服务打造三剑客、婴儿脸等明星产品。

（3）从合作机构来看，公司与国际国内优势品牌开展多方面合作。先进的技术和设备为医美国际的服务质量形成加持，长期不仅能形成成本优势，还能让公司在面对行业竞争时处于上风。

表 3：集团旗下机构概况近年来公司与材料机构及美容行业龙头品牌合作情况

时间	事项	合作详情/意义
2020 年 5 月	劳斯鼻膨体授予烟台鹏爱美容整形医院为“膨体聚四氟乙烯面部植入体”劳斯指定合作机构	美国劳斯膨体有专利的拉伸技术，独特力学蜂巢结构，大大降低了膨体材料压缩率，从而明显的减少术后修复的可能性，延长了鼻整形手术的生命周期

2020 年 9 月	全球新一代玻尿酸欣德美在鹏爱医美国际（AIH）深圳鹏程首发上市	欣德美全新一代舒适即美凝胶型玻尿酸，是一款含有 0.3%利多卡因的单相玻尿酸，是国际合作专项成果（No.2015DF51010），获得了国家科技部国和基金的支持。在三家三甲医院通过了 12 个月的临床验证，具有良好的稳定性、安全性和有效性。于 2020 年获得了 CFDA 认证
2020 年 9 月	韩国初真新产品正式登陆鹏爱医美国际(AIH)-鹏程医院	初真膨体来自韩国 ICM 公司，是一家全球化医疗器械专业制造企业，其研发的初真 FEP 膨体具有：1.创新 FEP 技术抗收缩、防变形；2.稳定不移位，安全可取；3.更大空隙直径,可自身免疫,降低感染风险的优势
2020 年 11 月	牵手高德美，成为 Dysport 吉适(绿骑士)在中国首批四家指定注射单位之一（肉毒素）	Dysport 吉适于 1990 年诞生于英国，它已在全球各个国家和地区使用了近 30 年，中国是 Dysport 吉适上市的第 73 个国家。相比目前市面在售的肉毒素产品，Dysport 吉适具有起效快(最早起效时间 24 小时)、维持时间长(效果可维持 6 个月)、耐药性弱三大优点
2021 年 1 月	全球医学美容行业巨头、世界 500 强企业、全球丰胸假体领导品牌—强生曼托公司联合深圳鹏爱医疗美容医院旗舰总院共同成立《强生 MENTOR 乳房整形手术华南区培训基地》	深圳鹏爱医疗美容医院成为华南地区唯一获得与强生曼托共同成立培训基地的医疗美容医院
2021 年 1 月	德国宝俪高端品牌-法芮娅广东地区首家合作机构签约仪式特别授予深圳鹏爱医疗美容医院《德国宝俪中国区胸整形基地》称号	法芮娅于深圳鹏爱首发，为更多求美者提供全新的产品选择方案，真正意义上将高端隆胸时代引入中国

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 47：医美国际与全球正品联盟品牌合作

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

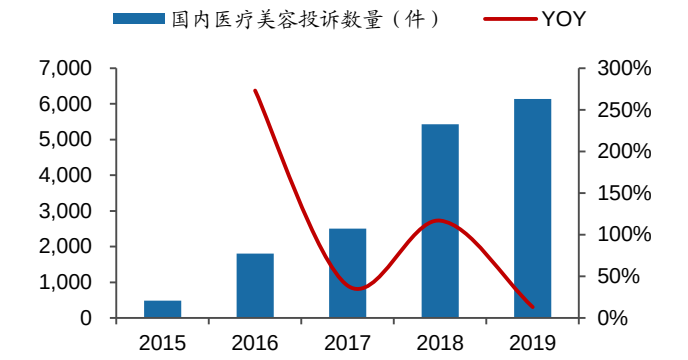
图 48：全球正品联盟

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

严格的安全控制体系和客户投诉处理流程增进客户满意度。虽然我国医美市场前景广阔，但由于基础不稳，结构畸形，导致医美行业乱象不断，投诉事件也屡见不鲜。全国消协组织的统计显示，自2015年至2019年，我国医美行业相关投诉增加了近13倍多，2019年医美行业投诉6138件，是2015年投诉数量的近13倍多。

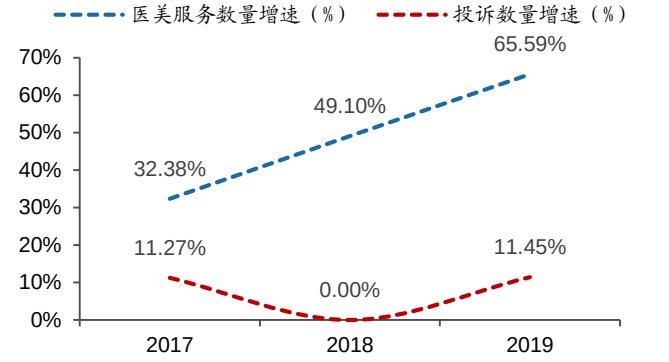
集团总体的客户投诉率较低，反应公司不断完善的投诉率处理体系以及不断提升的客户满意度。公司在2017、2018和2019年分别收到了227、227和253件投诉，分别占各年服务执行总数的0.1%、0.1%及0.05%。并且，为了确保最高水平的客户满意度和强大的品牌声誉，公司一直采取相对慷慨的方式提供退款和补偿，公司在2017、2018、2019年产生的退款和补偿金额分别为430、530和610万人民币，分别占公司总收入的0.7%。相对于公司的经营规模，公司收到的投诉数量和赔款金额都较低。

图 49：2015-2019年全国医疗美容投诉情况及增速



数据来源：中国消费者协会，广发证券发展研究中心

图 50：医美国际投诉情况及与公司服务数量对比

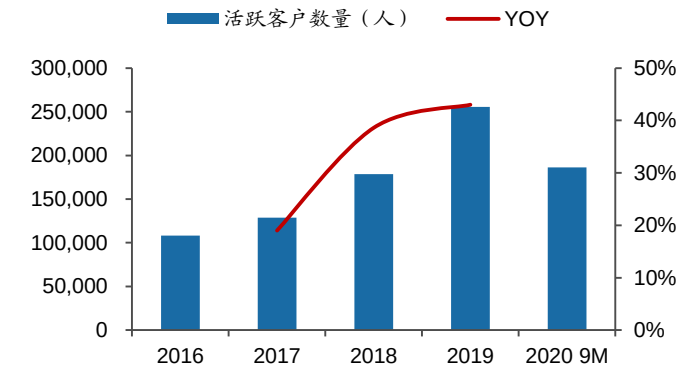


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

综上，得益于优质的医生资源、完善的服务体系，公司活跃客户数量、回头客占比逐年提升。2017-2019年活跃客户群体（一年至少接受一种医疗美容服务）分别为128,892人、178,657以及255,395人。2020年上半年，医美国际在正常营业不到三个月的情况下（停业两个月、叠加春节假期和复工复产缓冲期），活跃客户总数超过十万人，较去年同期增长2.9%。根据2020年三季报显示，医美国际活跃客户总数达8.32万人，较2019年第三季度的7.15万人增加了16.4%。

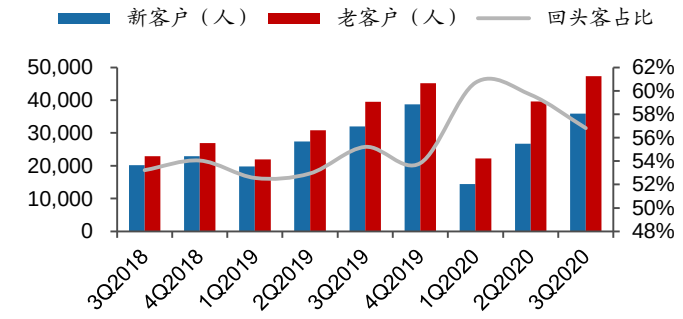
复购率攀升，回头客打响高知名率。公司2020 Q3回头客数量4.73万人，较上年同期增长幅度为19.8%，占活跃客户56.8%，从客户构成比例来看，回头客已成为医美国际收入增长的“主力军”。根据艾瑞咨询数据显示，手术类项目在成功情况下由于时效到期需要进行重塑或假体更换，修复率在90%以上；以水光针、光子嫩肤等非手术类项目为例，客户若想长期保持效果，需每隔三个月到半年再次进行注射/治疗，如果首次体验较好，消费者倾向于选择熟悉的机构/医生，避免到其他机构承担额外风险。从二次消费的价格来看，修复项目的平均价格是正常项目的2-3倍以上；客户量的增长相应提高了消费频次，二者双轮驱动为医美国际收入的稳定攀升提供保障。

图 51：医美国际活跃客户数量及增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 52：回头客占比提升

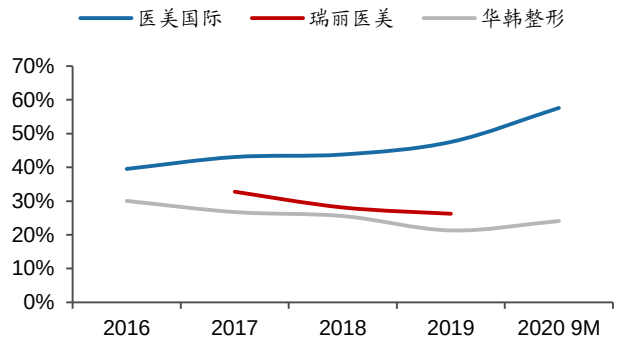


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）品牌：开展多渠道营销，打造企业优质品牌

公司销售费用率居于连锁医美机构前列，投入大量资源打造公司品牌。公司2017-2020年Q3销售费用率保持在40%以上，且呈逐年上升趋势。为了增强公众对现有和新市场中的品牌和新治疗程序或服务的认可，公司利用各种营销工具，包括在传统媒体和在线渠道投放广告、举办促销活动和分发促销材料，以吸引新客户、留住现有客户并增加客户支出。

图 53：主要连锁医美机构销售费用率对比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 54：联合创始人丁文婷受邀为“深圳女孩”代言

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

采取传统+新媒体相结合的营销方式，加码新媒体平台营销。在传统营销模式上，鹏爱医美国际主要通过线下诊所、美容院开展医美活动，并通过在线下商场、公共场所等投放实体广告吸引客户。鹏爱近年来逐步加大线上新媒体平台营销，公司与中国两大医美互联网平台之一的美呗签署战略合作协议。公司在2019年同新氧达成战略合作协议，新氧在平台上推广医美国际品牌，公司则为新氧介绍的用户提供一定折扣。双十一、双十二、周年庆期间，鹏爱医美国际把握时机，与天猫、新氧、更美的等平台深度合作。在双十一期间，鹏爱医美国际与天猫直播的深度合作，联动鹏爱医美国际全国多家门店，主推五代热玛吉、乔雅登玻尿酸、线雕面部提升、小V脸套餐等热门轻医美项目，满足追逐时尚潮流的年轻消费者的个性化需求。

公司还通过邀请影视明星代言，提升品牌知名度。医美国际代言人为著名影视明星刘晓庆，明星代言有望持续提升医美国际品牌传播度。

图 55：公司超级战略伙伴

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 56：公司与美呗签署战略合作协议

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 57：医美国际天猫旗舰店产品

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 58：医美国际代言人刘晓庆

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

外，规范、高水平的营销团队也增强了公司的营销效果。公司拥有一支专门的营销团队，负责分析市场情报，组织广告活动，评估营销活动并协助准备促销材料。鉴于中国市场的规模，公司每个治疗中心的营销工作主要是由位于每个治疗中心的营销人员在总部的支持下发起和实施。每个治疗中心的营销工作都是针对治疗中心所在地区的客户量身定制。这些营销工作的重点是（i）向客户告知公司所提供的全面的美容医疗服务；（ii）强调高水平的客户满意度。个性化的营销推广和规范化的营销模式有望使公司营销策略实施效果达到最大化。

总体来看，公司凭借全面的渠道铺设、优秀的公司口碑和强势的营销策略，在消费升级、医美行业整体高景气的带动下，成功把握住中端医美服务行业快速增长的发展机遇，有望未来占据医美服务行业市场更大市场规模。看短期，符合时代潮流的多元营销和全方位的渠道铺设将推动公司业绩持续增长；看长期，凭借公司长期医疗资源、口碑的积累，以及更加完善的标准化公司治理体系，有望促进品牌认知度和消费者忠诚度进一步提升，充分享受行业红利，实现更大发展。

四、盈利预测和投资建议

我们按品类对公司业务做拆分和预测，公司主营业务分为非手术类医疗美容服务（包括微创美容和能量疗法）、手术类医疗美容服务和一般及其他医疗美容服务三大类，核心假设如下：

非手术类医疗美容服务：公司非手术类医疗美容服务收入占比不断提升，随着未来客户数量不断增加，非手术类医疗美容服务收入将不断增长，考虑到2020年上半年公司业务受疫情影响，预计20-22年收入同比增长-5.8%、37.4%、25.9%。

手术类医疗美容服务：考虑到轻医美项目渗透率不断提升，公司业务重心从手术类医疗美容服务向轻医美转移延伸，手术类医疗美容服务营收增速放缓，预计20-22年收入同比增长5%、1.5%、-9%。

一般及其他医疗美容服务：考虑到公司核心业务为轻医美项目及外科手术类医疗美容服务，一般及其他医疗美容服务营收自2018年起逐步下降，预计未来收入占比持续降低，预计20-22年收入同比增长-20%、-15%、-18%。

表 4：核心假设与盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	**584.9**	**697.4**	**761.3**	**869.0**	**844.5**	**1014.8**	**1140.8**
YoY		**19.2%**	**9.2%**	**14.2%**	**-2.8%**	**20.2%**	**12.4%**
毛利率	**62.8%**	**66.4%**	**66.0%**	**68.2%**	**66.3%**	**67.0%**	**67.4%**
Non-surgical aesthetic medical services（非手术类）							
收入（百万元）	298.1	331.4	373.3	489.6	461.1	633.6	797.6
YoY		11.2%	12.6%	31.1%	-5.8%	37.4%	25.9%
服务数量（例）	124116	166629	235367	404316	471475	806093	1249761
YoY		34.3%	41.3%	71.8%	16.6%	71.0%	55.0%
客单价（元）	2401	1989	1586	1211	978	786	638
YoY		-17.2%	-20.3%	-23.7%	-19.2%	-19.6%	-18.8%
毛利率	66.2%	66.2%	67.4%	71.5%	67.6%	68.4%	68.5%
Minimally invasive aesthetic treatments（微创美容）							
收入（百万元）	171.2	189.7	199.1	224.2	217.1	258.1	304.9
YoY		10.8%	5.0%	12.6%	-3.2%	18.9%	18.2%
服务数量（例）	41983	59463	77111	108533	131325	190421	264685
YoY		41.6%	29.7%	40.7%	21.0%	45.0%	39.0%
客单价（元）	4077	3190	2582	2066	1653	1355	1152
YoY		-21.8%	-19.1%	-20.0%	-20.0%	-18.0%	-15.0%
毛利率	69.3%	67.5%	70.1%	69.0%	65.0%	66.0%	66.0%
Energy-based treatments（能量疗法）							
收入（百万元）	126.9	141.8	174.2	265.4	244.1	375.5	492.7
YoY		11.7%	22.9%	52.3%	-8.0%	53.9%	31.2%
服务数量（例）	82133	107166	158256	295783	340150	615672	985076
YoY		30.5%	47.7%	86.9%	15.0%	81.0%	60.0%
客单价（元）	1545	1323	1101	897	718	610	500
YoY		-14.4%	-16.8%	-18.5%	-20.0%	-15.0%	-18.0%
毛利率	62.0%	66.0%	64.2%	73.7%	70.0%	70.0%	70.0%
Surgical aesthetic medical services（手术类）							
收入（百万元）	174.1	239.1	313.9	319.2	335.2	340.2	309.6
YoY		37.3%	31.3%	1.7%	5.0%	1.5%	-9.0%
服务数量（例）	27337	33857	63553	90658	135987	197181	256335
YoY		23.9%	87.7%	42.6%	50.0%	45.0%	30.0%
客单价（元）	6368	7062	4939	3521	2465	1725	1208
YoY		10.9%	-30.1%	-28.7%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
毛利率	60.8%	66.0%	66.4%	66.1%	66.0%	66.0%	66.0%
General aesthetic services & other（一般保健及其他）							
收入（百万元）	112.7	126.9	74.1	60.2	48.2	41.0	33.6
YoY		12.5%	-41.6%	-18.7%	-20.0%	-15.0%	-18.0%
毛利率	57.0%	65.7%	57.7%	52.6%	55.0%	55.0%	55.0%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从价格和销量拆分角度来看，由于公司营收主要来自于非手术类医疗美容服务（包括微创美容和能量疗法）、手术类医疗美容服务，因此这里仅对非手术类医疗美容服务和手术类医疗美容服务进行量价拆分即可具有较强代表性。非手术类医疗美容服务客单价从2016年的2401元下降到了2019年的1211元，年均下降20%左右，而疗程数量从12万上升至超过40万；手术类医疗美容服务2016年全年疗程数量为2.7万，2019年达到9万件。如果未来年均服务数量仍然保持逐步提高，且服务数量增长幅度高于客单价下降幅度，预计2020年之后公司营收也将稳步提升。

从公司费用率角度分析，销售费用率2016- 2019年不断提升，2020-2022年预计分别为45%、 30%和36%，主要由于集团收购新医院期间需要进行大量品牌营销拓展及市场竞争下让利保户的资金支出，随着未来品牌稳定性逐步树立深入人心，我们预计该支出占销售收入的比重将逐渐趋于稳定。管理费用率预计2020-2022年均为20%，主要由于公司拓展版图，相应员工薪酬及管理费用提高。从公司毛利率角度分析，预计销售毛利率2020-2022年分别为66%、67%和67%，主要由于公司整体品牌形象建立后，议价能力逐渐提升、服务逐渐升级和店铺持续扩张，整体盈利水平后续将逐步提高。

基于以上假设，预计公司20-22年收入分别为8.4亿元、10.1亿元、11.4亿元，同比增长-2.8%、20.2%、12.4%；归母净利润分别为-0.37、1.03、1.14亿元。

公司主营业务医疗美容服务，参考Wind一致预测与彭博预测，可比公司阿米斯医疗、美国控股实验室、联合健康集团和HCA HEALTHCAREANTHEM， 2021年行业平均PS为2X，考虑到公司处于扩张期，给予公司1.7XPS，合理价值为11.10美元/ADS，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5：可比公司盈利预测与PS估值（截至最新）

股票代码	公司名称	营业收入（亿美元）				PS			
		2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
AMED.O	阿米斯医疗	19.6	21.1	23.0	25.2	4.4	4.1	3.8	3.4
	YoY		7.7%	9.4%	9.2%				
LH.N	美国控股实验室	115.5	139.8	142.8	135.4	2.1	1.8	1.7	1.8
	YoY		21.0%	2.1%	-5.2%				
UNH.N	联合健康集团	2421.6	2571.4	2791.5	3019.1	1.5	1.4	1.3	1.2
	YoY		6.2%	8.6%	8.2%				
HCA.N	HCA HEALTHCAREANTHEM	513.4	515.3	544.7	576.2	1.2	1.2	1.2	1.1
	YoY		0.4%	5.7%	5.8%				
平均值		767.5	811.9	875.5	939.0	2.3	2.1	2.0	1.9

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）医疗事故风险

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，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。

（二）行业竞争加剧风险

中国医美行业的快速发展可能会吸引更多的国内或国际公司进入，公司现有和潜在的竞争对手可能更具竞争优势，若公司不能成功提升核心竞争力，不能成功与新的或现有竞争对手竞争，公司可能无法增加或维持目前收入和盈利水平，导致市场份额的损失。

（三）跨区域扩张风险

公司目前业务战略包括进一步拓展新市场，各地的政策和竞争环境不同，公司在跨区域扩张过程中可能会面临外地新医疗机构客流不及预期的风险。

资产负债表 单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**283**	**265**	**333**	**626**	**864**
现金及现金等价物	102	154	217	473	714
其他短期投资	-	-	-	-	-
应收款项合计	11	10	10	13	12
存货	21	26	21	32	25
其他流动资产	149	74	85	108	113
非流动资产	**394**	**782**	**758**	**764**	**766**
固定资产	235	519	533	543	545
权益性投资	73	26	19	14	9
商誉及无形资产	68	175	173	170	167
其他长期资产	17	62	33	37	44
资产总计	**677**	**1,047**	**1,091**	**1,391**	**1,629**
流动负债	**171**	**265**	**306**	**283**	**302**
短期借款	-	-	-	-	-
应付及预收	72	75	71	86	88
其他流动负债	99	190	235	197	214
非流动负债	**755**	**191**	**445**	**485**	**525**
负债合计	**926**	**457**	**750**	**767**	**826**
归属母公司股东权	-278	547	308	589	766
少数股东权益	29	43	32	35	37
股东权益合计	**-249**	**591**	**340**	**623**	**803**
负债和股东权益	**677**	**1,047**	**1,091**	**1,391**	**1,629**

现金流量表 单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**5**	**87**	**61**	**228**	**210**
净利润	-234	152	-63	107	112
折旧摊销	32	84	51	67	84
营运资金变动	-64	-20	-4	-20	8
其它	271	-130	77	75	6
投资活动现金流	**-76**	**-114**	**-79**	**-90**	**-104**
资本支出	-48	-98	-80	-88	-102
投资变动	-32	-7	-3	-3	-4
其他	4	-9	3	2	2
筹资活动现金流	**67**	**80**	**81**	**118**	**135**
债务变动	51	36	22	36	32
权益变动及股利	25	105	68	91	113
其他	-9	-61	-9	-10	-10
现金净增加额	**-5**	**52**	**63**	**256**	**241**
期初现金余额	**106**	**103**	**154**	**217**	**473**
期末现金余额	**103**	**154**	**217**	**473**	**714**

利润表 单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售收入	**761**	**869**	**845**	**1,015**	**1,141**
销售成本	259	276	285	335	372
销售费用	334	413	380	304	411
管理费用	115	196	169	203	257
研发费用	-	-	-	-	-
其他费用	9	24	6	16	15
营业利润	**45**	**-40**	**5**	**157**	**87**
营业外收支	-279	193	-67	-51	25
利息收入	-	-	-	-	-
税前利润	**-234**	**152**	**-63**	**107**	**112**
所得税	-19	-14	29	-1	5
净利润	**-252**	**138**	**-33**	**105**	**117**
少数股东损益	3	2	3	3	3
归属母公司净利润	**-255**	**136**	**-37**	**103**	**114**
EBITDA	-193	260	-4	191	215
Non-IFRS EBITDA	113	187	182	330	299

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	9.2%	14.2%	-2.8%	20.2%	12.4%
营业利润增长	-248.6%	154.8%	-124.2%	414.8%	10.9%
净利润增长	-232.9%	-	-126.8%	-	11.2%
获利能力					
毛利率	66.0%	68.2%	66.3%	67.0%	67.4%
净利率	-33.2%	15.9%	-4.0%	10.4%	10.2%
ROE	101.3%	23.4%	-9.8%	16.9%	14.6%
ROIC	-23.5%	11.4%	-5.1%	5.1%	4.5%
偿债能力					
资产负债率	136.9%	43.6%	68.8%	55.2%	50.7%
流动比率	1.65	1.00	1.09	2.22	2.86
速动比率	1.53	0.90	1.02	2.10	2.78
营运能力					
总资产周转率	1.13	0.83	0.77	0.73	0.70
应收账款周转率	12.24	10.57	13.76	10.31	15.12
存货周转率	73.29	84.93	86.90	89.02	91.25
每股指标（元）					
每股收益	-6.22	2.96	-0.79	2.23	2.48
每股经营现金流	0.48	7.53	5.27	19.75	18.21
每股净资产	-24.29	51.25	29.52	54.09	69.69
估值比率					
P/S	-	-	1.3	1.1	1.0

广发商贸零售行业研究小组

洪　　涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010 年开始从事商贸零售行业研究，2014 年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。

嵇 文 欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

童 若 琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

包　　晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

李　　靖：美国西北大学项目管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。