

# 推广 ISQM 服务认证, 迈向医美集团连锁经营之路

2016年3月28日

## 投资要点

- 丽都整形：高端医疗美容连锁企业。**丽都整形是一家为消费者提供整形美容、皮肤美容、牙齿美容和中医美容的连锁化医疗美容企业。公司通过对 ISQM 服务体系的认证复制，现已在无锡、贵阳、北京、昆明、太原设立了 5 家连锁整形美容机构。公司 2015 年 1-5 月实现营业收入总额 0.83 亿元，净利润 0.07 亿元。
- 消费结构升级和“求美”需求增加，推动医美行业加快成长。**从 2009 到 2012 年，我国整形美容行业以 30% 的 CAGR 发展。根据 Frost & Sullivan 的预测，到 2018 年我国整形美容行业市场将达到 90.8 亿美元，其中手术类占比约 62.05%。美容行业已经成为继房地产、汽车、电子通讯、旅游之后的“第五大消费热点”。截至 2013 年，我国共拥有整形美容医院 206 家，其中公立医院仅有 4 家。现阶段，我国医疗美容产业由民营资本主导，资本推动下产业链上横纵向延伸将出现一批高品质的医美集团。
- 公司深耕皮肤类整容项目挖取存量客户潜力，并引进 ISQM 体系保障连锁化运营服务品质。**公司围绕高回院率和利润率的皮肤类整容项目引进了包括 Accent Pro 深蓝美体整形仪、Medlite C6 激光祛斑仪等在内的高端美容诊疗设备，并创建了业内首家 APSC 多能细胞实验室，将细胞学技术与美容消费结合，把医美体验从组织学层面引入细胞学层面，提高了消费者的服务体验。另一方面，公司引进 ISQM 认证体系，对各大科室进行稽核调查、数据审查等认证，成为中国医疗美容行业首家德国莱茵 SQS 国际服务标准示范医院，为公司的连锁化经营下规范性服务奠定了基础。
- 营销加码挖掘顾客消费潜力，外延式并购助力公司形成连锁美容集团。**
  - 公司发力建设院内、线上和线下综合营销体系，创新广告投放策略，力求降低初次获客成本，同时深挖微整形等高回院率和高利润率项目的需求潜力，两方面提升业务内生性增长；
  - 外延式拓展方面，公司积极拓展区域市场，已经成功在北京、昆明、贵阳、无锡及太原布局。公司计划以每年收购 1-2 家左右的速度，在全国二线城市并购医美网点和机构，“质”、“量”双升推动公司收入提升。
- 风险因素。**市场竞争的风险；高技术人才流失的风险；各类诊疗行为中的医疗风险。
- 估值分析。**以 2016 年 3 月 25 日收盘价为参考，可比公司平均市值 209.8 亿元。2013/2014 年 PS 为 11.0X / 9.1X；2013/2014 年 PE 为 77 X/65X。公司 2014 年收入/净利润 1.73/0.08 亿元。

## 可比公司估值情况

公司简称	市值(亿元)	14 年收入(亿元)	14 年净利润(亿元)	13PS	14PS	13PE	14PE
通策医疗	106.6	5.84	1.10	23.0	18.3	106	97
爱尔眼科	287.2	24.02	3.09	14.5	12.0	128	93
人福医药	218.6	70.52	4.52	3.6	3.1	52	48
华润三九	226.7	72.77	10.36	2.9	3.1	19	22
平均	209.8			11.0	9.1	77	65
丽都整形	--	1.73	0.08	--	--	--	--

资料来源：Wind。注：（1）股价为 2016 年 3 月 25 日收盘价；（2）净利润为扣非后净利润



## 协议转让

### 中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyli@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

联系人：周晨俊

电话：021-20262131

邮件：zhouchenjun@citics.com

### 相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

### 主要数据

公司成立日期	2009-07-07
新三板挂牌日期	2015-11-24
新三板做市日期	--
总股本/流通股本	60/0 百万股

### 财务指标

14/15H 营业收入	133/173 百万元
14/15H 收入增速	--/29.8%
14/15H 净利润	-8/8 百万元
14/15H 净利润增速	--/196.3%
14/15HEPS	-0.18/0.17 元
14/15HPE	--/--

## 目录

<b>公司概况：医疗整形美容连锁机构</b> .....	<b>1</b>
主营业务：整形美容服务提供商.....	1
经营模式：连锁医院+专业化诊疗服务.....	2
财务分析：2015年1至5月公司收入和扣非后利润为8258.05万元和745.67万元.....	2
<b>行业分析：需求提升推动医美行业大爆发</b> .....	<b>4</b>
爱美之心人皆有之，后天之美亦美.....	4
城镇人口推动消费升级，带动“美丽经济”.....	5
民营产业引领医疗美容服务.....	7
<b>公司经营竞争力分析：ISQM 认证提升连锁化运营下的服务品质，深耕皮肤类整容项目挖掘存量客户潜力</b> .....	<b>9</b>
高回院率和利润率项目深挖存量客户消费频次.....	9
公司通过 ISQM 服务质量认证保证连锁化运营中客户服务品质.....	12
<b>公司成长性分析：营销加码下微整形项目提升顾客美容消费量次，外延式并购助力公司形成连锁美容集团</b> .....	<b>12</b>
成长驱动力一：精准营销拉动增量客户初次美容体验.....	12
成长驱动力二：外延并购打造美容集团，进军全国一线城市推动品牌营收双提升.....	14
<b>风险因素</b> .....	<b>16</b>
<b>估值比较</b> .....	<b>17</b>
<b>附注</b> .....	<b>18</b>
历史沿革：成立7年的医疗整形美容专科连锁医院.....	18
股权结构：游宗武、游志磊为公司实际控制人.....	18

## 插图目录

图 1：丽都整形主营业务.....	1
图 2：丽都整形 2014 年营业收入构成.....	2
图 3：丽都整形商业模式.....	2
图 4：丽都整形营业收入.....	3
图 5：丽都整形净利润.....	3
图 6：丽都整形三项费用率.....	3
图 7：丽都整形运营效率.....	3
图 8：丽都整形经营性现金流与盈利能力.....	3
图 9：丽都整形近年毛利率和净利率.....	3
图 10：2013 年全球整形美容结构分析.....	5
图 11：2013 年全球手术类整形美容结构分析.....	5
图 12：2013 年全球整形美容手术类解析.....	5

图 13: 2013 年全球非手术类整形美容结构分析 .....	5
图 14: 2010-14 整形美容行业目标消费人数 .....	6
图 15: 2006-13 整形美容医院诊疗人数 .....	6
图 16: 2013 年各国或地区每万人整容次数比较 .....	6
图 17: 2009-2018 中国整形美容行业市场空间 .....	7
图 18: 全国私立整形美容医院和公立整形外科专科医院数量对比分析 .....	7
图 19: 2013 年不同床位数医院数量对比分析 .....	8
图 20: 2013 年不同类型医院人员配备对比分析 .....	8
图 21: 医疗美容行业政策发展情况 .....	8
图 22: 医疗美容行业产业链分析 .....	9
图 23: 丽都整形收入结构 .....	10
图 24: 丽都整形毛利结构 .....	10
图 25: 丽都完备的设备体系 .....	11
图 26: APSC 多能细胞实验室优势与核心项目 .....	11
图 27: 丽都整形院内、线上、线下三大营销系统 .....	13
图 28: 丽都整形 2013-2014 年销售费用情况 .....	13
图 29: 丽都整形收购昆明丽都 .....	14
图 30: 丽都整形收购北京丽都 .....	14
图 31: 丽都整形收购贵阳丽都 .....	15
图 32: 丽都整形收购太原丽都 .....	15
图 33: 丽都整形全国扩张版图 .....	16
图 34: 丽都整形历史沿革 .....	18
图 35: 丽都整形股权结构图 .....	18

## 表格目录

表 1: 医疗美容类别及亚类划分表 .....	4
表 2: 某整形医院医学美容各项目回医院的频率比较 .....	9
表 3: 丽都整形皮肤美容科项目介绍 .....	9
表 4: 2013 年-2014 年丽都整形各项科室的营业收入、成本、毛利对比 .....	10
表 5: 丽都整形资质和荣誉情况 .....	12
表 6: 2015 年上半年公司前 5 名广告供应商合同具体情况 .....	13
表 7: 丽都整形及各子公司概况 .....	15
表 8: 丽都整形医师人员构成 .....	16
表 9: 可比公司估值情况 .....	17

## 公司概况：医疗整形美容连锁机构

### 主营业务：整形美容服务提供商

丽都整形美容医院股份有限公司成立于 2009 年 7 月 7 日，是一家提供医疗整形美容服务的连锁专科医院。医院为消费者提供了包括整形美容、皮肤美容、牙齿美容和中医美容在内的医疗整形美容服务，现已分别在无锡、贵阳、北京、昆明、太原设立了 5 家整形美容机构。2015 年 1-5 月营业收入和净利润分别为 0.83 亿元和 0.07 亿元。2015 年 11 月 24 日，公司在新三板挂牌上市。

图 1：丽都整形主营业务



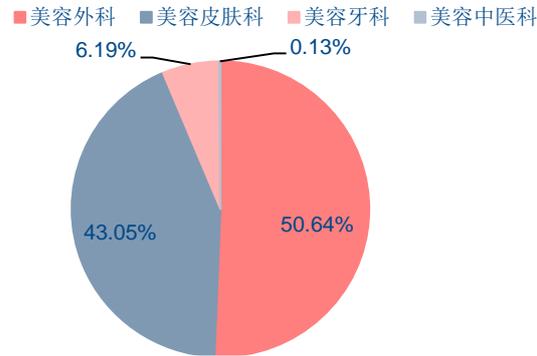
资料来源：公司公告，中信证券研究部

**公司业务一：整形外科是核心业务，贡献主要收入源。**公司的整形外科业务主要运用手术、药物、医疗器械以及其他医学技术方法借助假体、异种组织或组织代用品来对消费者的面部容貌和身体其他部位形态进行的修复与再塑。公司为客户定制个性化塑美服务。2014 年，公司在整形外科业务实现收入 8748.89 万元，占比 50.64%。

**公司业务二：美容皮肤科结合传统皮肤护理与新兴科技，增长潜力巨大。**公司运用现代化的治疗手段，如超声治疗技术、深蓝热塑射频、塑美极探头、C6 激光、像素激光等新兴皮肤美容科技与传统皮肤护理相结合，刺激消费者肌肉组织收缩紧致，改善色斑、痤疮、皱纹等肌肤瑕疵，延缓肌肤衰老，恢复正常新陈代谢。2014 年公司美容皮肤科业务的销售收入为 7437.97 万元，占比 43.05%。

**公司业务三：美容牙科兼顾口腔美容与牙周疾病治疗，拓展业务覆盖范围。**公司以恢复牙列形态、功能和美观为治疗基本原则，通过口腔技术手段，修整牙齿排列不齐、牙齿形态异常、牙齿色泽异常等问题，达到牙齿美容效果。业务细分项目包括美牙冠、超冷光美白和正畸，在修复牙齿功能的同时兼顾美观，满足客户对美的追求。2014 年公司美容牙科销售收入为 1069.54 万元，占公司营业总收入的 6.19%。

图 2：丽都整形 2014 年营业收入构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 经营模式：连锁医院+专业化诊疗服务

丽都整形通过异地扩张，现已在无锡、贵阳、昆明、太原和北京五地建立连锁化的整形美容医院。公司为连锁化运营打造规范化、可复制的管理运营体系的方式如下：采购方面，公司总部设采购部及专职人员，连接供应商和各下属医院，统一定价和供应链管理；服务与客户体验标准化，以通过认证的无锡丽都为范本，连锁网点复制推广 ISQM 标准化服务体系；注重客户资源盘活与营销创新，为更多更低成本引客，公司建立了院内、线上、线下三大营销系统，通过院内引导推广、网络广告营销、线下专题活动策划等形式吸引女性群体前往消费、实现老客户带新客户。为应对医美行业连锁扩张所需的品牌提升与技术高地控制，公司在业内创建首家 APSC 多能细胞实验室，与 12 大经典美容项目一起构建了高毛利、高回头率的皮肤整形业务。开发储备高附加值的项目。

图 3：丽都整形商业模式



资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 财务分析：2015 年 1 至 5 月公司收入和扣非后利润为 8258.05 万元和 745.67 万元

丽都整形 2014 年实现了扭亏为盈，2014 年营业收入和扣非后净利润分别为 17,278 万元和 733 万元，营业收入较 2013 年同比增加 29.8%，扣非后净利润较 2013 年同比增加 192.3%，主要得益于美容外科、美容皮肤科业务的销售增长以及连锁化经营带来的规模效应。2015 年 1 至 5 月营业收入和扣非后净利润分别为 8,258.05 万元和 745.67 万元，销售费用率和管理费用率分别为 36.46%和 14.16%。公司重视营销创新降本，预计未来该项费用

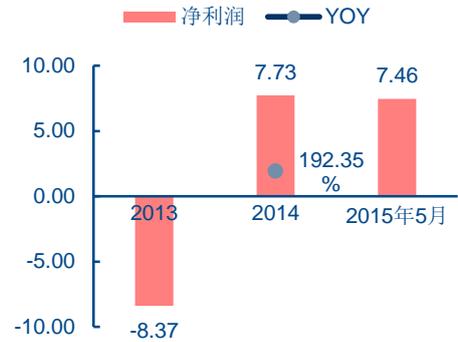
将有所下降。我们认为销售费用与管理费用较高是由医美行业非必需消费的特殊性决定，为提升人们对医美的认知度、将医美从小众消费延伸到大众需求的过程中企业需要大量持续的广告投入和全方位渠道拓展，精准营销如何实现很重要。2015年1至5月公司流动比率和速动比率分别为 0.45 和 0.33，短期偿债能力存在较大不确定性，毛利率和净利率分别是 63.87%和 9.03%。

图 4：丽都整形营业收入（单位：百万元）



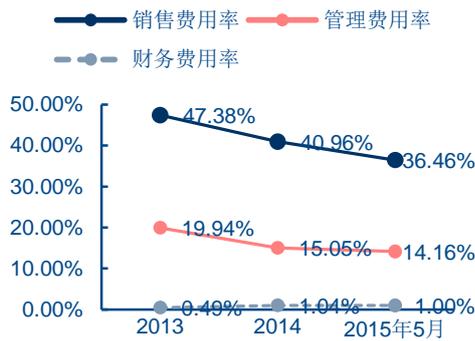
资料来源：公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 5：丽都整形净利润（单位：百万元）



资料来源：公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 6：丽都整形三项费用率



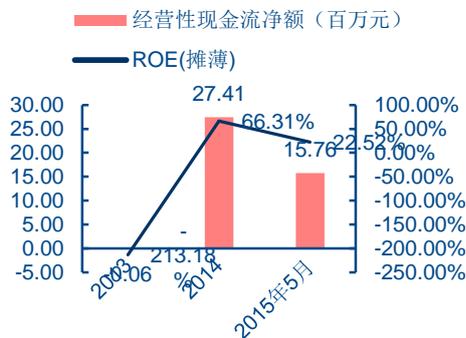
资料来源：公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 7：丽都整形运营效率



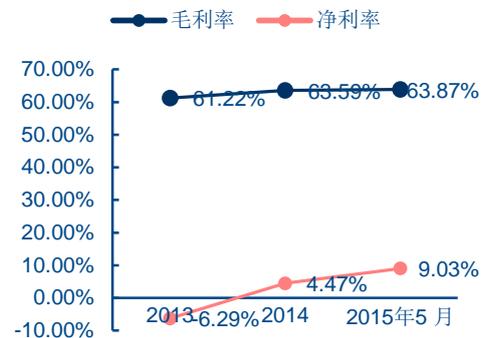
资料来源：公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 8：丽都整形经营性现金流与盈利能力



资料来源：公开转让说明书，中信证券研究部整理

图 9：丽都整形近年毛利率和净利率



资料来源：公开转让说明书，中信证券研究部整理

## 行业分析：需求提升推动医美行业大爆发

### 爱美之心人皆有之，后天之美亦美

医疗美容是指运用手术、药物、医疗器械以及其他医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复和再塑，以增强人体外在美感为目的的科学性、技术性与艺术性极强的医学学科。主要类别有美容外科、美容牙科、美容皮肤科、美容中医科、美容医疗应用技术、颌面美容外科等。主要项目包括隆胸整形、吸脂整形、彩光嫩肤、眼眉整形、颧骨整形、鼻部整形、颌面整形、口唇整形、除皱美容等。广义的医疗美容即医疗美容，囊括了手术和非手术的全部医疗美容项目，其中手术美容又称整形美容，非手术美容则包括微整形美容、激光美容、抗衰老美容、中医美容、口腔美容、纹绣美容、毛发移植等。狭义的医疗美容仅指需要手术的美容项目，是医疗美容最主要的组成部分。

表 1：医疗美容类别及亚类划分表

类别	亚类
美容外科	头颈部（眉部、眼部、鼻部、耳部、面部）
	胸腹部（乳房美容、脂肪抽吸、腹壁成形）
	会阴部
美容牙科	牙齿美容修复技术
	牙周美容技术
	牙（牙合）畸形美容矫治技术
美容皮肤科	美容皮肤内科
	美容皮肤外科
美容中医科	针灸美容
	中医推拿、外治及其他美容技术
美容医疗应用技术	物理美容治疗技术
	注射美容技术
	美容纹饰技术
颌面美容外科	口唇部美容
	颌面部美容

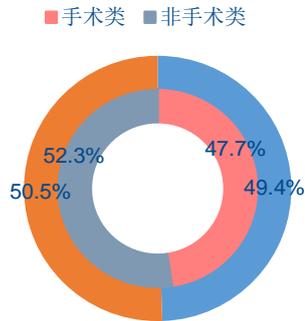
资料来源：中讯咨询，中信证券研究部整理

**整形美容手术方兴日盛。**ISAPS 数据显示，2013 年全球整形美容手术类和非手术类共 23,474,270 例，三年均复合增长率达到 18.5%。手术类和非手术类数量平分秋色，非手术类在数量上略微占优，手术类三年均复合增长率为 19.9%，非手术类根据皮肤年轻化和复原领域数据显示以 17.2% 的速度复合增长，略低于整体增速。

**手术类整形美容中，头面部手术、胸部手术、躯干四肢手术占比最大。**其中，头面部手术最多，占手术类总数的 32.5%，头面部手术类中眼睑手术最受欢迎，占手术类总数的 11.9%，其次为鼻部手术，占手术类总数的 8.2%。胸部手术占全手术种类的 29.8%，其中最受欢迎的为隆胸手术，其次为胸部提升手术，分别占手术类总数的 15.3% 和 6.7%。躯干四肢手术类中，吸脂手术位列第一位，占手术总数的 14%。所有手术小类中，隆胸手术、吸脂手术和眼睑手术被青年人群所青睐。

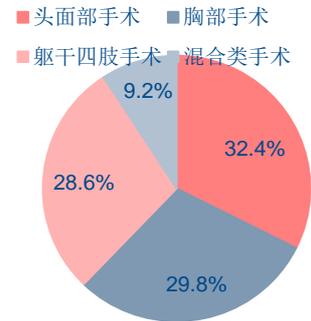
**非手术类整形美容主要集中在皮肤年轻化和复原化领域。**2013 年全球非手术类整形美容约 11874940 例，A 型肉毒杆菌毒素类脱颖而出，占非手术类总数的 43.3%，其次为填充物/可吸收材料类，约占 26%。A 型肉毒杆菌毒素类、填充物/可吸收材料和无创面部年轻化是非手术类的代表，占据非手术类的 80%，这类项目的目的多为除皱除疤，消费者多集中在中老年群体。

图 10：2013 年全球整形美容结构分析



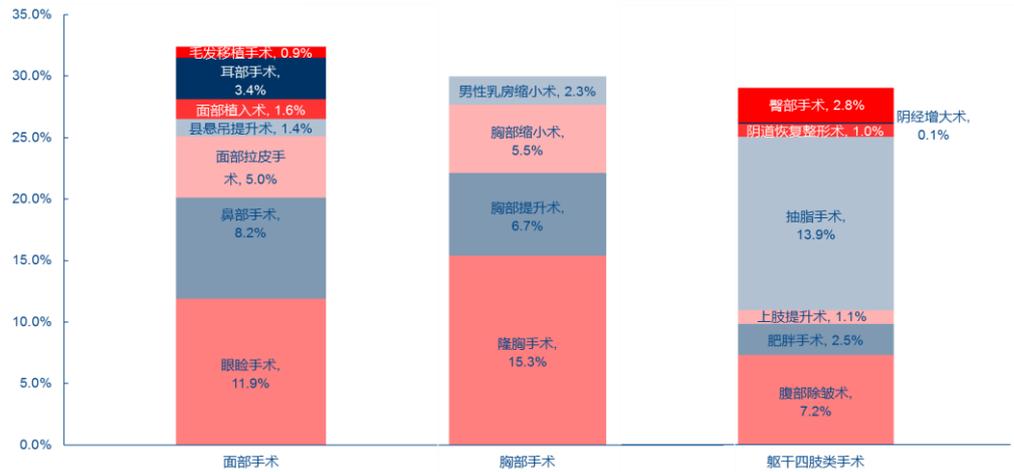
资料来源：ISAPS，中信证券研究部整理

图 11：2013 年全球手术类整形美容结构分析



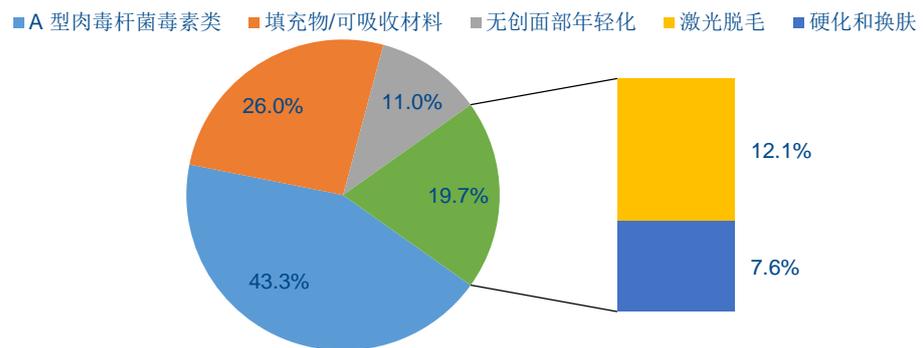
资料来源：ISAPS，中信证券研究部整理

图 12：2013 年全球整形美容手术类解析



资料来源：ISAPS，中信证券研究部整理

图 13：2013 年全球非手术类整形美容结构分析



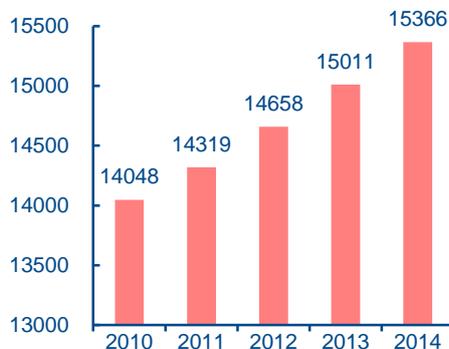
资料来源：ISAPS，中信证券研究部整理

## 城镇人口推动消费升级，带动“美丽经济”

城镇化带动目标消费群体数量增加，推动整形美容需求上涨。整形美容行业的主要目标消费群体是来自城镇的 20-45 岁女性。根据国家统计局相关统计，2010-2014 年我国城镇化水平不断提高，城镇人口占比由 2010 年的 49.95% 上涨到 2014 年的 54.77%。2014 年我国女性人数达到 66703 万人，城镇化女性为 36533 万人。自 2010 年以来，我国 20-45 岁女

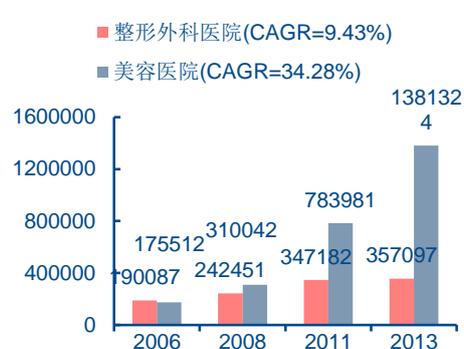
性占总女性人口比例维持在 42%-43%，所以 2014 年来自城镇且 20-45 岁的女性总计约 15366 万人。伴随我国城镇化进程的推进，随着人均可支配收入水平的提升，服务消费需求不断释放，以医疗保健整形美容为代表的现代服务消费比例继续攀升。

图 14: 2010-14 整形美容行业目标消费人数(万人)



资料来源：卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部整理

图 15: 2006-13 整形美容医院诊疗人数(人)

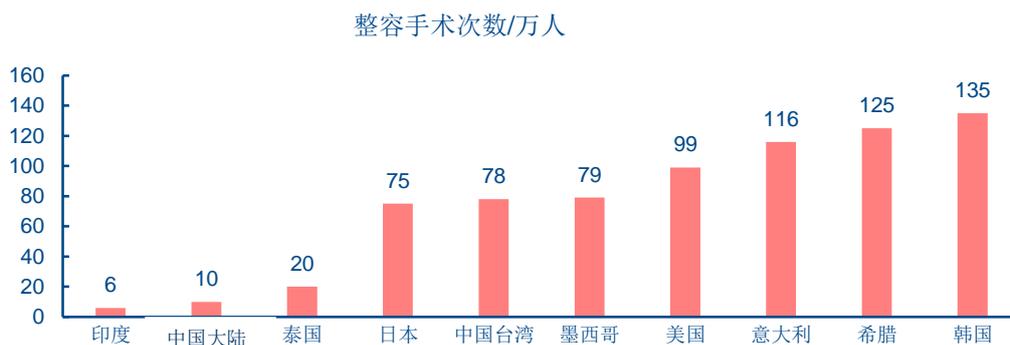


资料来源：卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部整理

**我国医疗整形美容服务的需求仍偏低。**虽然最近几年国民在医疗美容方面的消费有所上升，但受到中国传统文化的影响以及市场上由一些非法美容机构制造出的恶性事件的影响，中国消费者对于接受医疗美容，尤其是整形手术还是有一定的“惧怕”心理存在，这是影响整形美容需求除经济因素之外的心理因素。相比于其他国家，尤其是韩国、希腊和意大利，我国的整形美容市场还有很大的成长空间。2013 年韩国、希腊和意大利每万人整容次数均超过 100 次，分别为 116 次、125 次和 135 次，而我国每万人整容次数仅为 10 次。

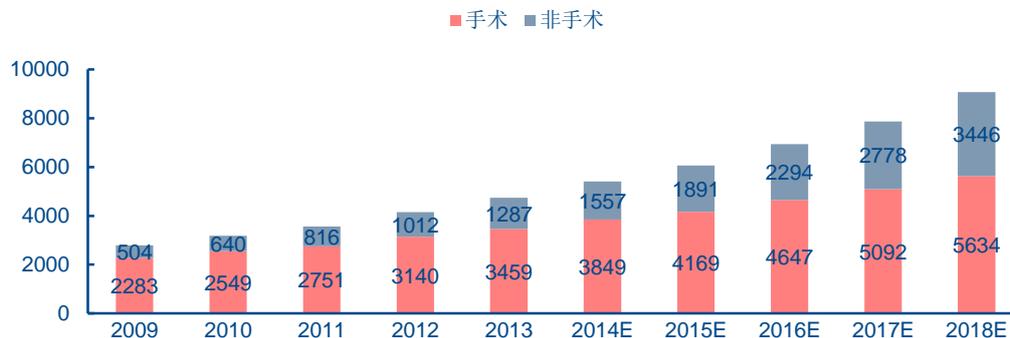
**我国医疗整形美容服务行业将快速增长。**随着国内消费者思想解放，整形医疗专业水平提高，加上政府逐步出台的规范医疗美容行业的各种政策有着安抚人心的作用，在未来医疗美容的需求市场会有一个显著的增长。根据 Frost & Sullivan 的预测，到 2018 年我国整形美容行业市场将达到 90.8 亿美元，其中手术类将占到 62.05%。

图 16: 2013 年各国或地区每万人整容次数比较



资料来源：经济学家，中信证券研究部

图 17：2009-2018 中国整形美容行业市场空间（百万美元）



资料来源：Frost & Sullivan，中信证券研究部

### 民营产业引领医疗美容服务

我国医疗美容产业主要由民营资本占领，且绝大多数整形美容机构规模小级别低。根据卫生部统计，截至 2013 年，我国共拥有整形美容医院 206 家，其中公立医院仅有 4 家，且市场份额较大的均为民营医院。2013 年 206 家整形美容医院中床位数小于 50 张的就有 192 家，占到了总数的 93.2%，从床位分布状况可以明显看出整形美容行业虽然机构众多但规模偏小，资源分散。很多整形医院为诊所形式，全国仅有 3 家三级整形外科医院。

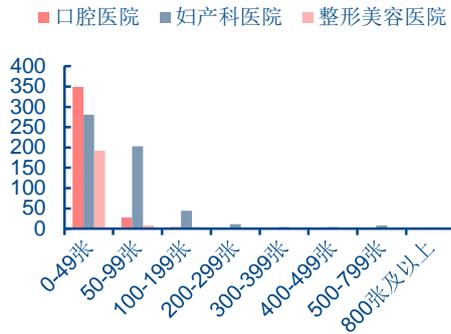
图 18：全国私立整形美容医院和公立整形外科专科医院数量对比分析



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴，中信证券研究部整理

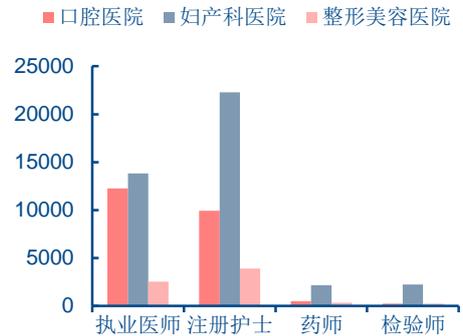
**轻资产运营特性助推整形医院大发展。**通过对比口腔医院、妇产科医院和整形美容医院可以发现，私立整形医院之所以受到民营资本的青睐，与其行业特征存在着紧密的联系。在床位方面，相比妇产科医院和口腔医院，整形医院对于床位数量要求较低，绝大部分整形美容医院的床位数集中于 0-49 张，床位数超过 50 张的整形美容医院在全国只有 14 家。整形美容医院在人员配备方面数量要求不大，无论是执业医师还是注册护士都明显低于口腔医院和妇产科医院。

图 19：2013 年不同床位数医院数量对比分析



资料来源：卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部整理

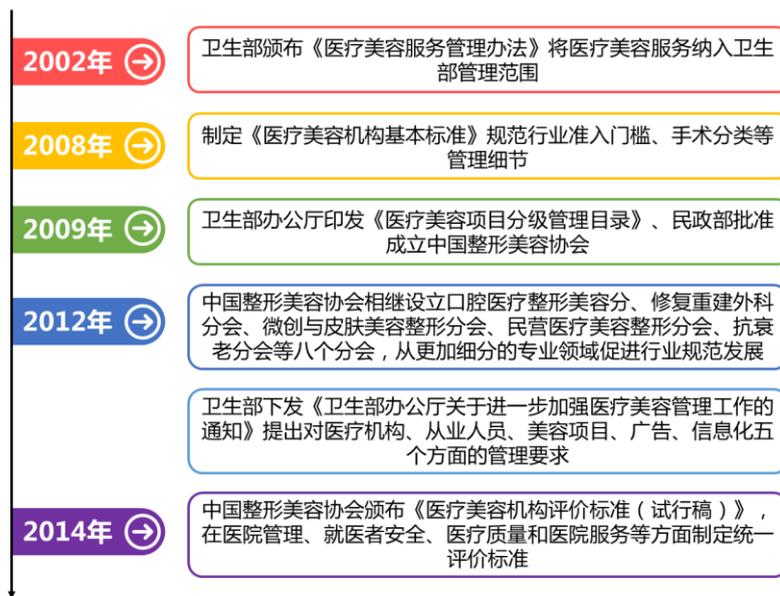
图 20：2013 年不同类型医院人员配备对比分析



资料来源：卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部整理

在**监管法规指引整形美容行业规范化发展**。自 2002 年卫生部颁布《医疗美容服务管理办法》以来，又相继出台了《医疗美容机构评价标准》、《医疗美容项目分级管理目录》的法律法规，并成立了中国整形美容协会，国家层面的法律法规和行业性自律性的行为规范都在逐步完善，从而约束着国内医疗美容经营机构走向规范化的发展道路，并保障行业的有序发展。

图 21：医疗美容行业政策发展情况



资料来源：中信证券研究部整理

**营销渠道的开发和医院转型推进整形美容行业产业链纵向延伸**。整形美容医疗服务行业的价值链根据上下游关系主要分为三个主体，包括医疗制品和器械供应商、整形医院、最终客户。针对价值链末端的对象所接受的医疗美容服务不同，可以将其分为手术型消费者和非手术型消费者。整形美容医院可以通过与美容院、美容美发机构、会所、SPA 中心以及健康中心等各类机构开展合作，进一步优化和整合客户资源，逐步建立稳固的整形美容渠道网络。整形美容医院因涉及医疗服务，向上游综合性医院转型可以进一步促进整形美容医院在该产业链上纵向延伸，向经营日化用品转型可实现其产业链的横向延伸，从而形成以整形美容、保健美容、美容教育、专业美容产品研发生产销售为主体的综合性医美集团。

图 22：医疗美容行业产业链分析



资料来源：中信证券研究部整理

## 公司经营竞争力分析：ISQM 认证提升连锁化运营下的服务品质，深耕皮肤类整容项目挖取存量客户潜力

### 高回院率和利润率项目深挖存量客户消费频次

目前在中国，微整型的增速超过 40%，随着人们对微整形的认知度提升和其复原快的特点，中国微整型的增速超过了总体整形行业，从项目上来看，增长最快的是注射类项目，包括玻尿酸和肉毒素的注射，其次是皮肤类的项目，再次是手术类的整形项目。微整形项目创伤小、恢复快、风险性较低，客户比较容易接受。微整形项目中的玻尿酸和肉毒素等注射项目每 3~12 个月内需要再次回到医院注射，而且客户一旦接受有心理依赖度。对于医院来说，微整形项目能够带来客人的回流，周转率高，通过和客户的多次交流可以导入更多利润更高、更复杂的其他医疗美容项目。

表 2：某整形医院医学美容各项目回医院的频率比较

项目类型	项目举例	回医院频率
手术整形	割双眼皮 磨下颚角瘦脸	不回医院
注射整形	注射肉毒素瘦脸 注射玻尿酸	4-6 个月
激光光电整形	激光美白技术 光子嫩肤	1-3 个月
医学护肤	水光针	1-2 周

资料来源：行业调研，中信证券研究部

表 3：丽都整形皮肤美容科项目介绍

类别	项目	单价	疗程	回院频率（疗程）
注射类	水光针	单方 1980/次	3 次/疗程	3 个月
		复方 2980/次		
注射类	美白针	国产 5800/疗程	10 次/疗程	1 个月
		高级 14800/疗程		
		进口 28000/疗程		
激光类	光子嫩肤	2500/次	3 次/疗程	3 个月

类别	项目	单价	疗程	回院频率（疗程）
射频类	冰晶脱毛	998/疗程	3~5 次/疗程	5 个月
	超声刀	33800	一次就好	5 年
	热玛吉	28800	一次就好	5 年

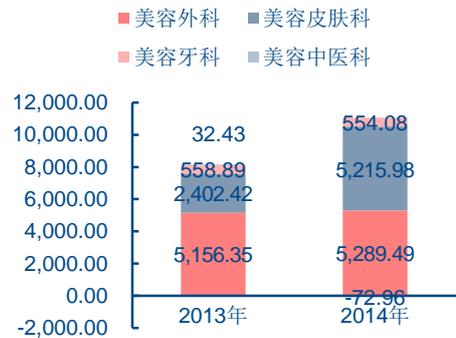
资料来源：ASAPS，中信证券研究部

图 23：丽都整形收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 24：丽都整形毛利结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 4：2013 年-2014 年丽都整形各项科室的营业收入、成本、毛利对比

	2013 年			2014 年		
	营业收入	营业成本	毛利	营业收入	营业成本	毛利
美容外科	62.51%	61.32%	63.27%	50.64%	54.99%	48.14%
美容皮肤科	29.83%	30.40%	29.48%	43.05%	35.32%	47.48%
美容牙科	7.37%	8.18%	6.86%	6.19%	8.19%	5.04%
美容中医科	0.28%	0.10%	0.40%	0.13%	1.50%	-0.66%
总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

**高毛利、高回头率的皮肤整形业务是公司的业务重心。**皮肤美容的激光类和射频类美容项目利润高、重复消费频次高，为公司贡献大幅收入。通过射频和激光等方式作用于消费者皮肤，可以起到一般涂抹式化妆品起不到的美容、补水、抗衰老等作用。激光类和射频类的皮肤美容项目单价较高，一般是客户购买疗程消费，回院频率较高且相对可控，增加该类项目的宣传运作，可为公司带来进一步收入的增长。**公司围绕皮肤整形业务，引进了包括 Accent Pro 深蓝美体整形仪、Medlite C6 激光祛斑仪、冰点 SHR 无痛脱毛仪以及塑美仪 E 波抗衰塑形仪等在内的高端美容诊疗设备。**公司通过打造 12 大经典美容项目：“冰冰媚眼综合定制、韩式综合祛眼袋、灵动水滴鼻、数字微精改脸型、无痕定制丰胸、韩国尖端 easylipo 吸脂术、easyface 自体脂肪多能细胞面部填充术、韩式微创瘦小腿、丽都私人定制祛斑、丽都年轻光抗衰老、德国生态美牙冠、微创种植牙”，在皮肤整形领域的客户服务中打造了一定知名度。

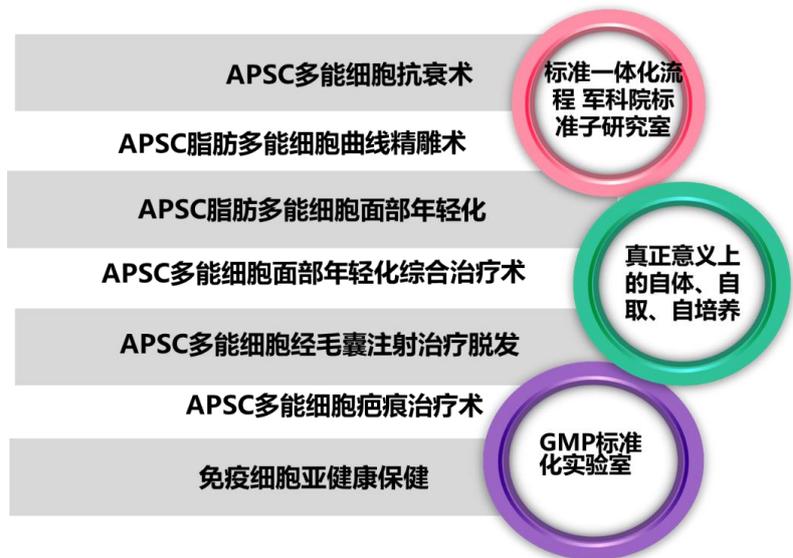
图 25：丽都完备的设备体系



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

公司在业内创建首家 **APSC 多能细胞实验室**。自 2014 年起，公司开展七大核心细胞项目：**APSC 多能细胞抗衰术**、**APSC 脂肪多能细胞曲线精雕术**、**APSC 脂肪多能细胞面部年轻化**、**APSC 多能细胞面部年轻化综合治疗术**、**APSC 多能细胞经毛囊注射治疗脱发**、**APSC 多能细胞疤痕治疗术**、**免疫细胞亚健康保健**。丽都整形通过将医疗领域的先进细胞学技术与美容消费结合，将美丽不仅停留在光学、组织学层面，更深入至细胞学层面。技术上提升客户的美容体验的同时打造公司的技术竞争力。

图 26：APSC 多能细胞实验室优势与核心项目



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

## 公司通过 ISQM 服务质量认证保证连锁化运营中客户服务品质

打造中国首家 ISQM 示范整形医院，提升企业质量管理品质。丽都医疗美容连锁集团与技术服务机构“德国莱茵集团”建立战略合作，引进 ISQM 对旗下医院的导医、咨询、医师、护士、药局、检验、病区、收费、客服等医疗环节，和医疗报告、安全报告、环境报告、废弃物处理等医疗报告进行检查。通过建立规范化的服务标准，保证了其在连锁化运营过程中医疗服务的品质。

表 5：丽都整形资质和荣誉情况

序号	资质和荣誉名称	颁发部门	颁发时间
1	2015 年度艾尔建娜琦丽乳房假体指定医疗机构	艾尔建公司	2015
2	2015 年度艾尔建指定医疗机构	艾尔建公司	2015
3	国际微整形专家会诊中心	中国健康管理促进会	2013.6
4	《江苏省美容医学史志》《江苏省美容医学年鉴》编写委员会常务理事单位	江苏省医学会医学美学与美容分会； 《江苏省美容医学年鉴》编写委员会	2010.7.31
5	无锡市非公有制企业文化建设“百千万工程示范单位”	中共无锡市委统战部；无锡市总工会；无锡市工商业联合会	2015.4
6	中博会唯一指定医学美容机构呢	第六届中国中部投资贸易博览会组委会秘书处	2011.8.18
7	2011 最受女性喜爱的整形美容机构品牌	2011 中国女性品牌推广活动组委会	2011.4.18
8	2013 年度昆明市优秀民营医院	昆明市卫生局	2014.5
9	2013 年度先进会员企业	北京市工商业联合会医疗产业商会	2013

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

## 公司成长性分析：营销加码下微整形项目提升顾客美容消费量次，外延式并购助力公司形成连锁美容集团

### 成长驱动力一：精准营销拉动增量客户初次美容体验

丽都整形以三大营销系统构建了立体化的营销机制，增加曝光率吸引客流增长。1) 院内营销系统。公司的院内营销系统主要通过进行院内布置、推广的方式，达到患者治疗之后还能够通过口口相传的方式吸引客户回头率。2) 线下营销系统。线下营销系统与医院内部营销系统共通构成了公司传统的推广模式。线下营销系统为公司制定线下的推广计划，包括专题活动、会议营销、明星、专家活动策划等，并在传统媒介上进行相应的布局与推广。3) 线上营销系统。公司通过与互联网技术合作，建设了相应的网络营销推广队伍，可实时依据医院的推广需求，在自建的网络营销平台、第三方网络平台、搜索引擎平台上进行网络营销。

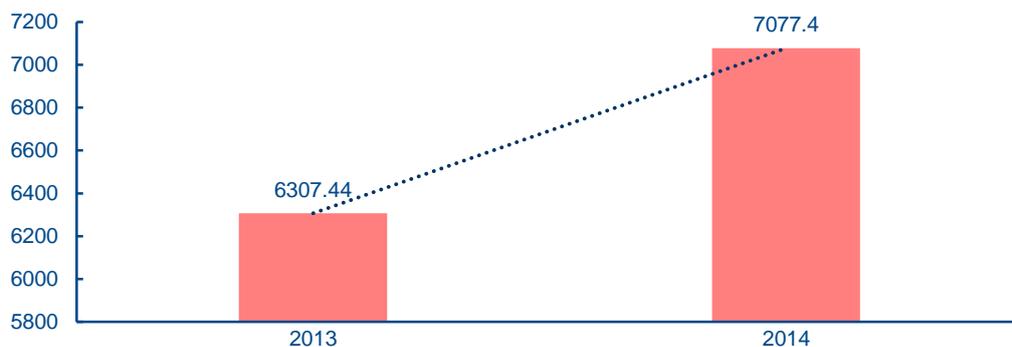
图 27：丽都整形院内、线上、线下三大营销系统



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部

丽都整形采取积极的广告推广策略，高投入推动公司营业收入内生性增长。为树立专业、可信的品牌形象，公司加大品牌推广方面投入。公司 2013 年度、2014 年度、2015 年 1-5 月的销售费用分别为 6307.44 万元、7077.40 万元及 3010.96 万元，占营业收入比例分别为 47.38%、40.96%及 36.46%，其中大部分都是作为广告宣传费用。销售费用的持续增长帮助公司从需求端推动公司营业收入逐步提升。

图 28：丽都整形 2013-2014 年销售费用情况



资料来源：wind，中信证券研究部整理

表 6：2015 年上半年公司前 5 名广告供应商合同具体情况

序号	发布单位	合同起始日	期限	合同类型	合同主要内容
1		2012.12.26	2013.12.25	框架协议	
2	百度时代网络技术(北京)有限公司	2014.01.10	2015.01.09	框架协议	百度推广服务
3		2015.01.10	2016.01.09	框架协议	
4		2013.01.01	2013.12.31	框架协议	
5	无锡广播电视发展有限公司	2014.01.01	2014.12.31	框架协议	无锡电视台各频道电视广告
6		2015.01.01	2015.12.31	框架协议	
7	山西龙采科技有限公司	2011.09.01	协议持续有效	框架协议	百度推广服务

序号	发布单位	合同起始日	期限	合同类型	合同主要内容
8	云南创网科技有限公司	2013.08.01	协议持续有效	框架协议	百度推广服务
9	天津文传世纪文化传播有限公司	2014.03.01	2014.12.31	服务合同	电视台广告投放服务

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

## 成长驱动力二：外延并购打造美容集团，进军全国一线城市推动品牌营收双提升

目前中国医疗美容市场资源分散，规模小级别低的美容机构居多，行业内部整合空间较大。丽都整形于 2011 年集中收购了位于昆明、北京、贵阳的丽都整形医院，有利于公司完善业务布局、避免同业竞争及潜在的关联交易，并增强公司的综合竞争实力。

1) 2011 年 11 月收购昆明丽都。昆明丽都医院成立于 2011 年 3 月，其主营业务为医疗美容服务，注册资本 3000 万元，由云南仁爱医院 100%控股。丽都整形（2015 年 8 月更名前为瑞丽有限）于 2011 年 11 月出资 3000 万元，收购昆明丽都整形医院 100%的股权。

图 29：丽都整形收购昆明丽都



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部

2) 2011 年 11 月收购北京丽都。北京丽都整形成立于 2010 年 9 月，注册资本 500 万元，北京中的嘉华国际投资有限公司及江苏五丰投资有限公司分别占 40%、60%股权。2011 年 11 月，北京丽都首次将 100%股份转让给丽都整形。2015 年 5 月 28 日，丽都整形出资 1500 万元，将北京丽都注册成本变更为 2000 万元。

图 30：丽都整形收购北京丽都



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部

3) 2011 年 12 月收购贵阳丽都。贵阳丽都成立于 2010 年 3 月，主营业务为医疗美容，注册资本 100 万元，王燕萍、游志鑫分别持有 5%、95%股权。丽都整形于 2011 年 12 月通过增资方式，出资 900 万元取得贵阳丽都整形医院 90%的股权。2015 年 4 月，贵阳丽都将全部股权转让给丽都整形，丽都整形出资 100 万元。

图 31：丽都整形收购贵阳丽都



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部

4) 2011 年 11 月收购太原丽都。太原丽都成立于 2011 年 8 月，注册资本 500 万元，王新涛、王新灿分别持股 90%、10%。2011 年 11 月，太原丽都进行第一次股权转让，丽都整形出资 450 万元，收购 90% 股权。2011 年 12 月，丽都整形再次出资 50 万元，收购剩下的 10%，至此，丽都整形持有太原丽都 100% 股权。

图 32：丽都整形收购太原丽都



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部

丽都整形各子公司的设立与收购，吸收区域性客源，从客流导入上扩大其收入。子公司都设立在不同的城市，能够完善公司在全国的布局，增强公司的综合竞争实力。预计收购子公司后，经过 4-6 年的运营，公司总体营收能力将增强，未来四家分公司将各自扎根所在领域发挥区域优势，有望为丽都整形带来更大收入贡献。

表 7：丽都整形及各子公司概况

机构	设立时间	面积 (平)	2015 年 1-5 月		2014 年度		2013 年度	
			主营业务收入 (万元)	比例	主营业务收入 (万元)	比例	主营业务收入 (万元)	比例
丽都无锡 (瑞丽有限)	2009.7	3000+	1397.36	16.92	2936.02	16.99	2178.68	16.37
贵阳丽都	2010.3	3000+	1638.79	19.84	3350.18	19.39	2614.38	19.64
北京丽都	2010.9	5000+	1330.12	16.11	2810.86	16.27	2227.29	16.73
昆明丽都	2011.3	2000+	2732.08	33.08	6124.3	35.45	4703.48	35.33
太原丽都	2011.8	3000+	1159.71	14.04	2056.73	11.9	1589.14	11.94
合计	—	—	8258.05	100	17278.09	100	13312.96	100

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 8：丽都整形医师人员构成

	医师执业资格						其中：医疗内容主治医师			
	外科/医学美容	皮肤病与性病专业	口腔科	内科	中医科/针灸推拿	医学影像和放射治疗	美容外科	美容皮肤科	美容口腔科	美容中医科
北京	8	4	2	1	2	2	3	-	-	-
无锡	7	2	2	-	1	2	4	2	-	-
昆明	8	2	2	-	1	1	5	2	2	-
贵阳	9	1	1	-	-	-	2	-	-	1
太原	8	3	3	-	1	1	1	1	-	-
合计	40	12	10	1	5	6	15	5	2	1

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

纵观整个民营医院行业，近些年资本投资收购民营医院浪潮跌宕起伏。自 2001 年起，众多医药公司开始集中投资、收购民营医院。例如颇具实力的哈药集团、华润三九、复星医药等都或通过资本注入民营医院、或通过建立新医院、或通过托管医院形式进入民营医院领域。可见民营医院的未来发展已广泛被市场所认可。公司乘收购之风，已通过一系列同业资源整合，扩大了自身规模、提升了行业中的地位及竞争力；未来料将执行一系列收购计划，通过收购与自建并存的方式不断拓展自身的医院网络，将其业务拓展至二线省会城市中，未来料将以每年 1-2 家的速度进行并购扩张，我们预计公司未来三年将以 20% 的 CAGR 增长。

图 33：丽都整形全国扩张版图



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

## 风险因素

**行业风险：**市场竞争加剧的风险。

**公司风险：**(1) **高技术人才流失的风险：**医疗行业中医师的水平决定了公司的品牌价值，高端医疗技师流失将给公司的服务质量下降造成隐患；(2) **各类诊疗行为中的医疗风险：**医疗服务中，手术的成败与否将给病人和医疗单位带来医疗性风险。

## 估值比较

**估值横向比较。**我们选取 A 股人福医药、通策医疗、爱尔眼科、华润三九作为估值参考，以 2016 年 3 月 25 日收盘价为参考，可比公司平均市值 209.8 亿元。2013/2014 年 PS 为 11.0X / 9.1X；2013/2014 年 PE 为 77 X/65X。公司 2014 年收入/净利润-0.08/0.08 亿元。

表 9：可比公司估值情况

公司简称	股票代码	币值	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (亿元)		净利润 (亿元)		PS		PE	
					2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
通策医疗	600763.SH	CNY	106.6	33.25	4.63	5.84	1.00	1.10	23.0	18.3	106	97
爱尔眼科	300015.SZ	CNY	287.2	29.23	19.85	24.02	2.23	3.09	14.5	12.0	128	93
人福医药	600079.SH	CNY	218.6	17	60.10	70.52	4.18	4.52	3.6	3.1	52	48
华润三九	000999.SZ	CNY	226.7	23.16	78.02	72.77	11.81	10.36	2.9	3.1	19	22
平均			209.8						11.0	9.1	77	65
丽都整形	834480.OC	CNY	0.0	0	1.33	1.73	-0.08	0.08	0.0	0.0	0	0

资料来源：Wind

注：（1）股价为 2016 年 3 月 25 日收盘价；（2）净利润为扣非后净利润

## 附注

### 历史沿革：成立 7 年的医疗整形美容专科连锁医院

2009 年 07 月 07 日，无锡瑞丽整形美容医院有限公司成立，注册资本为 500 万元。之后公司分别于 2011 年 11 月增加注册资本至 4500 万元。2015 年 5 月再增资至 6000 万元，并进行了第一次股权转让。公司实际控制人游宗武将其所持有的公司 42.67% 的股权分别转让给苏州美高投资管理中心 6.67%、苏州美得利投资管理中心 30%、林三员 5%、徐德智 1%。2015 年公司完成股改，丽都整形美容医院股份有限公司成立，并于同年 11 月 24 日在新三板挂牌上市，采用协议转让方式转让股票。

图 34：丽都整形历史沿革

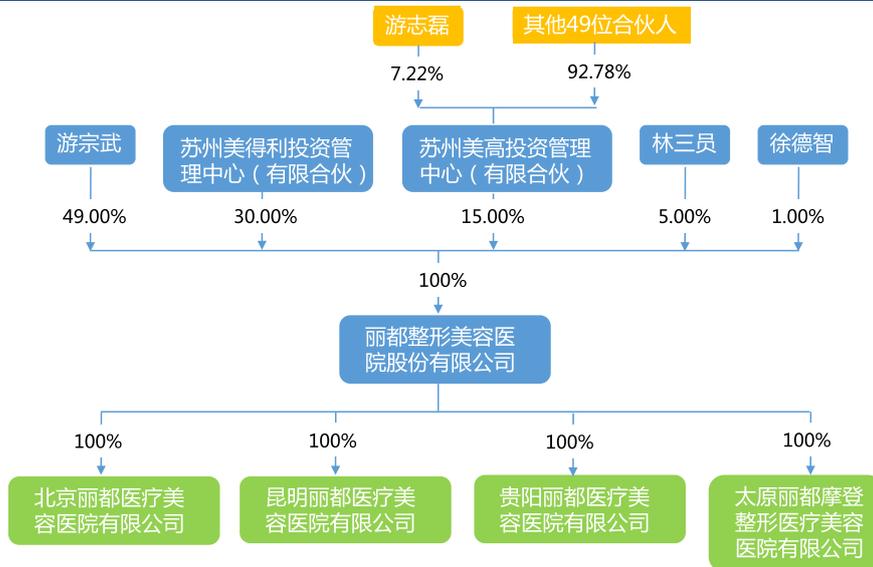


资料来源：公司公告、中信证券研究部整理

### 股权结构：游宗武、游志磊为公司实际控制人

截至 2015 年 11 月 24 日，公司控股股东为游宗武，直接持有丽都整形 49% 的股份；游宗武、游志磊二人为父子关系，合计持有 50.08% 的股份，在股权关系上构成了对公司的实际控制，并分别担任公司董事长、董事，对公司的生产经营决策具有重大影响，为公司的实际控制人。

图 35：丽都整形股权结构图



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。