

研究所

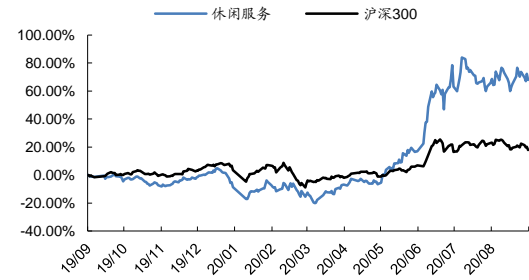
证券分析师:

赵越 S0350518110003  
zhaoy01@ghzq.com.cn

## 万亿市场，制造美丽

### ——医美行业深度报告

#### 最近一年行业走势



#### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
休闲服务	1.3	43.7	67.3
沪深300	-4.1	10.2	17.0

#### 相关报告

#### 投资要点:

- 中国医美市场保持高速增长，正规医美机构逐渐回归。**中国医疗美容市场快速发展，2012-2019年以来年复合增长率达到28.97%，市场规模升至1769亿，其中非手术类轻医美项目越来越受消费者青睐，20-25岁年轻女性成为了新生代医美主力军，人均消费金额达到7700元。随着需求快速增长，医美服务市场依然严重供不应求，导致大部分市场份额流失至非正规市场，随着近年来监管加严与互联网医美平台兴起，市场加速整合出清，正规医美机构的市场份额有望回归，未来医美机构赛道有望跑出超大型行业龙头。
- 对比成熟市场：中国医美处于成长初期，机构盈利空间有望逐渐打开。**从美国、韩国医美行业发展看，中国医美行业发展起步较晚，尚处于成长初期，多年经济增长积累的居民消费水平有待释放，是可选消费领域的朝阳行业。从供给端看，医美机构及执业医师资源供给的严重不足将推动中国医美行业医美机构与医生队伍扩增，未来增长规模可期。从医美机构盈利水平看，高毛利是医美机构的普遍特征，通过规模化经营或借助互联网医美平台等方式把控营销费用，大陆地区医美机构平均净利率水平预期将可至少增加20个百分点。
- 中国医美市场万亿空间可期。**中国医美市场的需求爆发时点尚可期。2014-2019年，中国全国人均医美开支复合年增长率高达29%，相比美国、韩国，中国医美全国人均消费额及每千人诊疗次数渗透率依然拥有至少4倍以上增长空间，年轻群体以及医美渗透率的提高是医美市场的关键驱动力，同时一线城市的潜在市场及人口占比95%的一线以下城市的下沉空间巨大，整体来看医美在中国的渗透率不足2%，渗透率提升可期，未来3年医美市场预计将达3600亿元，远期规模有望达到2万亿元。
- 首次覆盖，给予医美行业“推荐”评级：**“颜值经济”催生大规模医美需求，中国医美市场加速发展，对比美国、韩国、香港等成熟市场，中国医美行业正处于成长初期，整体呈现“供不应求”态势。在政策监管不断趋严、医疗安全意识不断提升、互联网第三方平台介入的背景下，消费者对医美品牌认知度将不断提升，“黑医美”生存空间将被不断压缩，正规医美机构有望实现突围。通过大型机构不断趋向规模化、连锁化经营模式，以及精品型机构不断专业化、

定制化，医美机构盈利能力仍有较大提升空间。从医美需求人口渗透率及人均消费额提升的趋势看，中国医美行业长期万亿市场可期，我们看好医美行业在中国的朝阳发展前景，并看好正规医美机构在行业发展中可享受到的大量红利。首次覆盖，给予医美行业“推荐”评级。

■ **重点关注个股：**

**朗姿股份 (002612.SZ)：** 医美业务已成为公司业绩最为稳健、成长性最高的板块，疫情期间加强线上渠道营销并稳步扩张，预计将投入 0.36 亿元用于医美旗舰店建设，未来业务竞争力或将进一步提升。

**香港医思医疗集团 (02138.HK)：** 集团医美及健康管理核心业务突出，客户粘性强，2017 年以来陆续收购大陆地区医美相关机构，未来将继续加快在中国内地业务的扩张，预期中国内地的业绩将继续以可观的幅度增长。

**华韩整形 (430335.OC)：** 旗下医美机构运营优良，拥有中国医疗美容机构评价等级 5A 级医院，加大力度多渠道拓展客户，营收规模持续增长，营销费用有望降低，整体经营持续向好。

**利美康 (832533.OC)：** 贵州省内唯一的一家民营三级专科医院，以牙科、整形科为主，2020 年上半年转型以全员营销、全员管理新模式，多渠道把控营销费用。

**荣恩集团 (835387.OC)：** 旗下主要拥有六家全资子公司从事医疗美容整形服务，以美容整形外科项目为主。

■ **风险提示：** 居民可支配收入及可选消费意愿不及预期；重大医疗事故风险；医美技术与社会审美观发展不相匹配风险。

**重点关注公司及盈利预测**

重点公司 代码	股票 名称	2020-09-24		EPS			PE			投资 评级
		股价	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
002612.SZ	朗姿股份	10.09	0.14	0.33	0.49	71.95	30.58	20.67	未评级	
430335.OC	华韩整形	26.39	0.88	0.94	1.12	13.60	27.93	23.47	未评级	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：盈利预测均取自万得一致预期，香港医思医疗集团、利美康、荣恩集团暂无一致预期盈利预测）

## 内容目录

1、 中国医美市场保持高速增长，正规医美机构逐渐回归 .....	5
1.1、 颜值经济兴起，中国医美市场加速发展 .....	5
1.2、 正规医美机构市场份额有待回归 .....	9
1.3、 民营医美机构成为供给主力军 .....	13
2、 对比成熟市场：中国医美处于成长初期，机构盈利空间有望逐渐打开 .....	14
2.1、 对比美韩：中国医美行业供给亟待增长 .....	14
2.2、 对比香港：营销费用控制是医美机构盈利的关键 .....	16
3、 中国医美市场万亿空间可期 .....	19
3.1、 中国医美人均消费额及人口渗透率增长空间至少 4 倍以上 .....	19
3.2、 预测中国医美市场规模未来 3 年超过 3600 亿元，远期可接近 2 万亿元 .....	21
4、 首次覆盖，给予医美行业“推荐”评级 .....	23
5、 重点关注个股 .....	24
6、 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 2012-2019 年中国医美市场规模	5
图 2: 中国医美消费者年龄分布	6
图 3: 医疗求美者心理动因	6
图 4: 医美整形需求成因比例	6
图 5: 2014-2018 年中国手术类及非手术类医美项目市场份额及占比	9
图 6: 医美行业产业链示意图	9
图 7: 2019 年中国医美机构分布情况	10
图 8: 中国正规医美机构数量 (家)	10
图 9: 国内医疗美容相关企业新注册量变化趋势图	12
图 10: 2015-2018 年整形美容医生数量及增速	13
图 11: 2018 年公立及民营医美机构市场占有率	14
图 12: 2014-2018 年美国医美市场规模及增速	15
图 13: 2014-2018 年韩国医疗美容市场规模 (亿美元)	15
图 14: 2017 年各国家每十万人整形医生数量	16
图 15: 2019 年大陆地区医美机构毛利率	17
图 16: 大陆地区 11 家医美机构营销费用占比	17
图 17: 香港地区医美机构营销费用占比	17
图 18: 大陆、香港地区医美机构平均营销费用占比	18
图 19: 大陆地区与香港地区医美机构净利率对比	18
图 20: 头部医美机构各类营销渠道投放费用占比	19
图 21: 中国人均医美消费金额	20
图 22: 各国医美消费疗程量变化	21
图 23: 2018 年各国每千人医美诊疗次数对比	21
图 24: 中国居民人均可支配收入及增长率	21
图 25: 中国居民人均支出及增长率	21
图 26: 2019 年新氧平台医美消费者年龄分布	22
图 27: 2018 年中国医美行业各年龄段渗透率 (%)	22
图 28: 中国居民对医疗美容的接受度比例	22
图 29: 2018 年新氧平台 18-40 岁医美消费各线城市渗透率	23
表 1: 2018 年医美消费者数量估算表	7
表 2: 中国医疗美容行业发展历程及特点	7
表 3: 手术类及非手术类医美项目分类类别	8
表 4: 手术类及非手术类医美项目手术、恢复及效果保持时长对比	8
表 5: 正规医美的基本要素	10
表 6: 医美监管政策不断趋严	11
表 7: 2015-2020 医美上市机构相关并购事项	12
表 8: 不同类型医美机构特点对比	13
表 9: 美国、韩国、中国医美行业周期对比	16
表 10: 连锁化、大型中心医院及精品型中小医美机构特点	18
表 11: 中国、韩国及美国全国人均医美消费对比	20
表 12: 2020-2022 年中国医美行业市场规模测算	23

# 1、中国医美市场保持高速增长，正规医美机构逐渐回归

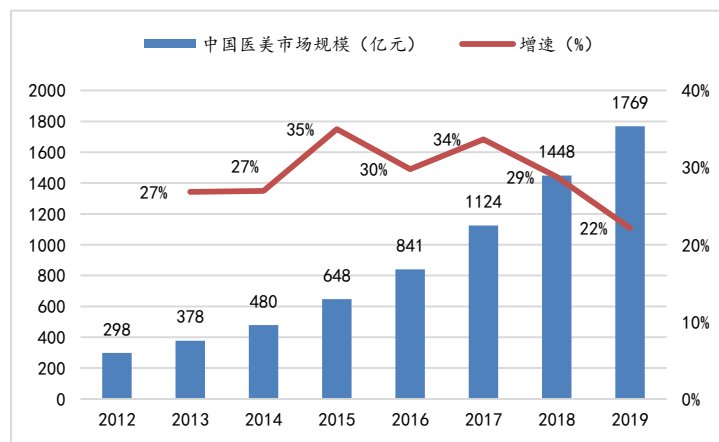
## 1.1、颜值经济兴起，中国医美市场加速发展

### 1.1.1、中国医美市场规模保持高增速

医疗美容是用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位的形态进行修复与再塑，其衍生于临床医学，但区别于临床医学，医美是以审美而非治疗为目的，消费属性超过诊疗属性。

现代医美的需求来源于经济水平提升带来的“颜值精神”追求，与颜值挂钩的事物都会得到追捧。随着经济水平的提高，叠加近年来“网红效应”等因素影响，人们为颜值付费的能力和意愿均不断增强，医美行业需求快速发展。2012-2019年，中国医美市场保持高速增长，医美市场规模年复合增速达到 28.97%，2012-2018 年每年增速均超过 25%。2019 年，中国医美市场规模达到 1769 亿元，同比增速仍达到 22.2%。

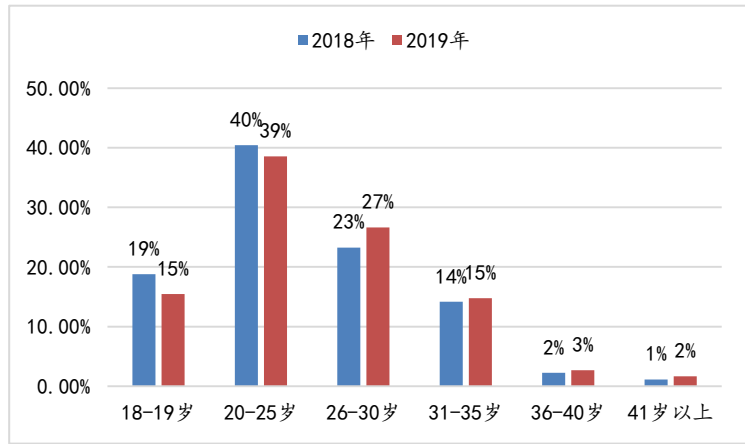
图 1：2012-2019 年中国医美市场规模



资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

从需求人群看，中国医美需求以 20-25 岁的女性为主力。据新氧大数据统计，2018 年所统计中国整形人群中，女性占比 89%，男性占比 11%。女性消费者中，其中以 20-25 岁消费者占比最高，2019 年达 38.57%。95 后成为互联网医美消费者主力军。

图 2: 中国医美消费者年龄分布



资料来源: 新氧大数据, 国海证券研究所

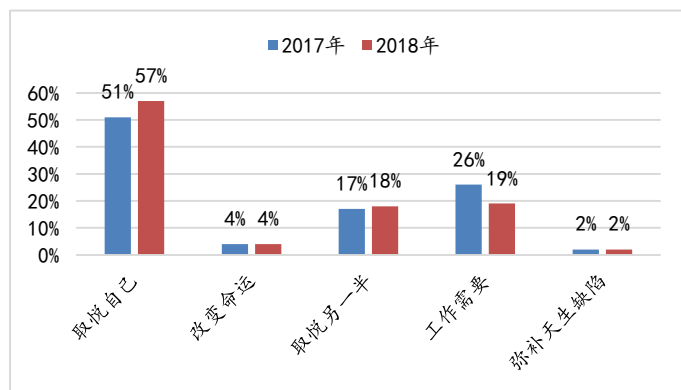
从求美动因看, 需求者对医美的追求主要是自我欣赏与认可。根据新氧大数据, 2018 年医美需求产生的内部成因包括追求完美外形、希望通过外形改善提升自信等自我审美认可占比达到 61%, 较 2017 年提高 6 个百分点。

图 3: 医疗求美者心理动因



资料来源: Questmobile, 国海证券研究所

图 4: 医美整形需求成因比例



资料来源: Questmobile, 新氧大数据, 国海证券研究所

我们通过对各年龄段与人口比例进行测算，2018年中国医美消费者总量约1873万人，进而估算中国医美实际消费者人均消费金额为7700元，医美产品消费力显示较强水平。

表 1: 2018 年医美消费者数量估算表

年龄段	人口比例 (%)	人口数量 (万人)	医美渗透率 (%)	预计医美消费者 (万人)
19 岁以下	21.95	30620	1.25	383
20-25 岁	5.95	8300	7.18	596
26-30 岁	8.12	11327	4.45	504
31-35 岁	8.14	11355	2.75	312
35-40 岁	7.15	9974	0.51	51
41 岁以上	48.69	67909	0.04	27
合计				1873

资料来源: choice, 国海证券研究所 (注: 渗透率基于市场抽样调查结果, 对医美消费者数量的预计按照全国人口数进行计算, 暂未考虑全国不同地区经济及人口消费差异, 仅用于测算客单价)

近年来, 中国逐渐成为全球医美消费重要市场。中国医美市场成熟较晚, 萌芽始于受一战时期开启现代整形手术影响的 1929 年, 但整体市场的起步期于 1997 年才出现, 当年首个民营医疗机构开始布局整形美容市场。2001 年中国加入 WTO, 经济社会开始大规模受到国际贸易与国际文化交流影响, 医美行业开始步入快速发展期。2013-2017 年, 受互联网传播与颜值经济影响, 中国医疗美容市场步入高速成长期, 大众对美的追求不断多元化和个性化, 对医美的接受程度也不断提升, 新氧、更美、悦美等互联网医美平台崛起, 大量民营医美机构不断涌现。

表 2: 中国医疗美容行业发展历程及特点

时间	行业生命周期	驱动因素	行业机构发展	需求群体	需求特点
1929 年	萌芽期	启蒙于一战中受伤士兵的首场现代整形手术	我国现代整形手术起始, 以上海首个整形外科门诊为标志, 以公立医院整形外科为主	大众美容接受度较低, 少部分求美者愿意尝试	以缺点优化为主
1997 年	起步期	国际贸易环境逐步开放, 国外先进的美容观念、技术、材料开始传入中国, 国家政策给予支持	首家民营机构开始切入整形美容市场 (伊美尔成立), 开展的手术类项目增多, 非手术类项目开始出现	求美者增多, 以中年女性为主	以抵抗衰老为主
2013 年	成长期	互联网+颜值经济逐步兴起, 新氧、更美、悦美等互联网医美平台迅速扩张, 国家鼓励资本入驻	民营机构成为主力军, 医美相关企业逐步上市, 如华熙生物、华韩整形等, 非手术类医美项目增多, 部分开始精细化	大众对医美接受度逐渐变高, 需求群体扩展到年轻求美者甚至男性群体	对美的需求逐渐复杂化多样化

资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

### 1.1.2、非手术类医美项目份额较大

医美项目类型包括手术类和非手术类, 手术类常见项目包括眼睑整形术、隆鼻、

牙齿拔除矫正等；非手术类主要是通过注射、激光及其他基于能量的皮肤治疗，常见项目包括玻尿酸注射、光子嫩肤及激光脱毛等。手术类整形项目一般具有价格较高、创伤较大、恢复周期长、风险较高、效果明显且具永久性等特点，适合需要进行大幅调整的消费者。非手术类项目具备单次价格较低、风险相对较小、创伤小、恢复期短及可多次进行医美调整需求的特征，但不具备永久性疗效，例如玻尿酸、肉毒杆菌素注射等维持时间有限，消费者在间隔一段时间之后需再次消费以维持效果。因此，非手术类医美项目具备较高复购率，适合医美风险承受力较低、追求方便快捷、调整幅度小或需求变化频繁的消费者。

**表 3：手术类及非手术类医美项目分类类别**

医美部位	手术类	非手术类
面部及五官	开双眼皮、隆鼻、正颌手术	玻尿酸注射、肉毒注射、脂肪注射、激光祛斑、激光脱毛、光子嫩肤、热玛吉、超声刀
躯体	隆胸、抽脂、处女膜修复	
皮肤	毛发移植，肿物切除、腋臭手术	
口腔	牙齿畸形拔除及矫正、种植牙	洗牙、抛光、烤瓷牙美容
特点	部分项目价格较高、创伤较大、恢复周期长、风险高、永久性、效果明显，复购率低	价格较低、风险较小、创伤小，恢复快、微调型、效果有期限性，复购率高

资料来源：中国产业信息网，Questmobile，国海证券研究所

**表 4：手术类及非手术类医美项目手术、恢复及效果保持时长对比**

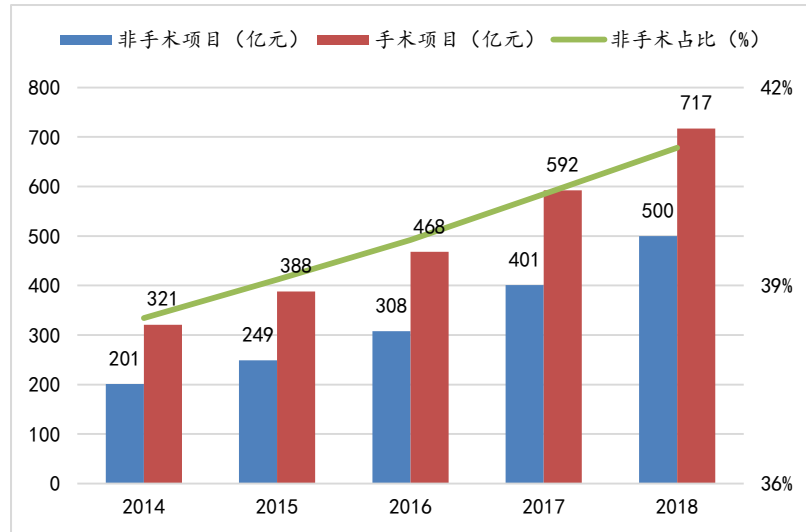
医美项目	手术时长	恢复时长	效果保持时长	
手术类	双眼皮全切	30-45 分钟/侧	3-6 个月	永久
	开眼角	1 小时	3 个月	永久
	硅胶隆鼻	1-2 小时	1-3 个月	永久
	假体隆胸	2-5 小时	1-4 个月	永久
	磨下颚角	1-3 小时	3-6 个月	永久
	磨颧骨	1 小时	1-3 个月	永久
非手术类	肉毒素注射	5-15 分钟	1-7 天	3-12 个月
	玻尿酸丰下巴（两针）	20-40 分钟	1-7 天	6-12 个月
	热玛吉	40-60 分钟	1-2 周	6-12 个月
	超声刀	60-90 分钟	1-4 周	6-12 个月

资料来源：中国产业信息网，Questmobile，国海证券研究所

近年来非手术类项目越来越受到消费者青睐，非手术类医美项目市场份额超过手术类，且规模占比逐渐提升。2018 年，非手术类医美项目市场规模达到 500 亿元，占比 41.08%，且存在进一步提升趋势，非手术类医美项目及其美容材料需求有望持续增长。



图 5: 2014-2018 年中国手术类及非手术类医美项目市场份额及占比

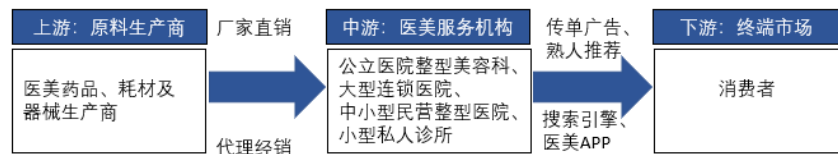


资料来源: 新氧招股书, 弗若斯特沙利文, 国海证券研究所

## 1.2、正规医美机构市场份额有待回归

医美行业产业链庞大, 从产业链各环节参与者类型看, 总体呈现“枣核状”结构。上游主要包括药品、器械生产供应厂商及代理经销商, 中游为医疗美容机构, 包括公立医院整形美容科、大型连锁医院、中小型民营整形医院、小型私人诊所等多种类型, 构成较为庞大且分散, 下游终端市场主要为医美消费者, 上游及下游参与者类型相对集中。

图 6: 医美行业产业链示意图

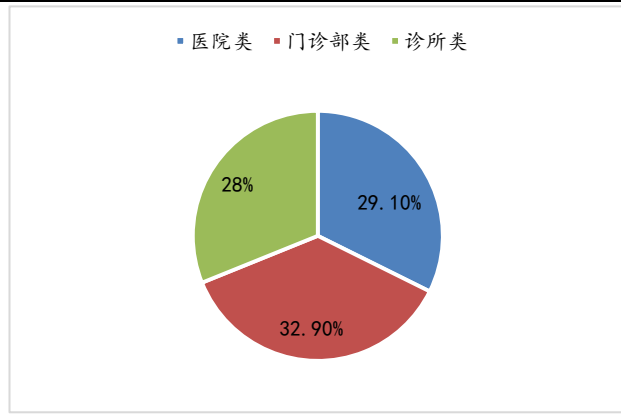


资料来源: 德勤, 国海证券研究所

“黑医美”盛行, 合法医美机构严重供不应求。根据艾瑞咨询《2020 年中国医疗美容行业洞察白皮书》, 2019 年中国具备医疗美容资质的机构约 1.3 万家, 其中医院类医美机构占比为 29.1%, 门诊部类医美机构占比为 32.9%, 诊所类医美机构占比为 38%。2011-2019 年, 正规医美机构数量年复合增速为 12.69%, 呈现一定的快速增长, 但与医美市场规模 2012-2019 年高达 28.97% 的年复合增长率相比, 医美机构增速不及同期医美整体市场需求规模的 1/2, 远无法匹配满足快速增长的市场需求。正规机构提供的医美“席位”大额短缺, 为“黑医美”

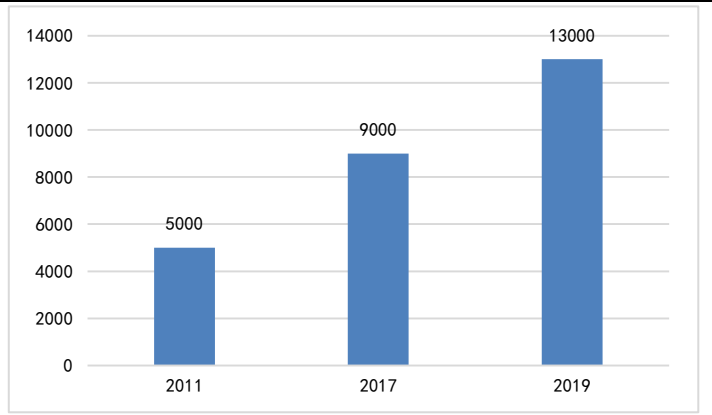
留下生存缺口。

图 7: 2019 年中国医美机构分布情况



资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

图 8: 中国正规医美机构数量 (家)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

据艾瑞咨询统计, 目前国内非法经营的医美机构数量超过 8 万家, 合法医美机构仅占行业机构总数的 14%。新氧大数据显示, 2017 年中国医美正规市场规模占比仅约 35%。“黑医美”的存在源于合法医美市场供不应求的矛盾, 主因是庞大的医美需求与正规机构及医生培养与数量增长的不匹配, 合法医美机构对医生、药品及器械、操作规范等要求程度高且严格, 成立与审批需要花费较长时间与较高成本, 带来供给严重不足, 导致需求等待时间较长、难以及时满足, 部分需求转向响应更快、成本更低的“黑医美”。

表 5: 正规医美的基本要素

机构	合规机构需至少获得《营业执照》和《医疗机构执业许可证》
医生	合规执业者 (医生) 需要获得《医师资格证》、《执业医师证》, 同时只能在合规的机构中进行项目操作; 根据卫计委《医疗美容管理办法 (2016 版)》规定, 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; 取得《医疗美容主诊医师资格证》一般为备案制, 外科项目需具有 6 年经验, 牙科 5 年, 中医科和美容皮肤科 3 年。
药品和器械	合规的产品需是经药监局备案或取得注册批件的药品或器械
操作等级	根据《医疗美容项目分级管理目录》, 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, 不同医院资质的机构所操作的手术型项目不得越过相应规定的等级

资料来源: 中国产业信息网, 国海证券研究所

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。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。

随着行业监管的不断加严及第三方平台的兴起, 医疗美容行业加速出清, 正规医美机构有望加速出圈。自 2016 年开始, 国务院办公厅、卫计委、中国整形美容行业协会等主管机构相继发布《医疗美容机构评价标准实施细则 (2017 版)》《中国整形美容协会医疗美容机构评价工作管理办法》等多项政策, 明确医疗机构、医美医师及医美项目实施准入要求管理, 引导消费者识别合法正规机构, 防范不

合规医美机构野蛮生长。北京、上海等医美市场较为发达地区，也相继出台《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》，明确严厉打击医疗美容违法行为，加强对药品、器械生产经营以及医疗美容广告的监督，从根本上肃清市场、引导消费。逐渐兴起的互联网医美平台，也通过平台机构审核、消费者评价等方式侧面填补监管空白，行业信息透明度增强，助力优质的正规医美机构树立品牌。

表 6: 医美监管政策不断趋严

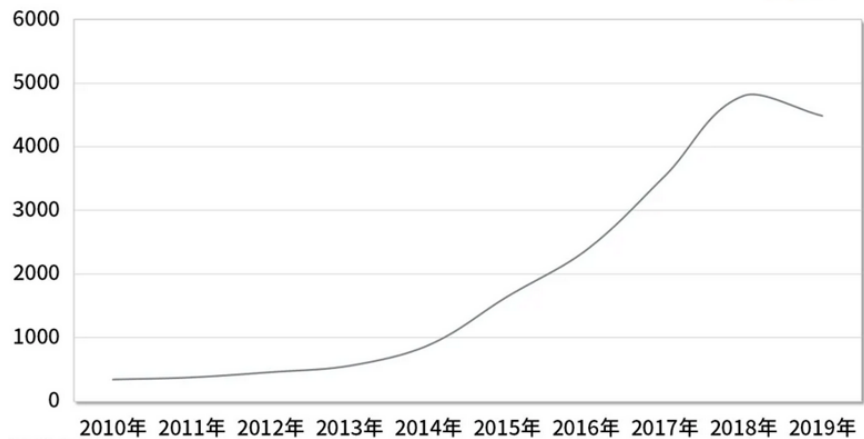
时间	名称	监管机构	内容
1994	《医疗机构诊疗科目名录》	卫计委	首次将“医疗美容科”正式列为医疗机构的“一级诊疗科目”。
2002	《医疗美容服务管理办法》	卫计委	依据《执业医师法》等，首次规定了医疗美容机构必须取得《医疗机构执业许可证》，医疗美容医师必须具有执业医师资格，并且对执业机构提出明确监督管理。
2008	《医疗美容机构基本标准（修订意见稿）》	卫计委	针对《美容医疗机构、医疗美容科基本标准（试行）》进行修订，规定了医疗美容机构的床位、面积、人员配置、设备等方面的标准。
2009	《医疗美容项目分级管理目录》	卫计委	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小将美容外科分为四级，对医疗美容项目进行分级管理。
2011	关于征求《美容医疗机构医疗美容科（室）基本标准（2011 版征求意见稿）》意见通知	卫计委	要求美容医院加强对医疗人员配置及医疗信息化设置，医疗美容门诊部、诊所及医疗美容科对床位设置、医护人员配置和学历要求提升。
2012	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	卫计委	重申对医疗机构、美容项目、从业人员、广告宣传、信息化五个方面的管理要求。
2013	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	国务院	对营利性医疗机构建设减半征收有关行政事业性收费，纠正各地自行出台的歧视性价格政策，探索建立医药价格新机制。
2014	《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》	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间有序流动，在工龄计算、参加事业单位保险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。
2014	《医疗美容机构评价标准》	中国整形美容协会	在全国 7 省、直辖市共 17 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 3 年内对全国民营医疗美容机构作出评价认证。
2018	《国务院办公厅关于改革完善医疗卫生行业综合监管制度的指导意见》（国办发〔2018〕63 号）	国办	到 2020 年，建立职责明确、分工协作、科学有效的综合监管制度，健全机构自治、行业自律、政府监管、社会监督相结合的多元化综合监管体系，形成专业高效、统一规范、文明公正的卫生健康执法监督队伍，实现医疗卫生行业综合监管法治化、规范化、常态化。
2020	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》（国办发〔2020〕4 号）	国办	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用，着力加大政府监管力度。

资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

受上述行业外力影响，监管部门对“黑医美”的打击力度将不断增强，其占据的大部分现有市场份额有望持续转移至正规医美机构。不合规的企业将被加速出清，市场份额将逐步向正规机构集中。

根据企查查与天眼查数据，2018年医美相关企业新注册量上升至近十年的增速顶峰，当年新增注册企业量接近5000家。随着监管持续趋严，行业进入整合与调整阶段，2019年新增企业注册量出现拐点，当年新增企业数4482家，同比下滑约10%，医美机构行业调整初现。医美行业准入和经营门槛的提高为后续良性发展提供保障。

图 9：国内医疗美容相关企业新注册量变化趋势图



资料来源：企查查，国海证券研究所

2015年我国前10家医美机构市场份额仅约占1%，2018年前五大民营医美机构（美莱、艺星、爱思特、伊美尔、鹏爱）的市占率提升至7.4%。行业整合并购逐渐加快，未来医美机构赛道有望跑出超大型行业龙头。

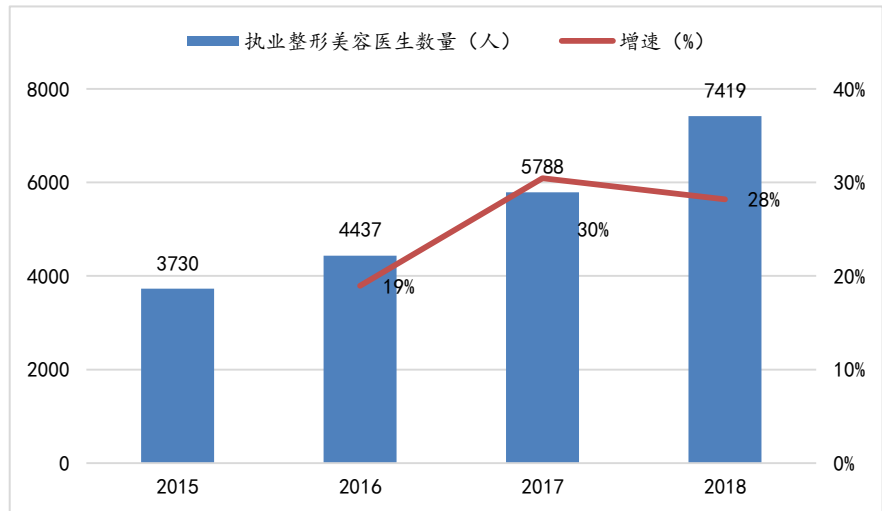
表 7：2015-2020 医美上市机构相关并购事项

上市公司	年度	并购医美相关标的	并购股权比例
香港医思医疗集团	2017	香港的两家牙科服务连锁机构	50%+
	2018	Mayor 大中华医疗投资公司	2.00%
	2020	New Medical Center Limited	100%
华韩整形	2015	长沙华美诺德医疗美容医院	51%
	2016	南京奇致美容医院	70%
	2016	四川悦好医学美容医院	20%
	2017	长沙华韩华美医疗美容有限公司	19%
鹏爱医疗	2020	广东韩妃集团	51%

资料来源：choice，国海证券研究所

2015年以来，全国整容医美执业医师数量增长迅速，据2018年卫健委统计年鉴显示，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），2015-2018年整形美容医院执业医师年复合增长率为25.76%，正规执业医师的数量增长及队伍建设正在逐渐靠拢下游需求增速，合格医生供给与消费者需求的差距正在逐步缩小，助力合法机构进一步收回“黑医美”的大量市场份额。

图 10: 2015-2018 年整形美容医生数量及增速



资料来源: 中国卫生和计划生育统计年鉴, 新氧, 国海证券研究所

### 1.3、 民营医美机构成为供给主力军

医疗美容机构按照医院性质分为公立医院和民营医院, 其中公立医院包括公立医院的整形美容科和整形专科医院, 民营机构包括大型连锁整容医院、中小型医美机构及私人诊所。对于技术实力雄厚的公立医院而言, 目前的整形美容科主要是以整复为主、美容为辅, 服务对象大多数为因先天因素或疾病、外伤、烧烫伤等外在因素导致身体有明显缺陷或功能障碍的“病人”, 不在医保报销范围内的消费型医美项目仅顺带经营, 可选项目较少且基本没有营销推广, 品牌效应与服务质量相对民营医院基础较为薄弱, 市场份额占比较低。

表 8: 不同类型医美机构特点对比

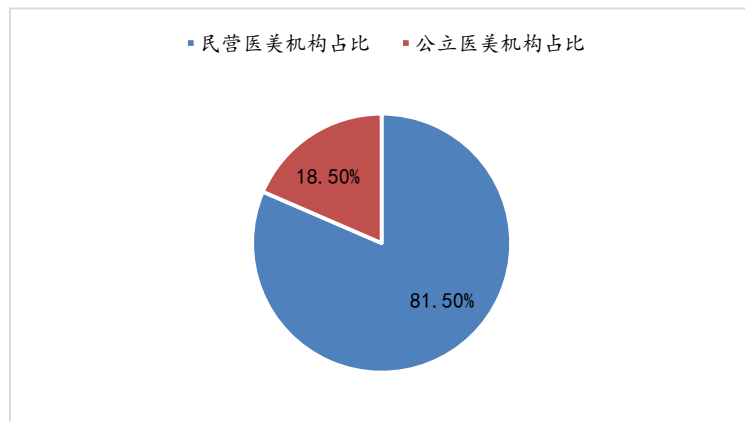
机构类型	医美项目	产品质量及技术水平	价格	经营特点	代表机构
公立医院整形科	以整复为主, 美容为辅, 传统手术类项目占比较高, 主要还是以创面修复, 疤痕, 体表肿瘤为主, 激光和微整形项目偏少	技术实力雄厚, 产品渠道可靠, 资质和安全性有保障, 实施保守	普遍收费较低	非营利性, 规模受限, 营销力度最小, 几乎不进行市场营销和推广, 服务质量相对于民营医院较为薄弱, 增速慢	上海九院、北京八大处、西京医院、人民解放军 301 医院、北京协和医院
大型连锁整形医院	几乎囊括了所有手术类及非手术类医美项目	产品渠道较为可靠, 医生技术差别较大	市场定价模式, 价格较高	盈利性, 宣传力度大, 规模化效应降低获客成本, 服务质量优质, 增速快	伊美尔、鹏爱医美、艺星、丽都整形、美莱整形
中小型美容医院/私人诊所	医美项目类型不完善, 偏向操作较为简单的项目	产品及医生技术均保障较低	价格较为混乱, 差异较大	获客成本高昂, 依赖熟客, 经营情况较不稳定	北京长虹、上海薇琳、成都西蝉、杭州时光

资料来源: 中国产业信息网, 艾瑞咨询, 国海证券研究所

民营整形医院由于其盈利性质，对品牌力、获客力、服务力的要求均高于非盈利公立医院，市场化定价模式也催生较高的价格水平，进一步提升“三力”水平。因此，民营整形医院在市场中发展迅猛，品牌知名度和认可度迅速培育并提升，发展速度明显快于公立医疗机构，中国医美市场已形成以民营机构为主导的行业格局，其中大型连锁机构以服务质量佳、医疗技术水平高、营销力度大而被消费者熟知，成为发展速度最快的机构类型。

根据弗若斯特沙利文的数据，2018年民营机构收入规模占中国医疗美容行业总收入规模的81.5%，近十年医美整形相关企业注册量逐年攀升，平均每年新增量约2500家，其中2018年新增企业同比增速高达29.6%。

图 11：2018 年公立及民营医美机构市场占有率



资料来源：弗若斯特沙利文，国海证券研究所

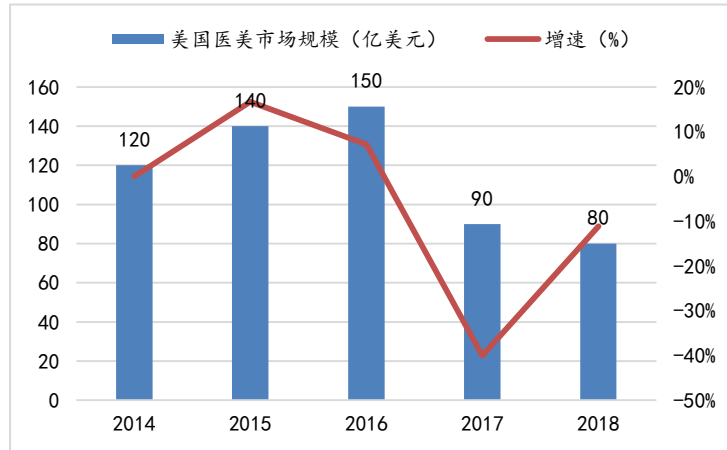
## 2、对比成熟市场：中国医美处于成长初期，机构盈利空间有望逐渐打开

### 2.1、对比美韩：中国医美行业供给亟待增长

医疗美容与经济发达程度高度相关，美国和韩国医美行业发展成熟。美国是全球医美市场率先超千亿（人民币）规模的国家，2016年其医美市场规模已达1020亿元（折合人民币）。20世纪30年代，美国经济开始持续繁荣周期，医美伴随进入高速成长期，同时期美国整形外科协会ASAPS成立，医美市场走向规范化发展。1992年，医美级肉毒素诞生，美国进入微整形、轻医美时代，随后激光脱毛、玻尿酸等两项具划时代意义的微整技术相继问世，美国医美行业进入爆发阶段。

2004-2011年，美国医美行业也经历了监管不足、“黑医美”频发的行业竞争混乱期和行业调整期，医美市场规模有大幅下滑。随着以Realself为首的美国医美第三方平台出现，行业信息透明度增加，医美市场增速得以逐渐恢复。目前，美国已成为全球医美法律最规范、整形项目最丰富、发展最为成熟的国家。

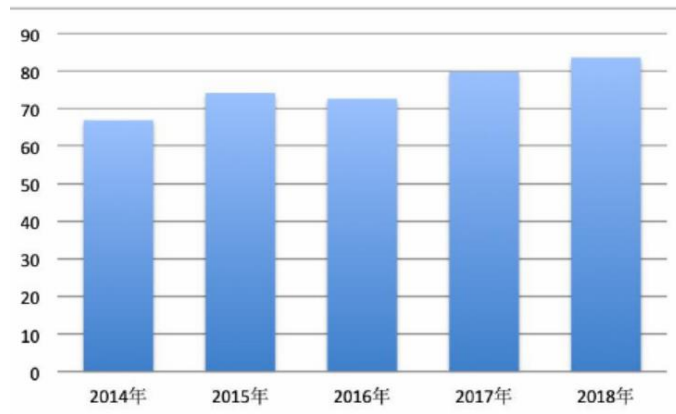
图 12: 2014-2018 年美国医美市场规模及增速



资料来源: ASAPS, 国海证券研究所 (2017 年起美国仅统计正规市场数据)

在韩国, 医疗美容产业是国家经济发展的重要支柱之一, 2018 年韩国医美行业市场规模达到 83.6 亿美元 (约合人民币 567 亿元)。韩国医美行业萌芽于朝鲜战争期间, 起步较美国晚, 20 世纪 80 年代随着“亚洲四小龙”的经济与居民消费力快速提升, 韩国医美行业迎来快速发展。在“输出型”经济战略定位下, 2000 年前后韩国政府出台一系列政策和资金投入支持医美行业进一步繁荣。2009 年, 韩国医疗观光合法化, 2015 年, 韩国政府再次重金支持医美行业发展, 计划到 2020 吸引 100 万外国医疗游客来韩国进行医美消费, 医美经济输出战略愈发明显。政策全面支持和政府大力推广, 是韩国成为全球医美渗透率最高国家的核心驱动力。

图 13: 2014-2018 年韩国医疗美容市场规模 (亿美元)



资料来源: 李奕洙等《韩国医疗美容市场发展存在的问题研究》, 国海证券研究所

对比美国与韩国, 中国医美市场起步较晚, 目前仍处于成长初期阶段。21 世纪初期, 伴随着美容理念的逐步觉醒、肉毒素及玻尿酸等美韩先进医美技术和微整形项目开始传入中国, 国内医美行业得以起步发展。2013 年开始步入成长期, 距今也仅 7 年左右的时间, 国内医美正在逐步成长为朝阳行业。

表 9: 美国、韩国、中国医美行业周期对比

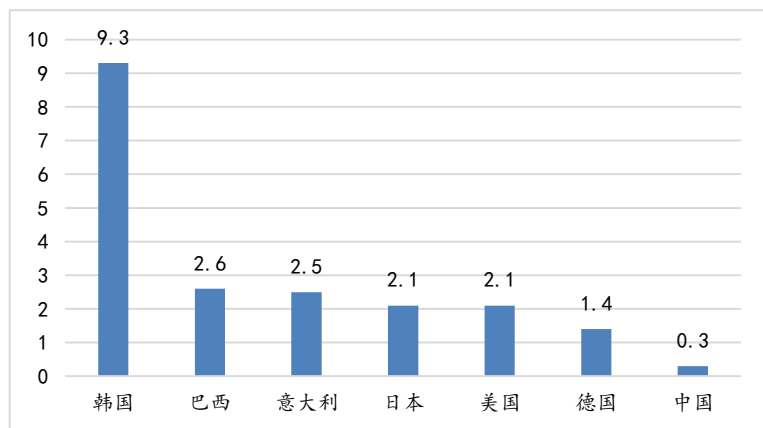
	十九世纪 80 年代-二十世 纪 30 年代	二十世纪 30 年代-二十世 纪 80 年代末	二十世纪 80 年代末-二十 世纪 90 年代 末	二十世纪 90 年代末-2010 年前后	2010 年前后 -2013 年	2013 年-至 今
美国	起步期后期	成长期			成熟期	
韩国	起步期		成长期		成熟期	
中国		萌芽期		起步期		成长期

资料来源：清科研究，艾瑞咨询，国海证券研究所

从经济发展进程看，中国经济自改革开放起进入高速发展的 40 年，改革开放至 2011 年，中国 GDP 年均增速保持在 10%以上，2007 年更是达到 14.23%的历史高点，多年经济增长积累的居民消费水平有待释放。我国医美行业成长于 2013 年，正享受改革开放以来经济增长红利带来的居民消费水平积累和提升。我国拥有高达 14 亿的人口规模，是美国的 4 倍、韩国的 27 倍，庞大的人口基数也为中国医美市场提供坚实的消费基础。

从供给端看，我国每十万人人口拥有的医美机构及整形外科医生数量与成熟国家相差甚远。根据清科研究数据，韩国整形医院共 2500 多所，各类医疗美容机构 10000 多家，测算每十万人人口至少拥有 23.9 家医美机构。而中国每十万人人口拥有医美机构数量（包括非正规机构）仅为 6.6 家，拥有国内正规医美机构仅 0.9 家，机构资源供给紧张。从 2017 年的数据看，中国每十万人人口仅拥有 0.3 名整形外科医生，而美国拥有 2.1 名医生，韩国则拥有高达 9.3 名医生。

图 14: 2017 年各国家每十万人人口整形医生数量



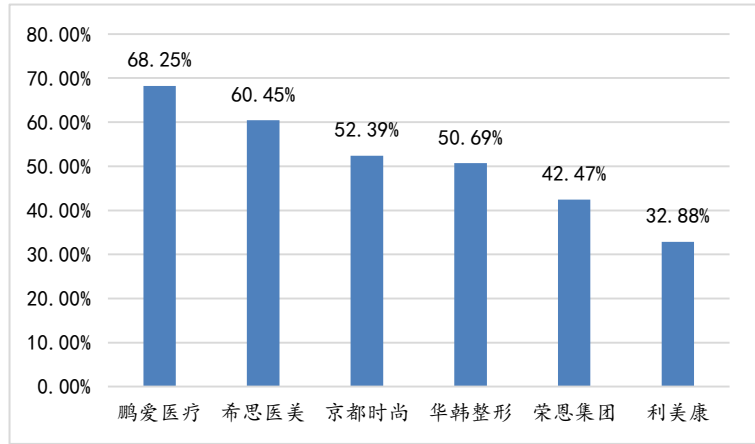
资料来源：ISAPS，艾瑞咨询，国海证券研究所

## 2.2、对比香港：营销费用控制是医美机构盈利的关键

医疗美容机构收入主要来源于两部分，一是服务过程中或后续维护保养时销售的药品收入，二是设备使用、手术实施、专家咨询等带来的服务收入。高毛利是医美机构的普遍特征。2019 年，大陆地区六家典型医美上市机构平均毛利率高达 51.19%。



图 15: 2019 年大陆地区医美机构毛利率

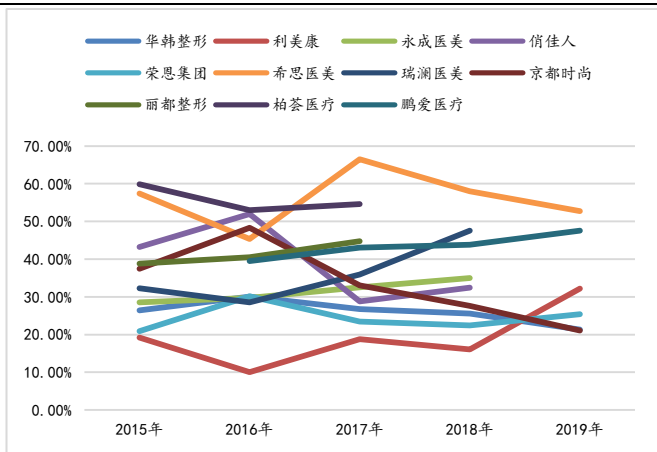


资料来源 choice, 国海证券研究所

但对比香港医美机构, 国内医美机构仍处于品牌建立和培育的市场分散竞争激烈期, 各类医美机构还处于只能通过大力营销争相提高知名度的阶段。香港地区医美机构目前已形成医思医疗集团和必瘦站两大巨头竞争的市场格局, 连锁化经营模式使得其规模优势明显、品牌效应显著、获客成本较低, 在平均毛利率 (毛利率计算统一口径: 均为营业收入扣除存货耗材成本、医生雇员等直接人力成本) 与大陆地区医美机构相当的背景下, 整体营销费用占比较低, 净利率水平显著高于大陆地区医美机构。

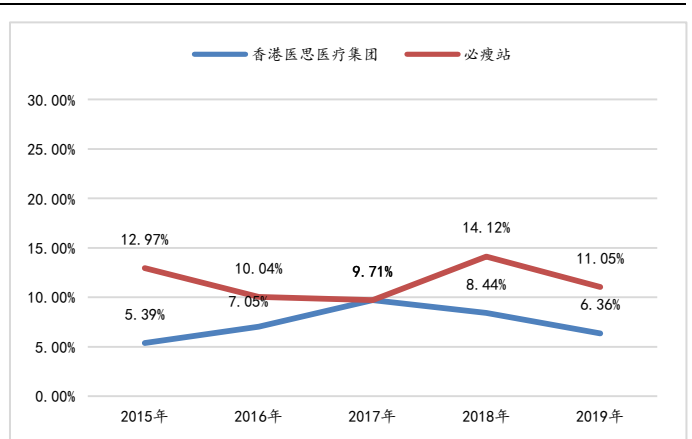
2015-2019 年两家香港医美机构的平均销售费用占比为 9.48%, 而大陆地区 11 家医美机构的平均销售费用占比高达 34.86%, 是香港地区医美机构销售费用占比的接近 4 倍, 导致 2018-2019 年大陆地区医美机构净利率出现亏损且亏损面出现扩大, 再次从侧面印证我国医美行业正处于异常激烈的竞争阶段。

图 16: 大陆地区 11 家医美机构营销费用占比



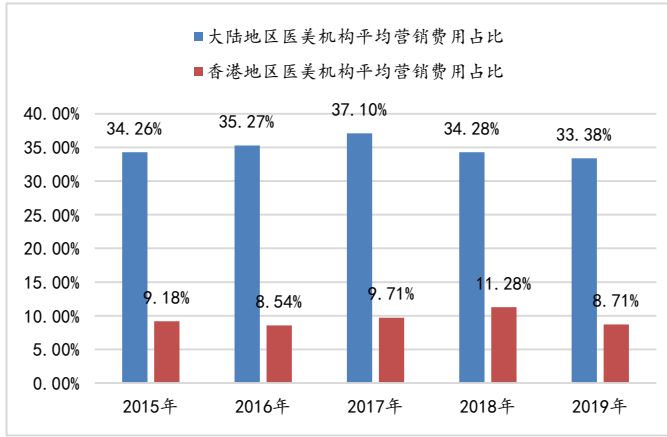
资料来源: choice, 国海证券研究所

图 17: 香港地区医美机构营销费用占比



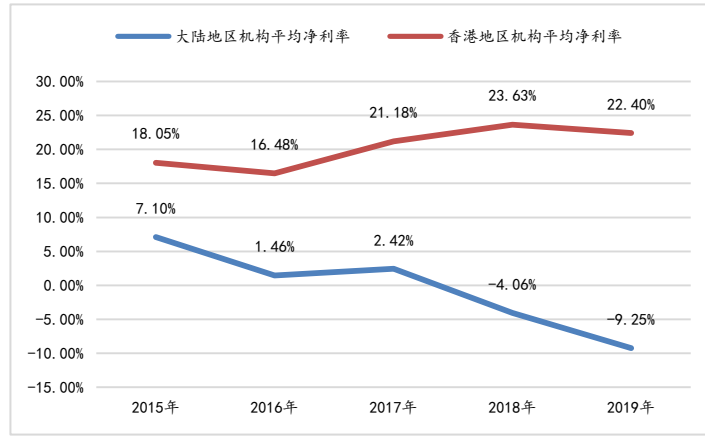
资料来源: choice, 国海证券研究所

图 18: 大陆、香港地区医美机构平均营销费用占比



资料来源: choice, 国海证券研究所

图 19: 大陆地区与香港地区医美机构净利率对比



资料来源: choice, 国海证券研究所

占比偏高的营销费用为国内医美机构盈利能力提升提供充足空间,假设国内医美机构营销费用能够降至香港医美机构 2015-2019 年平均水平,按照 2019 年国内医美市场规模与香港医美机构平均净利率计算,国内医美机构利润空间有望达到 360 亿元。因此,通过规模化经营或借助互联网医美平台新渠道等方式扩大市场占有率、拓展低成本营销渠道、打造差异化竞争优势,将成为国内医美机构提高盈利能力的关键。

美国、韩国、香港的机构成功发展经验显示,大型连锁或大型中心医院是民营医美机构突出重围的一种重要发展模式。在行业信息透明度不足,消费者建立品牌意识的阶段,医美机构以连锁化形式规模扩张,可在提升品牌认知度的同时通过规模效应摊薄获客成本,保证盈利能力,我们认为,此时大型连锁化运营的医美机构叠加产品技术保障、服务质量高等优势更容易突出重围。

与此同时,精品型医美机构的生存也在互联网医美平台和审美需求多元化的助力下得到更多发展空间。精品型中小医美机构可以其细分领域精细化、差异化技术优势、医生口碑、高效率及服务质量领先,但一般营销费用有限,互联网医美平台的出现为精品型医美机构提供性价比较高的新型营销渠道。具备好口碑的精品型机构在具备用户分享功能的互联网医美平台也更容易产生流量聚集甚至打造出特别项目爆款,通过互联网放大获得高度曝光机会。此外,自 2016 年开始,国人特别是医美意识更加成熟前卫的 95 后消费者审美需求开始趋向多元化,不再追求模板化的“明星脸”、“锥子脸”,而是追求符合个人脸部特色的美貌,对精品型医美机构“非流水线化”打造技术,以及更具差异化、精细化及订制化特征的需求逐步广泛,精品型医美机构在细分领域市场具备深度耕耘的空间。

表 10: 连锁化、大型中心医院及精品型中小医美机构特点

经营模式	经营模式特点	需求群体
连锁化、大型中心医院	设备及项目齐全,技术领先,渠道和服务体系成熟,渠道营销费用相对较高,随着品牌效应获客成本将降低,随着规模效应单位成本降低,利润空间进一步打开,市占率可不断提升	关注品牌、安全性及医美效果稳定或高端定制化的群体,消费群体规模大,流量大
精品型中小	主打差异化,专注某一领域(如双眼皮、隆鼻)或	具有精细化医美需求、较为关

机构	从事非手术类，具备细分领域突出技术与口碑，营销费用有限，依靠医生口碑或熟客引荐，增长规模有限	注医生口碑及服务的群体，消费群体范围较小，较为固定
----	--	---------------------------

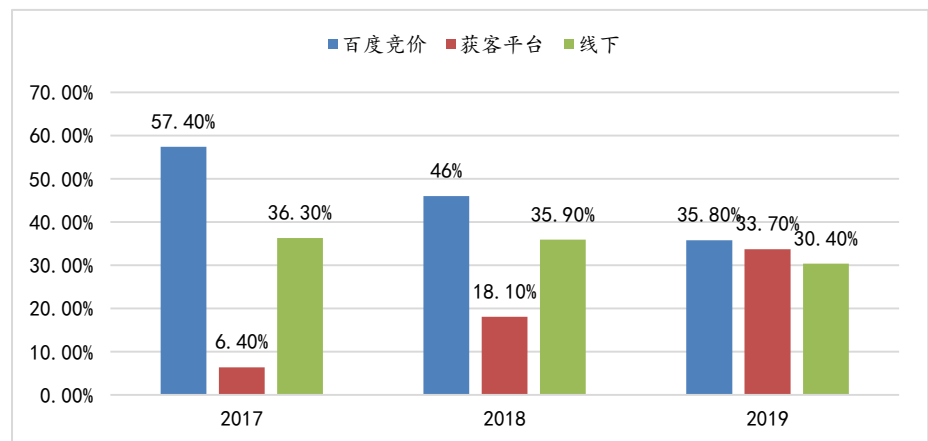
资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所整理

互联网第三方医美平台在医美机构盈利能力发展中的重要推动作用不容忽视。互联网医美平台如新氧、更美等具备行业重度垂直、医美用户高度聚集、平台活跃度高的特点，在医美机构精准营销、缩短高频链接客户的周期和距离、大幅降低获客成本方面具备显著优势。

新氧《白皮书》显示，2018年医美机构在新氧平台的获客成本低于每人400元，而通过百度竞价、线下广告等其他传统获客渠道实际获客成本一般在5000-7000元/人，医美机构在医美O2O营销渠道相对传统营销渠道的营销成本可大幅降低90%。互联网第三方平台将成为医美机构降低营销费用的重要抓手，同时也成为医美机构盈利提升的重要途径。

根据德勤数据，近三年头部医美机构营销渠道比例发生巨大变化，2019年线下营销费用占比明显下滑，线上营销费用占比增加5.4个百分点，其投放平台呈现多样化，其中百度引擎依赖大幅下降10.2个百分点，医美平台投放大幅增加15.6个百分点，与百度引擎平台占比接近平分秋色，互联网医美平台营销渠道为医美机构降低综合营销费用带来大幅助力。

图 20：头部医美机构各类营销渠道投放费用占比



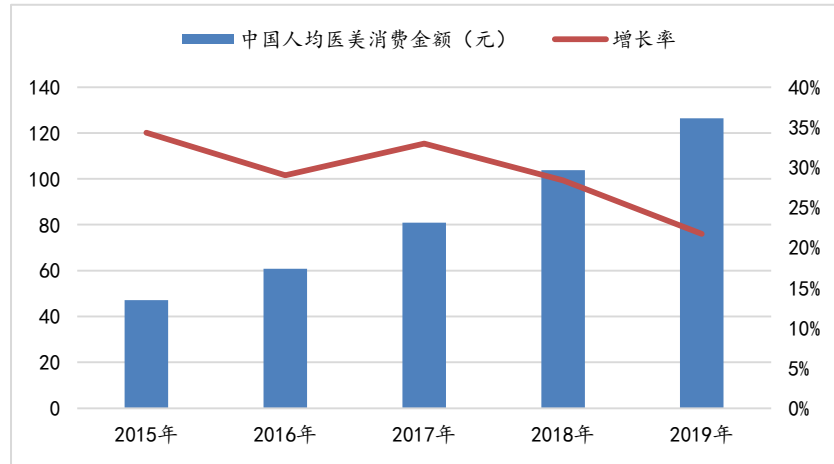
资料来源：德勤，国海证券研究所

### 3、中国医美市场万亿空间可期

#### 3.1、中国医美人均消费额及人口渗透率增长空间至少4倍以上

通过中国医美市场规模总额除以中国人口总额估算，2014-2019年，中国全国人均医美开支从35元增至126元，复合年增长率高达29%，其中2018年正规医美市场、全部医美市场全国人均消费额分别为41元、104元，与美国正规医美市场全国人均消费166元、韩国医美全国人均消费1110元相比，具备至少4倍正规市场、10倍整体市场消费提升发展空间。

图 21: 中国人均医美消费金额



资料来源: choice, 艾瑞咨询, 国海证券研究所

表 11: 中国、韩国及美国全国人均医美消费对比

国家及市场	2018年医美市场规模 (亿元)	2018年人口规模 (亿)	全国人均消费金额 (元)
韩国	566	0.51	1110
美国 (仅包含正规市场)	542	3.27	166
中国 (仅包含正规市场)	566	13.95	41
中国 (包含正规及非正规市场)	1448	13.95	104

资料来源: 李奕洙等《韩国医疗美容市场发展存在的问题研究》, ASAPS, 艾瑞咨询, 国海证券研究所

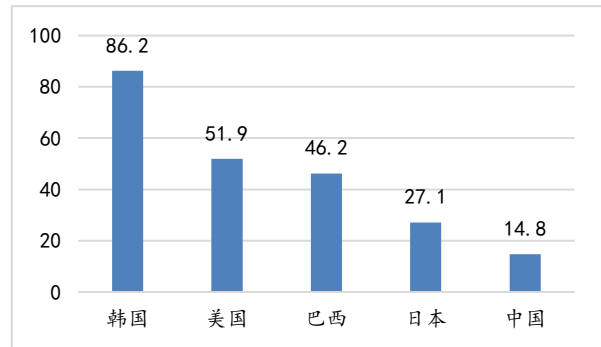
中国医美每千人诊疗次数渗透率相对美韩具备4倍以上增长空间。根据新氧《2019医美行业白皮书》，2018年中国的医美疗程消费量已跃居全球第一，超过美国等医美大国，但从每千人诊疗次数来看，中国的疗程消费量上升空间依然巨大。2018年中国每千人诊疗次数为14.8次，美国为51.9次，韩国为86.2次，渗透率相对美国和韩国分别拥有接近4倍和6倍的增长空间。其中，在18-40岁女性中，中国医美用户渗透率为7.4%，韩国为42%，中国适龄女性市场有将近6倍的增长空间。

图 22: 各国医美消费疗程量变化



资料来源: 新氧大数据, 国海证券研究所

图 23: 2018 年各国每千人医美诊疗次数对比

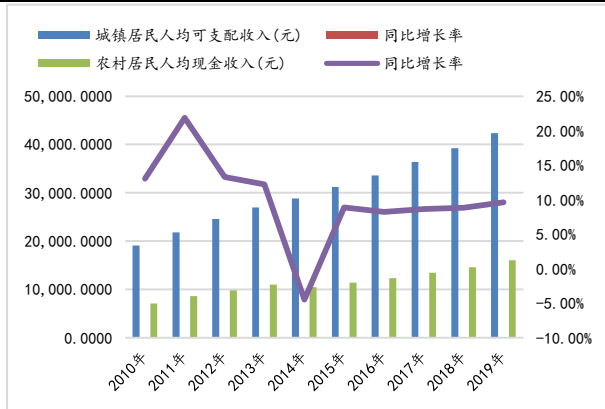


资料来源: ISAPS, 弗若斯特沙利文, 新氧, 国海证券研究所

### 3.2、预测中国医美市场规模未来 3 年超过 3600 亿元， 远期可接近 2 万亿元

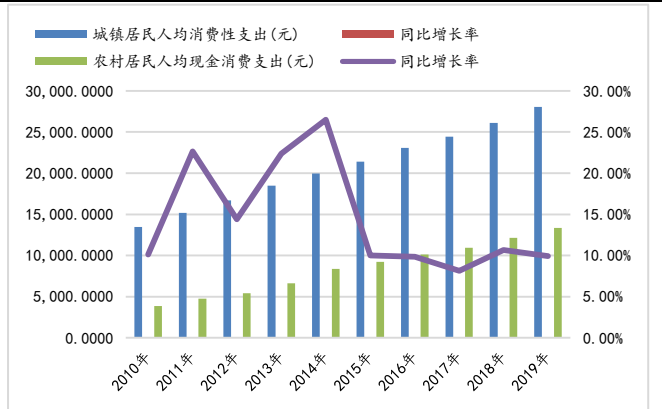
医疗美容属于可选消费，可支配收入增长是医疗美容市场增长的基础驱动力。中国经济处于较为平稳上升的阶段，2014-2019 年，中国城镇及农村居民人均可支配收入年复合增长率均高达 9%，人均消费支出年复合增长率分别达到 8.5%、14.76%。消费升级不断，为国民医美消费能力提供坚实保障。

图 24: 中国居民人均可支配收入及增长率



资料来源: choice, 国海证券研究所

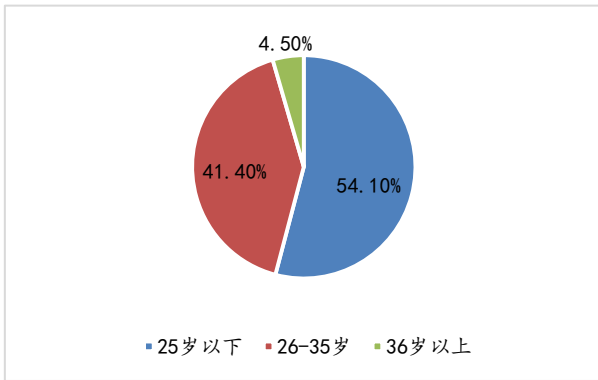
图 25: 中国居民人均支出及增长率



资料来源: choice, 国海证券研究所

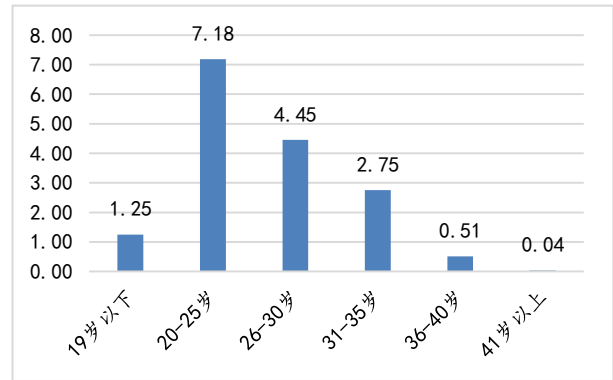
年轻群体以及医美渗透率的提高是医美市场的关键驱动力。随着消费升级进入 4.0 时代，医美消费波及的年龄范围不断扩大，新生代年轻消费者的医美消费需求不断增长。在新氧医美平台，2019 年 25 岁以下消费群体占比 54.10%，95 后以及 00 后新生代医美消费者受益于随着互联网医美平台新渠道的崛起而涌现，与 80 后消费者共同构成了互联网医美消费的主力军。2018 年中国医美渗透率居首位的是 20-25 岁年龄层的消费者，其医美渗透率为 7.18%，其次 26-30 岁年龄层的市场渗透率为 4.45%，经测算年轻群体消费者约占人口总数的 1%。

图 26: 2019 年新氧平台医美消费者年龄分布



资料来源: 新氧, 国海证券研究所

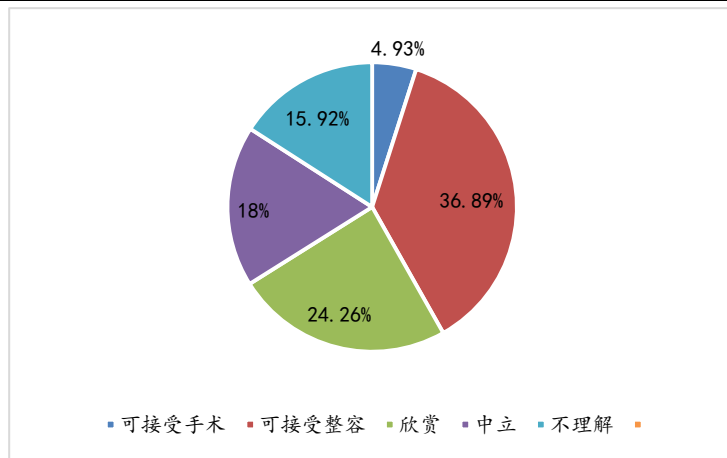
图 27: 2018 年中国医美行业各年龄段渗透率 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所 (注: 渗透率基于市场抽样调查结果)

从人口渗透率看, 医美在中国的人口渗透率低于 2%, 数据上看仍属于小众消费, 存在大量潜在消费者。根据新氧大数据, 2018 年, 中国对医美持正面态度的人群占比达 66%, 其中 37% 可接受微整, 24% 持欣赏态度, 近 5% 的人接受手术类项目调整, 医美消费的认知接受度正在逐步提升。随着非手术类轻医美技术和互联网医美平台的逐步成熟, 安全便捷、价格透明等因素也将有效提高消费者的医美信心, 医美服务有望逐步渗透大众生活和基础消费。

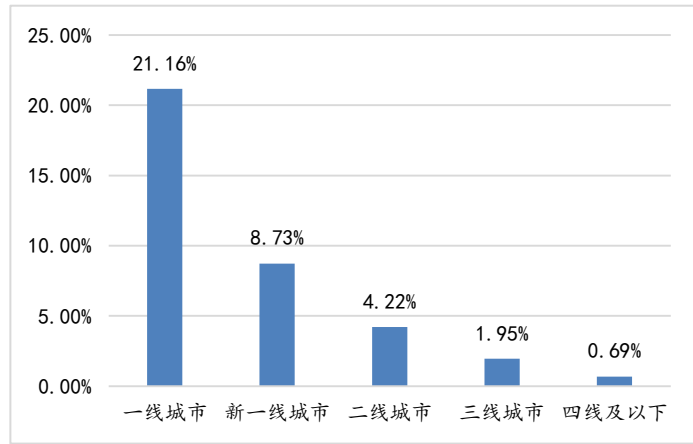
图 28: 中国居民对医疗美容的接受度比例



资料来源: 新氧《白皮书》, 国海证券研究所

从地区渗透率看, 经济发达地区医美消费能力较强, 消费渗透率更高, 医美机构发展也更为迅速、规模更大。目前, 中国医美机构主要分布在一线及新一线城市, 包括北上广深、成都、南京、杭州、重庆等地。2018 年新氧医美用户在一线城市 18-40 岁的消费者中渗透率为 21.16%, 随着合法医美机构的不断整合扩张, 叠加成熟消费观念, 一线城市医美消费渗透率存在进一步增长可能。而非一线城市人口占比约 95%, 其渗透率在 18-40 岁群体中均不到 9%, 相较一线城市拥有较大提升空间。同时中国 2.8% 的城市占据了 53.7% 的医美医生资源, 非一线城市乃至三、四线城市下沉市场布局空间巨大。

图 29: 2018 年新氧平台 18-40 岁医美消费各线城市渗透率



资料来源: 新氧大数据, 国海证券研究所

根据 Frost & Sullivan 数据, 2017 年中国医美疗程消费量为 1629 万次, 同比增长 26.4%。2018 年中国每千人诊疗次数为 14.8 次, 以 13.95 亿人口规模估算, 全国诊疗次数共 2065 万次, 同比 2017 年增长 26.8%。2019 年以整体市场规模 1769 亿估算, 中国医美疗程消费量约为 2450 万次, 2016-2019 年中国医美疗程总次数年复合增长率达到 23.87%。

我们根据单次医美诊疗价格与中国预估诊疗次数估算未来 3 年中国医美市场规模, 经测算, 2018 年单次疗程价格约为 7012 元。基于 2016-2019 年中国医美总疗程消费次数年复合增长率 23.87%, 单次诊疗费用增速以过去五年医疗保健及服务行业平均 CPI 增速 2.99% 为基准, 预计 2022 年中国医美行业规模将超过 3600 亿元。

表 12: 2020-2022 年中国医美行业市场规模测算

年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国医美疗程总次数 (万次)	2065.00	2449.54	3034.27	3758.59	4655.80
单次诊疗平均价格 (元)	7012.11	7221.77	7437.70	7660.09	7889.12
医美行业市场规模 (亿元)	1448.00	1769.00	2256.80	2879.11	3673.02

资料来源: 国海证券研究所测算

我们按照前述全国整体人均医美消费提升至现有 10 倍水平 (即 2019 年 126 元的 10 倍, 1260 元/人, 10 倍为按照 2018 年数据为基数测算中韩两国整体人均医美消费差距), 以全国人口 (基数 14 亿人) 0.2% 的年自然增长率测算, 远期看中国医美市场经过未来 20 年的远期发展, 整体规模有望增长至接近 2 万亿元。

#### 4、首次覆盖, 给予医美行业“推荐”评级

“颜值经济”催生大规模医美需求, 中国医美市场加速发展, 对比美国、韩国、香港等成熟市场, 中国医美行业正处于成长初期, 整体呈现“供不应求”态势。在政策监管不断趋严、医疗安全意识不断提升、互联网第三方平台介入的背景下, 消费者对医美品牌认知度将不断提升, “黑医美”生存空间将被不断压缩, 正规

医美机构有望实现突围。通过大型机构不断趋向规模化、连锁化经营模式，以及精品型机构不断专业化、定制化，医美机构盈利能力仍有较大提升空间。从医美需求人口渗透率及人均消费额提升的趋势看，中国医美行业长期万亿市场可期，我们看好医美行业在中国的朝阳发展前景，并看好正规医美机构在行业发展中可享受到的大量红利。首次覆盖，给予医美行业“推荐”评级。

## 5、重点关注个股

**朗姿股份 (002612.SZ)**: 医美业务已成为公司业绩最为稳健、成长性最高的板块，疫情期间加强线上渠道营销并稳步扩张，预计将投入 0.36 亿元用于医美旗舰店建设，未来业务竞争力或将进一步提升。

**香港医思医疗集团 (02138.HK)**: 集团医美及健康管理核心业务突出，客户粘性高，2017 年以来陆续收购大陆地区医美相关机构，未来将继续加快在中国内地业务的扩张，预期中国内地的业绩将继续以可观的幅度增长。

**华韩整形 (430335.OC)**: 旗下医美机构运营优良，拥有中国医疗美容机构评价等级 5A 级医院，加大力度多渠道拓展客户，营收规模持续增长，营销费用有望降低，整体经营持续向好。

**利美康 (832533.OC)**: 贵州省内唯一的一家民营三级专科医院，以牙科、整形科为主，2020 年上半年转型以全员营销、全员管理新模式，多渠道把控营销费用。

**荣恩集团 (835387.OC)**: 旗下主要拥有六家全资子公司从事医疗美容整形服务，以美容整形外科项目为主。

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-09-25 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002612.SZ	朗姿股份	10.09	0.14	0.33	0.49	71.95	30.58	20.67	未评级
430335.OC	华韩整形	26.39	0.88	0.94	1.12	13.60	27.93	23.47	未评级

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所 (注: 盈利预测均取自万得一致预期, 香港医思医疗集团、利美康、荣恩集团暂无一致预期盈利预测)

## 6、风险提示

- 1) 居民可支配收入及可选消费意愿不及预期;
- 2) 重大医疗事故风险;
- 3) 医美技术与社会审美观发展不相匹配风险。

感谢余佩珊对本报告的贡献。



## 【研究小组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，3年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

赵越，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。