

投资评级：强于大市（维持）

报告日期：2021年09月23日

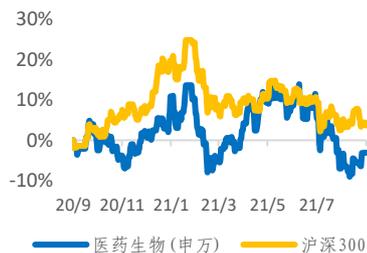
分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

☎ 021-31829709

✉ huangsy@cgws.com

行业表现



数据来源：贝格数据

他山之石：从日韩发展史看中国医美行业

——医美行业系列专题报告之一

重点推荐公司盈利预测

| 股票名称 | EPS | | PE | |
|------|------|------|-----|-----|
| | 21E | 22E | 21E | 22E |
| 爱美客 | 4.09 | 6.12 | 138 | 92 |
| 华熙生物 | 1.72 | 2.37 | 100 | 73 |
| 四环医药 | 0.08 | 0.12 | 25 | 18 |
| 朗姿股份 | 0.57 | 0.80 | 53 | 37 |
| 贝泰妮 | 1.87 | 2.55 | 99 | 73 |

资料来源：长城证券金融研究院

核心观点

- 日本医美起步较早，非手术类占比远高于全球平均：**日本医美行业萌芽于19世纪，是开展整形美容手术较早的亚洲国家，行业规范性强，技术与服务均高于全球平均水平。日本医美市场具备较强的活力，据JSAPS（日本美容外科学会）推算，2017年日本当地共进行了约321万次整形手术或项目，根据手术平均价格进行推算，其市值约为230亿人民币。在日本，抑制皱纹和松弛的药物注射和激光脱毛等微整形是医美的主流，非手术类占比约85%，远高于全球平均水平。
- 韩国医美渗透率高，医疗美容经济发达：**韩国整容起源于20世纪50年代；随20世纪70年代韩国经济腾起并且成为亚洲四小龙，韩国医美行业发展加速；2009年，韩国政府修改《医疗法》，韩国国际医疗旅游产业开始全面兴起。目前，韩国是全球医美渗透率最高的国家之一。据头豹金融研究院，2019年韩国医美渗透率为20.5%，高于美国（16.6%）、日本（11%）、中国大陆（3.5%）。大量亚洲游客推动了韩国医美市场的发展，据韩国保健产业振兴院，2013年我国赴韩整容人数为1.63万人，2018年达到10万人，占到外国人赴韩整容总数量的71.43%。
- 中国医美机构民营占主导，渗透率提升空间大：**中国医疗美容行业起步落后于日本及韩国，但得益于人口红利，中国医疗美容市场规模未来有望远超日韩。20世纪90年代开始，我国医疗美容进入成长期。2014年后，随着中国“互联网+”浪潮的掀起，中国医美行业开始进入高速发展期，新氧、更美、悦美等互联网医美平台迅速扩张，逐渐成为医疗美容产业链的枢纽环节。目前，中国民营医美机构已成为医美市场的主导力量，占比超九成，但行业集中度较低。根据弗若斯特沙利文分析，受监管的中国医疗美容市场规模在2018年达到1,216.7亿元，并预计在2023年达到3,601.3亿元，复合增长率为24.2%。2019年，中国的医美渗透率是日本的1/3，美国的1/5，韩国的1/6，未来提升空间较大。
- 监管加强利好合规机构，行业收购整合趋势初现：**未来医美市场变化趋势：一、市场保持快速增长，渗透率持续提升，向低线城市发展，男性颜值意识崛起；二、监管逐步加强，利好证件齐备的上游医美产品厂商及合规的

下游医美机构；三、海南试点等政策支持叠加疫情影响，导致海外医美消费回流，医美行业发展加速；四、医美行业收购整合的趋势初现，上游通过横向并购快速丰富产品线，下游推动标准化扩张；五、新氧、更美等中介机构崛起，线上平台影响力加大，行业信息差将逐渐消除。

- **投资建议：**中国医美行业正处于快速发展期，由于国内经济快速发展、消费者求美意识觉醒、产品供给日益旺盛，预计未来医美渗透率将持续提升，行业仍将维持快速增长，国产品牌市占率正逐步提升，国内医美市场有望成为全球规模最大的医美市场之一。重点推荐标的包括：管线布局完备的国货医美注射剂龙头【爱美客】、玻尿酸全产业链布局的【华熙生物】、医美与制药双轮驱动【四环医药】、老客复购占比高的医美区域龙头【朗姿股份】、国货功能性护肤龙头【贝泰妮】。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，终端消费需求疲软，新产品推广不及预期，疫情影响时间过长，政策监管趋严风险。

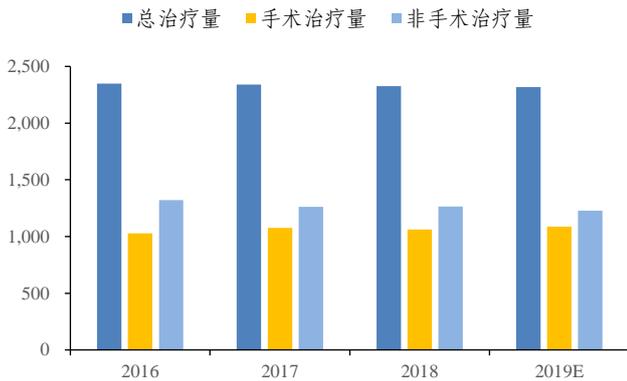
目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 他山之石：日韩医美行业是如何演变的？ | 5 |
| 1.1 全球：20世纪进入发展期，非手术类项目占比高 | 5 |
| 1.2 日本：起步时间较早，医美态度保守 | 6 |
| 1.3 韩国：医美渗透率高，政府扶持医美产业 | 9 |
| 2. 中国现状：起步稍晚，未来渗透率提升空间大 | 13 |
| 2.1 发展历程：“互联网+”浪潮下，民营机构主导市场 | 13 |
| 2.2 医美市场是如何崛起的？ | 14 |
| 2.3 行业特点：渗透率提升空间大，行业集中度低 | 17 |
| 3. 启示与趋势：医美消费常态化，行业整合趋势加速 | 21 |
| 3.1 启示：医美消费将常态化 | 21 |
| 3.2 未来趋势：医美巨头呈现收购整合趋势，新氧、更美等中介机构突起 | 21 |
| 3.3 投资建议：推荐爱美客、华熙生物 | 23 |

图表目录

| | | |
|-------|--------------------------------|----|
| 图 1: | 全球医美发展史..... | 5 |
| 图 2: | 全球医美治疗量（万例）..... | 6 |
| 图 3: | 全球医美非手术治疗量（万例）..... | 6 |
| 图 4: | 日本医美发展史..... | 7 |
| 图 5: | 2017 年日本医美项目构成..... | 8 |
| 图 6: | 2017 年全球主要各国家医疗美容手术与非手术占比..... | 9 |
| 图 7: | 韩国医美行业市场规模..... | 10 |
| 图 8: | 每年赴韩就诊的外国游客人数..... | 10 |
| 图 9: | 韩国人均 GDP（美元）..... | 11 |
| 图 10: | 国内医美发展史..... | 13 |
| 图 11: | 民营医美机构逐渐占据主导位置..... | 14 |
| 图 12: | 中国医疗机构诊疗人次及入院人数（人/年）..... | 14 |
| 图 13: | 中国医疗美容行业市场规模..... | 15 |
| 图 14: | 人均 GDP 变化（美元）..... | 15 |
| 图 15: | 中国手术类/非手术类医美项目市场规模..... | 18 |
| 图 16: | 不同城市医美渗透率（2018 年）..... | 18 |
| 图 17: | 抗衰紧致项目成医美消费者“最爱”..... | 18 |
| 图 18: | 植发的女性用户占比提升..... | 18 |
| 图 19: | 医美项目渗透率..... | 19 |
| 图 20: | 中国医美透明质酸产品竞争格局，国产品牌逐渐崭露头角..... | 19 |
| 图 21: | 国内整形美容医院医生数量（人）..... | 20 |
| 图 22: | 各国每十万人人口整形外科医生数量（2017 年）..... | 20 |
| 表 1: | 男女青睐的手术类项目不同（2018 年）..... | 6 |
| 表 2: | JSAS 与 JSAPS 的区别..... | 6 |
| 表 3: | 日本手术类及非手术类医美案例中数量排名前列的项目..... | 8 |
| 表 4: | 韩国医美行业重大事件..... | 10 |
| 表 5: | 医美旅游经济上韩国 VS 日本..... | 12 |
| 表 6: | 近年医保控费相关的政策性文件..... | 16 |
| 表 7: | 艾尔建的收并购史..... | 16 |
| 表 8: | 2018 年中国不同年龄层级医美需求及年均消费..... | 18 |
| 表 9: | 中国医疗美容机构竞争格局（2019 年）..... | 20 |

图 2: 全球医美治疗量 (万例)



资料来源: ISAPS, 长城证券金融研究院

图 3: 全球医美非手术治疗量 (万例)



资料来源: ISAPS, 长城证券金融研究院

手术类项目中, 眼部、鼻部及瘦身项目较为流行。不同地区, 不同性别的消费者对手术类项目存在不同的偏好, 例如中国女性倾向于改善眼部及面部轮廓的医美项目。

表 1: 男女青睐的手术类项目不同 (2018 年)

| 排名 | 女性 | | 男性 | |
|----|-----------|----------|--------|-------------|
| | 全球 | 中国 | 全球 | 中国 |
| 1 | 隆胸 (硅胶植入) | 埋线提升 | 眼睑手术 | 鼻综合 |
| 2 | 吸脂 | 切开双眼皮 | 男子乳房发育 | 自体脂肪 |
| 3 | 眼睑手术 | 自体脂肪全脸填充 | 鼻整形术 | 植发 |
| 4 | 腹部整形术 | 吸脂瘦大腿 | 吸脂 | 双眼皮 |
| 5 | 乳房提升术 | 鼻综合 | 头发移植术 | 吸脂瘦腰 (腹部整形) |

资料来源: 南方周末, 新氧, 长城证券金融研究院

美国、中国和巴西三国共占据全球医美市场接近一半的市场份额。据第三方研究机构 Frost&Sullivan 数据, 2018 年, 中国已成为第二大医疗美容市场, 占全球约 13.5% 的市场份额, 随着国内医美市场渗透率不断提升, 中国有望超越美国成为全球第一大医美市场。

亚洲各国医美行业发展存在相似性且互相影响。中国医疗美容行业起步稍落后于日本及韩国, 但得益于人口红利, 中国医疗美容市场规模未来有望远超日韩。同时, 中国医疗美容行业亦受到日韩影响, 技术发展及产品趋势存在某些相同的特性, 日韩医美行业发展史对国内医美发展具有一定借鉴作用。

1.2 日本: 起步时间较早, 医美态度保守

日本是开展整形美容手术较早的亚洲国家。日本美容外科医师学会于 1966 年成立, 大韩美容整形外科学会 1985 年成立, 中国整形外科学会成立于 2002 年。

日本有两大著名日本美容外科学会, 即 JSAS、JSAPS。它们准入机制和前身不同。根据它们的发展, 日本医美行业衍生历程可以视为: 整形外科——形成外科——美容外科。

表 2: JSAS 与 JSAPS 的区别

| | JSAS | JSAPS |
|------|---------------------|--------------------|
| 成立时间 | 1966 年 | 1977 年 |
| 准入机制 | 对医生准入资格的审查就不是很严格, 只 | 必须要有 6 年以上的形成外科医生经 |

| | JSAS | JSAPS |
|------|--------------------------|-------------------|
| | 要拥有日本医师执照并在从事相关职业即可成为会员。 | 验，且还需被认定为形成外科专门医。 |
| 协会前身 | 日本整形外科学会 | 日本形成外科学会 |
| 备注 | 日本的整形外科相当于我国的骨伤科 | 日本的形成外科相当于我国的整形外科 |

资料来源：长城证券金融研究院

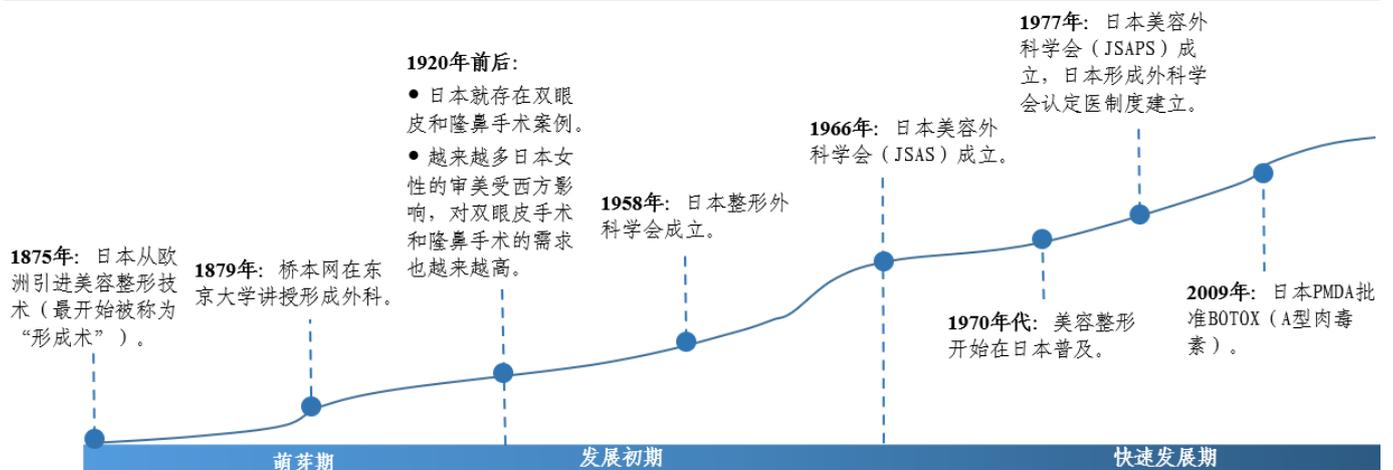
日本医美行业发展主要经历三个时期：

萌芽：1875年，日本从欧洲引进美容整形技术（最开始被称为“形成术”）。明治维新时期，日本医学外科的发展速度较快，水平也接近于欧洲。1879年，桥本网在东京大学讲授形成外科。

发展初期：1920年前后，日本就存在双眼皮和隆鼻手术案例。二战后，越来越多日本女性的审美受西方影响，对双眼皮手术和隆鼻手术的需求也越来越高。在丰胸手术方面，日本医生率先应用硅注射来丰胸，而当时美国应用的是聚氨酯等海绵材料。在1960年代初的东京，美容整形院的存在已非个例。1958年，日本整形外科学会成立。1966年，日本美容外科学会（JSAS）成立。

快速发展期：1970年代末，美容整形开始在日本普及。1977年，日本美容外科学会（JSAPS）成立，日本形成外科学会认定医制度建立。1991年，日本美容外科协会成立。

图 4：日本医美发展史



资料来源：长城证券金融研究院整理

医美行业规范性强，技术与服务均高于全球平均水平。日本非常重视教育问题，对于美容教育有着明文规定。1947年，《美容师法》建立，日本美发美容业开始受到约束，此后该法历经二十余次修改。该法律规定：经考试入学，修满两年专业美发美容课程，并经考试合格的，才能取得美发美容从业资格。从2004年开始，日本的教育部门又进一步改革，要求美容学校的入校生必须具有高中以上学历，并且取消了两年的制教育。

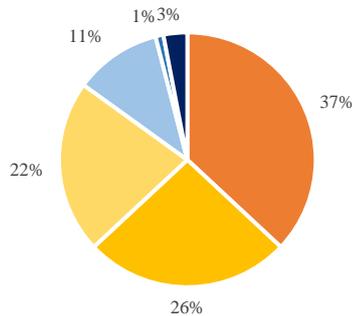
作为亚洲“整形大国”，日本医美市场具备较强的活力。据 JSAPS（日本美容外科学会）推算，2017年日本当地共进行了约321万次整形手术或项目，根据手术平均价格进行推算，其市值约为230亿人民币。在日本，抑制皱纹和松弛的药物注射以及激光脱毛等“微整形”是手术的主流。

在 JSAS、JSAD 的协助下，日本美容外科学会（JSAPS）以调查问卷形式对 2017 年日本国内 521 所机构的美容医疗实况进行了调查，得出以下结果：

1) 日本对于大型医美项目比较保守，手术类案例占比低于国际平均水平。521 所机构共反馈了 1,603,318 件案例，其中手术性质案例共 278,507 件，非手术性质（注射、脱毛、再生医疗等）案例共 1,625,391 件，手术性质案例仅占总数的 15.4%，而国际上占比达 40%左右。

图 5: 2017 年日本医美项目构成

■ 非手术类：注射（乳房除外）
■ 非手术类：其他（脱毛、再生医疗等）
■ 非手术类：面部年轻化
■ 手术类：面部/头部
■ 手术类：乳房
■ 手术类：四肢



资料来源：JSAPS，长城证券金融研究院

2) 手术类项目中，面部和头部手术占比近 90%。手术类项目中，双眼皮手术占比超 40%。隆鼻手术以外的鼻部整形项目数量大于隆鼻手术项目数量，由此可见，日本民众审美逐渐多元化，不再一味追求高挺鼻梁，而是更倾向于改善鼻部的形状。

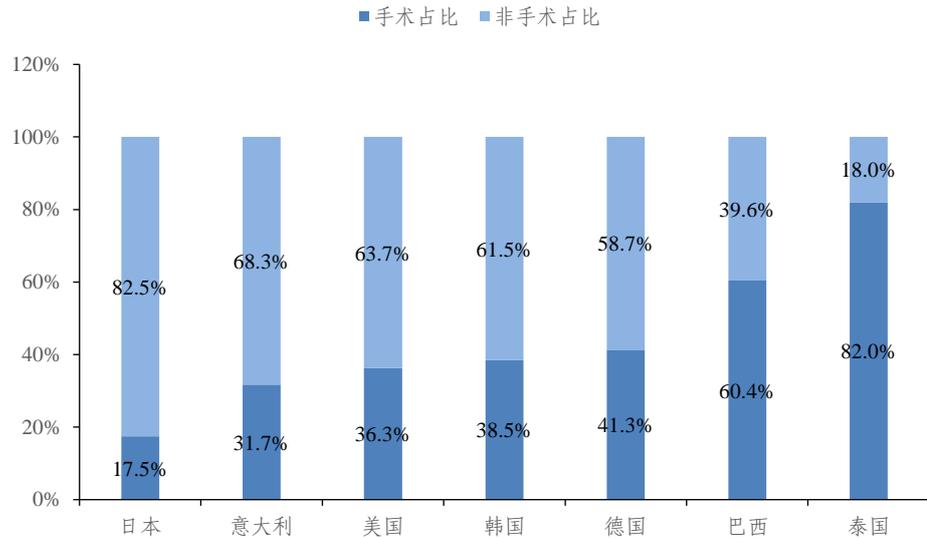
表 3: 日本手术类及非手术类医美案例中数量排名前列的项目

| 排名 | 手术性质 | 非手术性质 |
|----|-----------------|----------------|
| 1 | 双眼皮手术 | 脱毛 |
| 2 | 脸部埋线 | 肉毒 |
| 3 | 隆鼻手术以外的鼻部整形 | 玻尿酸注射（乳房除外） |
| 4 | 上眼睑整形（祛除皱纹、下垂等） | 斑点、疣治疗（激光类） |
| 5 | 隆鼻手术 | 非手术瘦身 |
| 6 | 下眼睑整形（祛除皱纹、脱脂等） | 光线照射年轻化（IPL 等） |
| 7 | 抽脂 | / |

资料来源：JSAPS，长城证券金融研究院

3) 手术类占比低于主流发达国家，轻医美项目受热捧。2017 年，日本手术类项目占比仅为 17.5%，低于韩国（38.5%）、美国（36.3%）。非手术类中，脱毛项目以单项数量最多占据第一位，肉毒和玻尿酸的注射项目分别占据二、三位，激光类、瘦身类及抗衰老项目紧随其后。

图 6: 2017 年全球主要各国家医疗美容手术与非手术占比



资料来源: ISAPS, 长城证券金融研究院

1.3 韩国：医美渗透率高，政府扶持医美产业

韩国整容起源于 20 世纪 50 年代，医美行业发展阶段可分为：

萌芽时期：朝鲜战争刚结束，由于很多人面容毁于战火，当时有几位美国的外科医生来到韩国帮助受伤的人实施外科手术。20 世纪 60 年代，韩国出现了零星的个人小诊所，对天生畸形或因战争损伤的身体残疾者进行治疗，尚未形成现代意义的“美容类”学科，项目包括烧伤、疤痕、牙齿矫正、术后创口修复、各个畸形身体器官修复等。

发展初期：1973 年，韩国政府认定“整形外科”作为独立的医学科目存在，在一些大学附属的综合性医院开始建立整形科（大学医院是韩国主要的医院类型）。随 20 世纪 70 年代韩国经济腾起并且成为亚洲四小龙，韩国医美行业发展加速。BK 东洋医院、原辰医院、梦想整形外科相继成立并迅速发展，至今已成为全球闻名的整形医院。2004 年，韩国 KFDA 批准 BOTOX 用于医美领域。

快速发展期：2009 年，韩国政府修改《医疗法》，将医疗机构或中介机构开展招揽外国患者赴韩就诊的营利行为合法化，这标志着韩国国际医疗旅游产业的全面兴起。自此，医疗旅游定位为新成长动力产业和创造经济的先导产业。2015 年底，韩国国会通过《关于支持医疗海外输出及招徕外国患者的法案》，进一步加大对国际医疗旅游产业发展的支持力度，许可医疗机构有限制地刊登外语标示广告。据韩国保健产业振兴院，2016 年全韩医疗机构接待了来自 186 个国家的外国患者 36.42 万人。

表 4: 韩国医美行业重大事件

| 时间 | 重大事件 | 内容 |
|-------------|---|----|
| 20 世纪 60 年代 | 韩国医美行业起步，项目包括烧伤、术后创口修复、各个畸形身体器官修复等。 | |
| 1973 年 | 政府认定“整形外科”作为独立的医学科目存在。 | |
| 20 世纪 70 年代 | 随韩国经济腾起，韩国医美行业发展加速。 | |
| 2004 年 | 韩国 KFDA 批准 Botox 用于医美领域。 | |
| 2009 年 | 政府修改《医疗法》，韩国国际医疗旅游产业全面兴起。 | 内容 |
| 2015 年 | 韩国国会通过《关于支持医疗海外输出及招徕外国患者的法案》，进一步加大对国际医疗旅游产业发展的支持力度。 | 内容 |

资料来源：长城证券金融研究院整理

2010 年后，韩国医美行业进入平稳发展期。据韩国反垄断机构数据，每年医美市场规模的增速在 15% 上下波动，与此同时，在韩国政府政策支持下，每年赴韩就诊的外国游客人数逐年攀升。

图 7: 韩国医美行业市场规模



资料来源：韩国反垄断机构，产业信息网，长城证券金融研究院

图 8: 每年赴韩就诊的外国游客人数



资料来源：韩国保健产业振兴院，长城证券金融研究院

韩国医美行业的快速发展诞生了 Medytox、大熊制药、Hugel、Humedix (艾莉薇生产商) 等多家知名原材料药品生产公司。韩国医美行业有如下特点:

1) 机构众多，竞争激烈

众多的医疗美容机构使得韩国国内竞争非常激烈。韩国的整形及医美医院大多为私营性质，且以专业性的小型门诊为主，规模较大的综合整形医院数量较少。据韩国保健产业振兴院《2016 韩国保健产业统计集》，截至 2016 年底，韩国正式登记注册的且有实际经营业绩的医疗机构共 1613 家，中介机构共 597 家，大部分集中在首尔、京畿道和仁川等首都圈地区，在空间上形成产业集聚分布。据韩国首尔市政府数据，在江南地区所覆盖的江南、瑞草两区注册的整容外科医院约 300 家，皮肤科医院约 180 家，占据两区医院总数的近六成。

2) 政府大力支持医美产业，但禁止医美机构连锁化发展

2013 年，韩国法务部批准韩国政府指定的医疗机构为外籍病人代理申请电子签证，这意味着整形游客可以不经由韩国使领馆直接在網上申请签证。2015 年，韩国政府出台新政保护医疗美容业的发展。但是，韩国政府不允许医美机构连锁化经营，因此医疗美容机构只能通过扩大规模扩张，而不能开设分店。

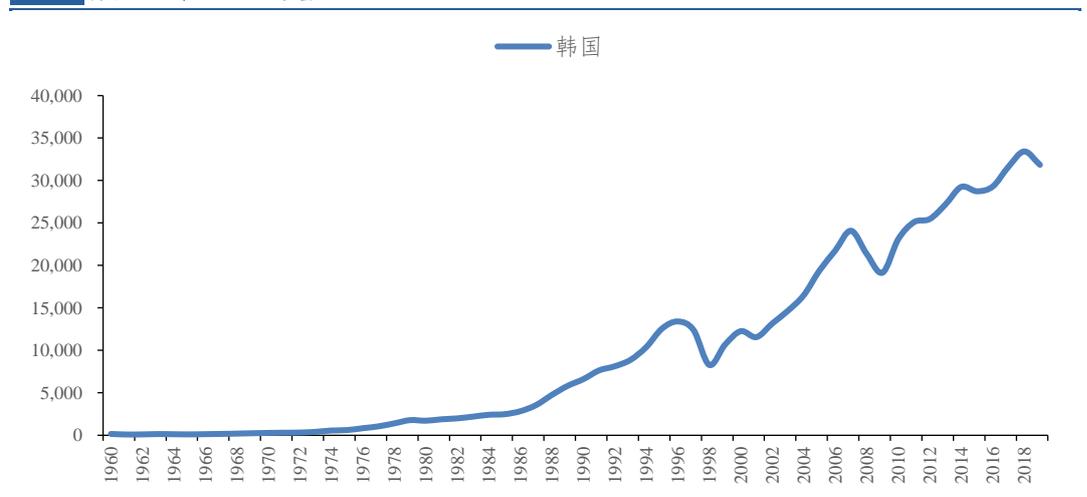
3) 韩国的医美产品及服务性价比高

韩国医美机构采用自主定价体系，医美产品及服务价格低于中国，主要原因在于韩国医美行业发展成熟，医院营销费用占比较低，而中国医美机构由于大量广告投入，营销费用占比略高于韩国。

目前，韩国是全球医美渗透率最高的国家之一。据头豹金融研究院，2019年韩国医美渗透率为20.5%，高于美国（16.6%）、日本（11%）、中国大陆（3.5%）。韩国医疗美容业快速发展的驱动因素有：

1) **宏观经济因素：**上世纪70年代后，韩国成为亚洲四小龙之一，变身发达国家。随韩国经济腾起，人均可支配收入增加，消费者求美意识觉醒，医美行业发展加速。

图9：韩国人均GDP（美元）



资料来源：世界银行，长城证券金融研究院

2) 产业配套及政策扶持

建立医疗纠纷处理机制，同时加强与保险行业合作。韩国保健产业振兴院设立“医疗纠纷调解仲裁院”，专门处理医疗纠纷事故。此外，韩国观光公社与保险公司针对外国患者联合开发了“医疗旅游安心保险”，提供医疗纠纷翻译服务、伤残或身亡赔偿、滞留费用赔付等项目。

为了推进国际医疗旅游产业发展，韩国政府从法律层面为各类医疗旅游活动的开展提供了政策保障。2009年，韩国政府修改《医疗法》，将医疗机构或中介机构开展招揽外国患者赴韩就诊的营利行为合法化；2015年底，韩国国会许可医疗机构有限制地刊登外语标示广告。2016年，韩国政府提出到2021年吸引80万外国患者来韩就医、推动211个医疗机构开拓海外医疗市场的目标。

3) **市场支撑：**韩国当地+中国等东南亚地区市场。

韩国当地市场：韩国医美渗透率居世界前列。由于韩国娱乐业发达，他们普遍注重外表及皮肤管理，女性及男性出门前会认真化妆打扮，不忌讳公开谈论整形经验，并将整形视为踏入社会的一项投资。

中国等东南亚市场：不断涌入的东南亚游客刺激了韩国医美市场的发展。据韩国保健产业振兴院，2013年我国赴韩整容人数为1.63万人，2018年达到10万人，占到外国人赴

韩整容总数量的 71.43%。在韩国官方统计数据中显示，由于医疗观光作为出境申请的中国游客的数量也呈现逐年上升的趋势。

为什么日本的医美旅游经济不如韩国发达呢？ 主要原因是赴韩做医美的经济成本相较于赴日要低，签证、预约、翻译等各种准入门槛也相对较低。所以，韩国医美市场的受众比日本更广阔，中国赴韩进行医美项目的人数多于日本。

表 5: 医美旅游经济上韩国 VS 日本

| | 韩国 | 日本 |
|--------|------------|----------------|
| 经济成本 | 较低 | 较高 |
| 准入门槛 | 较低 | 较高 |
| 审美方向 | 审美单一，流水化严重 | 审美多元化，追求个性化、自然 |
| 市场 | 中介机构多，相对混乱 | 相对规范 |
| 政府支持力度 | 较强 | 一般 |

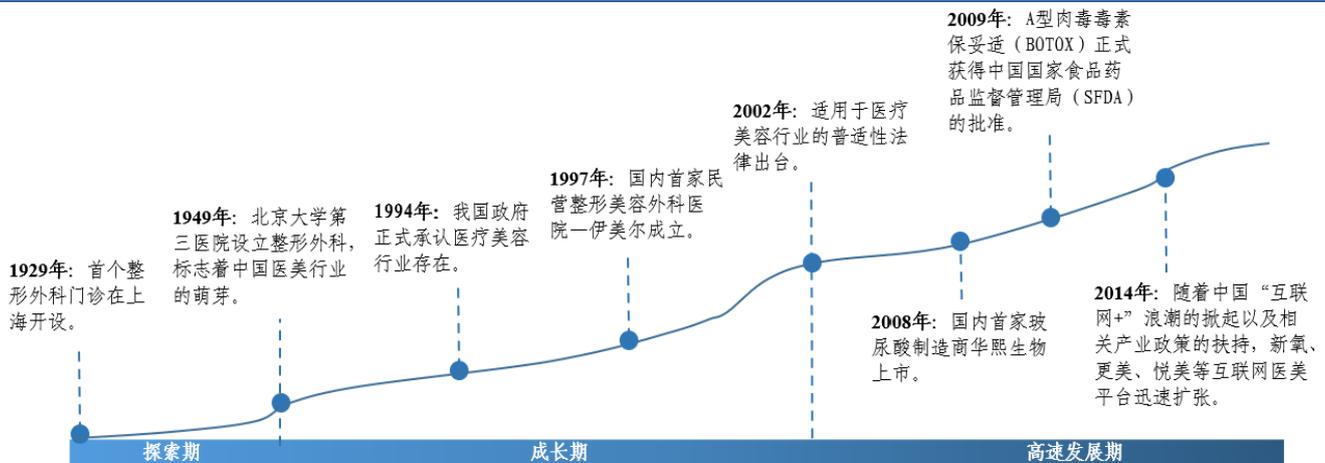
资料来源：长城证券金融研究院整理

2. 中国现状：起步稍晚，未来渗透率提升空间大

2.1 发展历程：“互联网+”浪潮下，民营机构主导市场

现代整形美容起源于 19 世纪初的欧洲。相比美国、日本、韩国等成熟市场，中国医美行业起步较晚，20 世纪 90 年代开始，我国医疗美容进入成长期。自医美行业在中国诞生以来，大致经历了以下几个阶段：萌芽期——探索期——成长期——高速发展期。

图 10：国内医美发展史



资料来源：长城证券金融研究院整理

■ 萌芽期：民国期间。

1929 年，首个整形外科门诊在上海开设。1948 年，首个整形外科授课班于上海开设。此时，国内医美行业水平较低，规范性不强。

■ 探索期：1949-1993 年，公立医院纷纷设立整形科。

1949 年，北京大学第三医院设立整形外科，标志着中国医美行业的萌芽。此后，北京八大处、上海九院等多家公立医院纷纷设立整形科。当时，大众通过医疗手段主动变美的需求极少，整形科大多进行伤后修复、矫正等被动整形。同时在探索期阶段，医美机构以公立医院整形科为主，民营机构甚少。

■ 成长期：1994-2007 年，开放的贸易环境与良好的经济增速奠定医美行业成长基础，公立医院茁壮成长。

1994 年，我国政府正式承认医疗美容行业存在。1997 年，国内首家民营整形美容外科医院—伊美尔成立。90 年代是公立医院发展医美最旺盛的时期，当时的医美机构仍然以公立医院为主，公立医院开设美容科。同时也有少量的医生开始创业，设立民营机构。

2001 年，我国加入 WTO，贸易环境逐步开放，经济逐步发展，国外先进的美容观念及技术慢慢传入中国，国内医美行业进入成长期。2002 年，适用于医疗美容行业的普适性法律出台，标志着医美行业的规范化。医美行业也逐渐产业化，莆系力量开始介入医美行业。

■ **高速发展期：2008 年至今，民营机构进入爆发期，互联网医美平台完成多轮融资。**

1) 2008 年至今，中国医美产业加速发展，民营机构雨后春笋般涌现。

2008 年以后，随着国际合作增多以及国家政策的支持，中国医美加速发展，优质医美企业不断涌现。2009 年，A 型肉毒毒素保妥适（BOTOX）正式获得中国国家食品药品监督管理局（SFDA）的批准，滞后韩国 5 年。

2) 2014 年后，凭借“双创”风口迎来爆发，中国互联网医美平台崭露头角。

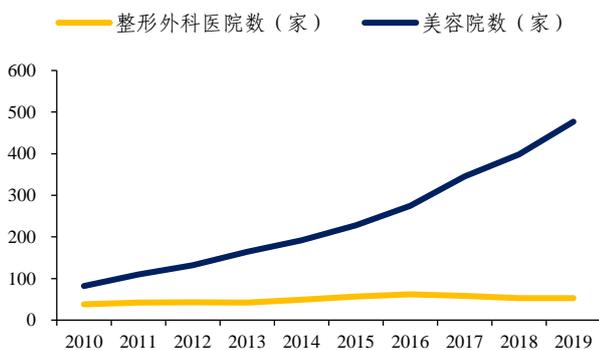
2014 年以后，随着中国“互联网+”浪潮的掀起，以及相关产业政策的扶持，中国医美行业开始进入高速发展期。新氧、更美、悦美等互联网医美平台迅速扩张，逐渐成为医疗美容产业链的枢纽环节。互联网医美平台通过链接医美机构，帮助上游厂商简化分销环节，利于消费者高效决策，同时有效降低医美机构高昂的获客成本。2019 年，新氧正式于美国上市，成为“中国互联网医美第一股”。

2019 年，国内玻尿酸产业链龙头华熙生物上市，2020 年，国内医美注射剂龙头爱美客上市，开启医美企业资本市场新篇章。2021 年中国出台支持海南高端医美产业的政策，积极引进和推广医美技术，打造医美产业和交流平台。

目前，中国民营医美机构已成为医美市场的主导力量，占比超过九成。但大部分医美民营机构普遍存在销售费用高，导致净利润偏低的问题，通常净利润率约 10%（据相关上市公司经营数据）。销售费用过高和顾客转化率是民营医美机构面临的突出问题，很大程度上侵蚀了医美机构的利润空间。

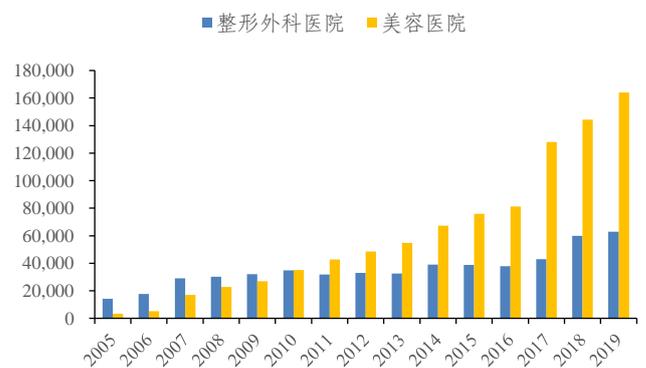
根据国家卫健委的数据，赴美容医院就诊的人数迅速增长，而赴整形外科医院就诊保持平稳增速。

图 11: 民营医美机构逐渐占据主导位置



资料来源: 艾媒咨询, 长城证券金融研究院

图 12: 中国医疗机构诊疗人次及入院人数 (人/年)



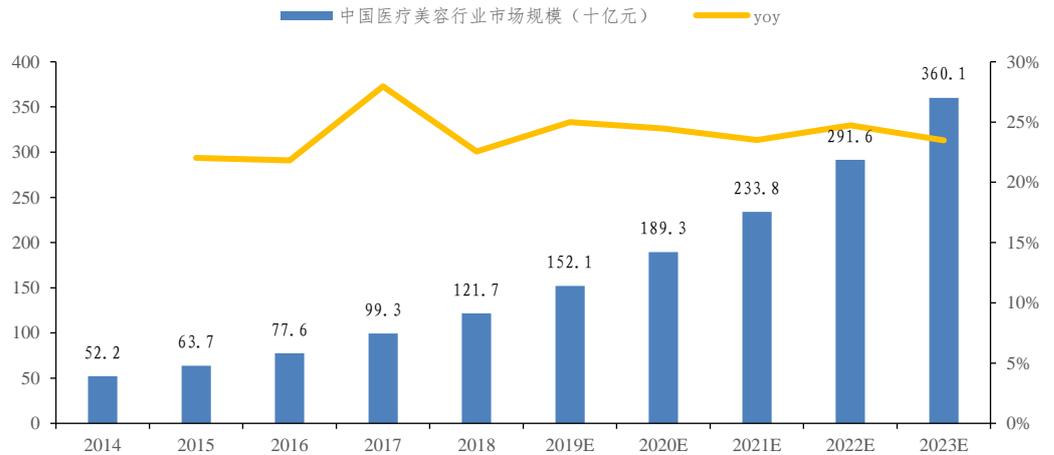
资料来源: 国家卫健委, 长城证券金融研究院

2.2 医美市场是如何崛起的?

中国医疗美容市场是全球增速最快的医美市场之一。经济的发展、人均可支配收入的增加、购买力和个人医美意识的提升，为中国医疗美容市场的增长提供了强有力的支撑。

1) **从医疗美容市场规模看:** 根据弗若斯特沙利文分析，受监管的中国医疗美容市场规模在 2018 年达到 1,216.7 亿元，并预计在 2023 年达到 3,601.3 亿元，复合增长率为 24.2%。

图 13: 中国医疗美容行业市场规模



资料来源: 新氧招股书, 长城证券金融研究院

2) 从医疗美容机构的规模数量看: 2011 年末, 我国各类医疗机构中医疗美容科床位数为 5,242 张, 2017 年末增长至 11,470 张, 年均复合增长率高达 13.94%。

根据医美平台更美 APP 发布的《2020 医美行业白皮书》, 尽管 2020 年遭遇疫情冲击, 中国新增医美机构 5150 家, 纯医美市场规模仍达 1975 亿元, 占全球 17%, 有望成为世界医美第一大国。

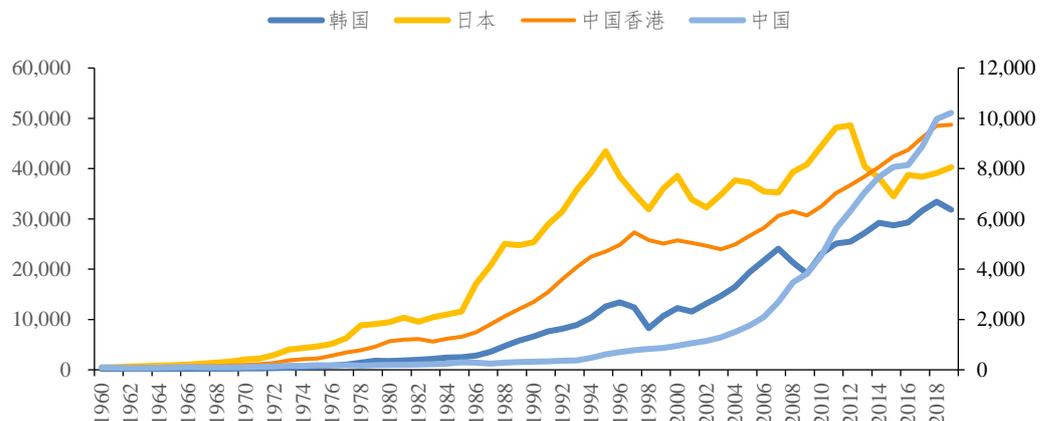
3) 从就诊人数看: 2011 年, 我国整形外科医院、美容医院的门诊数量分别为 34.72 万人次和 78.40 万人次, 共 113.12 万人次, 至 2017 年, 已分别增长至 71.79 万人次和 462.63 万人次, 共 534.42 万人次, 合计就诊人数年均复合增长率高达 29.54%。

总体来说, 促进我国医美行业发展蓬勃发展的因素有五个: 一是宏观经济因素为基础, 二是行业供给增加, 三是资本推动加速, 四是医生多点执业制度, 五是新冠疫情冲击。

1) 宏观经济: 医美行业随着经济腾飞而发展

1970 年代末, 日本人均 GDP 加速增长, 与此同时, 日本医美行业也进入快速发展期。韩国情况与日本类似。2000 年前后, 中国人均 GDP 增速变快, 国内医美行业也进入成长期, 医美行业的繁荣离不开宏观经济的影响。

图 14: 人均 GDP 变化 (美元)



资料来源: 世界银行, 长城证券金融研究院

2) 行业供给增加

随着国内经济的快速发展，艾尔建、高德美等外资医美巨头纷纷进入国内市场，同时爱美客、华熙生物等国内专注企业亦逐渐成立，行业供给快速增加，为消费者提供更丰富、多样化、个性化医美产品，更好的满足求美者的爱美之心。

2012年，人社部印发《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》，拉开医保控费帷幕。医保控费，即控制不合理的医疗费用，力争减少不合理支出，提高医保基金使用率。目前针对医保控费主要政策有三，一是医院控制药占比，二是医院医保费用限额拨付，三是按病种付费。

表 6: 近年医保控费相关的政策性文件

| 时间 | 事件 |
|-------|--|
| 2012年 | 人社部印发《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》，明确基金收支预算管理要加强总额控制，结合住院、门诊大病的保障探索按病种付费的改革方向。 |
| 2015年 | 国家卫计委、发改委、财政部、人社部、中医药管理局等五部委联合印发了《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》，建立以按病种付费为主，按人头、按服务单元等复合型付费方式。 |
| 2016年 | 发布了《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》，要求到2017年底，全国医疗费用增长幅度降到10%以下 |
| 2017年 | 全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。 |
| 2018年 | 医保局成立，医保支付由其统一规划和执行。9月11日，国家医疗保障局在上海召开座谈会，公布了带量采购的办法及第一批带量采购清单。 |

资料来源：长城证券金融研究院整理

医保控费大背景下，医药企业的生存环境变差，倒逼医药企业向医美领域拓展。例如，四环医药实行“医美与制药双轮驱动”战略，希望医美业务成为价值加速器，促进公司业绩持续增长。2020年以来，公司不断完善医美产品管线，先后获得多项国外医美产品的独家代理权：（1）韩国 Hugel 公司生产的重磅产品 A 型肉毒毒素（乐提葆）国内独家代理权，（2）东方医疗会社旗下爱拉丝提面部埋植线、私密用线的国内独家代理权，（3）美国 Genesis Biosystems 的脂肪采集系统 LipiVage 在大中华区及韩国的独家代理权。

3) 资本推动加速：优质赛道吸引资本进入，加速行业发展

回顾医美巨头 Allergan 扩张商业版图的发展历程，可窥见行业内公司通过行业内收购整合之路。自 90 年代起，艾尔建（Allergan）通过数次优质标的收购，逐步扩充医美产品管线。艾尔建于 1989 年收购生产保妥适（A 型肉毒素）的公司，2007 年收购 Groupe Corné al 实验室以巩固公司在透明质酸市场地位，2010 年开始涉及眼部护理、医疗美容（乳房植入物、皮肤填充物、除皱肉毒杆菌）、神经科学和肥胖领域的治疗。最终，艾尔建从最初以眼部产品为主要业务的企业发展为医美领域的龙头药企。

表 7: 艾尔建的收并购史

| 时间 | 收并购事件 |
|-------|---|
| 1989年 | 收购生产保妥适（A 型肉毒素）的公司。 |
| 2007年 | 收购 Groupe Corné al 实验室以巩固公司在透明质酸市场地位。 |
| 2010年 | 开始涉及眼部护理、医疗美容（乳房植入物、皮肤填充物、除皱肉毒杆菌）、神经科学和肥胖领域的治疗。 |

资料来源：长城证券金融研究院整理

国内公司也试图通过投资、上下游收并购等方式进入医美领域。2016年前后，朗姿、苏宁、奥克斯等跨行业巨头上市公司先后进入医美市场，随后复星、新希望等资本巨头也强势进入，越来越多资本的加入带动了医美行业的火热。以朗姿股份、苏宁环球、复星集团、奥园美谷、金发拉比等公司为例：

朗姿股份：2016年，朗姿股份通过收并购等方式进军医美行业。9月，朗姿收购6家医美公司（米兰品牌、晶肤品牌）及2家韩国“Dream”，合计达3.5亿。2017年3月，朗姿医疗成立，“米兰”和“晶肤”等企业并入朗姿医疗。2017年，朗姿拥有的医美公司共11家，2019年扩大到15家。

苏宁环球：2016年，苏宁投资2.9亿元与韩国ID健康产业集团合作，在中国大陆成立合资公司，产业包括ID医美、医院渠道化妆品、干细胞、健康检测、培训等业务。同年，苏宁健康与苏宁环球集团合资成立50亿元的镇江苏宁环球医美产业基金，收购了美联臣、广州妍雅等11家医美医院。2017年，苏宁收购天大医疗。

复星集团：2013年，复星医药成立复锐医疗，复锐医疗收购了以色列医美器械商Alma Lasers。2016年，复星医美为更美APP的C轮融资的投资方之一。2018年，复星医药成立上海卓瑞门诊，对标国内高端医疗需求市场。2019年，卓瑞门诊与日本自由之丘美容整形医院合作成立卓尔荟美颜中心，由日本医美医生为消费者面诊。同年，复星医药投资重庆星荣医美，拓展在整形美容方面的布局。

奥园美谷：2020年11月，公司对公司战略进行调整，从中游医美服务端切入医美赛道，致力于将公司打造成为美丽健康产业的上市平台。12月，公司与东方美谷奥园上海科技园的运营方签署医美产业咨询顾问服务协议。2021年，公司通过收购浙江医美龙头杭州连天美两家医疗美容医院，布局医美服务端；与暨南大学医药生物中心、广州市暨源生物科技有限公司签署战略合作协议；与大连肌源医药科技有限公司签署战略合作协议，布局医美产品端。

金发拉比：打造“母婴产品+医疗、医美服务”的新业务模式。公司以2.376亿元受让怀化问美企业管理咨询合伙企业（有限合伙）所持有的医疗美容企业广东韩妃医院投资有限公司的402万元出资（占韩妃投资注册资本的36.00%）。为加快公司在医疗美容领域的发展，公司拟与深圳嘉禾资产、黄招标共同投资设立共青城嘉美股权投资合伙企业，成立医美产业基金。

4) 医生多点执业制度

2017年，国家卫生部发布“医师多点执业”。医师多点执业，是指符合条件的执业医师经卫生行政部门注册后，受聘在两个以上医疗机构执业的行为。该政策让公立医院医生有条件到私立去执业，民营机构医生能在多个机构执业，大大提高了行业内医生流动效率，为民营机构快速发展提供更充裕的医疗资源。自此，民营机构数量突飞猛进增加。

5) 新冠疫情

受疫情影响，宅家无事叠加医美行业线上宣传力度加大，人们对医美的关注度越来越高。同时，消费者更重视自身健康，更愿意投资在自身上，求美意识逐步崛起。

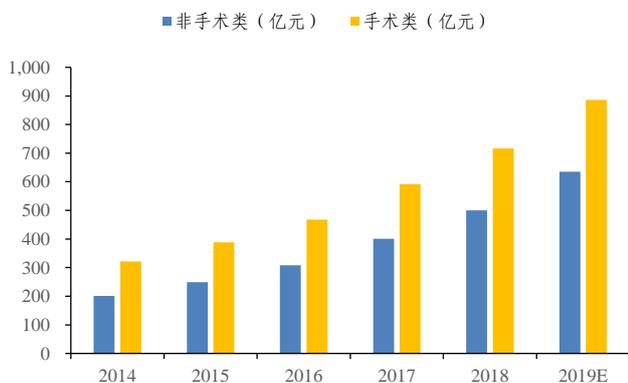
2.3 行业特点：渗透率提升空间大，行业集中度低

我国医美市场与日韩医美市场存在许多不同，主要是处于不同的发展阶段叠加各国消费者偏好差异大。接下来，从需求端和供给端角度分析我国医美行业特点。

从需求端看，

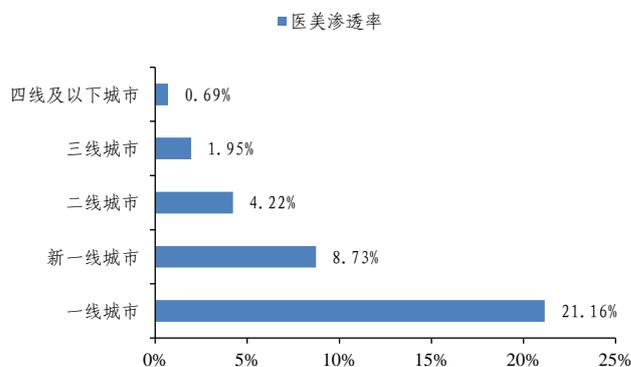
1) 一线城市医美渗透率高，国内轻医美较流行：相比于手术类整形，以注射类为代表的非手术类微创医疗美容，恢复时间快、价格及风险相对较低，因此有更高的市场接受度和复购率。

图 15: 中国手术类/非手术类医美项目市场规模



资料来源: 新氧招股书, 长城证券金融研究院

图 16: 不同城市医美渗透率 (2018 年)



资料来源: 新氧, 长城证券金融研究院

2) 消费群体需求差异较大: 不同年龄层级对医美的需求不同, 年均消费存在差异。例如, 00 后青睐瘦脸, 70 后青睐玻尿酸填充。

表 8: 2018 年中国不同年龄层级医美需求及年均消费

| | 70 后 | 80 后 | 90 后 | 00 后 |
|------|-------|--------|--------|-------|
| 年均消费 | 差异非常大 | 5-6k | 1-2k | 差异大 |
| 1 | 玻尿酸填充 | 玻尿酸填充 | 面部脂肪提升 | 肉毒素瘦脸 |
| 2 | 面部提升 | 面部脂肪提升 | 玻尿酸填充 | 玻尿酸填充 |
| 3 | 肉毒素瘦脸 | 肉毒素瘦脸 | 肉毒素瘦脸 | 鼻综合整形 |

资料来源: 悦美网, 长城证券金融研究院

近年来, 抗衰医美服务需求与植发需求呈现快速增长。据新氧数据颜究院与每经智库发布《2020 医美行业白皮书》, 2020 年新氧平台 25 岁以下的医美消费者占比约 54%, 30 岁以上医美消费者占比已从 2019 年的 13% 提升至 2020 年的 19%。这预示着我国医美消费的“熟龄化”已经到来, 隆胸、紧致、吸脂及各类抗衰医美服务需求都呈现快速增长。2019 年, 植发的客群超过 95% 为男性, 而 2020 年植发的女性用户占比已接近 40%。

图 17: 抗衰紧致项目成医美消费者“最爱”



资料来源: 新氧数据颜究院, 每经智库, 长城证券金融研究院

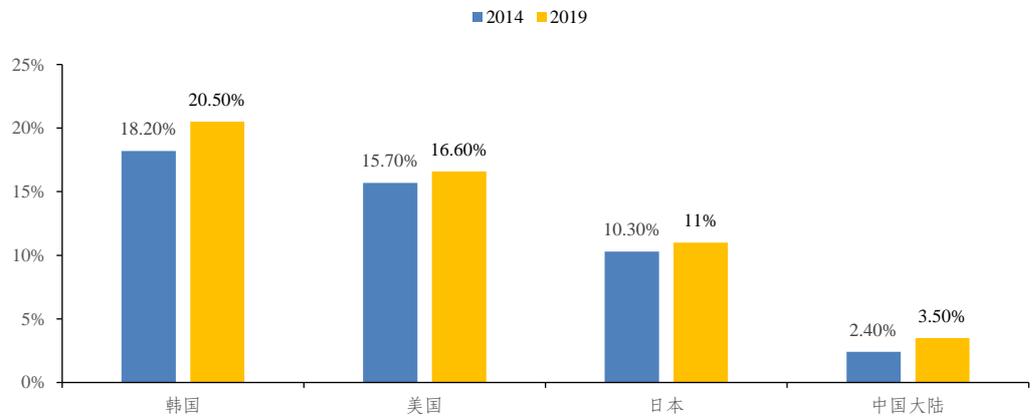
图 18: 植发的女性用户占比提升



资料来源: 新氧数据颜究院, 每经智库, 长城证券金融研究院

3) 中国大陆医美渗透率提升空间巨大。近年来,中国医美渗透率持续提升,2019年,中国的医美渗透率为3.5%,是日本的1/3,美国的1/5,韩国的1/6,未来提升空间较大。

图 19: 医美项目渗透率



资料来源: 头豹金融研究院, 长城证券金融研究院

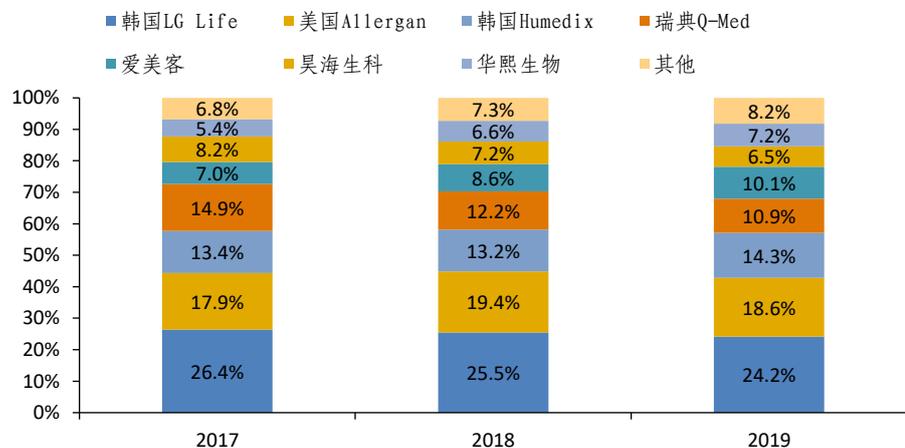
从供给端看,

1) 注射产品市场中, 国产品牌逐渐崭露头角

据爱美客招股说明书及 Frost & Sullivan, 2014-2018 年, 中国医疗美容注射产品市场中, 国产品牌销售收入增速较快, 复合增长率为 32.2%, 高于进口品牌的 18.7%。但是进口品牌产品仍占据市场的主导地位, 2018 年中国排名前三的本土企业占比仅为 23.4%, 主要是国产品牌单价较进口品牌产品低。

据弗若斯特沙利文预测, 2021 年中国医疗美容透明质酸终端产品市场规模有望超 50 亿元, 本土品牌占比将达到 30%。随着医疗美容透明质酸填充剂本土产品品类的增多, 质量的逐步提高, 以及增加病人的接受程度, 本土品牌的市场销售收入有望进一步提高。据爱美客招股说明书, 2019 年玻尿酸市场 CR7 为 92.7%, 其中, 国外品牌占 70.3%、国产品牌占 22.4%。根据爱美客港股招股说明书, 医美行业龙头爱美客的市场份额逐年稳步增长, 从 2016 年的 5.7% 提升到 2020 年的 14.3%。

图 20: 中国医美透明质酸产品竞争格局, 国产品牌逐渐崭露头角



资料来源: 爱美客招股说明书, 长城证券金融研究院

2) 医美机构分散度高，大型机构占比不到 12%

中国医疗美容市场竞争格局呈现高度分散状态，目前以中小型机构为主，大型机构占比不足 12%。医美行业具有高度个性化、地域差异化等特征，因此我国内连锁医美集团多采用各地区自主经营模式。同时，为降低经营成本及更好地应对消费者变化多端的需求，医美机构经营者大多选择开设中小型机构。

表 9: 中国医疗美容机构竞争格局（2019 年）

| 机构分类 | 大型 | 中小型 | 微型 |
|------|---|---|---|
| 代表机构 | 美莱、艺星、伊美尔、朗姿、丽都整形、华韩整形 | 北京长虹、四川华美紫馨、上海薇琳、成都西婵、杭州时光等 | “合规”诊所约 10000+家，“黑”诊所也通常出现在这类机构 |
| 机构特征 | 多为连锁机构，且同时拥有大中型医院、门诊部、诊所等多种形态的医疗美容机构。其中大型医美机构通常在 3000 平米以上，全职主诊医生 10-15 位，客流量 50-200 个/天。 | 包括医院和门诊部两种形式；规模约在 500-3000 平米之间，全职主诊医生 3 位左右，助手 6 位；客流量 20-100 个/天。 | 包括门诊部和门诊部两种形式；规模在 500 平米以下，主诊医生 1 位，助手 2-3 位；客流量 10-30 个/天。 |
| 占比 | 6-12% | 70-75% | 16-22% |

资料来源：艾瑞咨询，长城证券金融研究院

3) 从业人员素质有待提升，人均整形外科医生偏少

医美行业从业人员素质不一，有大量无证人员非法上岗。据国家卫健委，2018 年我国整形医院与美容医院医生约 7419 位（包括整形外科、皮肤科、中医科、口腔科部分医生）；而新氧大数据显示，截止 2018 年底我国医美行业医生约 31701 位。两者差距较大，主要是统计口径不同，差距来自医美门诊部、诊所、口腔机构及生活美容等领域。合规的医生需各地卫生部批准主诊医师资格证，培养一位优秀医美医生需要 10 年左右的时间。此外，中国整形业起步晚，医生平均素质与日韩存在一定差距。

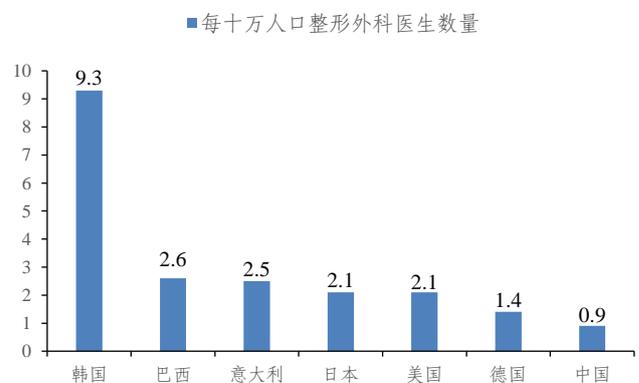
同时，与医美发展相对成熟的国家对比，我国人均整形外科医生数量远远不足。根据艾瑞咨询计算，2017 年我国每十万人仅拥有 0.9 个整形外科医生，低于韩国（9.3 个）及日本（2.1 个）。

图 21: 国内整形美容医院医生数量（人）



资料来源：国家卫健委，长城证券金融研究院

图 22: 各国每十万人人口整形外科医生数量（2017 年）



资料来源：国家卫健委，ISAPS，艾瑞咨询，长城证券金融研究院

注：韩国数据为 2016 年。

3. 启示与趋势：医美消费常态化，行业整合趋势加速

3.1 启示：医美消费将常态化

中国医疗美容行业起步稍落后于日本及韩国，但得益于人口红利，中国医疗美容市场规模未来有望远超日韩。同时，中国医疗美容行业也受到日韩影响，技术发展及产品趋势存在某些相同的特性。日韩医美行业发展史对国内医美发展有借鉴作用：

1) 求美意识觉醒不可逆，医美消费将常态化

随着国民经济水平的提升，消费者求美意识觉醒，抗衰需求将长期旺盛，医美消费将常态化，行业将较长时间保持快速增长。例如上世纪 70 年代后，韩国成为亚洲四小龙之一变身发达国家，随韩国经济腾起，人均可支配收入增加，韩国医美行业进入快速发展期。此后，医美行业一直保持繁荣，韩国政府甚至大力扶持医美产业，从法律层面为各类医疗美容活动的开展提供了政策保障。

2) 为满足消费者差异化的需求，产品、治疗手段将不断丰富，下游医美机构将注重医生个人 IP 的打造

上游而言，消费者对公司产品丰富度的要求日益增加，因此未来各种产品、治疗手段将不断丰富，预计将有更多外资内资企业逐渐进入行业。

下游而言，随着机构数量爆发式增长，特色机构将不断涌现，医生个人 IP 加强。以韩国为例，众多的医疗美容机构使得韩国国内竞争非常激烈，韩国的整形及医美医院大多为私营性质，且以专业性的小型门诊为主，规模较大的综合整形医院数量较少。韩国医生非常注重打造个人 IP，注重差异化服务，甚至于许多名医都只进行一种类型的医美手术。

3.2 未来趋势：医美巨头呈现收购整合趋势，新氧、更美等中介机构突起

我们认为，未来医美市场变化趋势：一、市场保持快速增长，渗透率持续提升，向低线城市发展，男性颜值意识崛起；二、监管逐步加强，利好证件齐备的上游医美产品厂商及合规的下游医美机构；三、海南试点等政策支持叠加疫情影响，导致海外医美消费回流，医美行业发展加速；四、医美行业收购整合的趋势初现，上游通过横向并购快速丰富产品线，下游推动标准化扩张；五、新氧、更美等中介机构崛起，线上平台影响力加大，行业信息差将逐渐消除。

1) 医美市场继续保持快速增长：渗透率不断提升，男性颜值意识崛起

根据弗若斯特沙利文分析，受监管的中国医疗美容市场规模在 2018 年达到 1,216.7 亿元，并预计在 2023 年达到 3,601.3 亿元，复合增长率为 24.2%。

医美市场渗透率不断提高，覆盖人群广泛，逐渐从一线城市向二三线城市普及。近年来，二线城市医美消费用户显著增长，占比超过一线城市，下沉市场潜在客户的医美平台注册数量也不断增加，低线城市市场潜在需求仍有较大发展空间。随着消费者认知提高、医

美技术不断进步、细分市场产品不断丰富，未来医美将会被更多的消费者选择，逐渐走进各线城市。

在传统认知中，女性一直都是医美的主力军，但近年来男性颜值意识崛起，医美不再是女性专属阵地，越来越多男性开始尝试医美项目，男性医美消费量显著提升。据医美平台更美发布，2020年“双11”男性用户下单占比达8.1%，多集中在植发和面部美容领域。在医美市场下沉化、年轻化、男性化等发展趋势之下，国内医美市场将激发出更大活力与空间，助力国内医疗美容产业的迅速发展，带动国货品牌进一步崛起。

2) 政府将加强对医美行业的监管：近日，八部委联合出台针对美容终端的医美行业整治方案，利好上游医美产品厂商及合规的下游医美机构

2017年，七部委联合打击非法医美，监管方向主要针对的是产品端，加强对透明质酸产品、肉毒素产品等注射剂产品的整顿；其次是针对非法医美培训服务进行监管。

2021年6月10日，国家卫健委、公安部、海关总署等八部委联合印发《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，将于6月到12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，严厉打击非法医疗美容活动。本次监管方向主要针对非合规医疗美容终端，进一步强调市场准入门槛。相较过去七部委行动，此次中国邮政局将作为新参与者，目的在于发力打击非合规水货产品，从供给端上打击走私水货。

从短期看来：1) 非合规医美机构数量缩减，但消费者对医美的需求不会因此降低，因此政策利好合规的下游机构；2) 随着邮政局加大查处水货产品，国产有证产品将获得更多重视，国产品牌有望冲出重围，获取更多市占率，利好覆盖较多合规头部医美机构的上游医美厂商。

从长期看来，医美服务合规化以及产品合规化后将有利于减少医患纠纷等恶性事件，医美渗透率将加速提升，有利于医美行业整体健康发展。

3) 支持海南发展高端医美产业等政策，叠加疫情影响致海外医美消费回流，国内医美行业发展加速

成都医美行业起步较早，政策支持力度大。根据美业观察与美团点评丽人联合推出的《中国美业报告2017》里的35城“美业力”排行榜，成都美业门店数37878家，位居全国第二，仅次于北京。2017年9月25日，成都市政府正式启动研究医美产业发展工作。2018年4月10日，《成都医疗美容产业发展规划（2018-2030年）》发布，规划指出将打造“三区两城多点”的医疗美容产业空间布局体系。2020年12月28日，成都“医美示范街区”开街仪式在成都高新区举行，活动以“聚焦美丽产业，示范医美之都”为主题，由成都高新区管委会支持。

2021年4月，国家发改委发布关于支持海南发展高端医美产业的最新政策。政策支持海南高端医美产业发展，鼓励知名美容医疗机构落户乐城先行区，提出“在乐城先行区的美容医疗机构可批量使用在美国、欧盟、日本等国家或地区上市的医美产品”等内容。在政府的政策支持及新冠疫情影响下，海外医美消费不断回流，国内医美行业发展有望加速。

4) 医美行业收购整合的趋势初现

目前中国的医美行业出现收购整合的趋势，华熙生物、爱美客等国内医美巨头公司仍处于快速发展期。这些中国医美巨头处于行业上游，拥有较强的自主研发能力，掌握核心原材料和行业话语权。从中国医美市场的渗透率等方面来看，跟Allergan相比，仍存在巨大的成长空间。

上游企业可通过横向并购快速丰富产品线，下游企业主要通过资本推动来进行标准化扩张。爱美客、贝泰妮等公司计划通过赴港上市来获取融资，未来存在投资并购的可能性；昊海生科、华东医药、四环医药等药企为进军医美行业一直积极并购，不断丰富公司产品矩阵，提高市场份额。朗姿股份、奥园美谷、金发拉比等公司通过投资并购方式进行下游医美机构扩张，大力推动标准化渠道建设。

5) 新氧、更美、美团点评等中介平台突起，行业信息差逐步减少

2014年以后，随着中国“互联网+”浪潮的掀起，新氧、更美、悦美等互联网医美平台迅速扩张，逐渐成为医疗美容产业链的枢纽环节。互联网医美平台通过链接医美机构，帮助上游厂商简化分销环节，利于消费者高效决策，同时有效降低医美机构高昂的获客成本。

据新氧《2020 医美行业白皮书》，中国医美市场正呈现出三大全新的发展趋势：1) 因机构线上化速度远远落后于求美者线上化速度，大量求美者正在线上“苦等”优质的医美资源；2) 疫情下医美线上化迎来了新的增长机遇，医美垂直 App 在疫情期间收获了更多求美者的关注；3) 线上化能促进医美行业正规化、高效率发展，是医美行业必经之路和长期趋势。

随着医美行业发展进入成熟期，行业信息差将逐渐减少，营销成本有望下降，未来中介机构可更专注于服务客户，打造自身运营能力。

3.3 投资建议：推荐爱美客、华熙生物

日本医美起步较早，非手术类占比远高于全球平均：日本医美行业萌芽于 19 世纪，是开展整形美容手术较早的亚洲国家，行业规范性强，技术与服务均高于全球平均水平。日本医美市场具备较强的活力，据 JSAPS（日本美容外科学会）推算，2017 年日本当地共进行了约 321 万次整形手术或项目，根据手术平均价格进行推算，其市值约为 230 亿人民币。在日本，抑制皱纹和松弛的药物注射和激光脱毛等微整形是医美的主流，非手术类占比约 85%，远高于全球平均水平。

韩国医美渗透率高，医疗美容经济发达：韩国整容起源于 20 世纪 50 年代；随 20 世纪 70 年代韩国经济腾起并且成为亚洲四小龙，韩国医美行业发展加速；2009 年，韩国政府修改《医疗法》，韩国国际医疗旅游产业开始全面兴起。目前，韩国是全球医美渗透率最高的国家之一。据头豹金融研究院，2019 年韩国医美渗透率为 20.5%，高于美国（16.6%）、日本（11%）、中国大陆（3.5%）。大量亚洲游客推动了韩国医美市场的发展，据韩国保健产业振兴院，2013 年我国赴韩整容人数为 1.63 万人，2018 年达到 10 万人，占到外国人赴韩整容总数量的 71.43%。

中国医美机构民营占主导，渗透率提升空间大：中国医疗美容行业起步稍落后于日本及韩国，但得益于人口红利，中国医疗美容市场规模未来有望远超日韩。20 世纪 90 年代开始，我国医疗美容进入成长期。2014 年后，随着中国“互联网+”浪潮的掀起，中国医美行业开始进入高速发展期，新氧、更美、悦美等互联网医美平台迅速扩张，逐渐成为医疗美容产业链的枢纽环节。目前，中国民营医美机构已成为医美市场的主导力量，占比超九成，但行业集中度较低。根据弗若斯特沙利文分析，受监管的中国医疗美容市场规模在 2018 年达到 1,216.7 亿元，并预计在 2023 年达到 3,601.3 亿元，复合增长率为 24.2%。2019 年，中国的医美渗透率是日本的 1/3，美国的 1/5，韩国的 1/6，未来提升空间较大。

监管加强利好合规机构，行业收购整合趋势初现：未来医美市场变化趋势：一、市场保持快速增长，渗透率持续提升，向低线城市发展，男性颜值意识崛起；二、监管逐步加强，

利好证件齐备的上游医美产品厂商及合规的下游医美机构；三、海南试点等政策支持叠加疫情影响，导致海外医美消费回流，医美行业发展加速；四、医美行业收购整合的趋势初现，上游通过横向并购快速丰富产品线，下游推动标准化扩张；五、新氧、更美等中介机构崛起，线上平台影响力加大，行业信息差将逐渐消除。

投资建议：中国医美行业正处于快速发展期，由于国内经济快速发展、消费者求美意识觉醒、产品供给日益旺盛，预计未来医美渗透率将持续提升，行业仍将维持快速增长，国产品牌市占率正逐步提升，国内医美市场有望成为全球规模最大的医美市场之一。重点推荐标的包括：管线布局完备的国货医美注射剂龙头【爱美客】、玻尿酸全产业链布局的【华熙生物】、医美与制药双轮驱动【四环医药】、老客复购占比高的医美区域龙头【朗姿股份】、国货功能性护肤龙头【贝泰妮】。

风险提示：宏观经济波动风险，终端消费需求疲软，新产品推广不及预期，疫情影响时间过长，政策监管趋严风险。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>