

打开美丽新世界

报告摘要:

中国医美行业迎来蓬勃发展期，市场空间巨大。2015 年我国医疗美容行业规模为 510.6 亿，2011-2015 年行业复合增速高达 22.68%。其中非手术类整形美容服务市场年均复合增速为 24.9%，服务量占比由 2009 年的 55.56% 上升至 2013 年的 62.50%。目前，中国医美行业渗透率仅有 1.2%，未来市场空间巨大。目前青年甚至少年群体是我国医美消费群体的主力，未来随着医美市场的规范和接受度的提高，医疗美容服务将逐渐向高龄人群渗透。

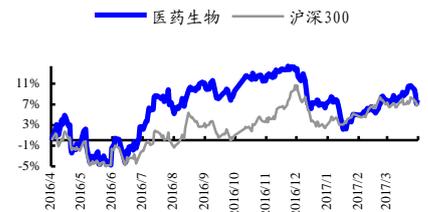
从医疗美容产业链利润分配来看，上游高毛利产品及下游连锁民营医院是未来主要的投资方向。医疗美容产业链可以简单分为上游的医美产品制造、中游的产品经销和代理商以及下游的医疗美容机构。从产业链毛利及净利情况来看，上游医疗美容药品、耗材、医疗美容器械等由于产品研发、注册、获批时间较长，生产技术壁垒较高，因此企业毛利率、净利率均较高，竞争格局较为优越。中游的医疗美容药品器械代理经销商由于格局分散，缺乏对上下游的议价能力，其毛利净利水平平均较低。下游医疗美容服务机构毛利率较高，在 40%-70% 之间，但由于获客成本极高导致净利润偏低。民营医院的连锁化发展模式可以形成规模效应，在提升品牌认知度的基础上，通过连锁摊薄获客成本，保证盈利能力的稳定提升，是未来主要的投资方向。

医美 O2O 雨后春笋般涌现，产业整合趋势明显。渠道的高成本以及以 80 后和 90 后为主的新生代消费群体使用习惯给予了医美互联网+良好的发展空间。以整形 APP 和网站为主的第三方平台，通过价格公开、邀请医疗机构和医生入驻、网友分享整形日记等方式对目标客户进行服务和引流，吸引了众多投资者。目前医美 O2O 渗透率仅为 1%，未来随着渗透率的提升以及渠道向上游的不断延伸，医美互联网+发展空间巨大。

医疗美容行业相关标的:

华韩整形: 国内整形上市第一股，开拓“医教研一体”新模式；**丽都整形**: 连锁化运营+规范服务铸就优质医美品牌；**华熙生物科技**: HA 原料及产品生产商，布局医美流通领域；**昊海生物科技**: 医用可吸收生物材料国内领先企业。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0.19%	0.71%	7.06%
相对收益	0.10%	-3.70%	-0.05%

重点公司

投资评级

华韩整形
丽都整形
华熙生物科技
昊海生物科技

相关报告

品牌 OTC 行业：东风已至，红花待发

2017-02-20

2017 年医药投资策略：品牌制胜，创新为王

2016-11-27

关注季报披露带来的投资机会

2016-10-24

关注政策导向及业绩超预期个股

2016-08-15

证券分析师：刘舒畅

执业证书编号：S0550516120002
021-20361126 liusc@nesc.cn

研究助理：崔洁铭

执业证书编号：S0550115120002
021-20361131 cuijm@nesc.cn

研究助理：梁静静

执业证书编号：S0550115110041
021-20361120 liangjj@nesc.com

目 录

1. 中国医美行业迎来蓬勃发展期	3
1.1. 医美行业兼具医疗及消费属性	3
1.2. 全球医美行业稳定增长，非手术类占比提高	4
1.3. 中国医美市场空间大，处于高速发展阶段	6
1.4. “千禧一代”成消费主流，医疗美容仍是未来发展方向	9
1.4.1. 消费升级为医疗美容高速发展打开市场空间	9
1.4.2. “千禧一代”医美接受度高，带动医疗美容服务向全年龄人群渗透	10
1.4.3. 医美行业规范度不断提升，利好正规产品厂家及医疗机构	12
2. 医疗美容产业链：上游利润相对集中，新兴渠道自下游介入	13
3. 医疗美容产业链上游：高壁垒、高毛利	15
3.1. 玻尿酸市场快速增长，新产品不断出现	16
3.2. 肉毒素市场竞争格局优质，受益于老龄化需求有望爆发	19
3.3. 激光仪器市场竞争格局稳定，发展平稳	22
3.4. 水光针——新兴的多成分注射剂	24
4. 医疗美容产业链中游：壁垒低、格局混乱	24
5. 医疗美容产业链下游：竞争激烈、民营连锁是主要发展趋势	25
5.1. 医美机构以民营为主，主要消费市场集中在一线城市	25
5.2. 医疗美容行业混乱，行业需进一步规范	27
5.3. 民营医院与公立医院收费标准和整形项目有显著差异	28
5.4. 微整形当道，而过高的营销成本正在蚕食医美机构净利润	29
5.5. 连锁化运营是医美机构发展的必然趋势	31
6. 医美互联网+：医美 O2O 雨后春笋般涌现，产业整合趋势明显	32
6.1. 颜值时代的下一匹黑马——“医美 O2O”	32
6.2. O2O 平台天使轮投资占半壁江山	32
6.3. 线上医美市场渗透率小，未来发展空间巨大	35
7. 重点公司	36
7.1. 华韩整形 (430335.OC) -国内整形上市第一股，开拓“医教研一体”新模式	36
7.2. 丽都整形 (834480.OC) -连锁化运营+规范服务铸就优质医美品牌	36
7.3. 华熙生物科技 (0963.HK) - HA 原料及产品生产商，布局医美流通领域	37
7.4. 昊海生物科技 (6826.HK) -医用可吸收生物材料国内领先企业	39

1. 中国医美行业迎来蓬勃展期

1.1. 医美行业兼具医疗及消费属性

医疗美容是指通过医学手段，包括药物、仪器及手术等，以达到改变人体外部形态、色泽及部分改善其生理功能，增强人体外在美感为目的，而进行的一系列创伤性的治疗。“创伤性”是医学美容区别于生活美容的根本点，凡是有一定创伤的美容治疗，均属于医疗美容的范畴。

表 1: 医疗美容项目分类

类别	二级分类	项目分级	具体项目	医疗机构要求
美容外科	头面部	一级项目	重唇修复术、招风耳矫正术、眉修整术、重睑成形术、隆鼻术、酒窝成形术、颊脂肪垫去除术等	一级项目：(1) 设有医疗美容科或整形外科的一级综合医院和门诊部。(2) 设有医疗美容科的诊所。 一、二级项目：(1) 设有医疗美容科或整形外科的二级综合医院。(2) 设有麻醉科及医疗美容科或整形外科的门诊部。 一、二、三级项目：美容医院。 一、二、三、四级项目：(1) 三级整形外科医院。(2) 设有医疗美容科或整形外科的三级综合医院。
		二级项目	隐耳矫正术、耳畸形矫正术、驼峰鼻矫正术、鹰钩鼻矫正术、额部除皱术、内窥镜下除皱术、中面部除皱术等	
		三级项目	全颜面皮肤磨削术、全颜面及颌颈部除皱术、不良文饰修复术	
		四级项目	颧骨降低术、下颌角肥大矫正术、上下颌骨其它成形术	
	乳房、躯干	一级项目	乳头内陷矫正术、乳头乳晕缩小术、脂肪抽吸术(吸脂量 < 1000ml)	
		二级项目	隆乳术、乳房下垂矫正术、乳房液态填充物取出术、脂肪抽吸术(1000ml ≤ 吸脂量 < 2000ml)	
		三级项目	脂肪抽吸术(2000ml ≤ 吸脂量 < 5000ml)	
		四级项目	巨乳缩小术(乳房肥大+重度下垂)、腹壁成形术	
	会阴部	一级项目	处女膜修补术、阴蒂肥大缩小术、小阴唇成形术	
		二级项目	阴茎延长术、阴茎增大(增粗)术、阴道紧缩术	
其他	一级项目	体表小肿瘤切除术、瘢痕切除缝合术、穿耳孔术、皮肤磨削术(面积不超过面部 1/4)、腋臭手术、毛发移植术、自体脂肪注射移植术、A 型肉毒毒素美容注射等		
美容牙科	牙齿美容修复技术	暂不分级	牙齿形态修整、牙齿漂白、全瓷冠修复、全口义齿美容修复等	
	牙周美容技术	暂不分级	洁治术、牙龈切除术、牙冠延长术、冠向复位瓣术、牙周引导组织再生术、牙槽骨修整术等	
	牙牙合畸形美容矫治	暂不分级	错牙合畸形的诊断、分类和矫治设计、正颌外科病例的正畸矫治、功能性矫治器矫治等	
美容皮肤科	无创	暂不分级	内服、外用药物美容治疗，光疗、药浴等	
	有创	暂不分级	微创治疗(冷冻，电外科、抽吸、注射及填充、激光治疗等)及手术项目(刮除法、自体表皮移植术、毛发移植术等)	
美容中医科		暂不分级	中药内服、外治、针灸、推拿等中医美容技术	

数据来源：东北证券，《医疗美容项目分级管理目录》

根据 2009 年卫生部办公厅印发的《医疗美容项目分级管理目录》，对国内医疗美容项目和项目分级进行了规定。依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小，将美容外科项目分为四级；美容牙科、皮肤科、中医科暂不分级。所有

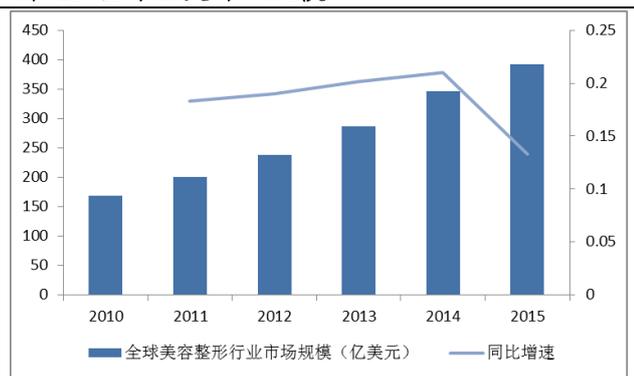
美容外科项目均要求在医院及诊所完成，非手术的医疗美容项目暂时未分级，要求经营范围里有医疗美容、美容外科、美容皮肤科、美容中医科等相关资质的公司可以从事。

相比于普通医疗带有明确的疾病治疗特性，医疗美容主要是健康消费者为了追求“美”而进行的主动行为，属于生理和心理的共同需求，远远超出了医药市场治疗的范围，具有明显的消费属性；但同时，医疗美容具有一定的风险性，要求在有资质的医院及诊所完成，因此，医疗美容兼具医疗及消费双重属性。

1.2. 全球医美行业稳定增长，非手术类占比提高

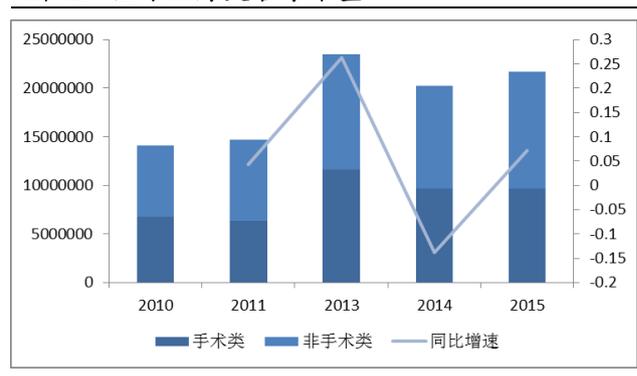
中投顾问发布的《2017-2021 年中国医疗美容行业深度调研及投资前景预测报告》显示，从全球来看，进入 21 世纪以后，世界医疗美容行业已成为仅次于汽车业和航空业的第三大产业。2015 年全球美容整形市场规模达到 392 亿美元，自 2010 年以来年均复合增速为 18.33%。预计未来世界 500 强企业中将有三分之一是从事与医疗美容技术研究、生产、销售的企业。

图 1: 全球医美行业规模



数据来源：东北证券，中投顾问，中国产业信息

图 2: 全球医疗美容手术量



数据来源：东北证券，ISAPS

根据 ISAPS 的统计数据，全球医美手术量呈稳定增长态势，2010-2015 年年均复合增速为 8.99%。其中手术类医疗美容手术近年较为稳定，2010-2015 年年均复合增速仅为 7.44%；相比之下，创伤较小、恢复较快的非手术类医疗美容手术量增长较快，占比从 2010 年的 52% 增长到 56%，年均复合增速为 10.34%。

图 3: 2015 年各国美容手术量占比

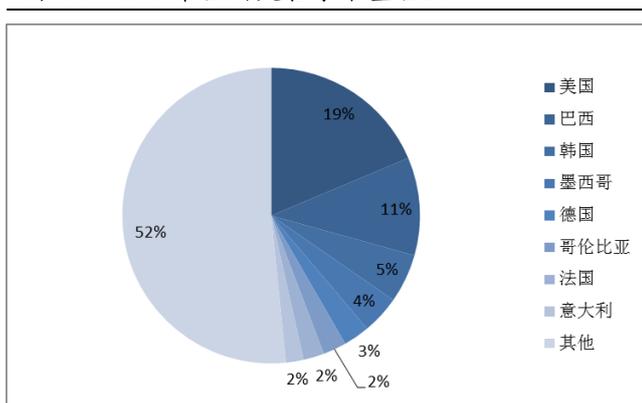
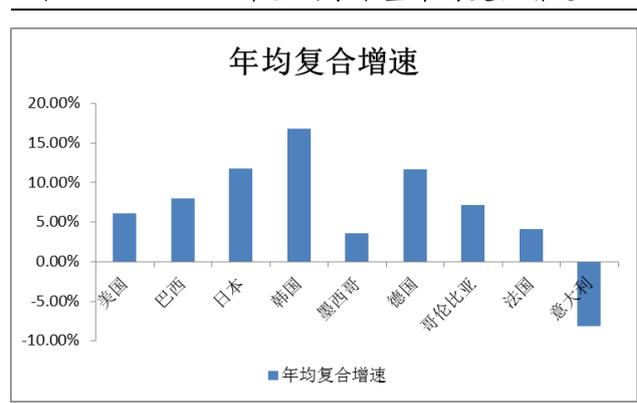


图 4: 2010-2015 年各国手术量年均复合增速

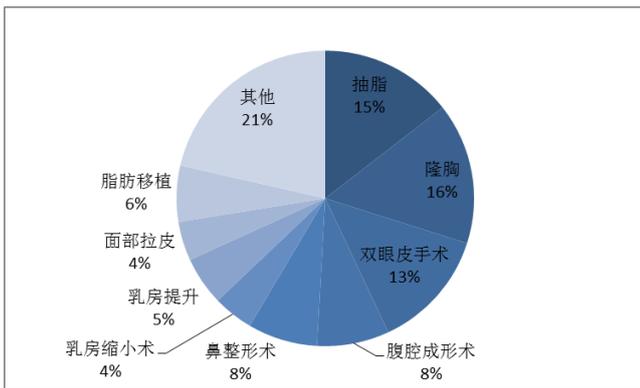


数据来源：东北证券，ISAPS

数据来源：东北证券，ISAPS

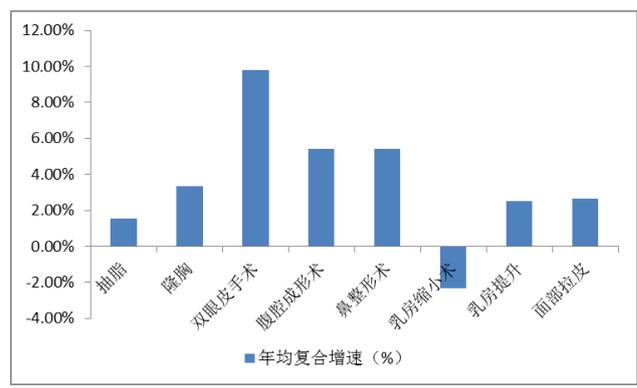
从各国美容手术量的统计数据来看，截至 2015 年，美国是美容手术量最大的国家，占全球手术量的 18.6%，其次为巴西，占比 10.7%，中国是全球美容手术量排名第三的国家，但由于 ISAPS 未收到统计数据，故未列入。全球美容手术量最多的八个国家合计占比达 48.4%，但各国增速有显著差别。美国、巴西、法国等发达国家医美行业已较为稳定，年均复合增速在 5%-10%之间，日本、韩国等国家近年美容手术量高速增长，年均复合增速在 10%以上。

图 5：2015 年手术类医疗美容主要项目



数据来源：东北证券，ISAPS

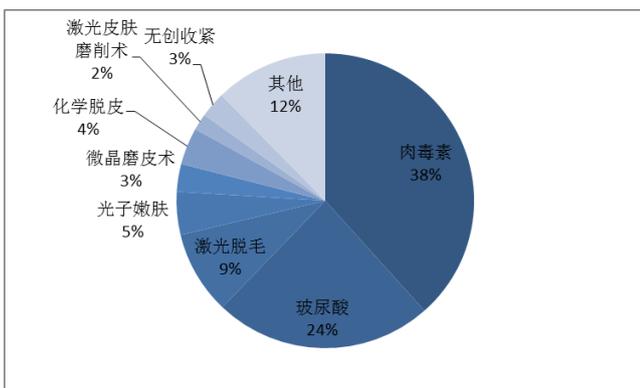
图 6：2010-2015 年手术类医疗美容项目增速



数据来源：东北证券，ISAPS

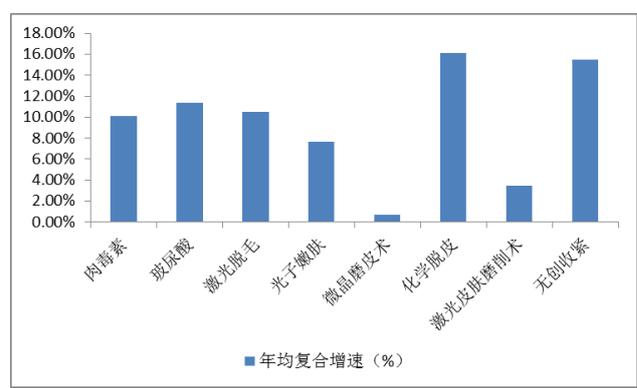
具体到美容项目来看，截至 2015 年底，手术类医疗美容项目以抽脂、隆胸、双眼皮手术为主，上述三类项目分别占比 15%、16%和 13%。但从近几年手术类医疗美容项目的增速来看，抽脂、隆胸等传统手术项目已经趋于稳定，增速在 3%左右；而双眼皮手术、腹腔成形术、鼻整形术等相对增长较快，年均复合增速在 5%-10%之间。

图 7：2015 年非手术类医疗美容主要项目



数据来源：东北证券，ISAPS

图 8：2010-2015 年非手术类医疗美容项目增速



数据来源：东北证券，ISAPS

相比于手术类医疗美容项目，非手术类医疗美容项目占比逐渐提高，年均复合增速明显优于手术类医疗美容项目。非手术类医疗美容项目以肉毒素、玻尿酸为主，两者合计占比 62%。其次为激光脱毛、光子嫩肤等激光类项目，分别占比 9%和 5%。

从近年的增速来看，肉毒素和玻尿酸注射在占比极大的情况下，仍然保持着 10% 左右的增速，另外一些占比较小新项目如化学脱皮、无创收紧等近年保持了 15% 以上的增长。

表 2: 2015 年全球整形外科医师数排名(单位: 人)

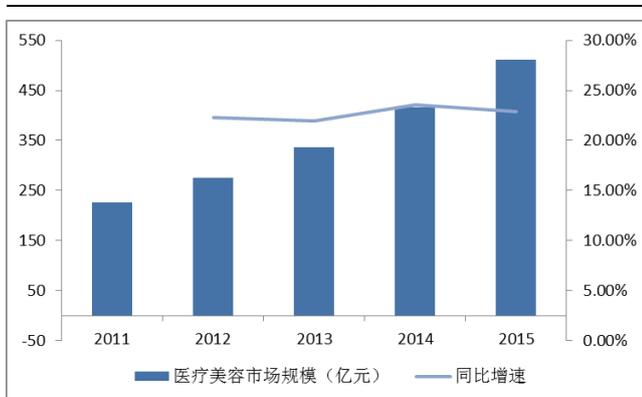
排名	国家	整形外科医师数	占比	排名	国家	整形外科医师数	占比
1	美国	6500	16.0%	11	哥伦比亚	950	2.3%
2	巴西	5500	13.5%	12	法国	950	2.3%
3	中国	2800	6.9%	13	西班牙	945	2.3%
4	日本	2225	5.5%	14	英国	865	2.1%
5	印度	2150	5.3%	15	意大利	800	2.0%
6	韩国	2150	5.3%	16	中国台湾	600	1.5%
7	俄罗斯	2000	4.9%	17	加拿大	575	1.4%
8	墨西哥	1550	3.8%	18	委内瑞拉	500	1.2%
9	土耳其	1200	2.9%	19	埃及	400	1.0%
10	德国	1100	2.7%	20	秘鲁	380	0.9%

数据来源: 东北证券, ISAPS

医师方面, 根据 ISAPS 的统计数据, 截至 2015 年底, 全球共有整形外科医师 4 万多名, 其中美国的整形外科医师数量最多, 为 6500 人, 占全球整形外科医师的 16%。近年美国整形外科医生数稳定增长, 平均每年增长约 2000 人左右。巴西是美容手术量排名第二的整形大国, 整形医师数量为 5500 人, 占比 13.5%。目前中国的整形医师人数为 2800 人, 排名第三, 占比为 6.9%。根据我国法律相关规定, 一个合格的整形医生须有《医师资格证》、《医师执业证》、《医疗美容主诊医生职业资格证》。目前, 我国符合整形医师资格的医生数量相对较少, 还有很大的提升空间。

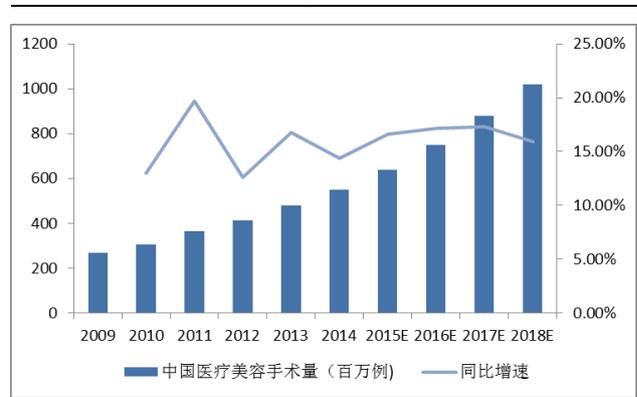
1.3. 中国医美市场空间大, 处于高速发展阶段

图 9: 中国医疗美容市场规模高速增长



数据来源: 东北证券, 智研咨询, 中国产业信息

图 10: 中国医疗美容手术量稳定提高

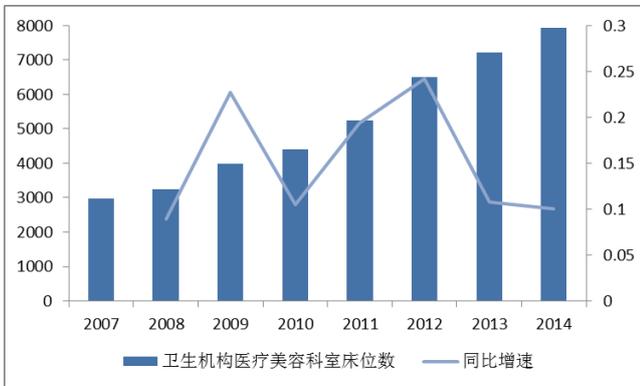


数据来源: 东北证券, frost & sullivan

根据智研咨询发布的报告，2015 年我国医疗美容行业规模为 510.6 亿，从 2011 年以来行业始终保持增速 20% 以上的高速增长，2011-2015 年行业复合增速高达 22.68%。考虑到中国医美市场并不规范，格局散乱，非注册医疗机构医美案例数与正规机构基本持平，玻尿酸、肉毒素等产品水货、假货比例极高，若正规医美市场规模为 510.6 亿，则中国整个医疗美容市场规模应在 1000 亿元左右。随着社会发展、经济水平提高、互联网的普及信息传播日益便捷化、与发达国家文化交流越来越频繁等因素影响，预计未来中国医美市场仍将保持 20% 以上的增长速度。

根据咨询公司 frost& sullivan 报告，中国医疗美容手术量（包括手术类及非手术类）由 2009 年的 270 万例增至 2013 年的 480 万例，年复合增长率为 15.5%，医疗美容手术量全球排名第三，仅次于美国和巴西。预计未来市场将以 16.7% 的复合年增长率增长，到 2018 年中国医疗美容手术量将达到 1020 万例。

图 11: 卫生机构医疗美容科室床位数迅速增长



数据来源：东北证券，国家卫计委，wind

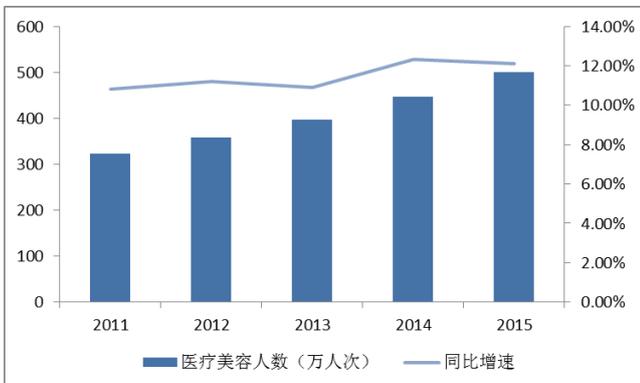
图 12: 美容及整形外科医院手术人次逐渐增加



数据来源：东北证券，国家卫计委，wind

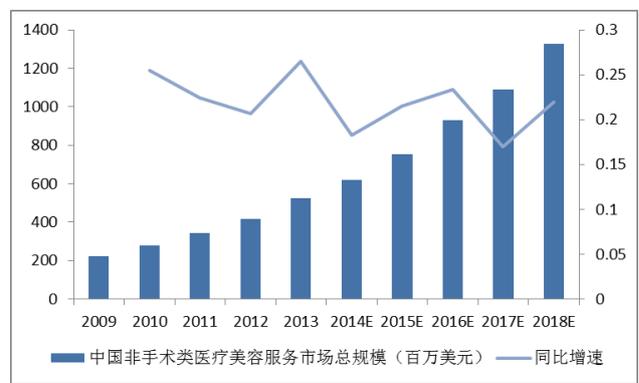
从国家卫计委公布的数据来看，随着医疗美容需求的增多，医疗机构床位数及手术人次迅速增长，自 2010 年到 2014 年年均复合增速分别为 15.94% 和 11.15%，低于中国医疗美容手术量增速，多余的需求通过民营医疗机构、国外医疗机构以及不规范的诊所承接，因此，民营美容医院未来发展潜力巨大。

图 13: 中国医疗美容人数增速稳定升高



数据来源：东北证券，中商产业研究院

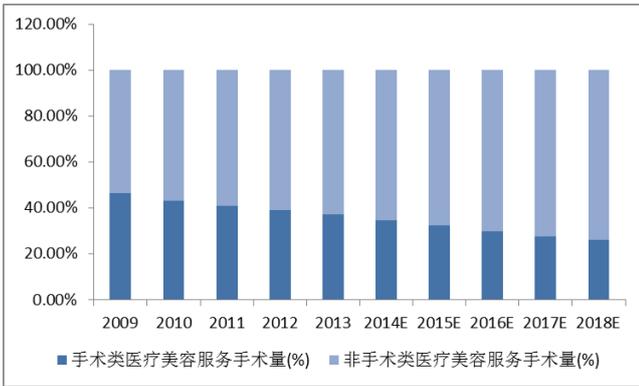
图 14: 中国非手术类医疗美容服务市场规模



数据来源：东北证券，frost & sullivan

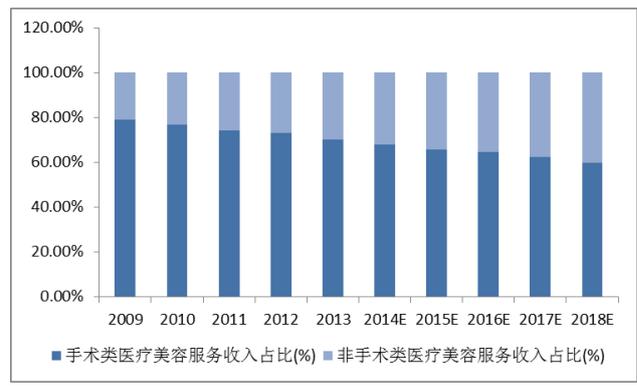
自 2009 年起，中国非手术类整形美容服务市场一直保持两位数以上的增长，行业营业总额由 2009 年的 223 百万美元增至 2013 年的 538 百万美元，年均复合增速为 24.9%。预计未来将按照 20.9% 的年复合增长率进一步增长。考虑到目前玻尿酸市场中正规占比占比仅约 20% 左右，肉毒素市场正规产品占比也较小，因此整个行业规模预计 2015 年约在 250-300 亿人民币左右。

图 15: 非手术类医疗美容服务量占比逐渐增多



数据来源：东北证券，frost & sullivan

图 16: 非手术类医疗美容收入占比逐渐提高



数据来源：东北证券，frost & sullivan

从中国医疗美容市场的结构来看，近年无论从手术量还是从收入角度来看，我国非手术医疗美容服务占比均不断上升。根据 frost& sullivan 的数据，我国非手术类医疗美容服务量占比由 2009 年的 55.56% 上升至 2013 年的 62.50%，预计 2018 年这一占比将达到 73.53%。从收入占比方面看，我国非手术类医疗美容收入由 2009 年的 18.08% 上升至 2013 年的 27.12%，预计 2018 年将达到 37.95%。非手术类医疗美容服务的快速增长主要是由于相对于手术类医疗美容服务，非手术类美容服务对于医师技术的要求较低、施术风险较小、可恢复、无创、价格较为大众化，以及完成此服务所需时间较短。但由于非手术类医疗美容服务的单价较低，虽然手术量较大，单从收入规模来看仍然是手术类医疗美容服务占优。

图 17: 销量最高医美项目 TOP10



数据来源：东北证券，《更美 2016 年医美白皮书》

图 18: 男女最喜爱的整形项目 TOP5



数据来源：东北证券，《更美：2015 年医美白皮书》

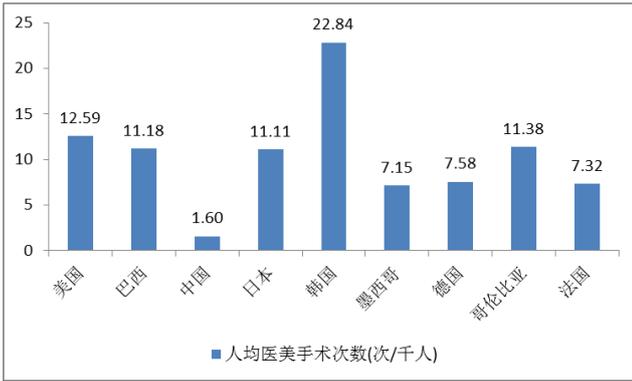
具体到医疗美容项目来看，相比于全球手术类医疗美容项目以抽脂、隆胸、双眼皮手术为主，中国医疗美容手术类项目中双眼皮手术、鼻矫正等较为流行。非手术类项目中玻尿酸占比高于肉毒素，这与全球非手术类项目中肉毒素高于玻尿酸有所区

别，但两者均在非手术类项目中排名前列。从性别的比较来看，男性整形项目以祛眼袋、植发等项目为主，与女性整形有明显区别。

1.4. “千禧一代”成消费主流，医疗美容仍是未来发展方向

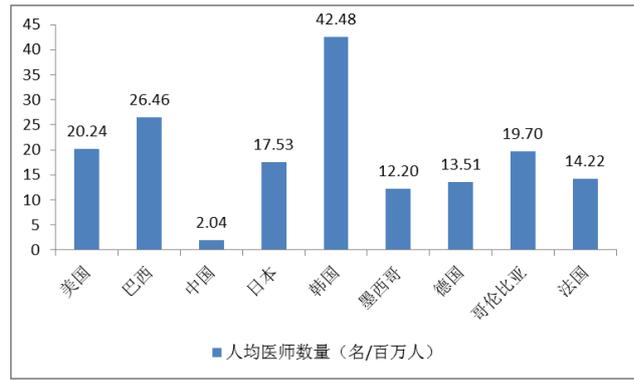
1.4.1. 消费升级为医疗美容高速发展打开市场空间

图 19: 中国人均手术次数远低于世界平均水平



数据来源：东北证券，ISAPS，wind，新氧

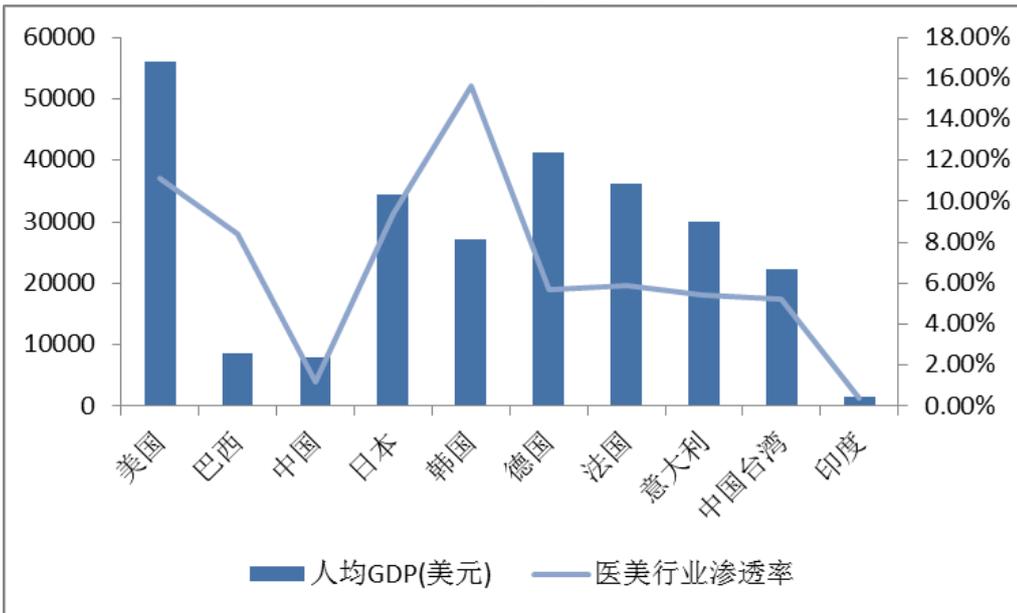
图 20: 中国人均医师数量不足



数据来源：东北证券，ISAPS，wind

根据新氧白皮书相关资料，2015 年中国医疗美容手术量约为 220 万次，位居世界第三，但人均手术次数仅为 1.6 次/千人，远低于世界平均水平；根据 ISAPS 的数据，2015 年中国整形外科医师数仅为 2800 人，人均医师数量为 2.04/百万人，表明中国医美资源相比世界平均水平而言缺口巨大。

图 21: 与人均 GDP 相比，中国医美行业渗透率极低



数据来源：东北证券，Wind，ISAPS，ASAPS

根据马斯洛需求理论，只有人均 GDP 达到一定水平，才会推动人民的需求层次上一个台阶，从而推动新兴产业的发展。当人均 GDP 较低时，生存等基本需求是社

会主流，当人均 GDP 突破 3000 后，城市化与工业化明显加速，中产阶级兴起，消费类型发生全新变化。人均 GDP 超过 5000 美元之后，产业结构开始走向高级化，橄榄型社会开始形成，整个社会进入多元化，第三产业比重持续上升。截至 2015 年底，中国人均 GDP 达到 8028 美元，消费升级进入 2.0 时代，消费产品和服务向中高端以及向娱乐消费转移的趋势明显，传媒、休闲娱乐、网红经济带动了医美需求的快速增长，但从行业渗透率来看，中国医美行业渗透率仅有 1.2%，与人均 GDP 接近的巴西有近 7 倍的差距，相比美国、韩国、日本等发达国家差距更大。人均 GDP 与医美渗透率的不匹配意味着中国医美市场巨大的发展空间，未来必将保持高速发展。

表 3: 中国医疗美容行业市场空间及增速预测

	美国	巴西	日本	韩国	台湾	印度	世界平均
医美行业渗透率/人均 GDP (百万美元)	1.98	9.84	2.72	5.73	2.32	2.5	3.14
5 年后中国医美行业渗透率 (人均 GDP 增至 1 万美元)	1.98%	9.84%	2.72%	5.73%	2.32%	2.50%	3.14%
医美行业增速	10.5%	52.3%	17.8%	36.7%	14.1%	15.8%	21.2%

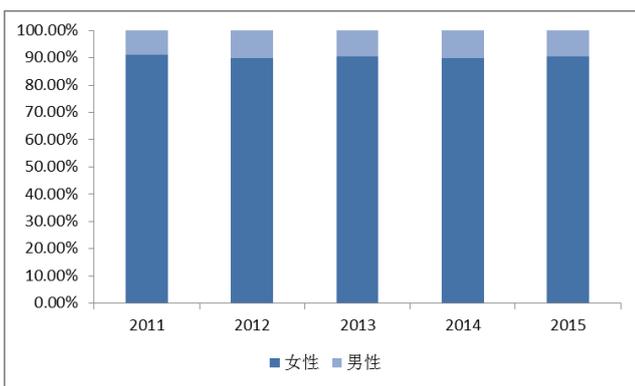
数据来源: 东北证券

假设到 2020 年中国医美行业渗透率与人均 GDP 比值可以达到世界平均水平，计算可得 2015 年-2020 年医美行业年均复合增速将达到 21.2%。行业增速远高于全球医疗美容市场增速。

1.4.2. “千禧一代” 医美接受度高，带动医疗美容服务向全年龄人群渗透

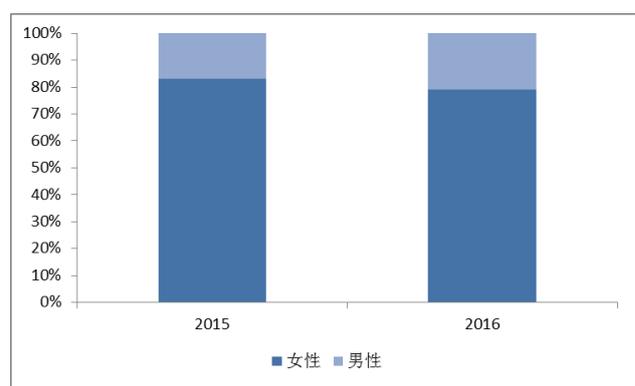
美国的医疗美容行业起源于第一次世界大战之后，经过一百多年的发展，目前已经成为世界医疗美容第一大国，根据 ASAPS 统计，2015 年美国医疗美容手术 1279 万次，2010-2015 年年均复合增长率仅 6.85%。美国医疗美容市场可以看做是一个成熟的饱和市场，其市场结构对中国医疗美容行业的发展具有很好的指导意义。

图 22: 美国医疗美容手术性别比例



数据来源: 东北证券, ASAPS

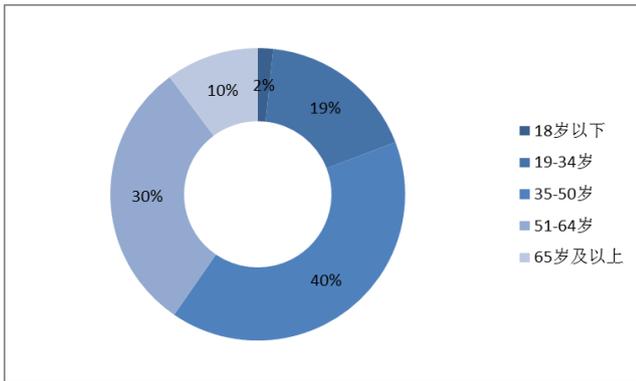
图 23: 中国医疗美容手术性别比例



数据来源: 东北证券, 《更美 2015、2016 年医美白皮书》

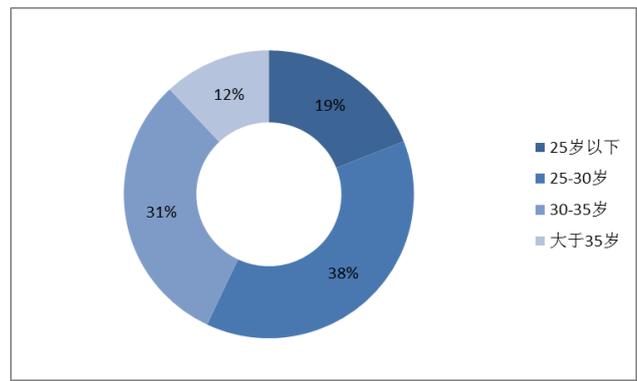
从性别比例来看，美国医疗美容市场以女性为主，占比在 90% 以上，男性美容手术占比极小，相比之下，中国医疗美容市场中男性手术占比 21%，远高于美国，且近年占比逐年提升，男性整形用户中需要抗衰老的 75 后和 95 后新人群增幅明显。表明中国市场中男性对医疗美容的接受度更高，未来市场空间更为广阔。

图 24: 美国医疗美容手术年龄比例



数据来源：东北证券，ASAPS 2015

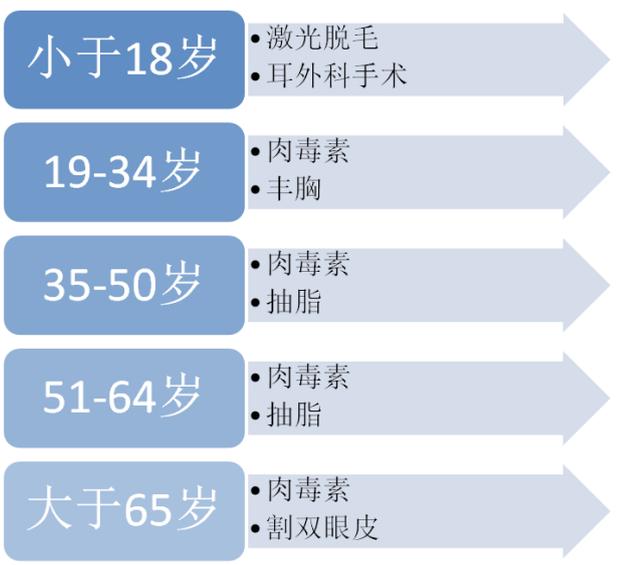
图 25: 中国医疗美容手术年龄比例



数据来源：东北证券，《更美 2015 年医美白皮书》

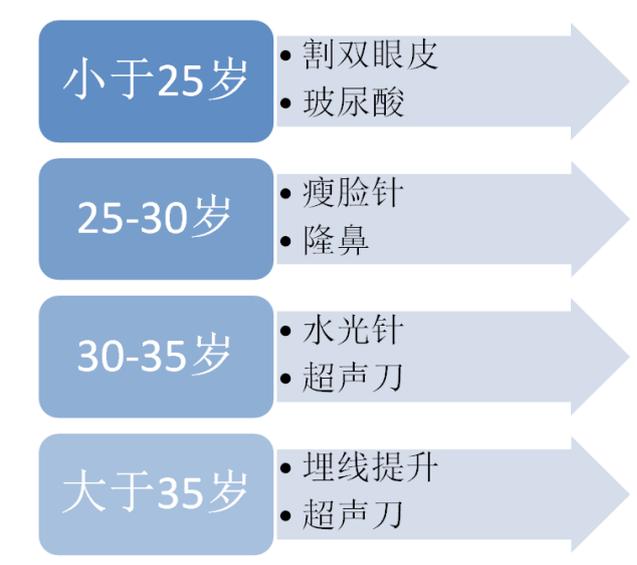
从中美两国医疗美容手术的年龄分布情况来看，两国差异明显。美国医疗美容手术以中老年为主，35岁以下人群占比仅为21%，35-50岁人群以及51-64岁人群分别占比40%和30%，高占比除了随着年龄增长对美容的需求逐渐提升外，高龄人群的高经济实力也是一个重要的因素。而根据更美统计的信息，在中国，医疗美容呈现明显的年轻化趋势，35岁以下人群医疗美容手术量占比高达88%，同时25岁以下人群以及25-30岁人群的医疗美容手术量增速远高于30岁以上人群。这表明医疗美容在中国作为一个新兴的消费市场，率先被青年甚至少年群体所接受，成为我国医美消费群体的主力。未来随着医美市场的规范和接受度的提高，医疗美容服务将逐渐向高龄人群渗透。

图 26: 美国各年龄层最喜爱的整形项目



数据来源：东北证券，ASAPS 2015

图 27: 中国各年龄层最喜爱的整形项目



数据来源：东北证券，《更美：2015 年医美白皮书》

从各年龄层手术量最多的项目来看，美国35岁以上人群主要以肉毒素和抽脂手术达到瘦脸和除皱的效果，而中国30岁以上人群则以超声刀、埋线提升等手术达到除皱和抗衰老的目的。从作用原理来看，肉毒素作用于胆碱能运动神经的末梢，干

扰乙酰胆碱的释放，使肌纤维不能收缩致使肌肉松弛，达到除皱美容的目的。超声刀则是通过高强度聚焦式超声波手术仪形成超声波，在 SAMS 层形成热凝固区以达到提拉效果；埋线提升是先口服修复因子活化细胞，加强修复营养，再使用埋线提升仪器激发细胞生长的一种美容手段。三者相比而言，肉毒素的安全性更高，操作更为简便，在全球范围内较为流行，中国医美行业目前处于发展前期，未来大概率会与美国和世界医美项目接轨，因此，未来随着中国老龄化人口的增多、医疗美容手术向高龄人群的渗透以及美容项目向国际接轨，肉毒素等除皱抗衰项目将高速发展。

1.4.3. 医美行业规范度不断提升，利好正规产品厂家及医疗机构

目前，中国医疗美容市场并不规范，对于医疗美容产品的制造、医疗美容产品的流通以及下游医美机构的从业监管长期缺位。在产品制造和流通方面，玻尿酸、肉毒素等产品水货、假货比例极高，拥有正规生产批件的产品仅占市场总消费量的 20-30%。由于产品来源的不透明，产品定价也相差极大，价格与产品质量不匹配的现象时时发生。对于下游的医疗美容机构而言，目前非注册医疗机构数量极多，医美案例数与正规机构基本持平。医疗机构和医师资质的混乱导致医疗技术水平参差不齐、虚假广告盛行、医美手术效果无法得到保障、医疗纠纷频频发生。在这种不规范的竞争环境下，正规的从业机构被非正规机构大量瓜分市场份额，直接导致了所有机构获客成本的提升，影响了行业的利润水平。因此，规范市场秩序是医疗美容行业发展的当务之急。

表 4: 医美行业监管日趋规范

相关法规	时间	颁布机构	主要内容
《医疗美容服务管理办法》	2002	卫计委	首次规范了医疗美容行业，规定医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格
《医疗美容服务项目》	2002	中华医学会	对中国医疗美容临床开展技术项目进行了分类，按照医疗美容心理指导，美容外科，美容也可技术，美容皮肤科，美容中医科，美容医疗应用技术六大类进行二级，三级和四级分类
《美容医疗机构、医疗美容科(室)基本标准(试行)》	2008	卫计委	规范美容医疗机构、医疗美容科(室)基本标准
《医疗美容项目分级管理目录》	2009	卫计委	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小，将美容项目氛围四级，规定了每一级别的项目只能由对应级别的医疗机构来开展，针对医疗美容项目进行分级管理
《商务部关于“十二五”期间促进美容美发业规范发展的指导意见》	2011	商务部	将美容美发业纳入“十二五”服务业发展总体规划，促进美容美发业产业化发展
《关于进一步加强医疗美容管理的通知》	2012	卫计委	提出了对医疗机构、从业人员、美容项目、广告、信息化等五个方面的管理要求，进一步规范了市场秩序
《北京市医疗美容服务管理办法细则》	2012	北京市卫生局	加强北京市医疗美容行业监管，对北京市医疗美容机构分级管理和专业机构培训条件进行了规定
《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	2013	国务院	对营利性医疗机构建设减半征收有关事业性收费，纠正各地自行出台的歧视性价格政策，探索建立医药价格形成新机制
《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》	2014	卫计委	允许医生多点执业，允许医务人员在不同举办主体医疗机构之间有序流动，在工龄计算、参加事业单位保险以及人事聘用等方面探索建立公立和非公立医疗机构之间的对接机制

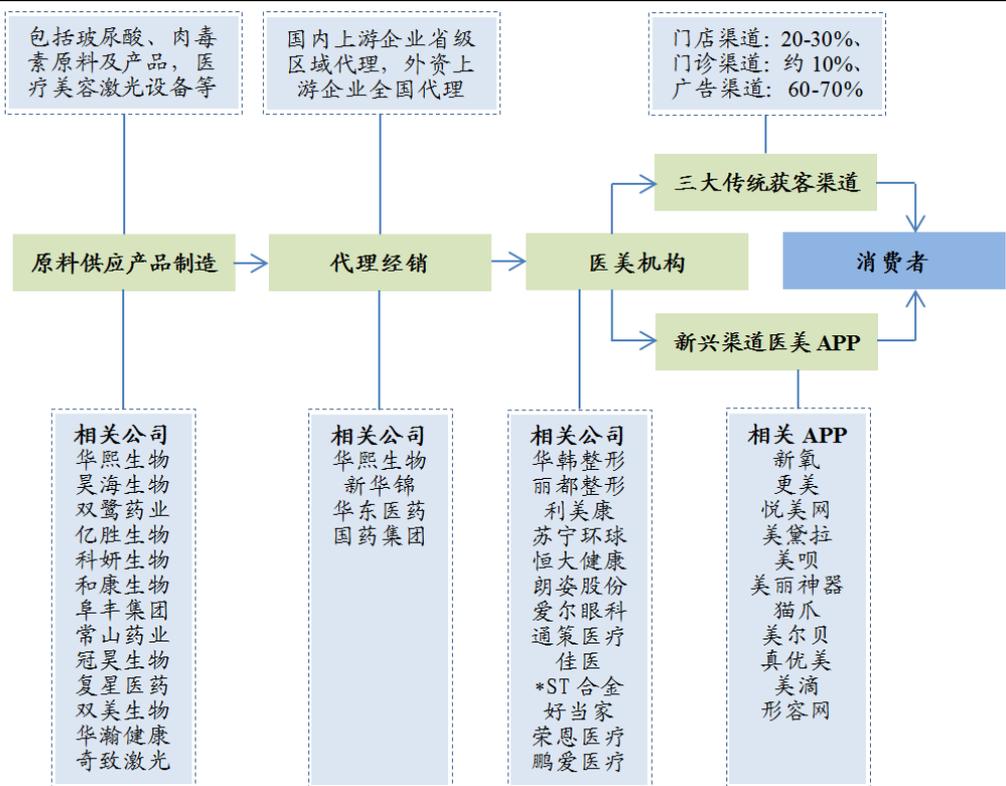
《关于医疗美容主诊 医师从业资质及执业的管理办法（试行）》	2014	广东省卫计委	在广东省负责实施医疗美容项目的执业医师，应当先取得资格证书，方可开展医疗美容诊疗活动
《医疗美容机构评价标准》	2015	中国整形美容协会	在全国七省、直辖市共十七家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作，并计划于三年之内对全国民营医疗美容机构做出评价认证
《关于第一批取消 62 项中央制定地方实施行政审批事项的决定》	2015	国务院	明确规定了取消开展医疗美容新技术临床研究的批准
《医疗美容服务管理办法》（2016 版）	2016	卫计委	修改第十一条、删去第十四条：“省级卫生行政部门可以委托中介组织对主诊医师资格进行认定”、删去第十五条

数据来源：东北证券，卫计委、中华医学会、北京市卫生局

自 2002 年《医疗美容服务管理办法》颁布以来，国家有关部门对于医美行业的监管日趋严谨，市场监管有望逐渐成熟。规范的市场利好拥有正规生产批件的产品制造商、流通商和正规的医疗美容机构，未来行业集中度有望大幅提升，优质企业将以远高于行业平均水平的增速快速成长。

2. 医疗美容产业链：上游利润相对集中，新兴渠道自下游介入

图 28：医疗美容行业产业链概况

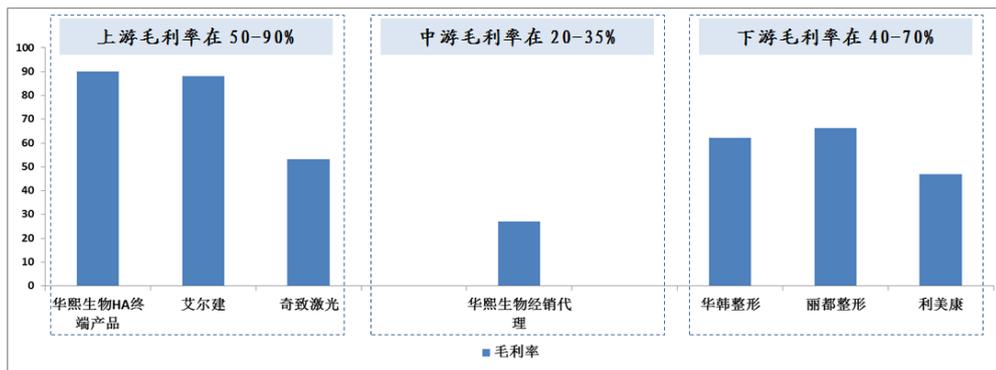


数据来源：东北证券，公开资料整理

医疗美容产业链可以简单分为上游的医美产品制造、中游的产品经销和代理商以及下游的医疗美容机构。上游的医疗美容产品包括透明质酸、肉毒素、水光针、羊胎素、填充材料等耗材和激光美容设备、光子嫩肤仪等医疗美容器械。医美产品及器

械对运输和储存没有特殊要求，因此中游各级代理经销商进入壁垒较低。下游医疗美容服务终端包括提供最终医美服务的公立医院医疗美容科、民营美容医院等医美机构医美机构，医疗美容机构主要通过门店、门诊和广告渠道获得消费者。近年来，医美+互联网模式蓬勃兴起，通过搭建医美 O2O 平台介入医美产业链，为医疗美容机构提供了一个成本更为低廉的获客渠道，并通过与医美机构的合作不断向上游延伸，成为医美产业链的一个重要部分。

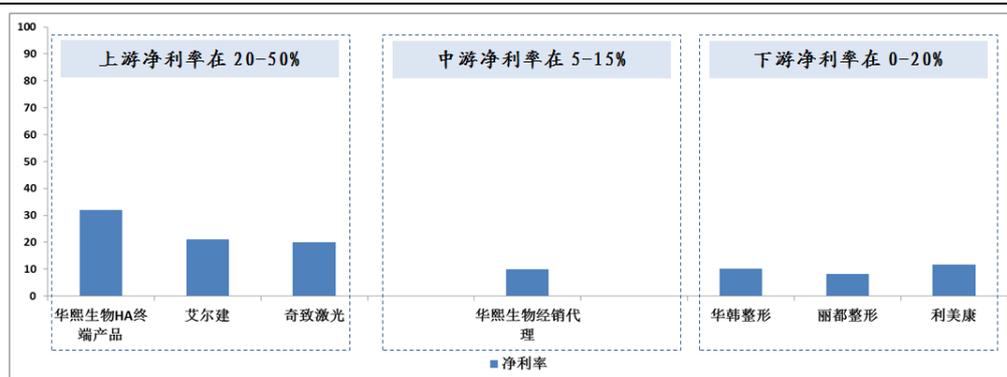
图 29: 医疗美容产业链相关公司毛利率情况



数据来源：东北证券，公司公告

从产业链毛利及净利情况来看，上游医疗美容药品、耗材、医疗美容器械等由于产品研发、注册、获批时间较长，生产技术壁垒较高，因此企业毛利率、净利率均较高，根据上游生产企业披露的数据，产品毛利率均在 50%-90% 的范围内，净利润率在 20%-50% 之间，并且药品耗材企业的毛利率和净利率普遍高于器械公司。

图 30: 医疗美容产业链相关公司净利率情况



数据来源：东北证券，公司公告

相比于上游的高壁垒高毛利，中游的医疗美容药品器械代理经销商由于格局分散，缺乏对上下游的议价能力，其毛利净利水平均较低，据统计，中游代理商平均毛利率在 20%-35% 之间，净利率水平在 5%-15% 之间，竞争较为激烈。下游医疗美容服务机构毛利率较高，在 40%-70% 之间，但由于下游市场集中度低，竞争激烈，通过传统的门店渠道（美容院、美妆店客户推送）、门诊渠道以及广告渠道均需给渠道大量的返点和费用，导致获客成本极高，机构的净利率仅有 10% 左右。未来随着行业监管的进一步规范以及移动互联网的快速发展，医疗美容机构的获客成本将有所降

低，净利润水平有望提高。

3. 医疗美容产业链上游：高壁垒、高毛利

医疗美容产品种类较多，大概可以分为注射类针剂（包括透明质酸、肉毒素、水光针、羊胎素等）、填充材料类（包括硅凝胶、膨体聚四氟乙烯等）、美容仪器类（包括激光美容设备、光子嫩肤仪、射频美容仪等）三种。上游产品壁垒较高，产品研发、注册、获批时间较长，因此竞争格局相对优良。

表 5: 国内医疗美容行业上游主要产品情况

类型	种类	用途	企业	产品
注射类	玻尿酸	使皮肤柔嫩、光滑去皱、增加弹性、防止衰老；也可塑型，用于丰胸、隆鼻等	美德高	瑞蓝 2 号
			LG	伊婉
			Humedix	艾莉薇
			艾尔建	乔雅登
			爱美客	逸美
			华熙生物	润百颜
			爱美客	宝尼达
			昊海生物	海薇
			蒙博润	舒颜
			科妍	法思丽
			爱美客	爱芙莱
			杭州协合	欣菲聆
			和康生物	肤美登
			华熙生物	德曼 TM
			昊海生物	姣兰
	肉毒素	除皱美容	兰州生物制品	衡力
			艾尔建	保妥适
	美白针	保持肌肤白皙细嫩	HB	HB 美针
			英爵敏瑞特	大 S 美白针
			左旋	左旋 VC 美白针
胶原蛋白	纯天然保湿、美白、除皱、祛斑	Aqua Skin	全身美白针	
		汉福	爱贝芙	
		双美	双美 1 号	
水光针	补水除皱、自然改善皮肤松弛	美莱	瓷肌水光针	
		润百颜	润月雅	
		熙贝诺	水光针/涂抹式水光针	
		尼兰西	水光针 MG66MG	
		蔓尔生物	蔓百薇	
填充类	硅凝胶	假体丰胸	曼托	妙桃
			Eurosilicone	唯美
			艾尔建	麦格
			艾尔建	娜绮丽
			万和	罗兰
			威宁	浪漫情怀、风云佳人等

		冬月	医用硅橡胶整形（假体）
		康宁	康宁乳房假体
膨体聚四氟 乙烯	隆鼻，治疗颜面部软组织缺损及凹陷畸形	信晟	美速德膨体
		索康	郝通
		射极峰	必特峰膨体
美容仪器类	消除面部皱纹，使皮肤红润光泽、弹性增强，延缓皮肤衰老	奇致激光	二氧化碳激光治疗仪等
		飞顿	超冰半导体激光脱毛仪等
		医科人	Lightsheer Duet 月光真空脱毛仪等
		赛诺秀	755 色素激光机等
		深圳 GSD	GP900A3 光纤半导体激光脱毛仪等
		欧洲之星	蕊丽无创私密激光等
		赛诺龙	eLaser 等
		半岛医疗	BodyTite 黄金射频仪等
		飞顿	热拉提聚焦射频紧肤系统等
		赛诺龙	eLight-面部美容高效平台等
射频美容仪	除皱，紧致肌肤	热玛吉	深蓝射频 3 代等

数据来源：东北证券，公司公告，CFDA

从国际及国内主要的医疗美容项目来看，市场空间较大的品种有玻尿酸、肉毒素以及激光美容相关仪器。

3.1. 玻尿酸市场快速增长，新产品不断出现

玻尿酸（HA）又名透明质酸，在人体内存在，有着润滑关节以及皮肤保湿的功能，可以使皮肤柔嫩、光滑去皱、增加弹性、防止衰老，在保湿的同时又是良好的透皮吸收促进剂。未交联过的玻尿酸是液态的，它在体内很容易被降解，为了让玻尿酸维持时间长并达到塑形的目的，就需要将游离的玻尿酸分子交联起来，使玻尿酸的物理性质发生改变。由此，玻尿酸可以分为两大类，单相和双相。**单相**是似凝胶般的半固态即全交联玻尿酸，交联以后的硬度不是很大，是可注射的状态，不用再添加液态玻尿酸；而**双相**是把交联后的固态玻尿酸切割成小颗粒，由于这些颗粒很难注射到体内，所以要和液态玻尿酸混合，变成可流动可注射的状态。

表 6: 部分玻尿酸产品分类

	单相			双相		
	小分子	中分子	大分子	小分子	中分子	大分子
国产品牌	海薇	海薇 爱芙莱	-	润百颜 Luna 逸美 Vigor	欣菲聆 润百颜 Sola 舒颜 逸美 Nature 法思丽	逸美 Love II 宝尼达
进口品牌	-	乔雅登 Ultra 艾莉薇 DL	乔雅登 Plus	瑞蓝 2 号	伊婉 Classic	伊婉 Volume

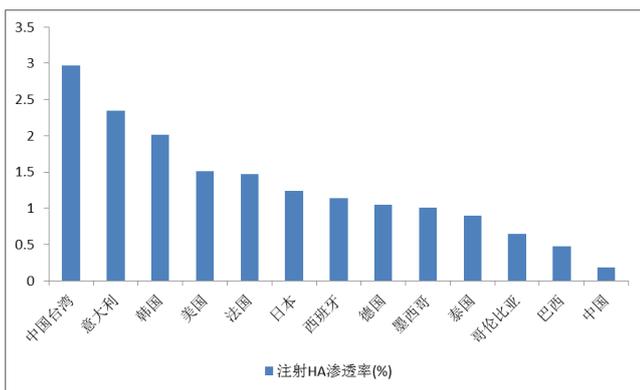
数据来源：东北证券，好大夫

玻尿酸分子也有大小之分，不同大小的玻尿酸作用也有所不同。大分子玻尿酸有填

充定型的作用，主要用于隆胸丰臀、隆鼻、隆下巴等塑形手术，填充部位是深层组织，也可以用来除皱，是以填充物的方式注入于真皮皱折凹陷或欲丰润的部位，如嘴唇、脸颊、下巴等处；**中分子玻尿酸**通常用来除皱，注射部位通常为泪沟、唇部以及皱纹横生处，同时也具有填充凹陷的作用，注射部位也是深层组织；**小分子玻尿酸**像水一样，主要用于全脸的真皮层注射，能补充真皮层缺失的水分，以及修复受损肌肤，起到保湿嫩肤的作用。

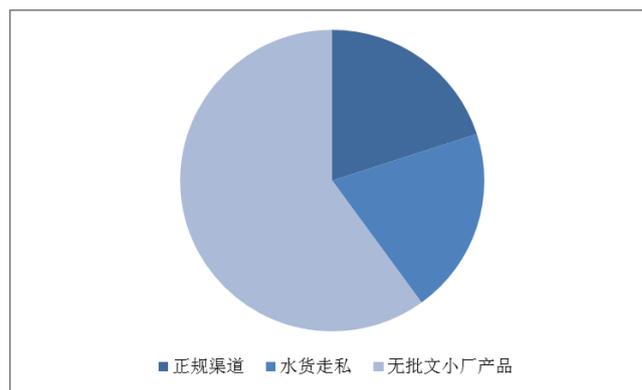
据统计，2015 年全球玻璃酸钠注射液市场规模约为 25.66 亿美元，其中中国国内市场规模为 3.92 亿美元，玻璃酸钠注射液消费规模占比从 2010 年的 6.0% 增长到 2015 年的 15.3%。根据国家食品药品监督管理局发布的数据，2015 年我国国内玻璃酸钠注射液消费量约为 2138 万支，较 2014 年同期增长 37.7%；国内需求规模为 25.02 亿元，同比增长 27.3%。考虑到玻璃酸钠注射液除医疗美容外，还可以用于人工关节滑液和眼科手术，因此预计正规渠道用于医疗美容的玻尿酸产品市场规模应在 10-20 亿元左右。但由于我国对医疗美容制造与流通监管长期缺位，2014 年拥有中国 SFDA 核发生产批件的玻尿酸产品消费量仅占总消费量的 20%，水货、假货充斥市场。未来随着行业监管的增强和医疗美容市场流通的逐步规范，未来正规渠道占比将逐渐提高。

图 31: 2013 年各国注射 HA 的渗透率 (%)



数据来源：东北证券，中国产业信息网

图 32: 2014 年国内玻尿酸市场格局



数据来源：东北证券，公开资料整理

玻璃酸钠可以被人体吸收、分解，毒副作用小，在发达国家非手术领域占比极高。据中国产业信息网的数据，美国 HA 市场规模约在 100 亿元左右，韩国 5000 万人口，HA 市场规模 20 亿元，行业渗透率分别为 2.01% 和 1.51%。相比之下，我国 HA 行业 2013 年渗透率只有 0.18%，大幅低于其他国家，预计未来玻尿酸产品市场仍将保持 30% 左右的增速，市场空间极大。

表 7: 国内批准上市的玻尿酸产品一览

	企业	商品名	获批时间	终端价格
外资企业	美德高	瑞蓝 2 号	2008 年 12 月	2980 元/0.5ml
	LG	伊婉	2013 年 7 月	1680 元/ml
	Humedix	艾莉薇	2015 年 1 月	6800 元/ml
	艾尔建	乔雅登	2015 年 5 月	7500 元/0.8ml
内资企业	爱美客	逸美	2009 年 10 月	-

华熙生物	润百颜	2012年7月	980元/ml
爱美客	宝尼达	2012年10月	-
昊海生物	海薇	2013年9月	580元/ml
蒙博润	舒颜	2014年2月	3800元/ml
科妍	法思丽	2014年4月	6800元/ml
爱美客	爱芙莱	2015年4月	980元/ml
杭州协合	欣菲聆	2015年7月	498元/0.5ml
和康生物	肤美登	2016年4月	-
华熙生物	德蔓 TM	2016年5月	-
昊海生物	姣兰	2016年9月	-

数据来源：东北证券，CFDA 官网，公司公告，淘宝网

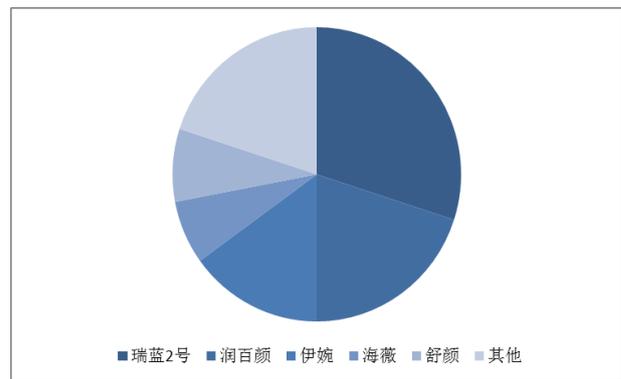
截至 2017 年 3 月，国内已获 CFDA 批准的玻尿酸品种有 15 个，新品种逐渐增多，且审批数量逐渐加快，2015 年、2016 年分别新增了 4、3 个品种，新产品的进入使得玻尿酸市场竞争越来越激烈。新品牌海薇、舒颜等产品的获批上市必然对老牌产品瑞蓝 2 号、润百颜等产生冲击。统计数据显示，2015 年海薇、舒颜等产品的市占率迅速提升到 7%-8% 左右，而瑞蓝 2 号、润百颜、伊婉等老产品在国内正规市场的份额占比相比 2014 年下降了约 5%-10%。

图 33: 国内玻尿酸获批数量逐年上升



数据来源：东北证券，CFDA 官网

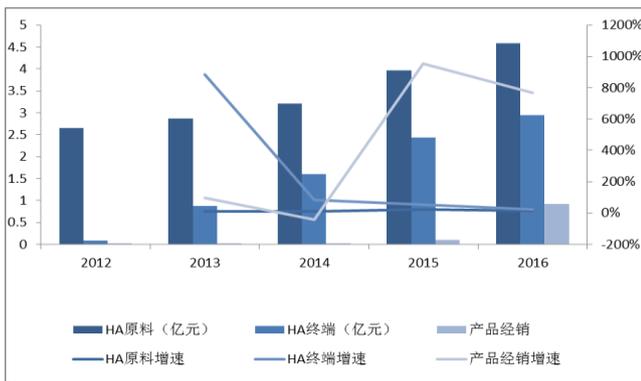
图 34: 2015 年国内正规市场玻尿酸品牌占比



数据来源：东北证券，公开资料整理

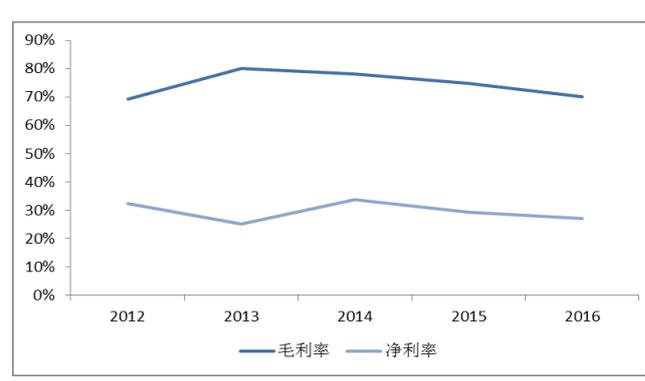
虽然上市产品逐渐增多使得玻尿酸行业竞争有所加剧，产品价格有所下降，但从相关公司年报数据来看，产品毛利率变化不大。以华熙生物科技公司为例，公司主要生产 HA 原料和 HA 终端产品，2012-2016 年两者收入年均复合增速分别为 14.6% 和 140.5%。公司整体毛利率的下降主要是由于经销业务占比增大，该业务毛利较低导致的。从产品拆分来看，我们预计 HA 原料的毛利率在 66% 左右，HA 终端产品的毛利率在 90% 左右，美容产品经销的毛利率在 35% 左右。华熙生物净利润以 HA 原料和终端产品为主，公司净利率在 30% 左右，推测 HA 原料和终端产品的净利率也在 30% 左右。

图 35: 华熙生物近年各类产品销售量及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 36: 华熙生物近年整体毛利率及净利率



数据来源: 东北证券, 公司公告

从玻尿酸市场的发展趋势来看, 未来单一品种的玻尿酸注定无法满足所有的市场需求, 各企业必须推出不同品种的玻尿酸 (包括自主研发或代理), 进行多产品多品牌组合, 细分客户人群, 甚至结合药物、仪器或耗材, 进行协同治疗, 才能扩大产品覆盖人群和市场空间, 保持自己的市场竞争力。

3.2. 肉毒素市场竞争格局优质, 受益于老龄化需求有望爆发

肉毒素又称肉毒杆菌毒素, 它是由致命的肉毒杆菌分泌而出的细菌毒素, 作用于胆碱能运动神经的末梢, 拮抗钙离子, 干扰乙酰胆碱的释放, 使肌纤维不能收缩致使肌肉松弛, 达到除皱美容的目的。肉毒素最早被用来作为生化武器, 破坏生物的神经系统, 使人出现头晕、呼吸困难、肌肉乏力等症状; 后来被医学界用来治疗面部痉挛和其他肌肉运动紊乱症; 上世纪八十年代, 整容界才将它的功能扩大, 用它进行瘦脸、塑小腿等。我国是继英国和美国之后第三个能自行生产肉毒素美容用途产品的国家, 并在 1999 年开始运用。

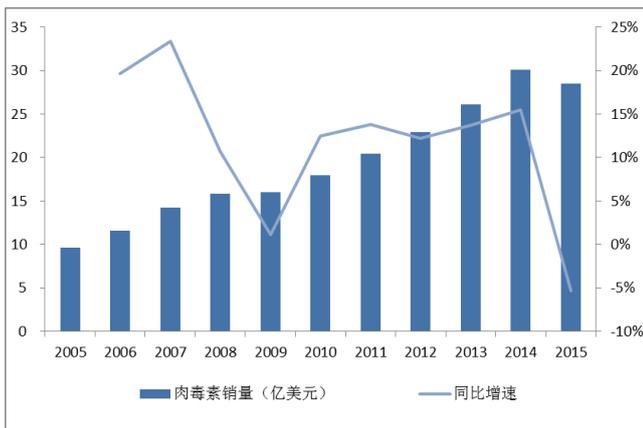
表 8: 国内获批的两种肉毒素比较

	保妥适	衡力
所属企业	艾尔建	兰州生物制品
上市时间	2009 年	2002 年
干燥方法	真空干燥 (液-固)	冷冻干燥 (固-固)
分子量	900 KDa	300/500/900 KDa
弥散性	小, 半径 5mm	大, 半径 10mm
辅料成分	人血白蛋白	明胶
价格	3000-5000 元	2000 元

数据来源: 东北证券, CFDA 官网, 百度文库

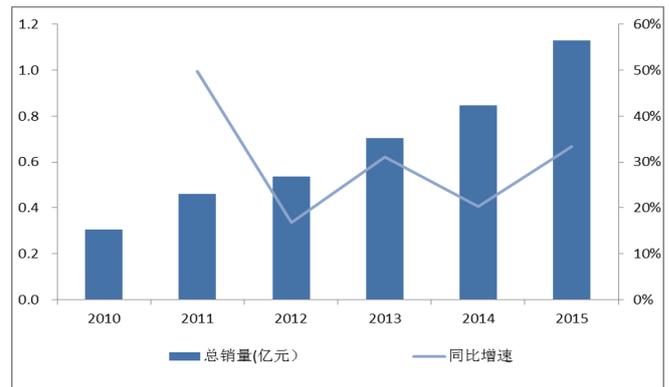
目前国内获批的肉毒素仅两种, 分别为兰州生物制品研究所的衡力和艾尔建的保妥适, 且近几年没有变化。衡力由于弥散性较大, 适合针对较大块的肌肉以及本身对精细程度要求不高的注射, 例如瘦脸、瘦腿, 且衡力价格便宜, 性价比较高; 而保妥适的弥散性较小, 适合除皱等精准注射, 不良反应少, 效果维持时间也较长。

图 37: 2005-2015 年全球肉毒素产品销售额



数据来源: 东北证券,《全球肉毒素市场发展趋势》

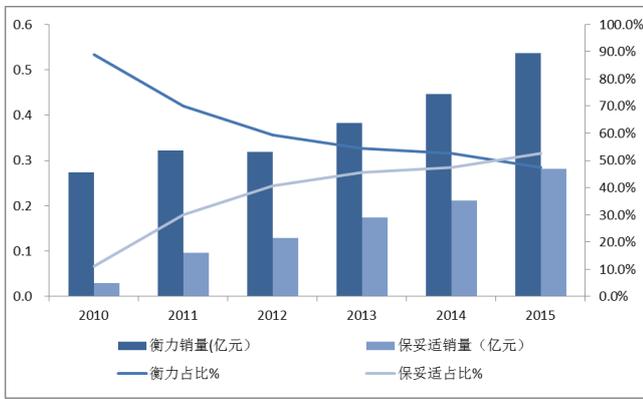
图 38: 2015 年肉毒素总销售额及 2016 年预测



数据来源: 东北证券,《全球肉毒素市场发展趋势》

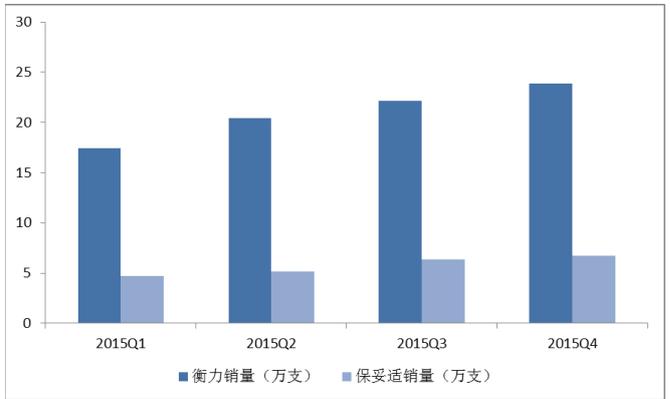
根据《全球肉毒素市场发展趋势》报告数据显示, 2015 年全球肉毒素产品销售额 28.5 亿美元, 2011 年-2015 年年均复合增速为 8.65%。相比之下, 中国肉毒素市场保持高速增长, 根据 IMS 样本医院统计数据显示, 2015 年总销量达 1.13 亿人民币, 考虑到总体市场规模约是样本医院的 10 倍, 中国正规渠道肉毒素市场规模约在 10-15 亿之间, 2011-2015 年年均复合增速为 27.32%。肉毒素与玻尿酸类似, 国内市场充斥着大量从韩国进口的水货, 实际年消耗量大约为正规产品的 5 倍左右, 因此, 估计肉毒素总市场规模在 70 亿元左右。

图 39: 2010-2015 年国内肉毒素市场竞争格局



数据来源: 东北证券, IMS 数据

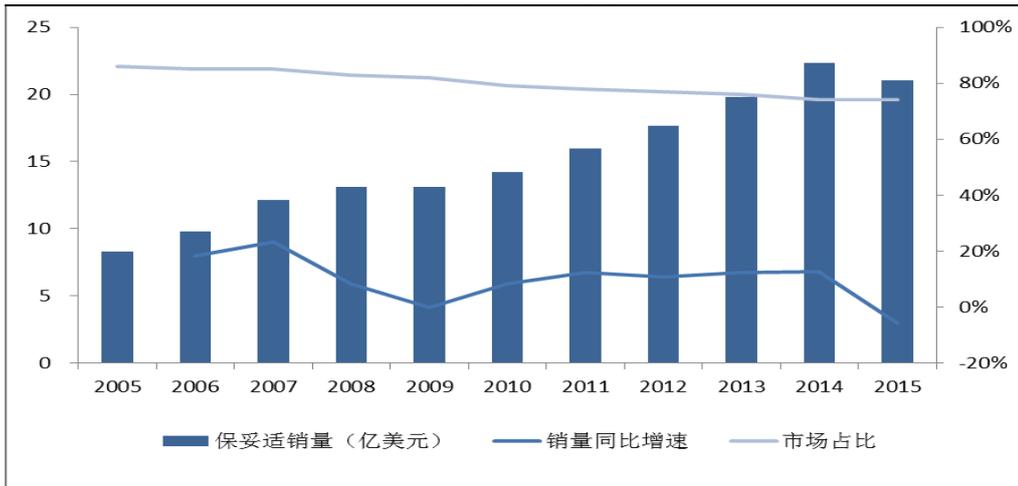
图 40: 2015 年各季度国内肉毒素品牌销售量



数据来源: 东北证券, IMS 数据

从 IMS 样本数据来看, 2015 年保妥适和衡力两者的市场占有率分别为 52.5% 和 47.5%, 销售量分别为 22.9 和 83.8 万支。其中保妥适 2009 年在中国获批上市, 2010 年市场份额仅为 11%, 后续随着保妥适的不断放量, 衡力的市场占比不断降低。未来除了衡力和保妥适, 其他肉毒素产品也将逐渐获批进入国内正规市场, 例如韩国生物科技公司 Medytox Inc. 的肉毒素产品, 他们与华熙生物达成战略合作, 于香港成立合资公司 Medybloom, 联手开发、拓展注射用 A 型肉毒素的中国市场。

图 41: 保妥适全球销量增速稳定, 市占率有所降低



数据来源: 东北证券, 《全球肉毒毒素市场发展趋势》

肉毒素市场竞争格局相对优质, 近年产品增速和毛利较为稳定。根据 2016 年美国艾尔建年报显示, 2016 年公司 Botox® 销售收入 27.86 亿美元, 同比增长 41%; 其中国际事业部 Botox® 销售收入 8.03 亿美元, 同比增长 37.4%。肉毒素产品收入占公司总收入的 19.1%, 毛利率约在 60%-80% 之间。

表 9: 肉毒素在不同地区和国家获批的适应症

适应症	英国	美国	澳大利亚	中国台湾	日本	印度	加拿大	中国
皱眉纹	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
鱼尾纹	✓	✓	✓	✓			✓	
前额纹			✓	✓			✓	
眼睑痉挛	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
面肌痉挛	✓		✓		✓	✓	✓	✓
痉挛性斜颈	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
脑卒中后上肢痉挛	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
脑卒中后下肢痉挛	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
腋窝多汗症	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
手掌多汗症						✓		
痉挛型脑瘫	✓		✓	✓	✓	✓	✓	
慢性偏头痛	✓	✓	✓			✓	✓	
膀胱过度活动	✓	✓					✓	
神经源性膀胱	✓	✓	✓	✓			✓	
斜视		✓	✓	✓			✓	

数据来源: 东北证券, 《全球肉毒毒素市场发展趋势》

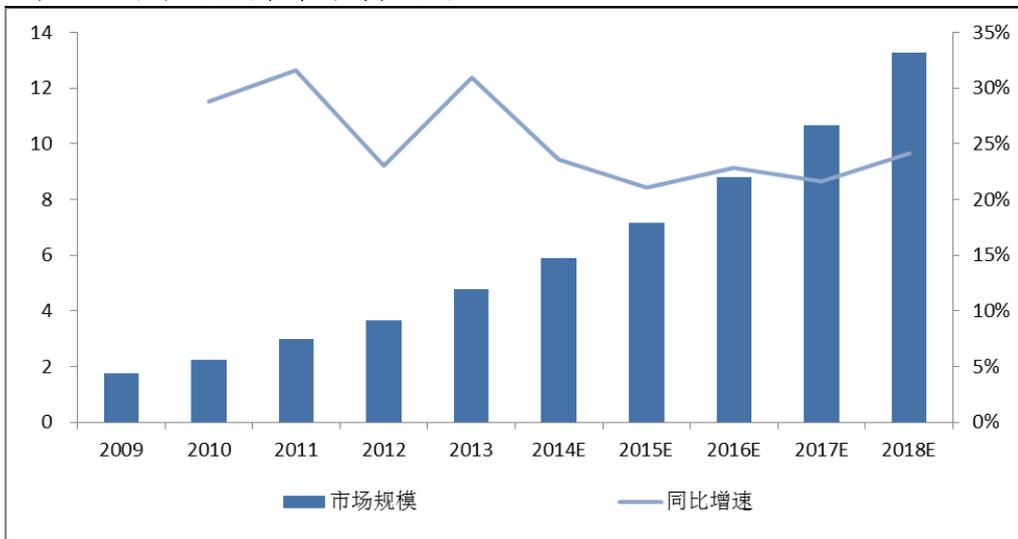
肉毒毒素注射不论是在治疗功能、治疗效果以及治疗成本方面都显示出巨大的发展潜力及优势, 推动了市场需求的不断扩大。在国际市场, 肉毒素是防皱抗衰老医疗美容项目的第一选择, 而中国埋线提升、超声刀等手术项目占比仍然极高。随着中国医疗美容项目与国际接轨以及老龄人口的增多, 预计肉毒素产品将迎来爆发式成长。同时, 肉毒毒素治疗的临床应用不断发掘, 新的肉毒毒素制剂不断开发, 新适应症审批的增多, 也使得肉毒素长期保持快速发展。目前, 在医疗美容领域, 保妥

适针对鱼尾纹、眉间纹等的适应症已经获批上市，而咬肌肥大、额纹等适应症则处于 II 期、III 期临床试验中，新适应症的增加扩展了肉毒素的市场空间，未来发展看好。

3.3. 激光仪器市场竞争格局稳定，发展平稳

现代激光技术应用于医疗美容的治疗领域，是近年来美容行业突破性的发展之一，在短短的十年左右时间，激光技术已经形成了一套比较完整的理论体系和临床实践，成为医疗美容重要的治疗手段之一。激光美容可以消除面部皱纹，使皮肤紧致，用适量的激光照射使皮肤变得细嫩、光滑，去除面部或躯体上的老化死皮、疤痕、体毛、胎记、痤疮、黑痣、老年斑等。由于激光美容无痛苦且安全可靠，在非手术医疗美容项目中仅排在玻尿酸和肉毒素之后。

图 42: 国内激光美容市场增长迅速



数据来源：东北证券，frost & sullivan

根据 frost & sullivan 的统计数据，过去几年国内激光美容服务市场成长迅速，整体规模已经由 2009 的 1.75 亿美元达到了 2013 年的 4.78 亿美元，预计 2014 年、2015 年将会增至 5.90 亿美元和 7.15 亿美元。2009-2015 年年均复合增速为 26.4%。

表 10: 2013 年、2014 年国内激光美容设备市场份额

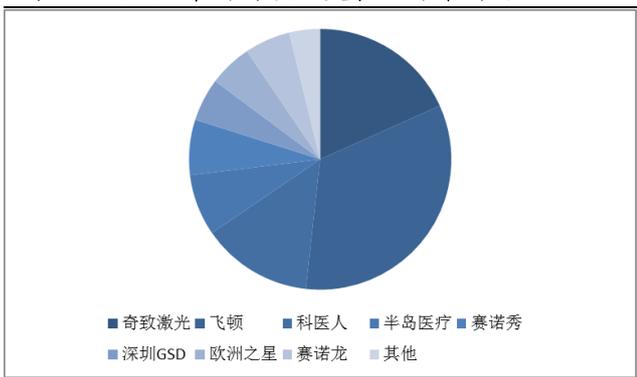
公司	2013 年		2014 年	
	销售合同 (万元)	占有率	销售合同 (万元)	占有率
奇致激光	12000	18.26%	13000	17.86%
飞顿	22000	33.49%	23000	31.59%
医科人	9000	13.70%	11000	15.11%
半岛医疗	5000	7.61%	7000	9.62%
赛诺秀	4500	6.85%	4500	6.18%
深圳 GSD	3500	5.33%	3600	4.95%
欧洲之星	3500	5.33%	4200	5.77%
赛诺龙	3700	5.63%	4000	5.49%

其他	2500	3.81%	2500	3.43%
合计	65700	100%	72800	100%

数据来源：东北证券，公司公告

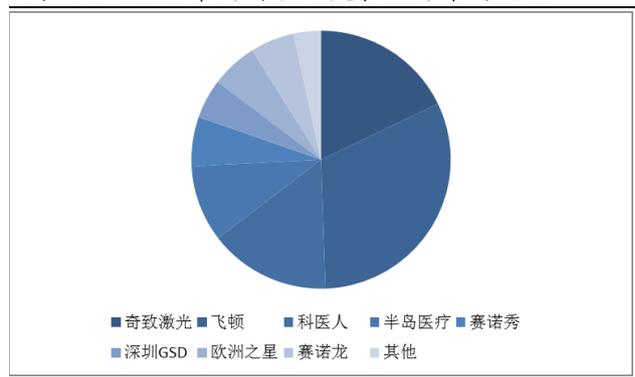
在国内，从事医疗美容激光设备制造行业的厂商主要分为两类，一类是外资厂商直接设立的办事处、分公司或代理厂家；另一类是国内企业自主研发的产品。由于激光美容产品种类较多，单独一家企业很难拥有完整、全面的产品线，行业集中度较低。代表性的生产厂家，外资厂商有科医人、飞顿、赛诺秀、赛诺龙等，国产厂商有奇致激光、深圳 GSD、宏强科技等。

图 43: 2013 年国内激光美容设备市场份额



数据来源：东北证券，公司公告

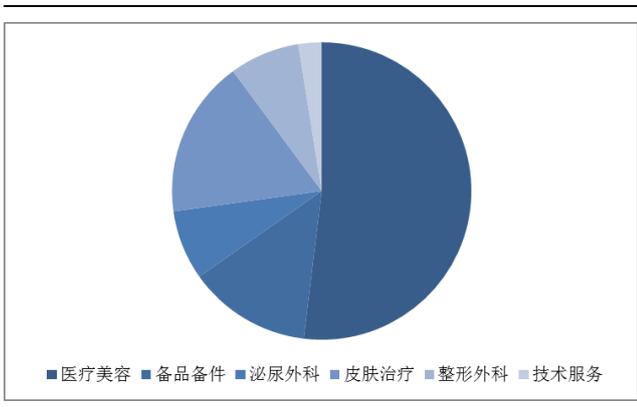
图 44: 2014 年国内激光美容设备市场份额



数据来源：东北证券，公司公告

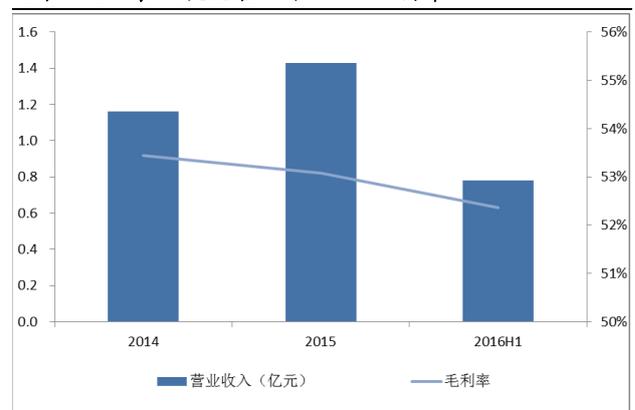
根据 2008 年至 2013 年全年皮肤美容类医疗激光的市场销售统计对比，奇致激光稳居市场排名的前三位，2013 至 2014 年公司市场占有率达到 18% 左右，居于市场排名第二。据中国国际招标网（销售合同数据）统计，2013 年-2015 年，医疗美容激光行业整体竞争格局未发生明显改变，飞顿、奇致激光、科医人位列第一梯队，合计销售合同额约占行业总额 62%-65%；其他厂商市场占比相对较小，暂未出现垄断性厂家，未来市场走向将主要聚焦于第一梯队内企业竞争演变。

图 45: 奇致激光主营构成



数据来源：东北证券，公司公告

图 46: 奇致激光营业收入及毛利率



数据来源：东北证券，公司公告

医疗美容仪器行业毛利率水平与医疗设备相差不大，以奇致激光披露的数据为例，奇致激光是中国光谷的核心企业，是中国最大的医疗激光企业，致力于向中国和全

球其他地区的用户提供全面的激光/强光医疗和美容解决方案，包括高性能的设备、全面的技术支持和持续不断的临床支持等。奇致公司拥有国际先进技术，是中国最大的医疗和美容激光/强光制造基地。公司 2014-2015 年以及 2016 上半年的毛利率分别为 53.45%、53.08%、52.37%，医疗美容仪器由此推测激光美容仪器行业的平均毛利率在 50-60% 之间。

3.4. 水光针——新兴的多成分注射剂

水光针是通过仪器设备将修复型胶原蛋白、透明质酸、PRP 生长因子、肉毒素等医学美肤营养配方注入真皮层的一种微创无痛、无需住院、不留疤痕的综合年轻化抗衰老技术，能够使皮肤内吸收并储藏本身重量 1000 倍的水分，唤醒细胞再生机能，重现修复皮肤枯萎断裂的细胞，在短时间内重塑紧致平滑富有弹性的肌肤。水光针注射的针剂成分以小分子玻尿酸为主，可以搭配玻尿酸、胶原蛋白、肉毒素、PRP 自体细胞等多元化产品量身订做不同疗程，同时也可配合激光仪器进行综合治疗。目前，我国 CFDA 认证的只有润百颜的水光针。

图 47: 水光注射仪



数据来源：东北证券，百度图片

图 48: 水光针注射流程



数据来源：东北证券，百度图片

与玻尿酸不同的是，水光针注射需要借助专门的水光注射仪，俗称“水光枪”。水光注射仪采用声控负压技术，可以准确无误的在真皮层深度下补充进肌肤所需营养物，它的原理是在微针进入前，利用声压机将皮肤稍微地提起，在皮肤维持紧实状态情况下，使针头进入到准确的深度用多针来注入营养物，药剂的注射深度和注入量都可由机器精准调节，包括眼部、颈部这些危险部位都可安全注射。另外，水光注射仪通常为多针头，可根据不同部位用不同针头，注射均匀、省时间，同时微针在出来前就已经放开了注射器的压力，不会带来营养物的损耗。

4. 医疗美容产业链中游：壁垒低、格局混乱

医疗美容行业中游主要是医疗美容产品和设备的各级代理经销商。他们是各种美容产品走向医疗服务终端的桥梁，特别是在引进国外先进美容耗材和设备方面发挥了极其重要的作用。目前国内也有部分商业公司开展美容产品的经销和配送业务，但规模均较小。随着医改的推进，医美市场的扩大和日益规范化，以及相对于普通产品配送而言相对较高的毛利率，未来将有更多的商业公司开展医美产品及设备的配

送和代理业务。

目前，医美产业链负责中游配送和销售的厂家有：

- 1、华东医药：2013年7月，华东医药子公司华东宁波与韩国LG签订进口玻尿酸中国区总代理协议，进军美容整形产品市场。根据华东医药2016年年报，子公司华东宁波公司代理的伊婉连续三年保持100%以上的增长速度，2016年销售额突破4亿元，已成为公司子公司中商业模式成功转型的代表。
- 2、华熙生物科技：公司主营HA原料及HA终端产品，后来相继与欧洲顶尖HA注射填充剂厂商Vivacy、国际高端肉毒素公司Medytox达成战略合作，成为其产品的区域独家分销商，同时也和Syneron等国际知名设备厂商达成业务合作，取得相关美容设备分销权，由此新增经销美容产品和设备的业务，2016年上半年该业务收入5093万元，占营业总收入的12.2%。
- 3、国药集团：国药集团医药物流有限公司是国药控股有限公司的全资子公司，主要业务为医药物流。有资料显示国药集团有部分艾尔建的配送业务，针对民营医院，毛利率高于药品配送，但规模较小，估计为3000万元左右。
- 4、新华锦：公司主要从事纺织品、水产品、船舶、锡材料业务。2015年7月，与利百健中国有限公司合资成立青岛利百健生物科技（占比49%），主营医疗器械销售及技术咨询服务，以承接一项可用于医疗用途的涉及人体脂肪基质血管组分(SVF技术)的意大利利百健医疗器械在中国地区的独家代理。利百健SVF是一种用于自体局部组织与器官的修复与再生的基质血管组分构成的乳糜状的脂肪小粒。目前在世界各地已被广泛地用于美容与整形领域的临床或临床实验性的治疗中。利百健SVF所含的细胞群体再生能力强，能够有效减轻玻尿酸注射填充、肉毒素除皱瘦脸所带来的副作用，尤其是在女性丰胸、面部填充、除皱等领域有广泛的应用。

根据华熙生物科技披露的数据，我们预计美容产品经销的毛利率在35%左右，净利润率约为5%-15%。虽然中游经销商由于进入壁垒低、格局较为混乱的原因，相比上游医疗美容产品的毛利率和净利率均较低，但相比普通药品及产品的配送和代理而言毛利率仍然极具吸引力，预计未来随着医疗美容行业的发展，将有更多的商业公司开展医美产品及设备的配送和代理业务。

5. 医疗美容产业链下游：竞争激烈、民营连锁是主要发展趋势

5.1. 医美机构以民营为主，主要消费市场集中在一线城市

国内的整形医疗机构分为公立医院整形科、民营医院和私人诊所三类。根据新氧发布的《2016年医疗美容行业白皮书》，截止2016年底，我国共有5600多个正规医美机构和3000-4000名持证医生。其中，公立整形医院占28%，其医学技术能力雄厚，但几乎并不从事市场营销和推广，服务质量相对于民营医院较为薄弱。公立医院一般定位于基础性医疗服务，而整形科室却是特殊需求项目，不在服务范畴且有大部分整形美容项目不在医保报销之列，因此公立医院整形美容科相对民营医院增

速较慢。

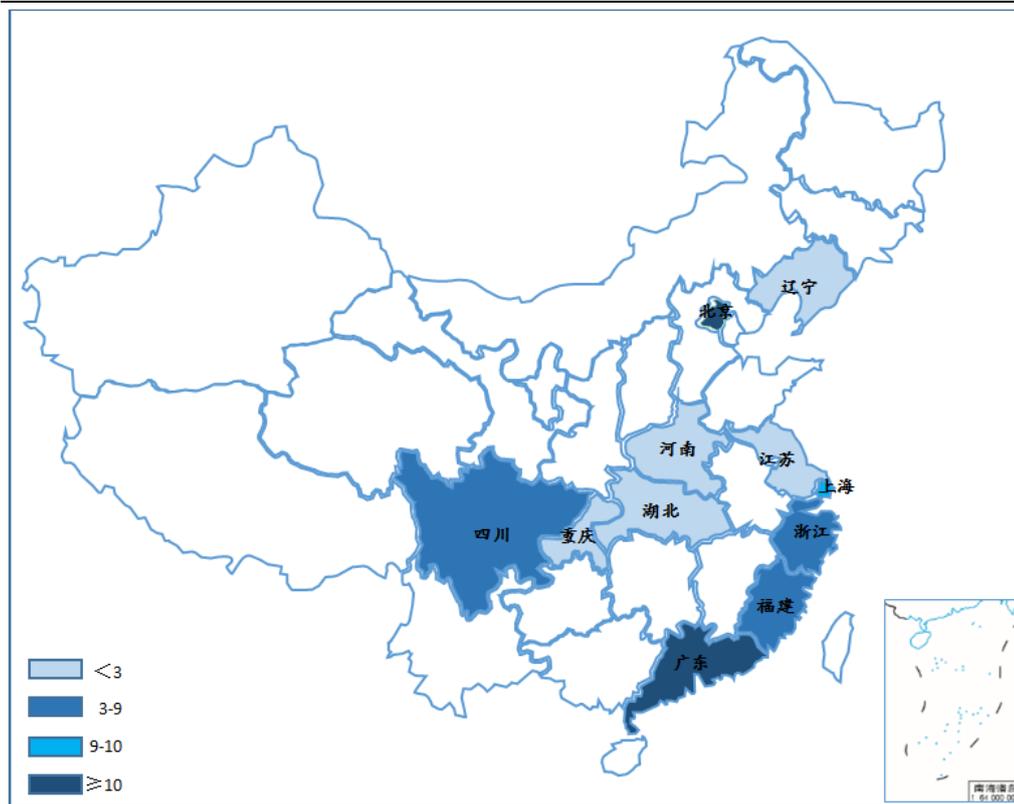
表 11: 三种类型的整形机构中，民营医院市场占比过半

	机构数量	医生数量	收入	客单价	市场份额	特点
公立整形医院	650+	1000+	-	2000-8000	28%	非营利性，规模受限，市场占比小，宣传力度小，手术较保守，增速慢
民营医院	4500+	2500+	一线城市 2000 万/年以下； 二线城市 1000 万/年以下	8000+	57%	盈利性，占据绝大部分市场，宣传力度大，增速快
私人诊所	500+	500+	范围差异比较大	3000-5000	15%	无照经营，价格混乱，假货泛滥、虚假宣传严重，医疗事故频发

数据来源：东北证券，新氧《2016 年医疗美容行业白皮书》

三类医疗整形机构中，民营整形医院中的连锁机构以优质的服务质量著称，医疗技术水平较高，团队化运作，目前占据了 57% 的医美市场，客单价一般超过 8000 元，通过电视广告、搜索引擎竞价、海报等方式营销，成为终端市场中发展速度最快的机构类型。医疗美容诊所市场占比最少，只占据 15% 的市场份额。医疗美容诊所通常是由某个医生或者几个医生合伙的方式建立，正规的医疗美容诊所一般对某几项特定的整形手术较为精通，客人的来源大体上都是熟客，或者是慕名而来，操作的灵活性强，营业面积一般在 500 平米以下，客单价 3000-5000 元。值得注意的是，私人诊所当中还存在数量无法统计的非法医美机构，这些机构的规模不容小视，是医美行业鱼龙混杂的主要原因。

图 49: 北上广深仍是医美需求最大的市场



数据来源：东北证券，更美《2015年医疗美容行业白皮书》

从地域分布来说，现阶段大部分医美项目仍属于高端消费，需要求美者有一定的经济基础，经济发达地区更有利于医美下游机构发展壮大。根据更美发布的《2015 医美白皮书》，综合医院医生分布和下单最多的十大城市依次是上海、北京、成都、武汉、广州、深圳、重庆、长沙、郑州和杭州，一线城市及其周边下单用户比例接近 60%，成都、重庆等具备女性消费基础的城市也正在迎头赶上，随着居民收入水平的提高，医美机构在二三线城市以及中西部地区有巨大的发展潜力。

5.2. 医疗美容行业混乱，行业需进一步规范

因黑诊所盛行，医疗美容市场存在许多不规范行为，虚假广告盛行，医院资质混乱，产品价格不透明、医师技术参差不齐、非法开展医美手术等行业乱象层出不穷，直接导致了优秀、正规的从业机构在短期内被非正规机构瓜分市场份额，同时使消费者蒙受不必要的损失。因此，规范市场秩序则显得更为重要，为保障求美消费者的生命健康安全，维护合法从业者与机构的正当权益，相关监管部门正在逐步规范医美行业政策，进一步完善医疗美容市场。

表 12: 医疗美容机构基本标准主要配置要求

	床位和牙医	科室设置	人员配置	面积
美容医院	住院床位 30 以上，手术台 4 张以上，美容床 8 张以上；牙科综合治疗台（椅）应有 4 张以上；麻醉恢复床应设 2 张以上	应设有美容资讯室、美容外科、美容牙科，美容皮肤科、麻醉科，可设美容中医科	应至少配有 6 名具有副主任医师资格以上的主诊医师，其中设专业科室应至少配有 1 名相应专业副主任医师资格以上的主诊医师	建筑面积不少于 60 平方米
医疗美容门诊部	应设有手术台 2 张以上，美容床 4 张以上，观察床位 4 张以上；牙科综合治疗台（椅）应有 2 张以上；	应设有美容资讯室、美容外科、美容牙科，美容皮肤科、麻醉科，可设麻醉科、美容中医科	应至少配有执业医师 6 名，其中至少 1 名具有副主任医师资格的主诊医师；每一医疗美容专业科室应至少配有 1 名具有主治医师资格以上的相应专业主诊医师	建筑面积不少于 200 平方米
医疗美容所	应设有手术台 1 张，美容床 2 张，观察床位 1 张以上；应至少设有牙科综合治疗台（椅）1 张；	应设有美容外科、美容牙科，美容皮肤科三个专业科室	所开设的医疗美容专业科室应至少配有 1 名具有主治医师资格以上相应专业的专业主诊医师	建筑面积不少于 60 平方米

数据来源：东北证券，卫计委《医疗机构基本标准（试行）》

无论是整形美容手术，或者激光美容仪器项目，还是微整形注射，一切介入疗法都属于医疗美容的范畴，而医疗美容作为一级学科，对于机构必须取得《医疗机构执业许可》才能提供医疗美容诊疗服务。在此基础上，依照卫计委（原卫生部）2008 年发布的《医疗美容机构基本标准》，各类型的医疗美容机构，包括美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容所都需满足床位和牙医数量、科室设置、人员配置、建筑面积等基本标准。

表 13: 依据手术难度和复杂程度以及风险大小，将美容外科项目分为四级

外科项目分级	手术类型	医院门槛
一级	技术难度较低，手术过程简	至少为设有医疗美容科或整形外科的一级综合

	单，风险度较小的各种手术	医院和门诊部、医疗美容科的诊所
二级	技术难度一般、手术过程不复杂、风险度中等的各种手术	至少为设有医疗美容科或整形外科的二级综合医院，麻醉科及医疗美容科或整形外科的门诊部
三级	技术难度较大，手术过程较复杂，风险度较大的各种手术	至少为美容医院
四级	技术难度大，手术过程复杂，风险度大的各种手术	至少为三级整形外科医院和设有医疗美容或整形外科的三级医院

数据来源：东北证券，卫计委《医疗美容项目分级管理目录》

针对具体的医疗项目而言，不同等级的整形美容项目需要不同的医院资质。2009年卫计委（原卫生部）公布《医疗美容项目分级管理目录》，将美容外科项目依据手术难度和复杂程度以及可能出现的意外和风险大小分为四级，第四级是操作过程最复杂、难度最高、风险最大的美容外科项目，目前只允许三级整形医院开展。例如磨下颌角属于四级项目，只具备医疗机构资格，但是未评级或评级为二级的医院不可以开展这样的项目。

表 14: 执业人员资格

主诊医师	执业医师	护理人员	其他
具有执业医师资格，经执业医师注册机关注册	不具备本办法规定的主诊医师条件的执业医师，可在主诊医师的指导下从事医疗美容临床技术服务工作。	具有护士资格，并经护士注册机关注册；	未经卫生行政部门核定并办理执业注册手续的人员不得从事医疗美容诊疗服务
具有从事相关临床学科工作经历，经过医疗美容专业培训或进修并合格，或已从事医疗美容临床工作一年以上		具有二年以上护理工作经历	
省级人民政府卫生行政部门规定的其他条件		过医疗美容护理专业培训或进修并合格，或已从事医疗美容临床护理工作6个月以上	

数据来源：东北证券，卫计委《医疗美容管理办法（2016版）》

最后，对于开展医疗美容活动的医师，根据卫计委《医疗美容管理办法（2016版）》的有关规定，必须取得执业医师资格才能提供医疗美容服务。若要独立提供医疗美容服务，执业医师还需取得主诊医师资格。依据此办法，负责实施美容牙科项目的主诊医师应具有6年以上从事美容外科或整形外科等相关专业临床工作经历，负责实施美容牙科项目的应具有5年以上从事美容牙科或口腔科专业临床工作经历，负责实施美容中医科和美容皮肤科项目的应分别具有3年以上从事中医专业和皮肤病专业临床工作经历。

5.3. 民营医院与公立医院收费标准和整形项目有显著差异

公立医院受国家定价的限制，普遍收费偏低，但也可按规定《关于放宽非营利性医疗机构特需医疗服务价格管理的通知》的规定，事前将价格标准分别报物价、卫生部门备案，实行价格放宽。以双眼皮手术为例，国家规定手术收费基准是440元，但是公立医院平均收费在3000-8500元不等，就是套用不同项目，根据不同技术和材料进行定价。民营医院在国家基准上可收取服务费和专家费等，基本是市场定价模式，总体上收费要比公立医院高。在整形项目设置上，公立医院和民营机构也有

差别，公立医院传统手术类项目占比较高，主要还是以创面修复，疤痕，体表肿瘤为主，激光和微整形项目偏少，而民营机构几乎囊括了所有的医美项目。

表 15: 不同类型医美机构整形项目有所差距

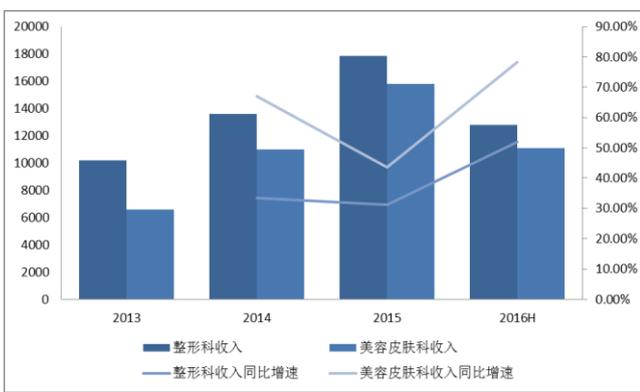
项目	价格			手术时间	恢复时间	保持时间
	公立医院(以上海九院为例)	连锁民营医院(以伊美尔为例)	线上 APP(以新氧为例)			
双眼皮(全切)	5000-8500	1000-10000	300-2000	30-45 分钟/侧	3-6 个月	永久
开眼角	4000-9000	6361	640-4800	1 小时	3 个月	永久
硅胶隆鼻	4000-9000	3000-10000	3000-10000	1-2 小时	1-3 个月	永久
假体隆胸	8000-100000	28000-60000	3930-141090	2-5 小时	1-3 个月	永久
磨下颚角	20000-50000	15000-40000	35000	1-3 小时	3-6 个月	永久
磨颧骨	20000-50000	30000-50000	19540-76100	1 小时	1-3 个月	永久
超声刀	10000-18000	10000-50000	2000-20000	60-90 分钟	几天	4-8 个月
热玛吉	10000-16000	20000-30000	1280-43870	40-60 分钟	1-2 周	4-8 个月
瘦脸针(肉毒素)	1970	1300-3600	590-4010	5-15 分钟	1-7 天	3-12 个月
玻尿酸丰下巴(两针)	8800	2000-8000	4000-10000	20-40 分钟	1-7 天	6-12 个月

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

5.4. 微整形当道, 而过高的营销成本正在蚕食医美机构净利润

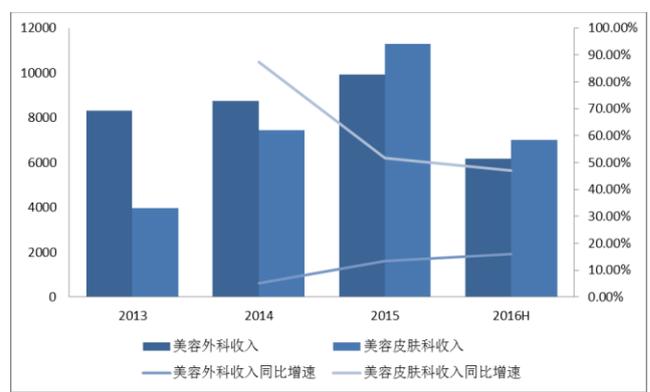
随着微整形正规药品注射与激光类项目的客单价进一步走低, 曾可望而不可及的高端美容项目已经逐步进入普通大众的日常生活。根据百度大数据和移动 APP 销售数据分析表明, 微整形消费需求频次成倍增加。其中, 肉毒素和玻尿酸因其创伤性小、恢复期短、成本低等特点, 成为最有潜力的微整形项目。

图 50: 华韩美容皮肤科与整形科收入差逐渐缩小



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 51: 2015 年丽都美容皮肤科收入超过外科

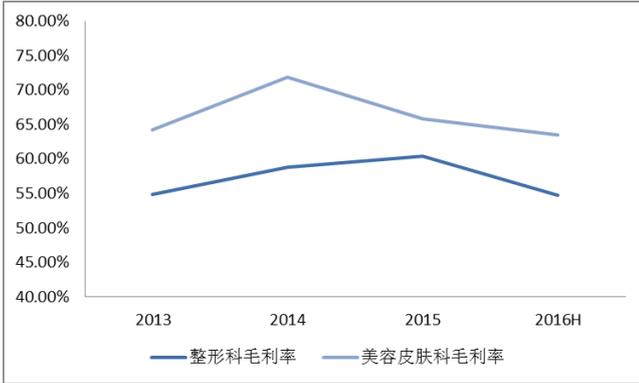


数据来源: 东北证券, 公司公告

当前医疗美容机构的收入主要来自美容外科和美容皮肤科, 美容外科(整形科)包括眼部整形、鼻部整形、胸部整形、面部轮廓、吸脂塑形、私密整形等手术类项目; 美容皮肤科包括祛斑、美白、痤疮祛痘、激光脱毛、超声刀、热玛吉、注射除皱、

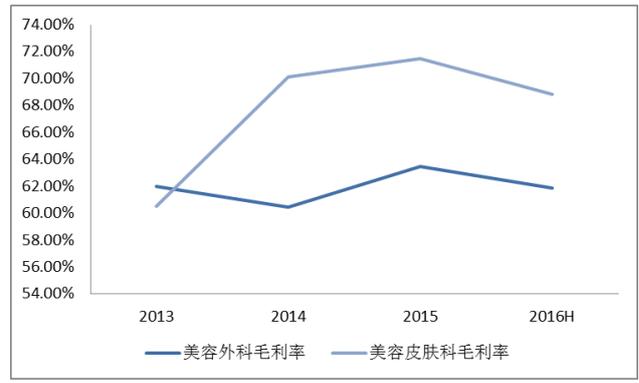
注射填充、瘦脸针、玻尿酸等非手术类项目。从新三板上市公司华韩整形和丽都整形的收入结构拆分中可以看到，2015年丽都整形美容皮肤科收入首次超过了美容外科，占比已达51.54%，而华韩整形的美容皮肤科与美容外科之间的差距正在逐渐缩小。2013-2015年，华韩及丽都美容皮肤科收入年均复合增速分别为54.88%和68.54%，远高于整形科的年均复合增速。

图 52: 华韩整形美容皮肤科毛利高于整形科



数据来源：东北证券，公司公告

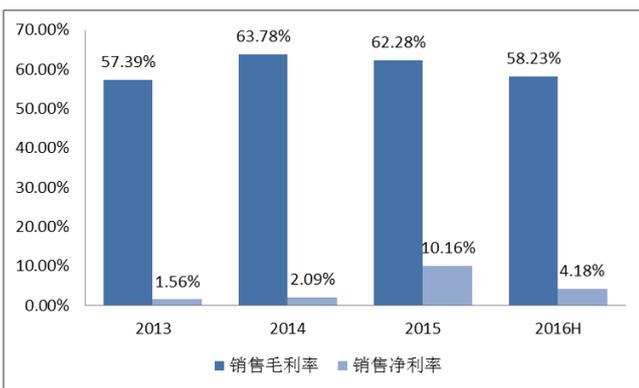
图 53: 丽都整形美容皮肤科毛利率持续走高



数据来源：东北证券，公司公告

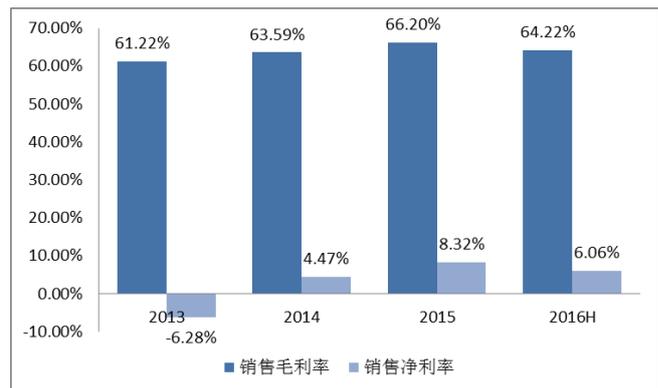
从医疗美容机构的毛利率来看，美容皮肤科毛利率一般高于整形科，但整体上医疗美容机构的毛利率一直维持在较高的水平。华韩整形和丽都整形近三年的毛利率都保持在60%左右，其他机构一般也都能达到50%以上。与此形成明显对比的是医美行业较低的净利率，华韩整形年报数据显示，其2013年和2014年的净利率只有个位数，2015年才上升到10%左右，而丽都整形更是在2013年出现了亏损，2014年才开始扭亏为盈，之后的净利率基本保持在个位数水平。

图 54: 华韩整形毛利率与净利率差距大



数据来源：东北证券，公司公告

图 55: 丽都整形 2014 年扭亏为盈

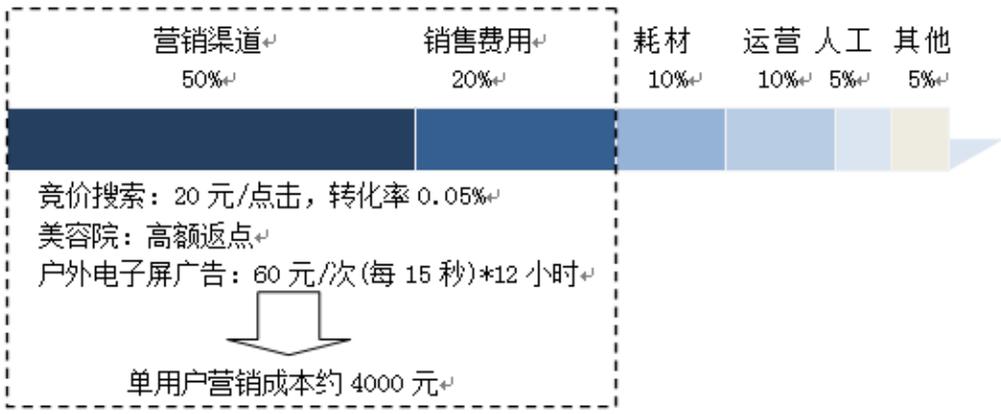


数据来源：东北证券，公司公告

医疗美容机构的净利率如此之低，最主要的原因是获客成本极高。从整个医疗美容机构的价值链来看，营销渠道占比最高，约占50%的比例，销售费用占比20%，耗材及运营成本各占10%，人工成本及其他成本各占比约5%。以北京某整形机构市场推广为例，其搜索竞价20元/点击，按每天一万次的搜索点击，该机构一月总营销费用750万元，一个月搜索竞价费就占到600万元。按照0.05%的转化率计算，

一个客户的获客成本约 4000 元。

图 56: 获客成本高昂是医美市场最大痛点

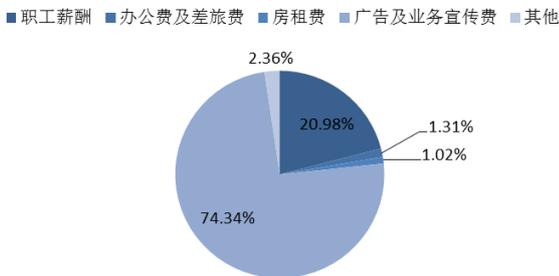


数据来源：东北证券，动脉网

从华韩整形和丽都整形的销售费用拆分来看，2015 年华韩整形的广告费用占总销售费用的 74.34%，而丽都整形的广告费用占比是 61.28%，大型医疗美容连锁集团目前多采用 SEO（搜索引擎优化）、户外广告、电视广告等粗犷的宣传方式，而较低的广告转化率导致获客成本高昂，严重侵蚀医美机构净利润。

图 57: 华韩整形销售费用中超七成是广告费用

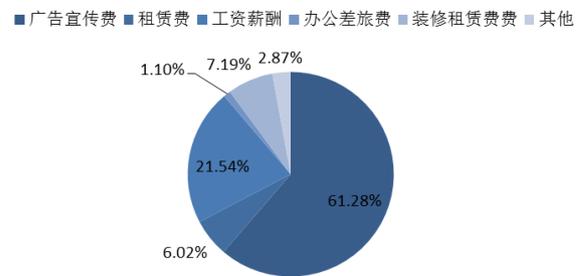
华韩整形销售费用构成



数据来源：东北证券，公司公告

图 58: 丽都整形广告宣传费占销售成本的六成

丽都整形销售费用构成



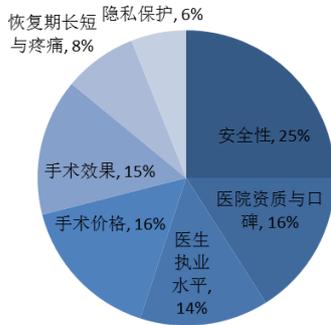
数据来源：东北证券，公司公告

5.5. 连锁化运营是医美机构发展的必然趋势

由于医疗美容机构极高的营销成本，迫使医疗美容机构倾向于以连锁化模式进行规模扩张。民营医院的连锁化发展模式可以形成规模效应，在提升品牌认知度的基础上，通过连锁摊薄获客成本，保证盈利能力的稳定提升。公立医院因体制原因，基本不作宣传，等客上门，虽然在资质和安全性上有保障，但因医美项目少、服务体验差而大打折扣，在愈来愈市场化的医美行业中发展受到一定限制。私人诊所作为民营机构不像公立医院有较多限制，但占其大部分比例的非法黑整形仍存在诸多风险，部分从业人员不是科班出身，而是从“微整形速成班”毕业，药物来源得不到保障，价格欺诈、出现事故后跑路等情况层出不穷。根据消费者调查，安全因素依旧是求美者选择整形机构最看重的方面，但也会有部分消费者分不清生活美容院和医

疗美容医院的区别，听信虚假宣传，造成自身利益受到损害。在这样的现状下民营连锁医院将以高服务质量、产品可靠、价格透明等优势突出重围，连锁化运营必然成为医美机构未来发展趋势。

图 59: 消费者选择整形机构更注重安全因素



数据来源：东北证券，康华美容网

图 60: 民营医院具备诸多优势

民营连锁	VS.	私人诊所
规模化效应可降低获客成本		获客成本高昂
大型连锁具有行医资质、产品渠道可靠		黑诊所猖狂、无照经营、水货盛行、虚假宣传
医生具有执业资格		“一周培训班医生”
价格透明、可提前咨询		收费无标准、价格暴利

数据来源：东北证券，公开资料整理

6. 医美互联网+：医美 O2O 雨后春笋般涌现，产业整合趋势明显

6.1. 颜值时代的下一匹黑马——“医美 O2O”

医美 O2O 主要是以整形 APP 和网站为主的第三方平台，通过价格公开、邀请医疗机构和医生入驻、网友分享整形日记等方式将消费者引流到合作机构或者是社区中的云诊所，消费者可以通过该平台获得更完善的信息，有效解决信息不对称问题。更重要的是，在线医美对比传统广告渠道有更多优势，O2O 平台可以通过精准营销，减少宣传投入，创造更多商业价值。根据美黛拉数据，以莆田系医美机构为例，通过百度搜索渠道上获客成本在 2000-3000 元左右，而医美 APP 获客成本是 200-300 元，可以节约 80%-90% 的获客成本，其他 O2O 平台平均可以减少平均约 30%-50% 的获客成本。与此同时，以 80 后和 90 后为主的新生代消费群体习惯使用性价比较高的移动端产品和服务，在“颜值经济”高增长的时代背景下，他们有更强的变美需求，由此延伸出的在线医美、网红经济、自拍修图 APP 等新兴产业将成为火爆的投资蓝海。

6.2. O2O 平台天使轮投资占半壁江山

基于中国医疗美容行业的巨大市场潜力，各路资本蜂拥而入，医美 O2O 悄然兴起，近五年开始出现不同类型的医美网站和 APP，安卓应用市场和 iOS app store 上，各种医学美容整形 app 层出不穷。

表 16: 国内主要 O2O 平台（截至 2016 年 11 月）

公司	成立时间	简介	融资阶段	融资金额 (万美元)	投资方
新氧	2006 年 3 月	国内最大的医美网站和 APP，平台有 5000 家整形医院和近万名整形医生资料，覆盖中、日、韩等国家，目前	C 轮	7100	腾讯、挚信资本、经纬

		在新氧上有 4453 家医美机构, 12324 名认证医生经过认证, 信仰王有资质查询的平台, 还提供韩国 2000 个整形资质医生查询, 医疗旅行是特色项目			中国、优壹品
更美	2013 年 5 月	更美 APP 在 2014 年 9 月之前叫做完美诊所 APP。更美 APP 是一款美容整形专业的问答手机软件, 求美者可以通过更美, 免费向整形医生提问, 获得优质的美容整形建议, 目前已拥有 1000 多位三甲及知名民营机构医院整形外科医生, 力求给用户最全项目的一对一问答咨询	C 轮	6342	潮宏集团、苏宁环球、腾讯、中信建投资本、复星医药
悦美网	2011 年 12 月	一家专注医疗整形美容领域的资讯网站及互动平台, 集医疗美容资讯、专业医院、医生信息库、社区互动和移动客户端为一体。2013 年 9 月, 悦美网转型 O2O 模式, 通过建设消费者和医学编辑结合的评价体系, 收集筛选消费线索, 甄选口碑医院和医生, 提供咨询服务	B 轮	1767	赛富亚洲、联创策源
美黛拉	2015 年 4 月	美黛拉是医学美容时尚社区应用, 面向女性提供热聊社区、整形互助问答服务等, 隶属于广州绽放信息科技有限公司。美黛拉通过邀请网络红人、时尚达人注册, 吸引用户分享医美体验, 通过挖掘热点话题的跟进报道等方式生产专业内容	B 轮	1300	IDG、平安中国、高荣资本
美丽神器	2013 年 3 月	起初美丽神器做的主要是对接用户和医疗机构的社区平台, 2013 年 12 月, 美丽神器正式开始重度运营社区, 还引入了医疗机构的评级、评价机制。	B 轮	1167	中路资本、湖畔山南资本 Sky view
美呗	2015 年 10 月	国内行业首款互联网面部局部险, 包含“过敏保”、“意外保”、“整容保”三大保障, 同时还有“健康咨询”及“法律咨询”两大服务	A 轮	303	同创伟业、JJ 比赛
猫爪	2015 年 3 月	猫爪提供医疗美容在线咨询, 并与医疗机构合作以团购形式进行导诊。猫爪 APP 上展示包括价格、服务范围、合适人群、用户评价等项目信息, 配合线上专业咨询师的解读, 帮助用户进行比价	A 轮	215	祥峰投资、原子创投
真优美	2014 年 1 月	真优美是一个移动端的整容美容服务平台, 提供整形机构、医师预约和对接服务等。真优美内容主要包括资讯(美容整形资讯、美容整形项目)、社区(美容整形日记)、问答(匿名问答、美容整形机构)三块	天使轮	不明确	21 世纪天使创投

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 61: 医美 O2O 平台融资阶段天使轮占五成

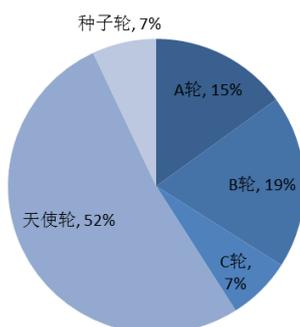
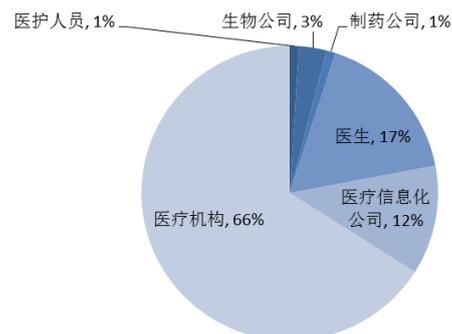


图 62: 大部分医美 O2O 平台与医疗机构合作

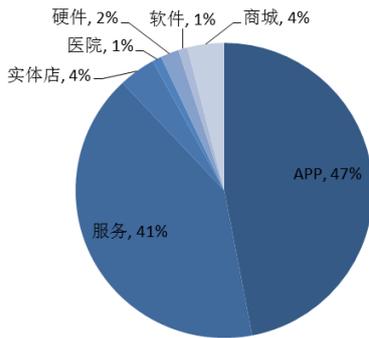


数据来源：东北证券，动脉网

数据来源：东北证券，动脉网

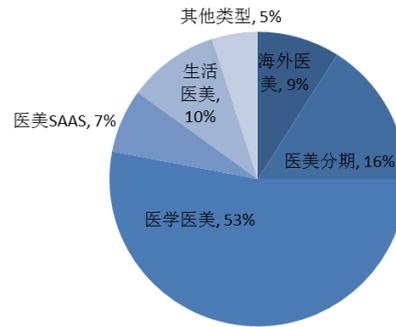
根据动脉网资料统计，这些 O2O 平台以天使轮投资为主，占总案例数 52%，投资呈现轮次越靠后，单笔投资金额越大的趋势，在 2016 年，新氧与更美分别融资 5000 万美元和 5227 万美元，占 2016 年医美 O2O 总融资额 70%。从产品类型及合作机构情况可以看出，目前信息和中介服务产品居多，六成 O2O 平台和医疗机构合作，而从产品类型上看，医学医美占比过半，未来该占比有望继续上升。

图 63: 医美 O2O 产品以 APP 和服务为主



数据来源：东北证券，动脉网

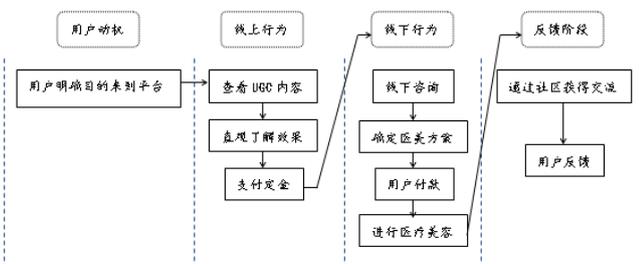
图 64: 医疗级医美在医美 O2O 产品中一枝独秀



数据来源：东北证券，动脉网

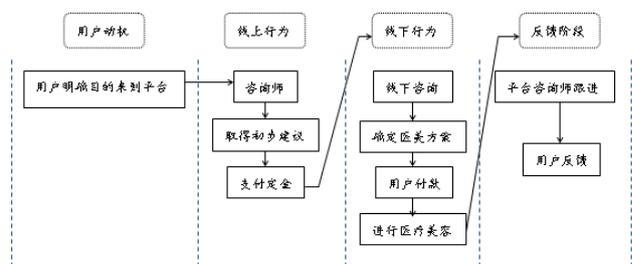
商业模式方面，多数医美平台采用 B2C 和 C2C 两种模式，C2C 模式较多。B2C 模式有自己的咨询团队，按照消费者的需求帮忙选择产品，通过导购的形式联系相对应的医院进行整形美容，公司盈利方式为从营业额中抽取一定的佣金。对于小型诊所或者个体医师，可以采取直接对接消费者和机构医师的模式，咨询工作直接由医生或诊所方面担任，平台负责把关医师资格及后期反馈，同样从用户消费额中抽取佣金。而以新氧为代表的 C2C 互联网医美公司则从社区入手，通过打造安全、干净、高效的社区，力求为医美消费者提供真实可靠的 UGC（用户原创）内容，帮助消费者进行决策，打造“小而美”的用户体验。C2C 模式企业的供给端主要是医院的医生和小型民营诊所，通过把 UGC 内容结构化，辅之以社区运营的规则，来实现用户对信息的有效利用。

图 65: C2C 模式服务流程



数据来源：东北证券，清科研究中心

图 66: B2C 模式服务流程



数据来源：东北证券，清科研究中心

两种模式都有各自的优缺点，B2C 模式的优点是可以迅速回应消费者的需求，对于

消费者有更强的把控力，其缺点在于咨询师虽然能够在一定程度上减少过度营销，但其本质和传统医院销售人员无异，难以做到客观推荐。C2C 模式的优势在于可以节省人力成本，客服的工作直接由医生或者诊所担任，减少平台的人力资本，其次，医生而非医院提供服务，性价比较高，医生更看重口碑，议价能力相对来说比较低，报价也会相应低。第三，平台扩张快。缺点是，对医生的控制力较弱，平台难以确认医生的实际服务态度和水平。

6.3. 线上医美市场渗透率小，未来发展空间巨大

2016 年 3 月，新氧完成 5000 万美元的 C 轮融资，投资方为优壹品和腾讯，同年 8 月更美也完成了 C 轮融资，投资方有潮宏基集团、苏宁环球、腾讯、中信建投、复星医药等多家上市企业及一线投资机构，融资额为 3.45 亿元。至此，专注整形业务和微整形业务的互联网医美 O2O 平台的大格局已定，更美、新氧和悦美成功跻身三甲。

从医院的类型来看，这三家平台入驻机构以民营医院居多，各个平台在占比上有细微差别。如入驻悦美的医院中，有 66 家是公立医院，仅占全部入驻机构的 5%，其余都是民营医院，新氧的数据更为全面，所有类型的公立医院有 1586 家，占入驻医院的 32% 左右，其他 3400 多家是民营医院和诊所。医生方面，入驻悦美的住院医师是 24 位，主治医师是 179 位，主任医师是 99 位，副主任医师是 196 位；入驻新氧的 20735 位医生中，2826 位是院长、455 位是副院长、3540 位是主任医师、875 位是副主任医师、1127 位主诊医生以及其他级别的医生。

表 17: 新氧和更美成为医美 O2O 平台前两名

	注册用户	入驻机构	入驻医生	融资阶段	融资金额
新氧	1600	5000	20753	C 轮	7100 万美元
更美	1800	6000	10000+	C 轮	6342 万美元
悦美	1200	1300	3152	B 轮	1767 万美元

数据来源：东北证券，公开资料整理

截至目前，新氧的融资金额已达到 7100 万美元，在 C 轮融资后，新氧迅速开始了线下云诊所的布局，通过帮医生解决牌照、场地、流量、管理等问题，让医生专注于治疗，打造医生个人品牌，以此来寻找新的赢利点。考虑单轮融资额，更美的 C 轮融资是中国医美行业历史上最大的一笔融资，在此之后，更美推出了分期、保险等医美金融服务，还将在行业端发力，祭出“100 名医生 IP 计划”大旗，旨在通过空中医院、资金、资源等多方面立体扶持，协助优秀的整形医生塑造个人 IP，以期帮助中国消费者更轻松找到整形好医生。目前通过更美导流的每月成交额已经超过 5000 万元，虽然新氧和悦美没有透露具体的交易额，根据网上公开的一些资料，我们预计大概率超过千万。只不过，这行业前三名再加上其他初创公司导流所产生的交易额总和，还占不到医美市场 1% 的份额，如果可以发挥好以上优势，在线医美平台未来发展前景将十分广阔。

7. 重点公司

7.1. 华韩整形 (430335.OC) - 国内整形上市第一股, 开拓“医教研一体”新模式

新三板医美上市第一股, 是目前规模最大的整形美容集团之一。华韩整形于 2010 年 4 月 20 日建立, 2013 年 11 月 6 日在新三板挂牌, 通过下属南医大友谊整形医院, 四川悦好美容医院、北京华韩美容医院、青岛华韩整形医院、长沙华韩华美诺德美容医院和南京华韩奇致美容医院的 119 名医生 (归属于整形科、皮肤科、牙科等, 其中包括 6 名韩籍医生, 28 名副主任以上医生) 和 185 名护理人员为求美者提供高品质整形美容医疗服务。截止 2016 年 6 月底, 公司拥 17 项专利技术、已受理在审批 5 项专利 (其中两项发明专利), 累计发表 118 篇学术论文 (其中入选 SCI 12 篇)。

持续改进医疗服务质量, 公司旗下已有三家 JCI 认证医院。公司旗下的南京医科大学友谊整形外科医院是一家三级整形外科医院, 可以开展《医疗美容项目分级管理目录》所规定的全部 1-4 级整形美容项目, 并在 2016 年被评为南京市医学重点专科, 5A 级医疗整形美容机构。而在南京医科大学友谊整形外科医院和四川悦好医学美容医院获得 JCI 认证之后, 北京华韩医疗美容医院也获得了 JCI 认证。

坚持自主研发整形系统和打造线上医美平台。公司独立研发的 CRM 系统和“变美”APP 系统形成了闭环服务体系, 完成大数据中心建设, 在为消费者提供更好的服务同时还提升了服务的效能。公司将持续通过提升 IT 信息系统的建设来优化客户服务的效率与质量。

预计公司 2016-2018 年净利润分别为 4117 万元、5534 万元、6880 万元, 对应 EPS 分别为 0.53 元、0.71 元、0.88 元。以 2017 年 03 月 31 日收盘价 18.57 元计算, 对应 PE 分别为 33、24、16 倍。给予“增持”评级。

风险提示: 机构扩张不达预期、医疗风险、市场竞争加剧等

表 20 : 华韩整形主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	246.78	338.26	477.83	631.55	821.92
(+/-)%	46.38%	37.07%	41.26%	32.17%	30.14%
归属母公司净利润	2.11	29.40	41.17	55.34	68.80
(+/-)%	50.55%	1293.06%	40.00%	34.42%	24.33%
每股收益 (元)	0.03	0.38	0.53	0.71	0.88
市盈率	635.83	125.41	32.88	23.92	15.94
市净率	21.41	8.07	6.12	4.67	3.06
净资产收益率 (%)	3.33%	17.64%	19.80%	21.02%	20.72%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	70.20	77.76	78.38	78.38	78.38

7.2. 丽都整形 (834480.OC) - 连锁化运营+规范服务铸就优质医美品牌

医疗美容优质上市品牌，实现机构连锁规模化。丽都整形成立于 2009 年 7 月 7 日，2015 年 11 月 24 日在新三板挂牌。公司提供的主要服务为包括外科整形美容、皮肤美容、牙齿美容和中医美容在内的整形美容医疗服务，拥有北京丽都医疗美容医院、昆明丽都医疗美容医院、贵阳丽都医疗美容医院、太原丽都整形美容医院、运城丽都整形美容医院、无锡丽都整形美容医院、沈阳沈河丽都医疗美容门诊部和长沙丽都医疗美容医院计八家整形美容医院，共计营业面积约 20900 平方米，拥有诊疗床位和牙科治疗椅 104 张。公司拥有的整形美容设备有 C6 调 Q 激光治疗仪、塑美极皮肤治疗仪、激光祛斑仪、激光脱毛仪、半导体激光治疗仪、深蓝射频激光治疗设备、手术室净化设备、口腔全景机等设备。

在推行连锁化、集团化的同时注重医疗服务规范化。丽都整形集团通过了德国莱茵 TUV—SQS 国际服务质量认证体系的环境服务、商品服务、人员服务、营销服务、内部服务、教育训练等 800 多个项目的检核和升级，成为亚洲率先通过 TUV—SQS 国际服务质量认证暨 ISQM 国际服务质量管理系统的医疗美容医院。

复兴集团战投企业，助力开拓脂肪细胞抗衰新领域。与复兴集团达成战略合作后丽都整形引进了新的发展模式，开始推行“博导计划”探讨科研和服务的双轨制，临床科室学科带头人全部由博士生导师担任，可携其研究团队全面管理医院，率先在中国组建军事医学科学院标准子研究室——丽都 APSC 多细胞实验室。基于未来医美趋势将呈现“大规模连锁+医生个人品牌”的判断，提出“医院平台+医生”的战略计划。

预计公司 2016-2018 年净利润为 2113 万、2751 万、3458 万，对应 EPS 分别为 0.29 元、0.38 元、0.47 元。给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、医疗事故风险等

表 21: 丽都整形主要财务数据 (2017-03-14)

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	172.78	218.91	279.29	398.42	498.02
(+/-)%	29.78%	26.70%	27.58%	42.65%	25.00%
归属母公司净利润	7.73	18.21	21.13	27.51	34.58
(+/-)%	192.34%	135.74%	16.53%	30.19%	25.70%
每股收益 (元)	0.17	0.34	0.29	0.38	0.48
市盈率	-	-	-	-	-
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率 (%)	70.92%	41.34%	38.75%	35.80%	32.00%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	45.00	60.00	72.29	72.29	72.29

7.3. 华熙生物科技 (0963.HK) - HA 原料及产品生产商，布局医美流通领域

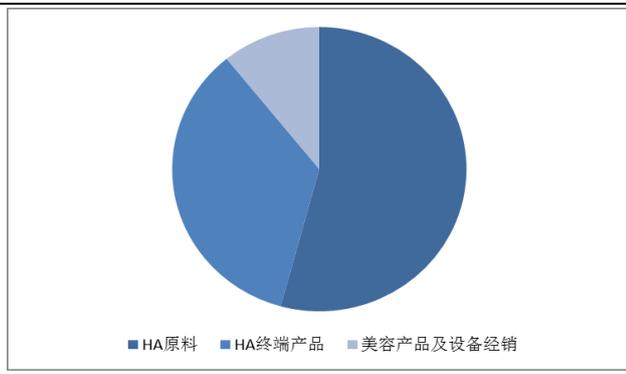
HA 原料生产商及 HA 产品供应商，产品布局完善。公司于 2008 年在港交所主板上市，主要从事开发、制造及销售各种透明质酸原料及终端产品，是全球最大的 HA 原料生产商之一。2012 年，公司成功推出注射美容填充产品——注射用透明质酸钠凝胶，业务范围延伸至 HA 终端产品。形成了从原料到终端产品的全产业链布局。

HA 产品迅速放量，带动公司业绩快速增长。目前公司自主研发生产的终端产品主要有注射用修饰透明质酸钠凝胶 (润百颜、德蔓)、HA+医学护肤品、医用 HA 凝胶

(海视健)、股关节腔注射针剂产品(海力达)。其中润百颜、德蔓已获得CFDA批准上市,润百颜更是在近几年国内市场处于国产品牌领头羊的位置,市场份额占比在20%以上。面对多个注册填充剂品牌的竞争局面,公司针对各年龄段女性对面部塑性的需求差别,通过推广品牌专属的面部美学设计理念,为公司产品带来准确的市场切入点。营销推广方面,继续推广BV5丰盈提拉专属注射法,深化推广生物活肤联合治疗概念(BACT)和多种治疗方法的美学组合思路,打造个性化、无法复制的皮肤治疗解决方案,最大程度地降低单一产品在不断同质化的市场上竞争的不利局面。产品研发方面,随着新产品德蔓的上市,与现有润百颜形成合力,细分市场,实现对不同消费群体的覆盖。

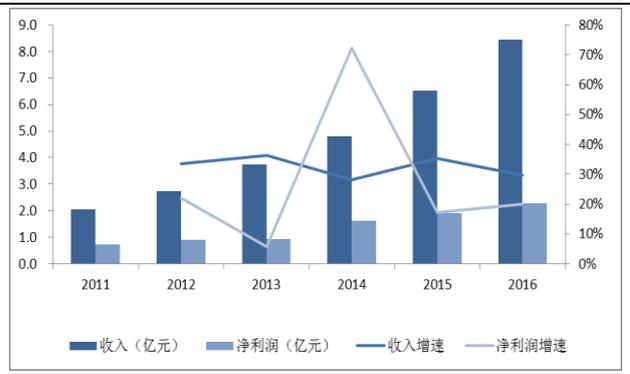
布局医美流通领域,打造产品生产到终端销售全产业链。公司相继与欧洲顶尖HA注射填充剂厂商Vivacy、国际高端肉毒素公司Medytox达成战略合作,并成为其产品的区域独家分销商,同时亦与Syneron等国际知名设备厂商达成业务合作,取得相关美容设备分销权,全面发展医疗美容产品及解决方案发展战略。

图 68: 主营构成及占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 69: 近年营业收入与净利润及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

预计公司 2017-2019 年净利润为 2.52 亿、3.26 亿、4.05 亿, 对应 EPS 分别为 0.69 元、0.89 元、1.12 元。以 2017 年 03 月 31 日收盘价 11.02 元计算, 对应 PE 分别为 14、11、9 倍。给予“增持”评级。

风险提示: 合作推进不及预期、经销业绩不及预期、行业竞争加剧等

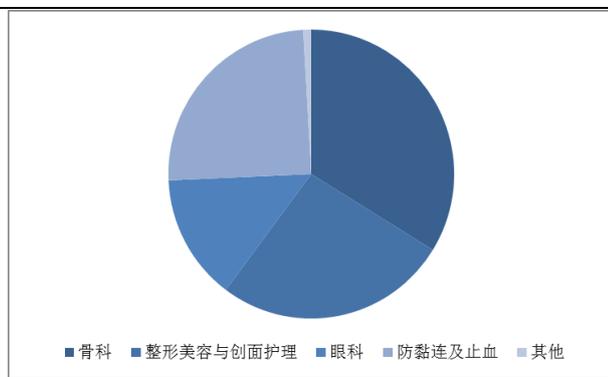
表 22: 华熙生物科技主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	655.11	847.2	1,047.00	1,342.00	1,507.00
(+/-)%	35.31%	29.32%	23.58%	28.18%	12.3%
归属母公司净利润	190.39	228.1	251.5	325.5	405
(+/-)%	17.48%	19.81%	10.26%	29.42%	24.42%
每股收益 (元)	0.55	0.62	0.69	0.89	1.12
市盈率	17.61	15.69	14.15	10.97	8.77
市净率	3.4	2.8	2.4	1.9	1.5
净资产收益率 (%)	15.97%	14.7%	15.85%	18.05%	18.9%
股息收益率 (%)	0.10%	0.26%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	334	361	361	361	361

7.4. 昊海生物科技 (6826.HK) - 医用可吸收生物材料国内领先企业

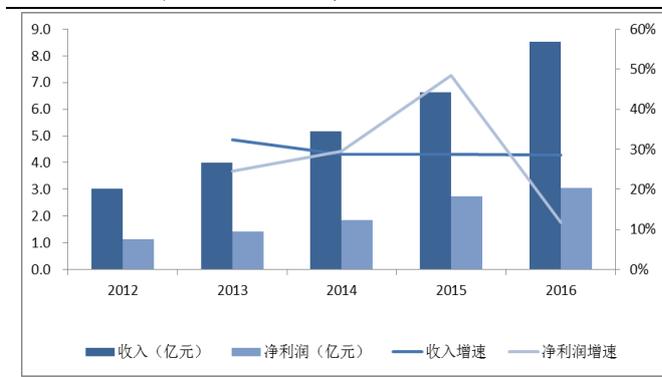
公司处于行业龙头地位。公司于 2015 年上市，产品涉及骨科、整形美容外科、眼科和外科手术止血、手术后防黏连与创面护理。目前生产及销售 14 种生物医药产品，其中 3 种产品被 CFDA 列为药品，11 种产品被 CFDA 列为三级医疗器械。公司产品主要包括利用天然原材料制成的医用透明质酸/玻璃酸钠、医用几丁糖和医用胶原蛋白，同时也生产利用基因工程技术和用于创面护理的创新生物药，例如重组人表皮生长因子 (rhEGF) 产品。2015 年骨关节腔注射剂、防黏连产品和眼科粘弹剂产品的国内市场份额均进一步提升，分别达到 34.0%、50.2% 和 41.8%，稳居榜首；外用重组人表皮生长因子产品 (康合素) 的市场份额持续提高，达到 16.2%，位居市场份额第二位。公司自上市以来稳步发展，2016 年，完成营业收入 8.54 亿元，净利润 3.05 亿元，同比分别增长 28.6%、11.7%。

图 70: 主营构成及占比



数据来源: 东北证券, 公司公告

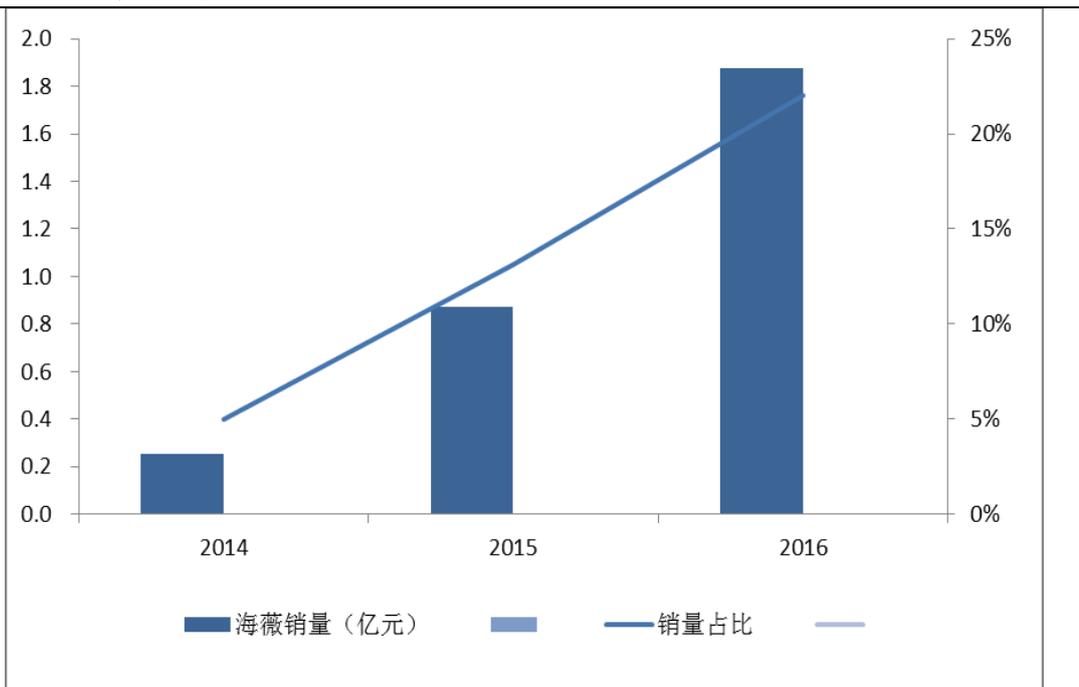
图 71: 近年营业收入与净利润及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

医疗美容 HA 产品海薇强势进入市场。海薇是公司推出的单相交联注射用透明质酸钠凝胶，用于修复中度至重度面部皱纹和褶皱。2013 年获 CFDA 批准上市，2014 年进入市场后飞速发展，2015 年海薇营业收入 8726 万元，同比 2014 年增加 241%，2016 年营业收入 1.88 亿元，同比 2015 年增加 115%，2016 年海薇收入占公司总收入的 22.0%。而且海薇在国内 HA 市场也占有一席之地，2015 年占比在 5-10%。

图 72: 海薇销量及其占比快速增长



数据来源: 东北证券, 公司公告

HA 新产品不断研发获批, 保持市场竞争力。公司自立研发的二代玻尿酸皮肤填充剂“姣兰”已获批 CFDA 医疗器械注册证, 并于 2017 年 2 月正式上市。姣兰主打填充功能, 与主打塑形功能的海薇在产品的特点和功效方面形成差异化定位和互补式发展, 并将引领国内微整注射市场玻尿酸组合应用理念。此外, 公司三代玻尿酸产品 (“QST 凝胶”) 也已进入临床试验阶段。由此产品将形成系列化、差异化的组合效应, 以满足日趋细分化、多元化的市场需求, 未来公司在整形美容与创面护理领域的产品研究与开发、生产、销售的市场领先地位将得以继续保持。

预计公司 2017-2019 年净利润为 3.86 亿、4.57 亿、5.50 亿, 对应 EPS 分别为 2.41 元、2.86 元、3.44 元。以 2017 年 03 月 31 日收盘价 35.85 元计算, 对应 PE 分别为 13、11、10 倍。给予“增持”评级。

风险提示: 新产品业绩不及预期、行业竞争加剧等

表 23: 昊海生物科技主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	665.53	853.68	1,308.45	1,567.65	1859.28
(+/-)%	28.73%	28.27%	53.27%	19.81%	18.60%
归属母公司净利润	273.47	305.05	385.8	457.2	549.78
(+/-)%	48.97%	11.55%	26.47%	18.51%	20.27%
每股收益 (元)	1.86	1.91	2.41	2.86	3.44
市盈率	17.58	16.82	13.20	11.14	10.42
市净率	3.2	2.1	1.8	1.6	1.4
净资产收益率 (%)	10.27	10.5	12.2	12.8	12.9
股息收益率 (%)	0.78%	1.32%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	160	160	160	160	160

分析师简介:

崔洁铭，复旦大学化学系博士毕业，现任东北证券研究咨询分公司生物医药行业分析师，2015年加入东北证券研究所。看好医药行业的新趋势和新发展，基于严谨的数据分析对投资进行指导。

梁静静，东北证券研究咨询分公司医药行业分析师，2年医药产业经验。熟悉医药产业经济、政策环境等行业信息，了解医药领域尖端技术、产品和模式，并以此判断行业和公司的发展趋势和成长性。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司
中国 吉林省长春市

自由大路1138号
 邮编：130021
 电话：4006000686
 传真：(0431)85680032
 网址：http://www.nesc.cn

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编：100033
 电话：(010)63210800
 传真：(010)63210867

中国 上海市浦东新区

源深路305号
 邮编：200135
 电话：(021)20361009
 传真：(021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编：518000

机构销售
华北地区

销售总监 李航
 电话：(010) 63210896
 手机：136-5103-5643
 邮箱：lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话：(021) 20361100
 手机：136-2169-3507
 邮箱：yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话：(0755) 33975865
 手机：186-6457-9712
 邮箱：qiuxx@nesc.cn