

推荐 (维持)

医美投资系列之十四：多维度拆解艺星

2018年08月12日

相关报告

《兴业社会服务周报 (7.30-8.05): 免税酒店出现大幅调整, 中长期趋势依然向好》2018-08-05

《【兴证社服】社会服务业 2018 年 8 月份投资月报——中报密集披露期到来, 掘金行业真成长优质标的》2018-08-02

《18 年 8 月美奢月刊: 外企中报佳音频传, 美奢消费持续向好》2018-08-01

分析师:

李跃博

liybo@xyzq.com.cn

S0190512070003

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

投资要点

- **从艺星洞察中国医美的成长与机会。** 觊觎中国医美市场 20%+ 的复合增速, 近两年来 A 股上市公司开始跨界医美, 却尚未有成功转型者 (其难点我们已在过往 13 篇系列报告部分说明)。紧接着今年 6 月, 艺星医疗美容集团向港交所递交了上市申请。作为一个完全扎根于内地的医美连锁, 最能够体现中国医美行业的现状, 提供了投资者一个探究内地医美的绝佳机会。持续跟踪我们医美投资系列的读者应该理解我们不单纯分析财务数据, 而是采用了“提出关键问题——多维度剖析公司——探究医美市场——归纳与展望”的模式深度拆解公司。
- **紧握公司定位这把破解问题的关键钥匙。** 围绕公司值得关注的八个问题: ①公司定位? ②机构区位? ③公司坪效现状未来的机会与风险? ④新客增长加速, 老客增长减缓? ⑤业务类别营收表现不同于行业水平? ⑥盈利指标于行业差异? ⑦纠纷、罚款的未来可能趋势? ⑧大规模折扣推广的影响与机会? 这八个问题看似独立, 但只需剖析公司定位这把“关键钥匙”, 其余问题即可迎刃而解。我们结论是公司定位面向大众, 故: 其机构遍及城市核心商圈、交通便捷, 大型医院的形象可以吸引大众消费者, 但又面临消费者转向专业性强中小机构的风险。为吸引大众群体, 公司通过医美 app 等方式低价导客, 一方面, 公司累积而来的知名度通过低价吸引到大量新客。虽然用户黏性 (转化老客) 提高需要公司琢磨细节, 然而大量新客流量也提高了公司与获客平台的议价能力。由此低价虽然压低注射、美容服务的毛利率, 然而规模效应导客方式降低了销售费用率, 从而导致毛利率虽低, 净利率仍处于行业中间水平。
- **国内医美市场东风已起, 期待公司以其定位持续强化品牌黏性。** 根据艺星的招股说明书, 2017 年, 中国医美市场规模 1925 亿元, 年复合增长率 22.0%, 规模居全球前三。当前民营医院更受欢迎。非手术类医美风险和客单价较低, 逐渐成为市场主流。当前市场分散, CR5 仅 7.2%, 艺星 2017 年市占率仅为 0.54%, 提升空间大。同时, 大部分消费者在初次尝试医美治疗时, 会选择优质医师资源的规范化运营的大型连锁医院。因此, 若公司通过大众化定位扩展公司规模, 加强一致性建设, 在黏客上发力, 培养中高端子品牌方式适应未来市场发展, 则公司未来增长可期。我们预计公司 2018-2020 年营收增速分别为 49.4%、28.6%、20.2%, 净利率分别为 12.1%、11.4%、10.2%。

风险提示: 行业竞争加剧, 未来连锁机构、专家型诊所数量增加; 法律、法规、政府政策、监管机制的发展与变动; 我们在拆解公司时发现的问题未得到改善。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、从艺星我们看到了什么？	- 5 -
1.1、公司定位？	- 6 -
1.2、机构区位定位？	- 6 -
1.3、总坪数大，坪效居中，未来的机会与风险为何？	- 8 -
1.4、新客增长加速，老客增长减缓？	- 9 -
1.5、手术收入占比近半，毛利率高于非手术类，不同于行业平均？	- 10 -
1.6、毛利率、销售费用率、净利率的行业水平以及成因？	- 12 -
1.7、纠纷、罚款等开支未来是否会形成重大风险？	- 13 -
1.8、消费单价偏低，对公司未来影响如何？	- 14 -
2、多维度拆解艺星模式	- 16 -
2.1、定位：面向大众的连锁机构	- 16 -
2.2、区位设计符合大众化定位	- 21 -
2.3、院内设计	- 23 -
2.4、形象强化以及一致性	- 24 -
2.5、内场岗位的编排	- 27 -
2.6、人才梯队的培养	- 29 -
2.7、媒体建置	- 33 -
2.7、客户来源	- 35 -
3、行业仍主要注重营销，非手术类医美占比将提升	- 37 -
3.1 中国医美规模迅速增长，以美容外科和皮肤科为主	- 37 -
3.2 医美行业依赖营销，民营医院更受欢迎，呈现“高毛利率、低净利率”现象	- 39 -
3.3 消费者最关注安全，未来非手术类医美占比将提升	- 40 -
4、结论与展望	- 42 -
4.1、解答八大疑问	- 42 -
4.2、公司未来发展潜力	- 43 -
4.3、未来盈利预测	- 43 -
图 1、2017 年公司营业收入规模超过 10 亿	- 6 -
图 2、2017 年公司净利率超过 10%	- 6 -
图 3、艺星 15 家医疗美容机构覆盖全国核心城市	- 7 -
图 4、医疗美容机构坪效比较	- 9 -
图 5、客户规模持续扩大（单位：人）	- 10 -
图 6、近两年客户规模同比增速	- 10 -
图 7、整形手术对收入的贡献程度近半	- 10 -
图 8、2017 年三大主营业务营收增速放缓	- 10 -
图 9、毛利率处在业内下游	- 12 -
图 10、2017 年毛利率出现同比负增长	- 12 -
图 11、2017 年销售费用超过 3 亿（单位：千元）	- 13 -
图 12、净利率发展为行业中上游水平	- 13 -
图 13、净利润增速领先于行业	- 13 -
图 14、纠纷拨备开支翻三倍	- 14 -
图 15、纠纷拨备占营收比重提高	- 14 -
图 16、艺星各类服务的平均消费单价（单位：元）	- 15 -
图 17、注射服务诊疗人次占比逐年上升（纵轴单位：次）	- 16 -
图 18、2012 年创始人朴仁出席艺星二十周年庆典	- 17 -
图 19、2014 年创始人朴仁出给合肥艺星授牌	- 17 -
图 20、不同门店间装修风格差异明显	- 23 -
图 21、同一门店内装潢用色混杂	- 23 -

图 22、杭州艺星院内的医师介绍墙	- 24 -
图 23、上海艺星院内的大事记照片墙	- 24 -
图 24、服务动线较为合理	- 24 -
图 25、品牌 LOGO 保持一致	- 25 -
图 26、跨地区客服人员制服大体一致	- 25 -
图 27、一些用户反馈院内口条不一致	- 26 -
图 28、用户对艺星 15 家医疗美容机构的服务评分（来自大众点评网）	- 26 -
图 29、用户对艺星 15 家医疗美容机构的服务评分（来自新氧 app）	- 27 -
图 30、“前台-咨询师-医师”的服务流程	- 28 -
图 31、多层楼实现场所分离（上海艺星）	- 29 -
图 32、温州艺星提供美甲服务	- 29 -
图 33、艺星治疗团队占全体雇员比为 34%（2017 年）	- 30 -
图 34、医思治疗团队占全体雇员比为 49%（2015 年）	- 30 -
图 35、公司的医师资源与营收贡献主要集中在沿海城市	- 30 -
图 36、医思官网的招聘通道	- 31 -
图 37、医思官网投递简历的通道	- 31 -
图 38、艺星选聘人才看重临床	- 31 -
图 39、华韩选聘人才看重“临床+学术”	- 31 -
图 40、上海艺星的 3 个微信官方认证的公众号	- 34 -
图 41、上海艺星的 4 个新浪官方认证的微博	- 34 -
图 42、网页互动信息丰富	- 34 -
图 43、医思医疗网页设计简洁	- 34 -
图 44、推广及营销相关开支占营收的 20% 以上	- 35 -
图 45、百度推广导客	- 35 -
图 46、医美 app 导客	- 35 -
图 47、选聘百度竞价员	- 36 -
图 48、2015 年在女性杂志《悦己 SELF》上投放广告	- 36 -
图 49、纽约时代广场大屏投放广告	- 36 -
图 50、全球医疗美容服务市场总收入	- 37 -
图 51、中国医疗美容服务市场总收入	- 37 -
图 52、中国医美市场总收入明细（单位：十亿元）	- 37 -
图 53、2017 年，中国各类型医美占比	- 37 -
图 54、2015 年医美疗程主要国家渗透率	- 38 -
图 55、2015 年医美疗程全球占有率	- 38 -
图 56、医美消费动机	- 38 -
图 57、医美消费者年龄分布	- 38 -
图 58、医美产业链	- 39 -
图 59、2017 年，医美公司毛利率与净利率	- 40 -
图 60、医美潜在客户关注因素	- 41 -
图 61、全球玻尿酸市场规模（单位：亿美元）	- 41 -
图 62、全球肉毒素市场规模（单位：亿美元）	- 41 -
表 1、公司发展历程	- 5 -
表 2、艺星医疗美容机构布局情况	- 8 -
表 3、主要医疗美容机构分布及营业面积	- 9 -
表 4、整形手术服务的毛利率最高，注射服务毛利率逐年下降	- 11 -
表 5、2017 年主要医美公司的基本情况	- 11 -
表 6、服务活跃客户而产生的平均收入低于行业可比公司（单位：元）	- 15 -
表 7、公司活跃客户平均每年接受 2.43 次诊疗服务	- 16 -
表 8、部分在华诊疗的韩国专家简介	- 17 -

表 9、艺星的 BOTOX 注射除皱服务为大众化价位（以杭州地区为例）	18 -
表 10、艺星的切开双眼皮服务为大众化价位（以上海地区为例）	18 -
表 11、艺星医美服务项目价格区间一览（单位：元）	19 -
表 12、艺星多次承办整形美容学术会议	20 -
表 13、华韩整形 2017 年学术成果一览	20 -
表 14、艺星各地机构的区位一览	21 -
表 15、4 宗被裁定为医疗事故的已解决纠纷或艺星存在过错的司法鉴定	33 -
表 16、艺星各机构媒体建置情况一览	33 -
表 17、中国主要民营美容医院	39 -
表 18、中国民营医美市场前 5 的参与者	40 -
表 19、盈利预测	44 -

前言

从艺星洞察中国医美的成长与机会。近两年来，A股出现了许多上市公司跨界进入医美领域，如苏宁环球（截止2017年底，收购北京美联臣、上海天大等12家医美机构）、朗姿股份（收购米兰柏羽、晶肤整形医院、高一生等）、潮宏基（收购思妍丽）、光莆股份（收购军美医院）等。紧接着，2018年6月15日，艺星医疗美容集团向港交所递交了主板上市申请，作为一个完全扎根于内地的医美公司，最能够体现中国医美行业的现状，提供了投资者一个探究内地医美连锁机构的绝佳机会。持续跟踪我们医美投资系列的读者应该理解与一般卖方研究团队不同，绝不单纯通过财务数据切入（被数据拐骗仍不自知）。也因此报告的第一章节中我们通过公司招股书中的基本情况提出关键问题。第二章节则引用《医美投资系列十三：跨界医美剖析之一》中的多维度方式深入剖析艺星的关键问题及潜在风险。在第三章对医美市场进行探究后，我们将在第四章对艺星的现状归纳总结，展望其未来的发展。

1、从艺星我们看到了什么？

艺星医疗美容集团成立于2009年10月，目前已在全国13个省及直辖市的14个主要城市的核心区域拥有及运营15家医疗美容机构（不包含顾问咨询）。2017年公司营业收入为10.374亿元，营收同比增速为43.42%。净利率为10.97%，净利率同比增速为61.21%。直至2017年底，公司拥有237名医师，以及136,591名活跃客户（即在年度内接受至少一次治疗的客户），较2015年同比增长率达90.2%。

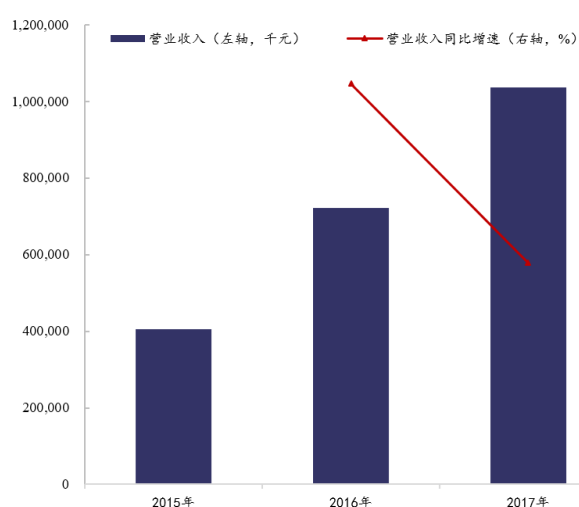
表 1、公司发展历程

时间	事件
2005 年	韩国医疗美容诊所品牌“艺星”登入中国
2009 年	公司以“维纳斯医疗美容有限公司”的名称成立
2010 年	公司收购上海艺星的全部股权（公司首家“艺星”品牌医疗美容机构）
	公司收购武汉艺星（武昌）的全部股权
	公司更名为“艺星医疗美容有限公司”
2014 年	公司更名为“艺星医疗美容集团有限公司”
2016 年	“艺星”品牌获得中国国家公司管理总局的驰名商标认定
2018 年	公司改制为股份有限公司，更名为“艺星医疗美容集团股份有限公司”

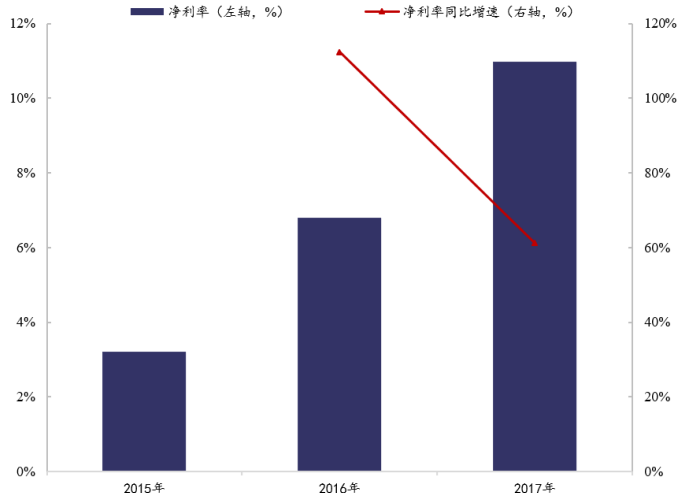
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、2017 年公司营业收入规模超过 10 亿

图 2、2017 年公司净利率超过 10%



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.1、公司定位？

据招股书，公司品牌定位为“国际，连锁，高端，时尚”。此八字定位是否合适？”
“高端”是否符合公司的定位？

1.2、机构区位定位？

已在主要城市开设 15 家连锁。截止 5 月 31 日，公司拥有及运营了 13 家医疗美容专科医院及 2 家医疗美容专科门诊部。涉及美容外科（包括整形手术及注射美容服务）、美容皮肤科、医疗美容机构管理咨询服务等众多领域。目前，公司有 2 家机构处在待开业的状态，同时，公司拟在广州、郑州、天津开设新店，处于选址阶段。

选址更应该要深入了解。机构定位与区位息息相关，我们在系列之十三提及地点趋近写字楼、商场；又或是地点隐蔽与否，都决定了客群圈层以及定价的合理性。由此我们除了了解公司有几家机构，做落在哪些城市以外，更应该深入了解其详细的区域定位以及是否具备易达等等属性。

图 3、艺星 15 家医疗美容机构覆盖全国核心城市



资料来源：公司招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、艺星医疗美容机构布局情况

	楼面面积 (平方米)	获取方式	开业/购 买时间	医生 人数	其他 医疗 专业 人员 人数	类别	手术治 疗室数 量	非手术 治疗室 数量	2017 年 营收占 总营收 百分比
武汉艺星(武昌)	2508	收购	2010	10	50	门诊	4	10	-
上海艺星	4886.86	收购	2010	28	58	医院	8	20	15.6%
长沙艺星	2267.55	自建	2010	13	27	医院	3	12	-
杭州艺星	2614.1	自建	2011	30	61	医院	5	17	10.6%
温州艺星	1890	收购	2011	21	38	医院	8	24	8.6%
大连艺星	2847.65	自建	2013	8	38	医院	4	13	-
合肥艺星	3289.93	自建	2014	22	31	医院	4	16	-
黑龙江艺星	5647.89	自建	2014	9	20	医院	3	16	-
成都艺星	5298	自建	2014	20	66	门诊	6	20	7.4%
济南艺星	4000	自建	2014	10	23	医院	-	4	-
北京艺星	2584	自建	2015	16	34	医院	5	14	9.8%
重庆艺星	4756	自建	2015	17	55	医院	6	21	-
西安艺星	8363	自建	2015	24	43	医院	7	20	-
昆明艺星	4667.37	自建	2015	13	38	医院	5	16	-
杭州艺星(城西)	981.17	自建	2018	14	6	医院	-	7	-
武汉艺星(汉口)			完成装修,待运营						
杭州艺星(城东)			完成装修,待运营						
杭州艺星(富阳)			2018 年 5 月 20 日正式开业						
广州艺星			选址中						
郑州艺星			选址中						
天津艺星			选址中						

资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、总坪数大, 坪效居中, 未来的机会与风险为何?

营业面积总计过 5 万, 坪效表现业内居中。艺星的 15 家分支机构均保持着大平米数医院的特色, 其中有 7 家楼面面积超过 4000 平方米。FY2017 估计坪效达 18328.0944 元/平方米, 表现居中。但反观香港医思医疗, 总坪数约为艺星的三分之一, FY2017 估计坪效却达 56389.2224 元/平方米, 为行业领先水平。但在国内, 随着监管加强, 未来合法化中小医美机构数量将增加, 医生多点执业也将更加常见, 大型医美机构应如何应对? 这是我们需要关注的问题。

表 3、主要医疗美容机构分布及营业面积

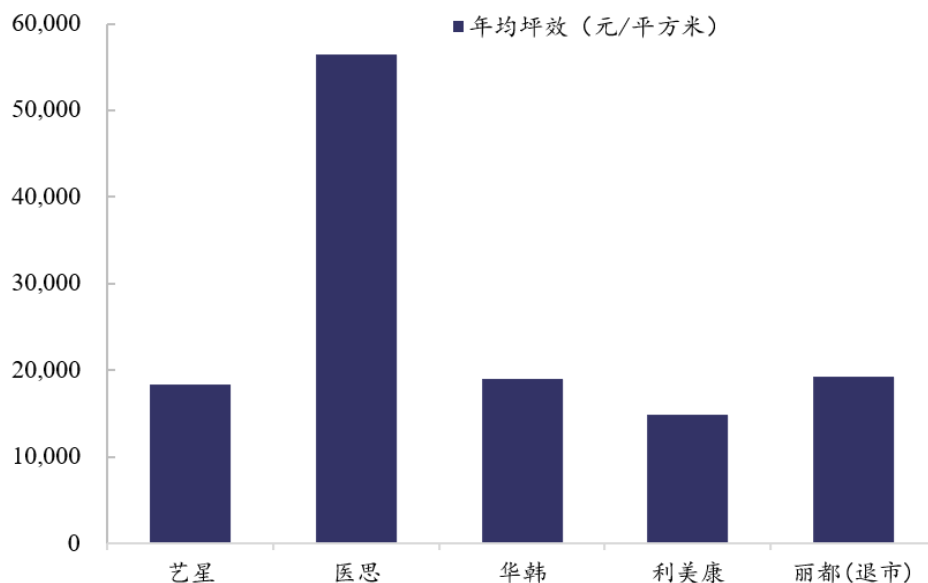
公司	机构数量/城市	主要市场地域	营业面积 ^[1] (平方米)
艺星	15	全国 15 个核心一二线城市	56,601.52
医思	18 ^[2]	香港、澳门、上海、广州和深圳等地	18,580.61
华韩	6	北京、南京、青岛、长沙等地	33,391.00 ^[3]
利美康	20	贵州省内外	超过 20,000.00
丽都(退市)	8	北京、昆明、太原、贵阳、运城、长沙等地	24,952.00
瑞澜	遍布 6 个城市	湖南、湖北	-

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

注：

- [1] 艺星、医思公布数据为楼面面积；利美康、丽都公布数据为营业面积；华韩公布数据为建筑面积，此处统一整合为营业面积。
- [2] 医思的机构数据来自官网，30 个机构包含了其旗舰店美容医疗中心、标准美容医疗中心，美容医疗诊所。其中，12 家位于香港，6 家位于澳门、上海、深圳、广州、重庆等地。
- [3] 华韩的营业面积数据是利用互联网上华韩的 6 个机构的有关信息整理而成。

图 4、医疗美容机构坪效比较



资料来源：公司年度报告、兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、新客增长加速，老客增长减缓？

老客增速大幅缩窄的原因？近年来公司的客户群增长显著。活跃客户（即在相关财政年度接受至少一次治疗的客户），在 2017 年达到 136,591 人。经计算，活跃客户平均每年接受 2.43 次诊疗服务。特别地，公司新客户（即在相关财政年度首次接受至少一次治疗的客户）数量快速攀升，2017 年同比增速近 95%，高于可比公司医思。相反，2017 年，公司的老客户（即在相关财政年度已接受至少一次治疗且此前曾接受至少一次治疗的客户）同比增速较 2016 年显著下滑：从 134.4%

缩窄至 50.3%，也因此造成公司活跃客户增速缩窄，其原因值得探究。

图 5、客户规模持续扩大（单位：人）

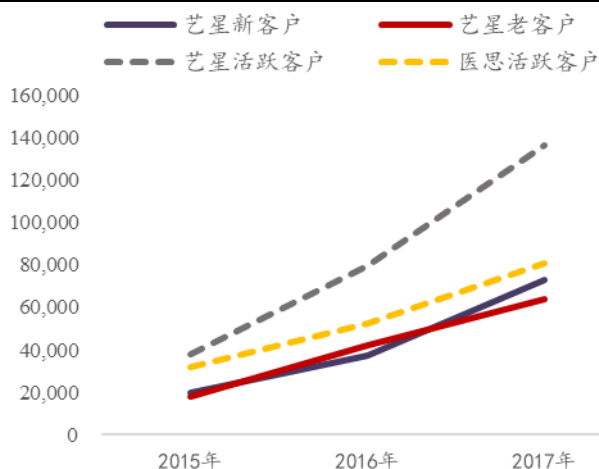
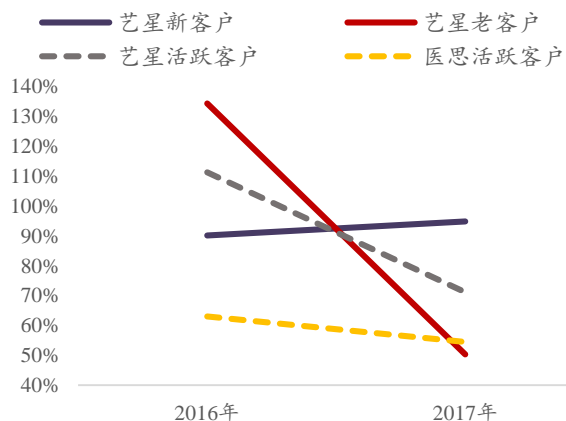


图 6、近两年客户规模同比增速



资料来源：公司招股书，年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，年报，兴业证券经济与金融研究院整理

1.5、手术收入占比近半，毛利率高于非手术类，不同于行业平均？

手术对收入的贡献程度近半。公司 2015~2017 年的营业收入分别是 4.051 亿元、7.233 亿元、10.374 亿元。来源是美容外科（包括整形手术及注射服务）、美容皮肤科、医疗美容机构管理咨询服务。近三年来，美容外科业务的营收占比始终高于 80%。在 2017 年的 10.374 亿的营业收入中，三大主营业务的营收增速均较前年放缓。其中，整形手术服务收入 4.9551 亿，对收入的贡献程度近半（行业平均情况：手术收入占比：三成以下），同比增长 57.00%；注射服务收入 3.9735 亿，同比增长 46.8%；美容皮肤科服务收入 1.3877 亿，同比增长 3.3%。

图 7、整形手术对收入的贡献程度近半

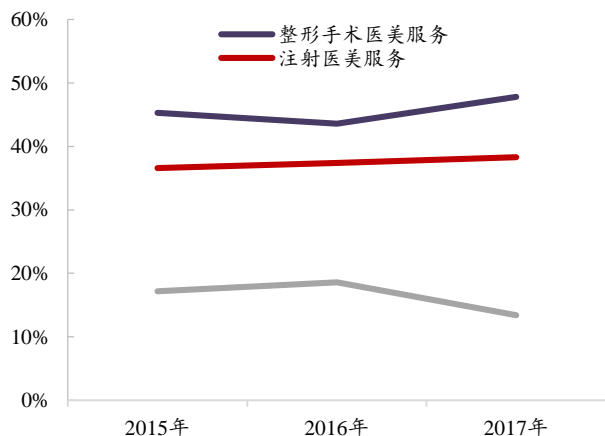
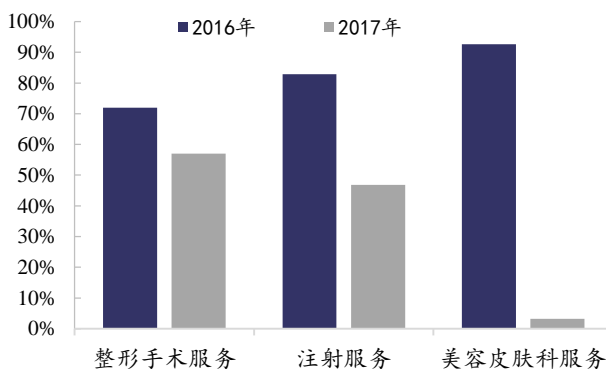


图 8、2017 年三大主营业务营收增速放缓



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

手术为公司毛利率最高的服务。公司整形手术服务的毛利率维持在 60% 以上的水平，为毛利率最高的服务类别（行业平均情况：注射与美容皮肤科等非手术类毛利高于手术类）。注射服务的毛利率逐年下降，从 2015 年的 43.10% 降至 2017 年的 39.4%。美容皮肤科服务的毛利率 2017 年回落至 56.2%。

表 4、整形手术服务的毛利率最高，注射服务毛利率逐年下降

服务类别	2015 年	2016 年	2017 年
美容外科	50.50%	53.10%	52.80%
-整形手术	56.50%	62.60%	63.50%
-注射	43.10%	42.20%	39.40%
美容皮肤科	48.60%	58.40%	56.20%
综合毛利率	50.40%	54.20%	53.30%

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、2017 年主要医美公司的基本情况

公司	老客占比 [1]	客户 规模 增速	净利率	毛利率	手术类 营收占 比	销售 费用/ 营业 总收入	管理 费用/ 营业 总收入	财务费 用/营 业总收 入
艺星医美	46.71%	71.19%	10.97%	53.31%	47.80%	29.41%	8.67%	0.12%
华韩整形	-	-	4.89%	53.63%	-	26.73%	17.37%	0.87%
利美康	-	-	9.53%	54.83%	-	18.76%	22.38%	2.24%
丽都整形 (退市)	-	-	-7.44%	60.70%	-	44.77%	20.48%	1.45%
荣恩集团	-	-	12.54%	60.46%	-	23.43%	18.66%	0.13%
俏佳人	-	-	17.99%	70.32%	29.83%	28.80%	16.66%	-0.06%
春天医美 (退市)	-	-	-	-	-	-	-	-
瑞澜医美	-	-	-9.90%	49.31%	-	35.93%	21.98%	0.97%
京都时尚	-	-	2.83%	53.04%	-	33.04%	18.75%	1.76%
永成医美	-	-	13.73%	68.07%	-	32.52%	16.46%	0.42%
希思医美	-	-	-16.37%	68.06%	-	66.49%	17.60%	0.26%
柏荟医疗	-	-	9.23%	83.98%	-	54.59%	15.61%	0.53%
香港医思	26.53% ^[2] ; 64% ^[3]	54.50%	20.90%	23.31% ^[4]	3.28% ^[5]	9.54%	-	0.04%

资料来源：招股说明书，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：

- [1] 老客占比指当年已接受至少一次治疗且此前接受至少一次治疗的客户占所有活跃用户的比重；
- [2] 医思未披露 2017 年老客占比的有关数据，此数据为其重要客户的占比。重要客户指在该财政年度为公司所提供服务带来收入贡献至少 5,000 港元且到访医思的服务中心及/或门诊诊所至少四次的客户；
- [3] 医思未披露 2017 年老客占比的有关数据，此数据为其 2015 年招股书中公布的 2015 年财政年度中回头客占购买至少一次服务或产品的客户的比重；
- [4] 医思未披露 2017 年毛利率有关数据，此处为营业利润率；
- [5] 医思未披露 2017 年手术类占比的有关数据，此数据为其 2015 年招股书中公布的 2015 年整形外科手术占营收的比重。

1.6、毛利率、销售费用率、净利率的行业水平以及成因？

毛利率水平处在行业下游，平稳维持在 50% 左右。2015~2017 年毛利率分别为 50.4%、54.2%、53.3%，保持相对稳定。相比同业的医美上市公司，毛利率较低。毛利率 2016 年同比增长 7.54%，2017 年同比负增长 1.66%。

图 9、毛利率处在业内下游

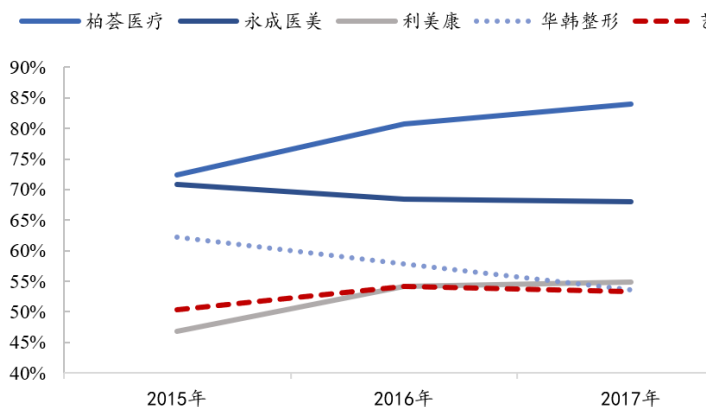
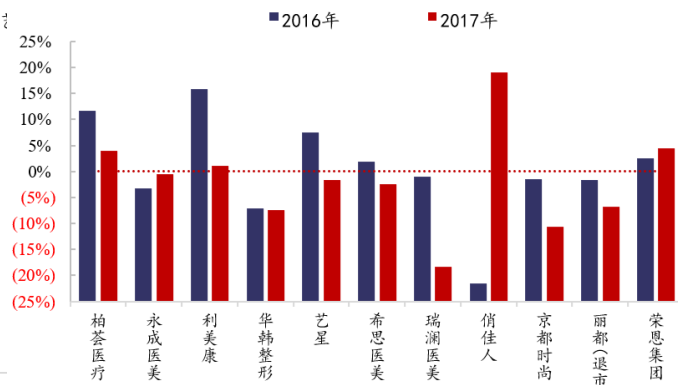


图 10、2017 年毛利率出现同比负增长

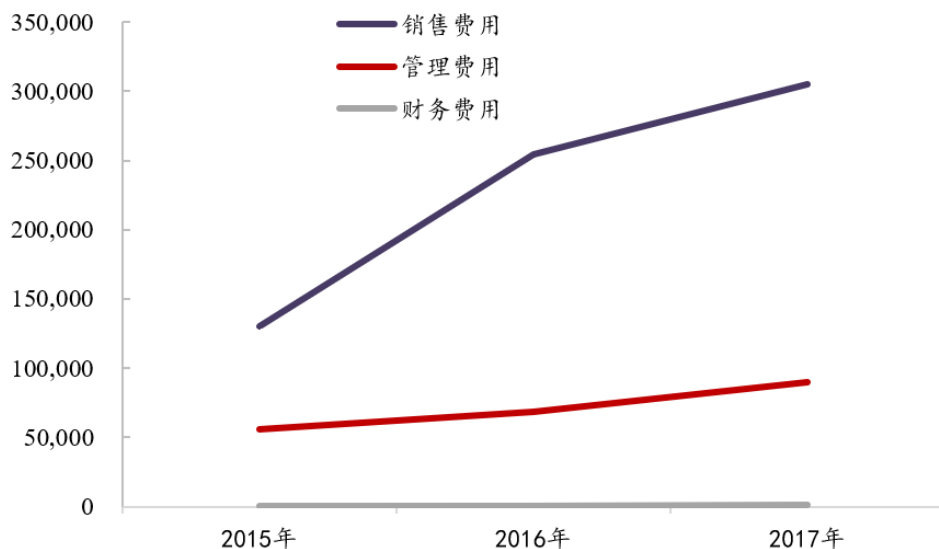


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

销售费用率较低。2015 年~2017 年，推广及营销相关开支的大幅上涨。2017 年销售费用达 3.05 亿，同比增长 20.02%。管理费用、财务费用 2017 年同比增速分别为 31.04%，132.02%。

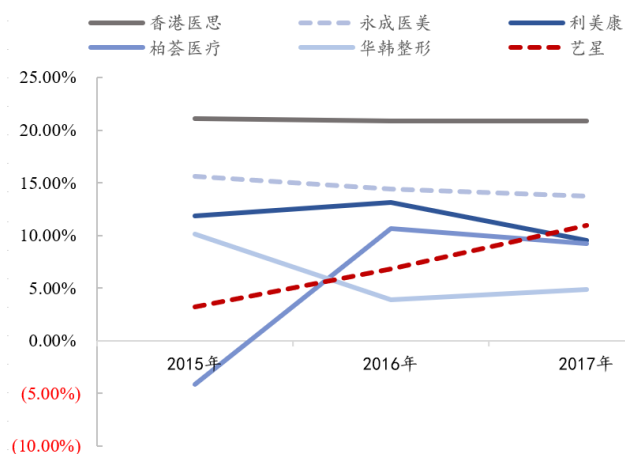
图 11、2017 年销售费用超过 3 亿（单位：千元）



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

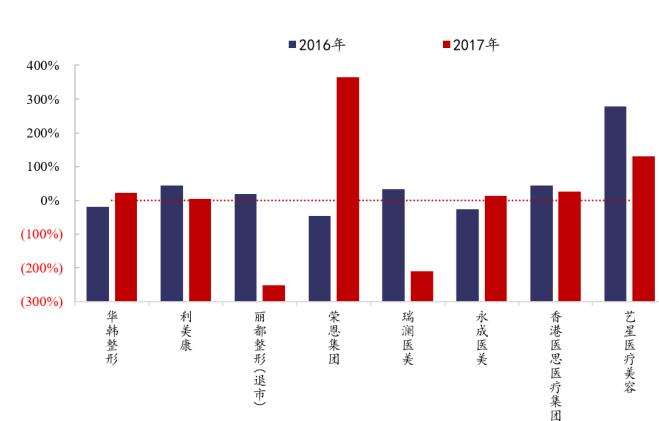
净利率水平处在行业中游。2015~2017 年净利润分别是 1298.100 万元，4921.700 万元，1.138 亿元。相应的净利率分别为 3.20%，6.80%，10.97%，逐步发展为行业中上游水平。2016 年同比增速为 112.36%，呈现出三位数增长；2017 年增长有所放缓，同比增速为 61.21%，净利率的增长表现领先全行业。

图 12、净利率发展为行业中上游水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、净利润增速领先于行业



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

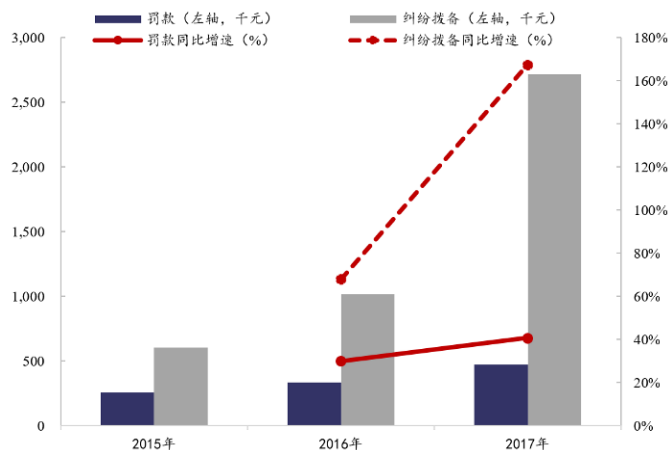
1.7、纠纷、罚款等开支未来是否会形成重大风险？

纠纷拨备开支翻三倍。2017 年，公司因罚款产生的开支为 47 万，占当年营收

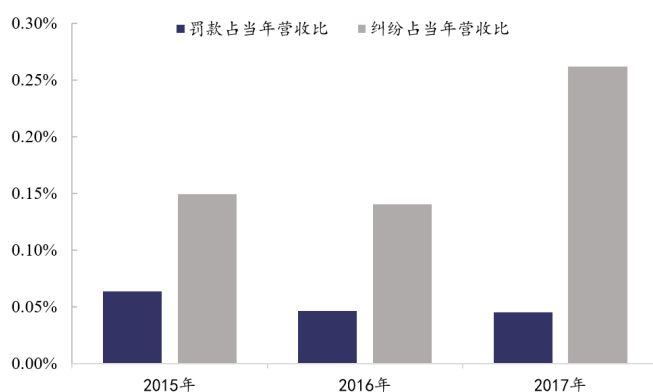
0.045%，同比增长 40.72%；纠纷拨备金额为 2.72 百万元，同比增长 167.52%，拨备金额占当年营收 0.262%，较去年占比提高。

图 14、纠纷拨备开支翻三倍

图 15、纠纷拨备占营收比重提高



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

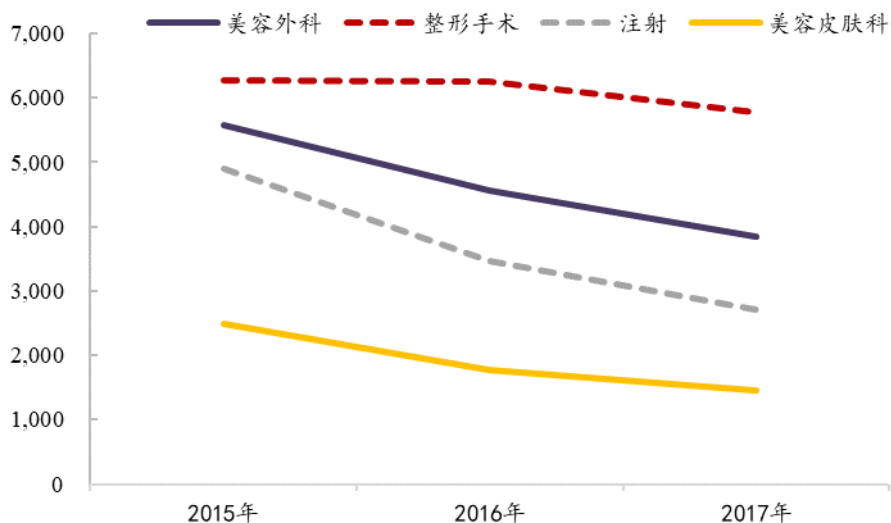


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.8、消费单价偏低，对公司未来影响如何？

消费单价偏低，是否主要对应规模效应的形成。公司以提供医疗美容服务为主营业务，因此诊疗人次以及每次诊疗的消费单价值得关注。虽然随著医美 APP 以及需求逐渐普及化等趋势造成行业平均单价逐年下调，然而根据草根调研，艺星的消费单价为行业中低水平。2017 年，整形手术类别的消费单价为 5775.8 元，下调 7.58%；注射类别消费单价为 2707.1 元，下调 15.78%；美容皮肤科类别消费单价为 1454.6 元，下调 18.27%。。

图 16、艺星各类服务的平均消费单价（单位：元）



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、服务活跃客户而产生的平均收入低于行业可比公司（单位：元）

	FY-3	FY-2	FY-1
艺星（已接受至少一次治疗的客户产生的平均收入） ^[1]	10,734	9,066	7,595
医思（已购买至少一次治疗的客户产生的平均收入） ^[2]	17,407	16,416	13,827

资料来源：公司招股书，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：

[1] 计算公式：平均收入=当年营业收入/当年已接受至少一次治疗的客户数

[2] 计算公式：平均收入=年内订立的销售合约/已购买至少一次治疗的客户产生的平均收入

[3] 特别指出，此处的平均收入可理解为人均消费，与消费单价需区分开。

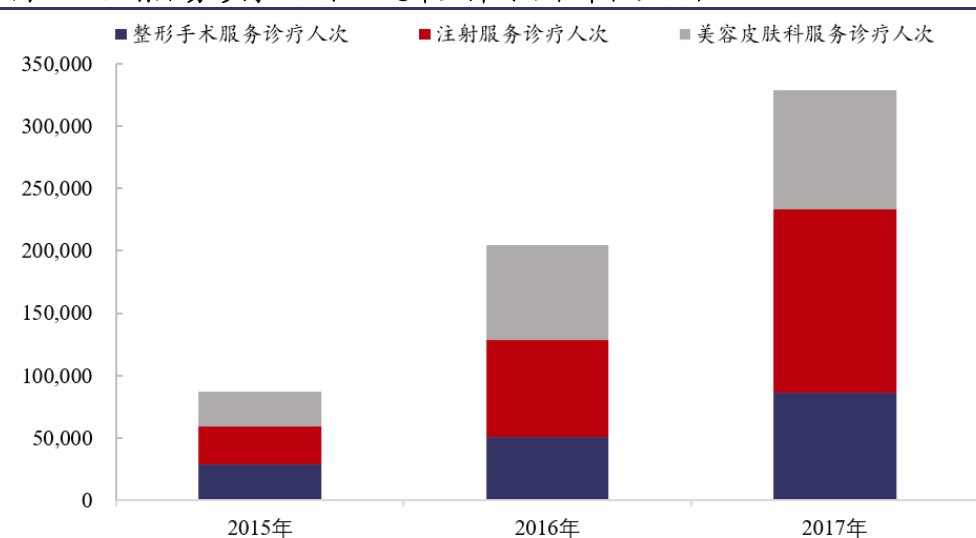
非手术类需求提高为全球主流。目前行业的前沿动态是非手术类的技术更新。非手术方式降低了手术可能带来的创伤及副作用，便捷性强，恢复期短。因此，今年来非手术的治疗人数占比不断提高。从艺星的数据也可以看出，注射服务的人次占比逐年上升，截止 2017 年注射服务诊疗人次已占全年诊疗人次的 44.71%，这符合全国乃至全世界的医疗美容发展趋势的特征。

表 7、公司活跃客户平均每年接受 2.43 次诊疗服务

(单位)	2015 年	2016 年	2017 年
活跃客户 (人)	37,744	79,789	136,591
年度诊疗人次 (次)	87,455	204,304	328,273
年平均每人诊疗次数 (次)	2.32	2.56	2.40
三年内平均美容诊疗次数 (次)	2.43		

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、注射服务诊疗人次占比逐年上升（纵轴单位：次）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2、多维度拆解艺星模式

第一章我们梳理了公司招股书中覆盖的基本情况，提出 7 个待解析的问题。第二章中我们引用《医美投资系列十三：跨界医美剖析之一》中的模式剖析，从多个维度拆解艺星，深入剖析艺星的机会以及潜在风险。

2.1、定位：面向大众的连锁机构

定位之一：通过并购获取韩系基因。艺星发源于韩国，由医学博士朴仁出 1992 年在首尔创立，并且于 2005 年进入中国。2010 年，维纳斯医疗美容公司收购了艺星品牌在中国的所有权，同时收购了已在上海、武汉、温州设立的艺星医疗美容机构。同年，维纳斯更名为艺星医疗美容集团股份有限公司。往后，公司一直以“艺星”品牌进行扩展。现在，艺星中拥有一部分来自韩国的专家，如首席运营官李吉星等。

图 18、2012 年创始人朴仁出出席艺星二十周年庆典



图 19、2014 年创始人朴仁出给合肥艺星授牌



资料来源：新浪网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：新浪网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、部分在华诊疗的韩国专家简介

	职位	简介	照片
郑皓均	上海艺星整形美容整形外科院长	毕业于首尔大学医科大学，蔚山医科大学完成硕士学业，首尔峨山医院整形外科取得专门医资格证。历任首尔整形外科医院院长，韩国 QUEEN 整形医院院长，韩国知美整形医院院长。韩国面部整形外科协会主任会员，PARW 国际美容协会正式会员。	
金炳健	北京艺星医疗美容医院特邀坐诊专家	首尔大学医学部医学博士，首尔白医院整形外科部门科长，仁济大学校医学部整形外科教授其提出的“单结扎法双眼皮术式”在韩国全面推广，并在临床上普及应用。	
朴正馨	杭州艺星医疗美容医院韩方院长	韩国首尔医科大学的国际美容整形外科学会正式会员，大韩美容整形外科学会正式会员，大韩整形外科学会正式会员。	
南相宰	艺星国际专家团队整形外科专家	英东医院整形外科科长，ENJELIM 整形外科院长，大韩整形外科学会终身会员，大韩美容整形外科学会正式会员，美国美容整形外科学会会员，国际整形外科学会正式会员	

资料来源：互联网，兴业证券经济与金融研究院整理

定位之二：大众化定价。我们认为公司定价偏向大众化。以新氧 app 中杭州地区为例，BOTOX 注射除皱服务，最低价位 580 元（50 单位），价格最高为 4500 元（200 单位），大部分公立医院注射服务价格近 3,000 元。相比之下，艺星 100 单位仅售 888 元，应该是通过面向大众的定价提升流量并且降低获客成本（营销费用较低的缘由之一）。以上海地区的双眼皮手术为例，新氧 app 官方根据平台主流

商品计算得出切开双眼皮(又名全切双眼皮)价格区间(即 app 给出的“参考价格”)为 3000~15000 元/次, 艺星全切双眼皮报价为 1980。

表 9、艺星的 BOTOX 注射除皱服务为大众化价位(以杭州地区为例)

机构	性质	BOTOX 单位	项目描述	App 报价 (单位: 元)
杭州艺星医疗美容医院	私立	100 单位	祛除眉间纹/鱼尾纹/川字纹	888
杭州维多利亚医疗美容医院	私立	50 单位	注射除皱(鱼尾纹/眉间纹/鼻背纹 3 选 1)	1,280
杭州美莱医疗美容医院	私立	-	保妥适单部位除皱鱼尾纹/川字纹 2 选 1	888
浙江大学医学院附属第二医院整形外科	公立	100 单位	BOTOX 除皱针 100 单位	2,900
浙江省眼科医院(杭州院区)	公立	-	BOTOX 除皱, 增加一个部位费用增加 200 元	2,888

资料来源: 新氧, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、艺星的切开双眼皮服务为大众化价位(以上海地区为例)

机构	性质	医师	项目描述	App 报价 (单位: 元)
上海艺星医疗美容医院	私立	彭才学	全切双眼皮	1980
上海美莱医疗美容医院	私立	王琳	全切双眼皮	3280
上海华美医疗美容医院	私立	张朋	切开双眼皮	3800
上海复旦大学附属华山医院整形外科	公立	周兆平	切开双眼皮	10800
上海第九人民医院	公立	袁捷	切开双眼皮	10000
上海解放军 455 医院整形外科	公立	李宇飞	全切双眼皮(包含去皮去脂)	8800

资料来源: 新氧, 兴业证券经济与金融研究院整理

定位之三: 公司营收结构以整形手术为大宗。第一章中提到, 公司的整形手术服务收入占总营收比近一半, 毛利率最高。在公司众多服务项目中, 整形手术的整体价格同样高于其他类服务, 最高报价超过 10 万。

表 11、艺星医美服务项目价格区间一览（单位：元）

治疗	具体项目	每次治疗价格范围（单位：人民币）
整形手术	眼部手术	2,079~115,600
	鼻部手术	2,253~200,000
	胸部整形手术	3,000~148,897
	脂肪手术	2,086~100,000
注射服务	注射 A 型肉毒杆菌毒素	480~8,000
	注射填充剂	980~12,000
美容服务	祛斑	1,000~12,000
	美白和嫩肤	1,000~12,000
	美体塑形	2,000~10,980
	润肤	380~1,200
	皮肤提升紧致	1,000~12,000
	脱毛	680~6,850
	疤痕修复	1,500~9,000

资料来源：公司招股书，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

定位之四：“五星”推广品牌计划。在品牌战略上，公司提出了“品质艺星，学术艺星，时尚艺星，文化艺星，公益艺星”的“五星”推广计划。

- **品质艺星。**虽然公司招股书上没有提及品质的明确定义，但我们认为，在通过了 15 间连锁庞大客流的运营洗礼之下，公司的医疗与服务品质上有一定程度的保证。
- **学术艺星。**艺星虽积极投入学术交流，然而较为缺乏学术论文等自由学术成果及研究型人才培养，后续或可以考虑从此方面发力。自 2011 年开始，艺星承办过多次行业学术会议。包括第十一届中国医师协会美容与整形医师大会，第二届中韩整形美容高层论坛，博鳌国际干细胞&抗衰老高峰论坛等。但与华韩整形相比，艺星学术虽积极投入学术交流，但学术实力有待加强，目前较缺乏学术论文等自有学术成果以及自有研究型人才的培养。

表 12、艺星多次承办整形美容学术会议

时间	事项
2014 年	承办第十一届中国医师协会美容与整形医师大会
2014 年	支持中国整形美容协会中韩专家交流座谈会
2014 年	支持 2014 年整形美容高峰论坛暨安徽省康复医学会修复重建专业委员会年会与国家继教班
2014 年	支持中国医师协会美容与整形医师分会第四届委员会第三次常务委员会
2014 年	承办第二届东方烧伤与整形美容医学大会
2015 年	支持 2015 年第十二届中国医师协会美容与整形医师大会
2015 年	承办 2015 中韩鼻部整形高峰论坛
2016 年	独家承办第二届中韩整形美容高层论坛
2016 年	联合四川省美容整形协会美容外科分会共同主办中韩鼻整形精英学术交流论坛
2017 年	独家承办中国最具人气“鼻部整形圆桌论坛”
2017 年	主办 Yestar 艺星国际眼整形技术高峰论坛
2017 年	与浙江省整形美容行业协会联合主办 16 连城·针创未来——第二届微整形乌镇峰会
2017 年	承办 2017·博鳌国际干细胞&抗衰老高峰论坛

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、华韩整形 2017 年学术成果一览

时间	事项
人才培养	2 名硕士研究生完成毕业论文答辩 6 名硕士研究生在培 培养进修生 2 名，培养实习生 16 名
院外教学	南京医科大学、江苏省健康职业学院共 342 课时的教学任务
学术成果	公司下属医院共发布 158 篇论文，其中 SCI 论文 14 篇 21 项医学专利授权
承办会议	中华医学会医学美容分会美容技术讲习团 2017 南京站巡讲、第一届整形美容医院质量管理峰会暨 JCI 国际医院管理标准高级论坛
参加会议	在《中国美容整形外科杂志》第八届编委大会（2017 Shenyang, Asian Aesthetic Plastic Surgery Summit）进行教学手术演示 第十七届国际颅面外科学会双年大会（17th International Society of Craniofacial Surgery Biennial Congress）等国际、国内学术会议（217 人次）

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **时尚艺星：时尚界开展一系列跨界合作。**如独家冠名 2017 年秋冬上海高级定制周 After Party，2017 年（上海）国际城市空间艺术节官方指定医美合作伙伴，首届上海时尚周末官方指定合作伙伴，2015 年秋冬上海时装周赞助商，2010 年中国小姐大赛指定医疗美容合作单位等。
- **文化艺星。**虽然公司未对“文化艺星”给出直接定义，但我们认为，从艺星的价格定位在推广的文化是：医疗美容是生活文化的一部分，是一种生活方式，属于大众消费的一环。不要让其成为生活中“不好说”、“不敢说”的部分。
- **公益艺星：参与社会公益事业。**公司积极开展明星慈善盛典，西藏公益行，助学圆梦基金等公益活动，两度获得中国公益节“年度责任品牌奖”。

定位之五：大型连锁经营+管理咨询业务。第一章中提到，公司拥有及运营了 13 家医疗美容专科医院及 2 家医疗美容专科门诊部。其中，楼面面积超过 3000 平方米的医院数量为 8 家，最大楼面面积超过 8000 平方米（西安艺星）。同时，自 2017 年 4 月、2017 年 7 月及 2018 年 3 月起，公司分别开始向宁波艺星、南京艺星及嘉兴艺星提供医疗美容机构管理咨询服务。

定位之六：一、二线城市拓展为主。从第一章的机构分布中可以发现公司目前业务集中在国内一二线城市，并且计划于 2019 年及 2020 年在广州、郑州及天津开设新的医院。未来以收购或自建的方式，继续渗透人口密度大、消费能力较高的国内主要城市，如广州、郑州、天津、青岛、太原、苏州、福州、南宁和沈阳。


2.2、区位设计符合大众化定位

艺星未来计划继续渗透人口密度大、消费水平高的城市，然而城市中的不同区位也将形成巨大的定位差，艺星在现有城市中的区位设计究竟如何？

城市核心商区的大写字楼。所有门店均处于/毗邻核心大商圈，除武汉（武昌）、黑龙江、杭州（城西）为住宅楼盘外，其余皆为商业写字楼楼盘，均从临街的一楼店面开始经营。楼外墙的品牌 LOGO 展示单一、醒目，与其他机构合用外墙的情况极少。

地铁口附近，易达性高。选址位于城市中心商区的地铁口附近或交通便捷的大道上。除成都艺星外，绝大部分到店步行方案是出地铁直走即可，步行距离 500 米之内。

表 14、艺星各地机构的区位一览

机构	地址	区位	外观
武汉艺星（武昌）	武昌区和平大道 189 号	地铁口附近，毗邻万达商圈，住宅楼盘。	
上海艺星	长宁区虹桥路 1165 号 1-7 层	地铁口附近，周围是写字楼与住宅区，独栋写字楼楼盘。	
长沙艺星	芙蓉区五一大道 199 号	地铁口附近，袁家岭商圈内，写字楼楼盘。	

杭州艺星	下城区建国北路 149 号	地铁口附近，周围住宅、酒店较多。整栋写字楼。
温州艺星	鹿城区温州大道 2787 号 1~5 层	中心城区内，独栋写字楼楼盘。
大连艺星	中山区武汉街 80 号	青泥洼桥商圈内，毗邻大都会商场，整栋写字楼。
合肥艺星	蜀山区望江西路 218 号港汇广场 B 区商业 J 幢 1~6 层	紧挨商场，写字楼楼盘。
黑龙江艺星	哈尔滨市道里区友谊路 425 号 AB 座 -1-3 层	中心城区，在建地铁沿线，住宅楼盘
成都艺星	青羊区长顺中街 168 号(宽窄巷子旁)	知名商圈内，与地铁口有一定步行距离，整栋写字楼。
济南艺星	历下区泺源大街 1 一 1 号(新闻大厦对面)	泉城广场商圈附近，整栋写字楼。
北京艺星	北京市东三环中路 16 号世桥国贸公寓	国贸、双井地铁站之间，周围住宅区多，靠近高架，整栋写字楼。
重庆艺星	渝北区红旗河沟红锦大道 16 号	紧挨地铁口，附近无核心大商圈，距最近的观音桥商圈为一站地铁距离。整栋写字楼。
西安艺星	莲湖区北大街西华门 1 号凯爱大厦 A 座 1-3 楼	核心商区内，钟楼、北大街地铁站之间，位于十字路口，写字楼楼盘（外墙与东亚银行等共用）
昆明艺星	盘龙区北京路财智心景大厦 1-6 楼	紧挨地铁口，附近有商场。
杭州艺星（城西）	西湖区文二路 287 号	地铁口附近，文教商圈内，住宅楼盘。



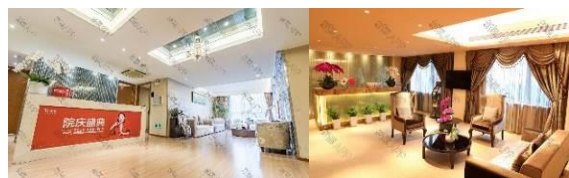
资料来源：百度地图，大众点评网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、院内设计

视觉设计系统仍需统一。不同门店之间，室内装修风格并未统一，较为多样。同一门店内装潢存在用色较为混杂的情况，或许这是该机构为达内部时尚化，个性化目的采取的方法。然而，公司虽作为连锁机构，可能会导致消费者不同品牌的错误认知。

医师介绍墙、大事记墙、荣誉墙的设立可增强品牌认同。多家门店利用大厅、走廊的空间，设计了医院风采展示的区域，有助于加深消费者的品牌认同。是否所有机构都有设立这样的区域？这些区域设立位置是否合理？日后要如何吸引消费者注意力？这有待未来深入考察。

图 20、不同门店间装修风格差异明显



（杭州艺星，北京艺星）



（上海艺星，济南艺星）

图 21、同一门店内装潢用色混杂



（上：上海艺星；下：成都艺星）

资料来源：新氧 app，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：新氧 app，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、杭州艺星院内的医师介绍墙



资料来源：大众点评网，兴业证券经济与金融研究院整理

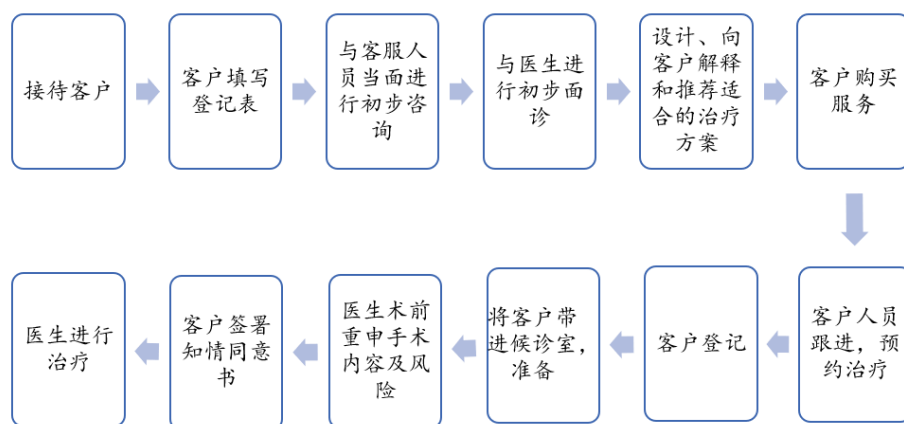
图 23、上海艺星院内的大事记照片墙



资料来源：大众点评网，兴业证券经济与金融研究院整理

动线设计与场域设计。从招股书初步看来，公司的服务动线设计较为合理，但对于非手术用户而言，项目有“快餐化”的特征。除此之外，流程设计是否确切执行到位，服务流程是否有优化的空间，降低客户等待时间，强化体验消费而达到黏客养客等最终目的还需要深入了解。。

图 24、服务动线较为合理

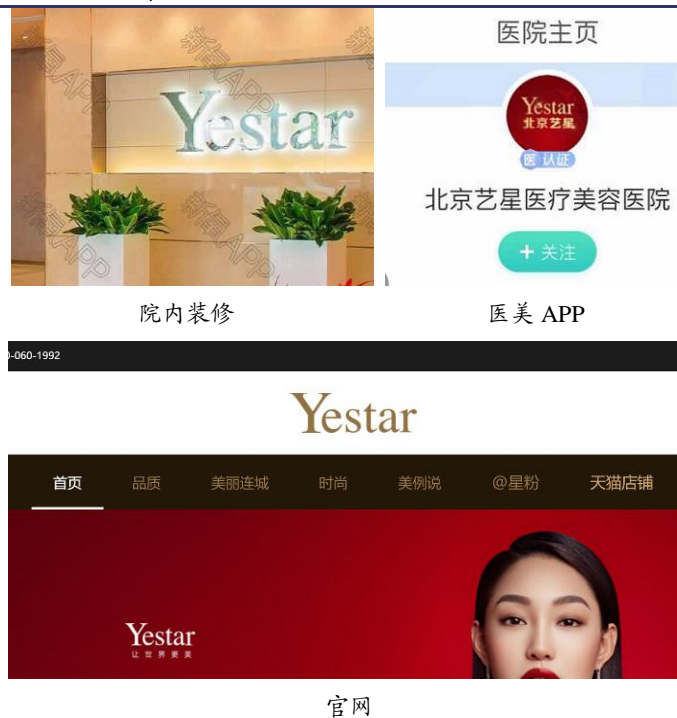


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、形象强化以及一致性

品牌 LOGO 保持一致。公司不论是在各个机构的大楼装修、官网建设、医美 APP、微信微博等社交平台上，均采用了“Yestar”标识。一致化程度高。

图 25、品牌 LOGO 保持一致



资料来源：互联网，兴业证券经济与金融研究院整理

内著服装统一有助塑造专业形象。客服人员拥有统一制服，医护人员拥有统一的医用服装。从官网图片资料看，跨院员工制服是统一的。

图 26、跨地区客服人员制服大体一致



资料来源：官网，新氧 app，兴业证券经济与金融研究院整理

同院内口条及专业是否已达成一致？艺星已拥有 15 家连锁机构，相信其在院内人
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

员培训、流程监督上已达到一定的水平。然而我们在大众点评上看到一些消费者反馈。虽然这可能源于同业恶性竞争的刻意诬陷，但是如果此反馈为真，则证明该机构的客服、医师的口条存在不一致的情况，从而导致了客户需求未能得到满足，增加了后续客诉的可能性。

图 27、一些用户反馈院内口条不一致

效果：差 环境：差 服务：差

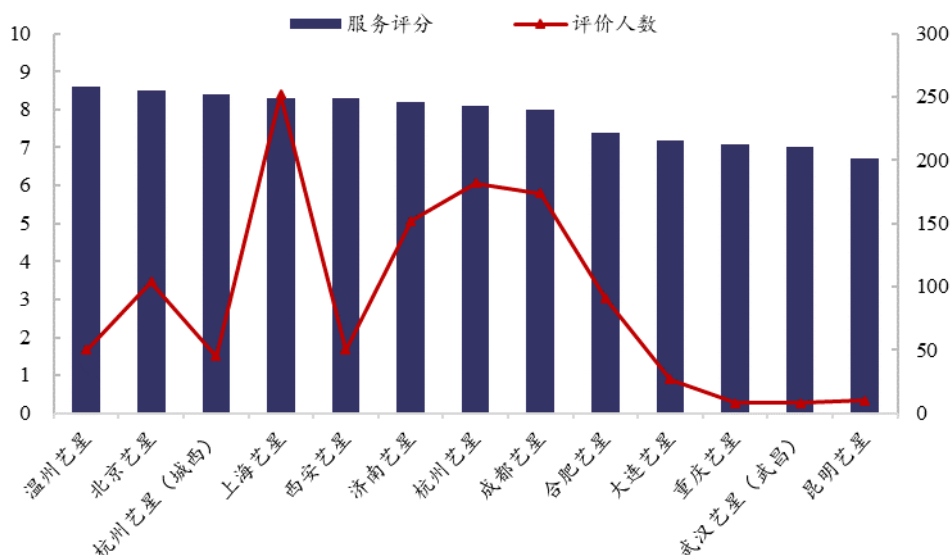
今天真是大开眼界了，艺星就是一个骗子。服务态度极其恶劣。今天下午去医院咨询打润百颜玻尿酸垫下巴，咨询师咨询师告诉我说这个分大分子小分子。我问有什么区别。她说大分子打出来塑形效果好。小分子不塑形。我就选择了打大分子。当场在医院购买了2只大分子玻尿酸。然后去到注射科等待注射。终于等到我了。我就问护士你们这个玻尿酸有大分子和小分子。给我看一下。当时护士说这个润百颜就一种没有大小分子分的。然后护士就拿出来小分子的跟我说就这一种。我就停止注射，问怎么回事。叫当时的咨询师上来。上来了以后态度非常差。跟我说这个就是大分子，1ml的就是大分子。小分子是0.5ml的。然后我朋友帮我查了一下。大分子的润百颜是黑金装的，白紫盒装的是小分子。我就把图片给她们看了。她当时态度很差的就说那你不要打了我把钱退了。后面我要我的消费凭证也不给我。什么也不给我。态度差恶劣也就算了还对我和我朋友动手。我亲身经历的，希望各位朋友好好慎重。不要去去艺星。我有几个朋友都上过当。简直是太烂太烂。也请各位朋友说说看这个事情应该得到什么处理结果。

收起评论

资料来源：大众点评网、兴业证券经济与金融研究院整理

口条、专业培训的一致性需要强化。从不同互联网平台的数据可以看出，同一机构在不同平台上的服务评分情况不一致（如上海艺星，在大众点评上评分为第四名，在新氧 app 上评分却为倒数第四名），不同地区机构服务评分存在明显差距。假设这样的情况不是由竞争对手恶意抹黑，而是用户真实体验反馈，则表明，机构在服务消费者的过程中，还需要继续强化一致性，加强口条与专业培训，给消费者展示一个统一、专业的医美机构形象。具体如何有待深入考察。

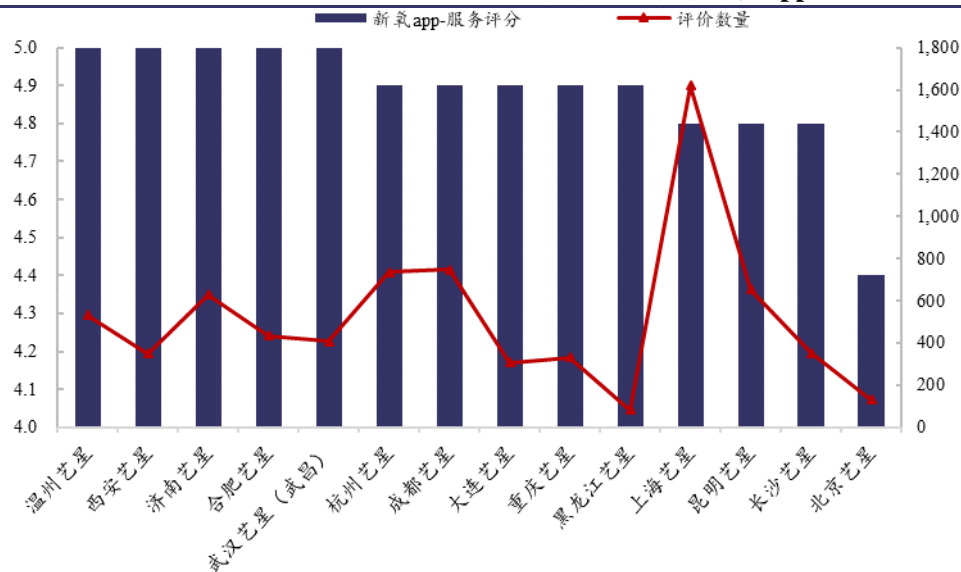
图 28、用户对艺星 15 家医疗美容机构的服务评分（来自大众点评网）



资料来源：大众点评网、兴业证券经济与金融研究院整理

注：长沙艺星、黑龙江艺星评分人数过少，不予显示。

图 29、用户对艺星 15 家医疗美容机构的服务评分（来自新氧 app）



资料来源：新氧 app、兴业证券经济与金融研究院整理

注：杭州艺星（城西）未开通新氧。

2.5、内场岗位的编排

“前台—咨询师—医师”的服务流程。艺星是一个已拥有 15 家机构的品牌，相信其重视服务流程的设计与执行。由于我们未在每家机构考察，在收集互联网用户评价数据时，我们在大众点评上发现不同性质（非常好/好/一般/差）的用户评价均指向了“前台-咨询师-医师”的服务流程（另外，假设这些差评不是行业竞争的恶意抹黑，而是用户真实的体验，公司需要持续加强培训，提升品牌黏性）。以上海艺星为例，客户到店后，前台客服接待后会由咨询师通过口头询问及/或使用测试设备的方式，协助客户分析其需求。之后，医生进行面诊，开展后续治疗。具体服务流程有待深入考察。

图 30、“前台-咨询师-医师”的服务流程

变  Lv1

★★★★★ 效果：很好 环境：非常好 服务：非常好

之前朋友有来过做祛痣和纹眉 感觉效果都不错 所以这次过来试试看 做做皮肤 最近皮肤比较干 来这边给人很专业的感觉 咨询师沟通了解需要 医生面诊进行治疗 护士小姐姐也很贴心 帮我清洁洗脸 敷麻药 打针也没有什么疼痛的感觉 还有面膜敷敷 皮肤状态很好 也没什么针眼的感觉 这个过程都很满意 都很好

收起评论 ^



2018-06-19 11:39 Yestar艺星整形

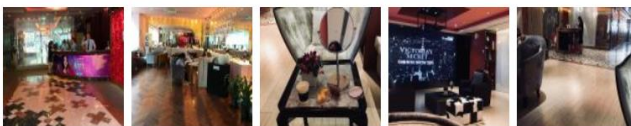
赞 (2) 回应 (1) 收藏 举报

d  5 Lv1

★★★★★ 效果：非常好 环境：非常好 服务：非常好

今天过去打瘦脸针工作人员很热情接待、咨询师很有耐心的帮我讲解打完之后的注意事项，在等的过程中一直有工作人员倒水拿水果、并没有向别的评论里说的不理什么的，打的时候医生手法很熟练很快打好了，然后护士会让把打完瓶子拿过来给你确认一下，总体的感受是蛮好的，就看之后的效果了

收起评论 ^



2018-06-25 23:11 Yestar艺星整形

赞 回应 (5) 收藏 举报

菜  Lv4 VIP

★★★★☆ 效果：好 环境：很好 服务：一般

提前几天预约好的时间，特意选了工作日下午去，到了之后还是等了将近两个小时才做。。。到了先是前台登记，开始等。。。等叫到了会有销售介绍推荐其他项目，然后带到楼上去等。。。前面有5个人排队做小气泡。。楼上前台招待的小姐姐都比较温柔，态度也很好，有个韩国女生长的很漂亮~做的过程还好，医生手法还可以，也不推销，一会就做好了~但是因为等了两个小时还是把我计划打乱了，耽误了其他的事情，赶紧打车过去还是没赶上。。。

收起评论 ^



2018-02-02 13:10 Yestar艺星整形

赞 (2) 回应 (4) 收藏 举报

乡  Lv4 VIP

★☆☆☆☆ 效果：差 环境：差 服务：差

大家千万不要去这家整形医院 史上最***最黑 我之前鼻子因为注射过东西有点歪想取出重新做 然后那个咨询师说我鼻子怎么怎么不好 他们做出来的怎么怎么好 肯定不会歪的咯什么 给我看各种案例 结果我花了四万多块钱做了个歪鼻 特别是灯光下很明显 而且鼻头帮我做的很丑 还没以前好看 后来我找他们 咨询师就一直推脱说是我本生的问题 而且还睁眼说瞎话说没有歪 那么明显的L型鼻梁和我没说歪？ 形状难看我就先不去说他了 你起码帮我做正做直吧？ 呵呵哒 后来咨询师还屏蔽我微信 干脆不回我消息什么了 真的经典哦 哦对了 这家医院没有报价的 价格都是他们自己手写的66666 真的“正规” 哦 还有 每个level的医生收费是不一样的 那我就想做做好点 就请院长做吧 说给我安排的是院长 结果大家都叫他主任？ 厉害了 我这个鼻子做了有三年多了 每天我都很不爽这个效果 总之大家引以为戒 希望大家别去这家医院被圈钱了 真的是黑到无法再黑！

收起评论 ^



2018-03-17 21:50 Yestar艺星整形

赞 (9) 回应 (5) 收藏 举报

资料来源：大众点评网、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

多层楼实现场所分离。以上海艺星为例，1 楼为接待大厅，2、3、5 楼布有美容外科与整形科，4 楼为美容皮肤科与美容中医科。6 楼为手术室，7 楼为住院区。从楼层分布看出，手术类与非手术类服务场所有所分离。住院区设在顶楼有效避免客户术后受到外界影响。但对于楼层较少的医院，场所设计是否还能够合理划分？现实中，医院是否严格分离手术与非手术类服务的场所？

提供生活美容服务，有助提升客户黏性。公司目前在全国范围内拥有 138 名美容师，占全职雇员的 5.89%。医院提供皮肤清洁、日常皮肤保养的服务（如“小气泡”清洁等）。相比于医学美容，一般消费者在生活美容服务的消费频率更高，提供生活美容服务有利于提高顾客的到店次数，提升顾客对品牌的信任度，从而提升客户黏性。

图 31、多层楼实现场所分离（上海艺星）



图 32、温州艺星提供美甲服务



资料来源：大众点评网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：大众点评网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6、人才梯队的培养

医疗美容行业中主要人才的培养的方向。1) 咨询师人才应具备能力。咨询师应该有能力向客户引导说明：符合客户需求的治疗方向，手术疗效，手术具体流程，治疗风险等。2) 医师人才应具备能力。医师应具备的**硬实力**有：精通医美的各项基础理论与学理、操作技术与手法、术后术前注意事项、相关可能并发症、后续居家护理的建议。医师应具备的**软实力**有：市场化意识、服务意识、沟通能力。

2.6.1 公司人力资源的现状

艺星参与服务客户的雇员占比有待提高。截止至 2018 年 5 月 31 日，公司拥有 2,340 名全职雇员。医疗人员（包括医生与其他医疗专业人员）占比为 34%，美容师占比为 6%，合计治疗团队占比为 40%，客服人员占比为 29%。可比公司医思医疗 2015 年披露治疗团队占全体雇员比为 49%（包括注册医生、医疗管理人员、已接

受培训的治疗师、牙齿卫生员、医生助理及中国内地护士)，客服人员（包括客户关系经理、服务中心及诊所的运营团队成员）占比为 44%。可以看出，艺星参与服务客户的雇员占比低于医思。

拥有 205 名雇员医生与 32 名兼职医生。公司的医生主要分为两类：一是属于公司雇员并在公司其中一家医疗美容机构执业的医生（共 205 名）；二是不属于公司雇员根据合同在我们一家或多家医疗美容机构执业的医生（共 32 名）。第二类的兼职医生主要包括了多点执业医生，可在一家或多家门店担任兼职工作。

图 33、艺星治疗团队占全体雇员比为 34%（2017 年）

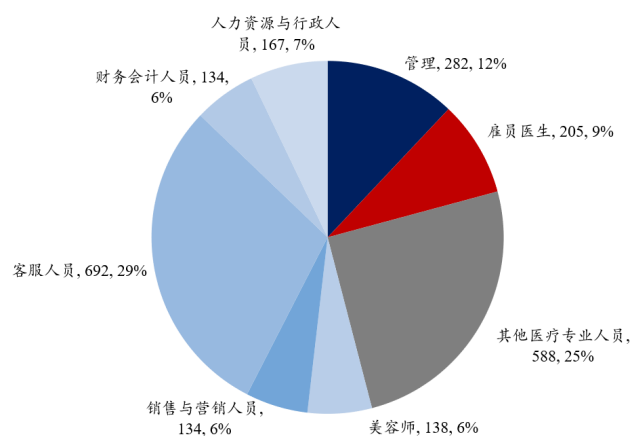
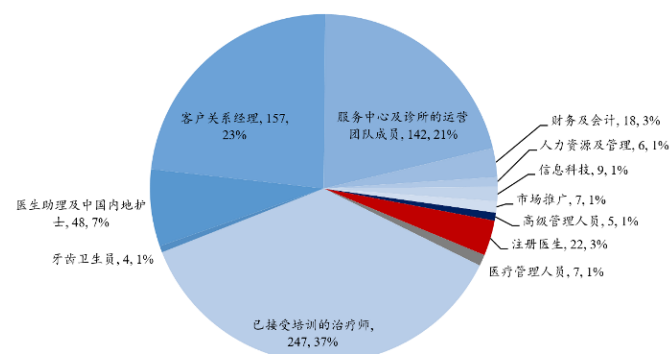


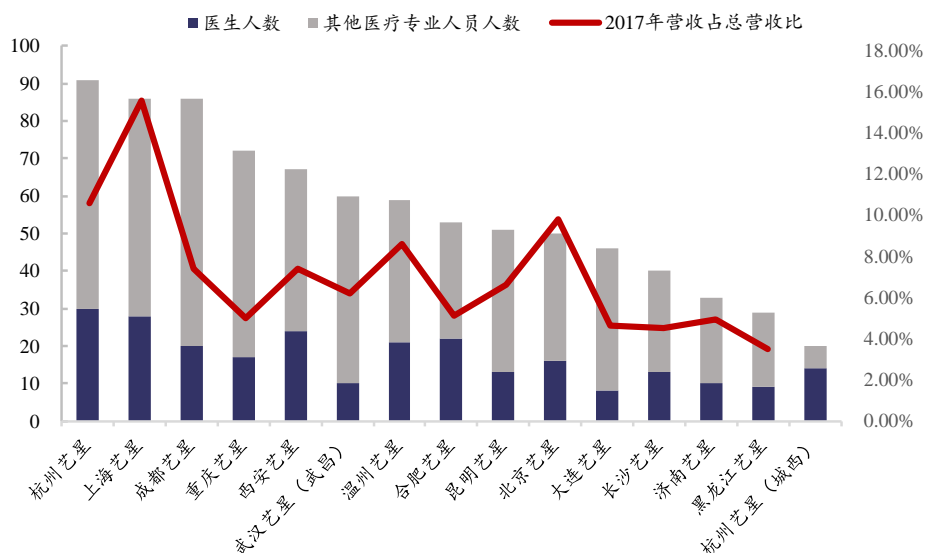
图 34、医思治疗团队占全体雇员比为 49%（2015 年）



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、公司的医师资源与营收贡献主要集中在沿海城市



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：医生人数包括雇员医生与兼职医生的人数。

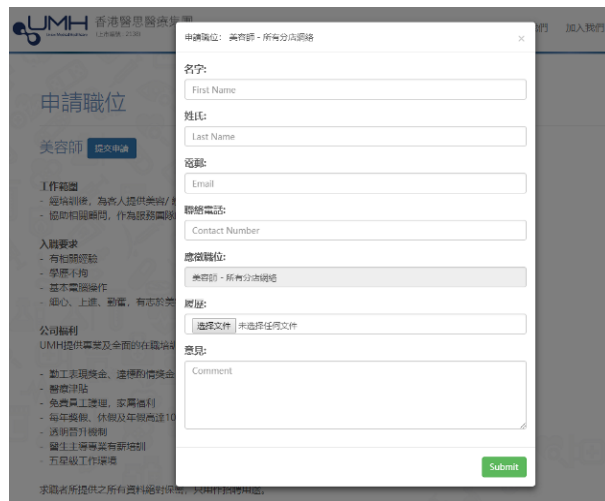
线上依靠第三方平台招聘人才。艺星在线上未建设专属的人才选聘通道，线上主

要依赖多个第三方招聘平台（智联招聘、BOSS 直聘、医疗专业人才网等）发布职位信息。虽然采用多个第三方招聘平台有利于扩大招聘信息的传播范围，但也将面临缺少官网认证，信息可信度降低的风险。可比公司医思医疗集团，拥有独立招聘通道，在官网设有可以投递简历的招聘信息的专属通道，可进行公司所有门店职位的统一选聘。

图 36、医思官网的招聘通道



图 37、医思官网投递简历的通道



资料来源：医思官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：医思官网，兴业证券经济与金融研究院整理

人才选聘看重临床。据招聘信息，艺星在人才选聘方面看重应聘者是否有丰富的临床经验与外科手术技术。可比公司华韩整形则重视“临床+学术”，在选聘时不仅要求有丰富的执业经历，还要求应聘者有 SCI 论文等学术成果。

图 38、艺星选聘人才看重临床



任职资格:

- 1、本科以上学历，医学临床专业；
- 2、副主任医师以上职称，美容外科主治医师资格证，医师执业证可变更执业地点；
- 3、具备十五年以上外科从业经验，其中在二甲以上医院整形外科有十年以上的工作经验；
- 4、具有较高的人体审美素养和高超、娴熟的美容外科技术，能独立完成手术；
- 5、具有强烈的事业心、责任心和忠诚度，高尚的医德医风和良好的职业操守；
- 6、业务技术精湛，能勇于承担责任，较强的沟通能力、执行能力；
- 7、40 - 50 岁，良好的职业形象，身体健康。

岗位职责:

- 1、为顾客制订专业的美容手术美容方案；
- 2、根据医疗规范为顾客提供高质量的美容外科手术；
- 3、负责协助助理医师、护士、客服人员等相关业务的示范和培训工作；
- 4、能与顾客有良好的沟通，提供优质的服务。

图 39、华韩选聘人才看重“临床+学术”



资料来源：智联招聘，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：百度招聘，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6.2 公司人才培养现状

艺星为医师团队提供职前职后培训。1) **职前教育。**新聘用的医生及医师助理提供入职培训；制定辅导计划帮助经验较少的医生及医师助理，在经验丰富的医生的监督下实施治疗程序。2) **职后教育。**定期有关医疗设备操作、治疗程序及相关领域最新技术或发展的专业培训；积极与知名医疗机构及行业协会沟通与交流；邀请领先专家或知名美容专家分享他们的临床经验和医疗美容行业的最新发展；多次主办、承办大型学术活动，比如 2016 年第二届中韩整形美容高层论坛及 2017 年博鳌国际干细胞&抗衰老高峰论坛。

多点执业医生的管理与培养。多点执业医生多为公立医院医生，公立医院的执业要求与民营机构有些微差异，因此，为保证服务质量，同样需要关注多点执业医生的管理与培养。具体情况有待深入了解。

内场人员的管理与培养。咨询师、美容师接触客户平均时间长，是维护客户关系，提升口碑的重要角色。内场人员是否在基本专业素养的基础上，分流培训细分方向来为顾客服务？具体情况有待深入了解。

2.6.3 加强人才培养是有效减少医疗纠纷的关键

12 起公司赔偿金额超过 20,000 元的医疗纠纷。据披露，公司在往绩记录期间为解决医疗纠纷而支付的金钱赔偿总额为 2.6 百万元，约为往绩记录期间总收入的 0.1%。其中，有 12 起纠纷导致公司赔偿金额超过 20,000 元。

77 宗肖像纠纷。公司目前面临的法律诉讼主要为客户指控公司使用其照片侵犯其肖像权。目前已透过支付总赔偿约人民币 2.6 百万元解决的 72 宗纠纷，截止 5 月底，仍有 5 宗未决肖像权纠纷，提出的赔偿总额为人民币 713,500 元。

加强医师与内场人员的培养可以强化质量控制，从而降低医疗风险，减少医疗纠纷。公司的具体情况有待深入考察。

表 15、4 宗被裁定为医疗事故的已解决纠纷或艺星存在过错的司法鉴定

解决日期	涉事机构	解决方法	纠纷背景	医疗事故鉴定/司法鉴定	公司支付赔偿金额(单位:人民币)
2015 年 7 月	上海艺星	诉讼	牙齿漂白后, 患者出现牙髓炎症	四级医疗事故, 上海艺星负对等责任	9,109.70 元
2016 年 5 月	杭州艺星	诉讼	接受乳房下垂矫正手术后, 患者出现感染	司法鉴定裁定公司有过错且客户受伤的主要责任归因于公司的过错	40,085.5 元
2016 年 9 月	上海艺星	诉讼	激光治疗后, 患者遭受面部烧伤	四级医疗事故, 上海艺星负主要责任	530,000 元
2017 年 12 月	长沙艺星	诉讼	激光治疗后, 患者出现长时间肿胀和发红	四级医疗事故, 长沙艺星负完全责任	20,000.35 元

资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.7、媒体建置

多门店、多平台、多账号主体同时上线。除了艺星集团设有官方微信、微博、网站外, 公司旗下所有门店, 都在上述平台上拥有独立的账号, 且统一平台上账号主体不止一个。以上海艺星为例, 其拥有 3 个微信官方认证的公众号, 4 个新浪官方认证的微博, 且大部分账号保持着活跃状态。虽然多个活跃账号提高了营销信息的可达性, 但降低了连锁医院的一致性。

表 16、艺星各机构媒体建置情况一览

	微信公众号	微博	独立网站
艺星集团	√	√	√
武汉艺星	√	√	√
上海艺星	√	√	√
长沙艺星	√	√	√
杭州艺星	√	√	√
温州艺星	√	√	√
大连艺星	√	√	√
合肥艺星	√	√	√
黑龙江艺星	√	√	√
成都艺星	√	√	√
济南艺星	√	√	√
北京艺星	√	√	√
重庆艺星	√	√	√
西安艺星	√	√	√
昆明艺星	√	√	√

资料来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、上海艺星的 3 个微信官方认证的公众号

公众号



资料来源：微信，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、上海艺星的 4 个新浪官方认证的微博



资料来源：新浪微博，兴业证券经济与金融研究院整理

各分支机构网页设计有差异。公司设有一个集团网站，公司各门店机构均建有独立的官方网站，各机构之间网页设计存在差异，如前文所说，网页的不一致性，会影响品牌形象，可能使得消费者对集团的跨地资源整合程度产生怀疑。

各分支机构网页互动信息丰富，但广告弹窗频率设定需深入考虑。各机构的网页内容丰富，消费者进入官网后可以在第一时间找到咨询服务窗口，这极大方便了消费者。但绝大部分的网页的下侧、左右侧都布满了广告与咨询通道。以上海艺星为例，打开官网后几秒内会出现咨询窗口，关闭后仍会反复出现，影响了顾客阅读网页的流畅性。可比公司医思医疗的 Dr.Reborn 网页设计简洁，关键信息突出，用户交互友好，没有弹窗信息，可读性高。

图 42、网页互动信息丰富



资料来源：艺星上海官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、医思医疗网页设计简洁

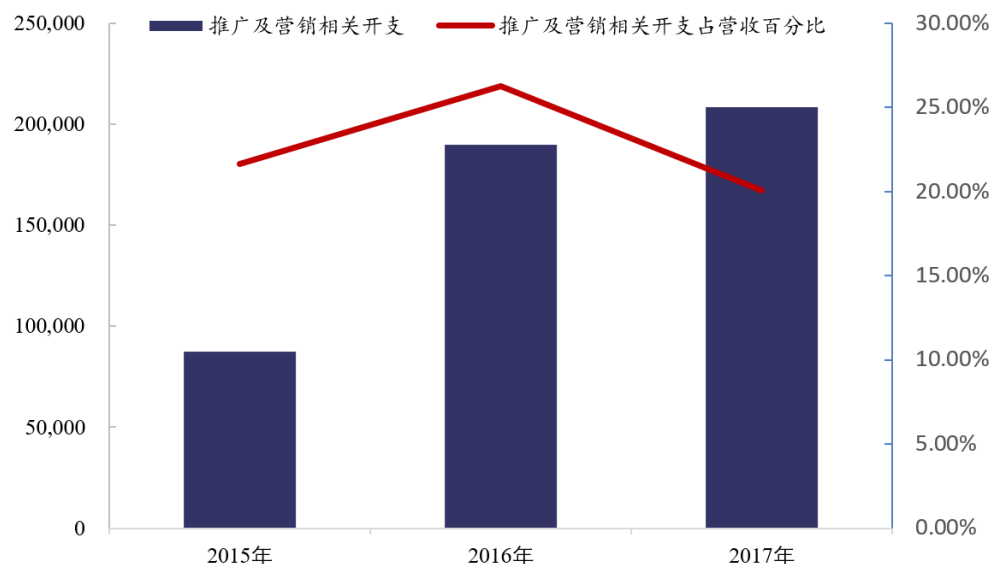


资料来源：医思 Dr.reborn 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.7、客户来源

公司每年的推广及营销相关开支占营收的比例均在 20% 以上。公司每年的销售费用大部分源自于此。

图 44、推广及营销相关开支占营收的 20% 以上



资料来源：公司招股书、兴业证券经济与金融研究院整理

线上主要通过百度推广与医美 app 导客。1) 百度推广。公司选聘竞价员负责百度推广的竞价流程。但竞价投产比究竟如何有待深入了解。2) 医美 app。通过新氧、更美等 app 低价吸引客户。若能通过低价形成规模效应，则能够有效降低成本，提高净利率，提升用户增速。

图 45、百度推广导客



图 46、医美 app 导客



资料来源：百度，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：更美、新氧，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、选聘百度竞价员



资料来源：BOSS 直聘、兴业证券经济与金融研究院整理

线下传统渠道投放广告。公司利用传统媒介如电视、报纸、杂志和户外广告牌推广品牌。例如，在医疗美容机构所在城市商业中心以及显著和繁华地段（例如火车站、地铁站和机场）投放户外广告牌广告，在高端时尚杂志中投放广告。

图 48、2015 年在女性杂志《悦己 SELF》上投放广告



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、纽约时代广场大屏投放广告



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

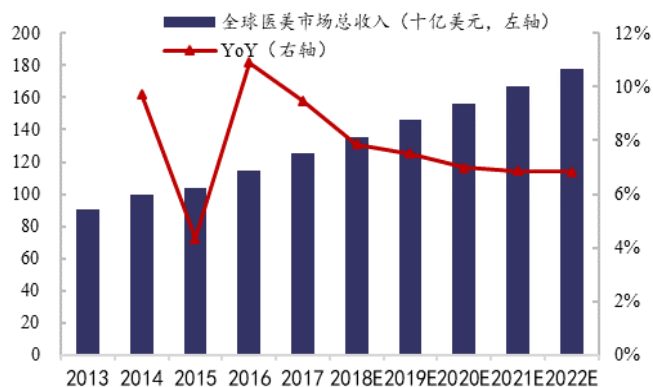
2017 年老客户占比为 47%，口碑获客能力有待考察。除前文所提的获客方式外，口碑获客的能力是一个医美机构资本要价的筹码之一。近年来，老客户同比增速减缓，截止 2017 年老客户占比为 47%，但老客户的消费金额对营业收入的贡献程度究竟多大？公司是否有针对客户老带新的激励方案？特别地，公司通过医美 app 获客产生的规模效应是中小医美机构无法比拟的，但也正因如此，公司在口碑获客方面，可能无法同中小医美机构实现顾客的个性定制化。以上多方面均有待深入考察。

3、行业仍主要注重营销，非手术类医美占比将提升

3.1 中国医美规模迅速增长，以美容外科和皮肤科为主

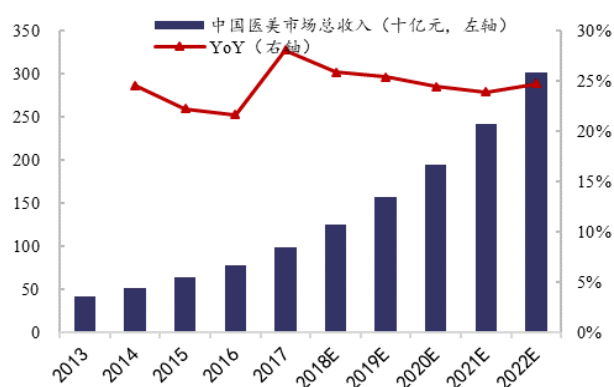
2017 年，中国医美市场规模 1925 亿元，年复合增长率 22.0%，规模居全球前三。2017 年，全球医疗美容服务市场总收入 1258 亿美元，年复合增长率 8.6%。在经历粗放式发展后，中国医美市场自 2010 年后进入较高速发展时期。根据弗若斯特沙利文报告，中国医美市场总收入自 2013 年的 869 亿元增至 2017 年的 1925 亿元，年复合增长率 22.0%。2016 年，就医美疗程总量及医美服务总收入而言，中国医美市场分别位列第二及第三。由于人口老龄化趋势及改善或保养个人容貌的意愿增强，医疗美容服务受社会大众广泛认可。随着可支配收入增加、医美技术的发展以及医美行业的资本投入增加，中国医美市场预计维持快速发展态势。

图 50、全球医疗美容服务市场总收入



资料来源：艺星招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

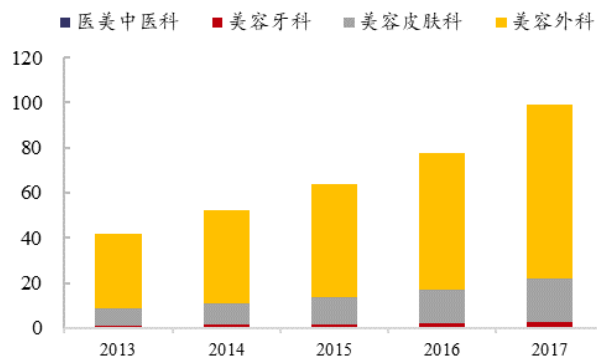
图 51、中国医疗美容服务市场总收入



资料来源：艺星招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

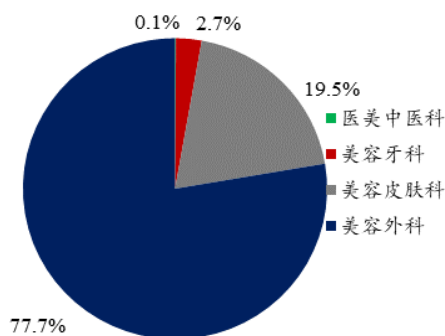
我国医美市场以美容外科和皮肤科为主，二者合计占市场总量 97%。医疗美容服务主要由以下科室提供：美容外科、美容皮肤科、美容牙科及美容中医科。美容外科主要包括整形手术医疗美容服务及注射医疗美容服务。2017 年，美容外科医美服务收入 772 亿元，美容皮肤科医美服务收入 194 亿元，二者共占我国医美市场总量约 97%，其中美容外科医美服务占中国医美服务市场 77.8%。

图 52、中国医美市场总收入明细（单位：十亿元）



资料来源：艺星招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

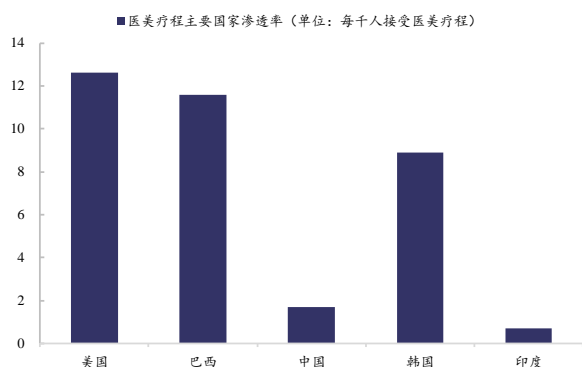
图 53、2017 年，中国各类型医美占比



资料来源：艺星招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

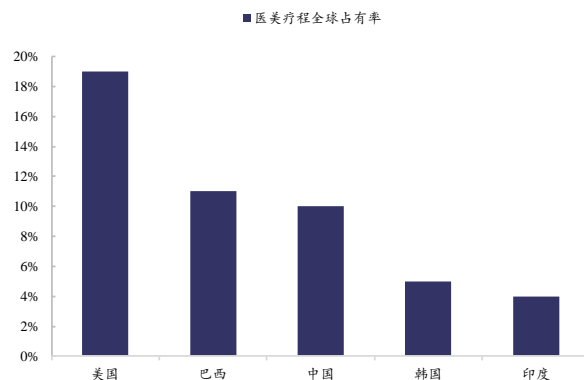
我国医美渗透率存在提升空间，中国人每千人接受医美疗程仅 1.7。中国医美市场规模和全球占有率不断增长，但医美疗程渗透率较低。和其他主要的医美国家相比，仍存在渗透率提升空间。ISAPS2015 年数据显示，医疗美容疗程渗透率以每千人接受医疗美容疗程为单位，中国人每千人接受医美疗程 1.7，而美国为 12.6，巴西 11.6，韩国 8.9，印度 0.7。

图 54、2015 年医美疗程主要国家渗透率



资料来源：Technavio，兴业证券经济与金融研究院整理

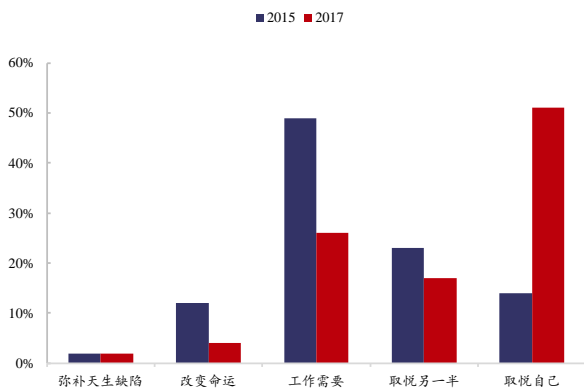
图 55、2015 年医美疗程全球占有率



资料来源：ISAPS，兴业证券经济与金融研究院整理

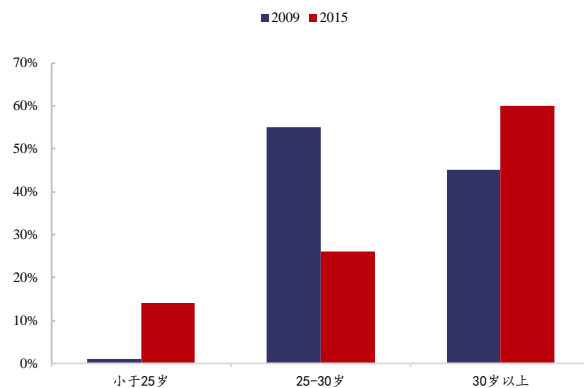
中国医美市场主要消费群体为 28-35 岁年轻白领和 36-50 岁的成熟女性，潜在医美消费群体庞大。随着中国社会的快速发展，时尚文化及明星效应逐渐改变人们的审美观念。2015 年医美消费者多为明星、网红。网红带火了中国的医美市场，2017 年普通人的医美消费超过明星、网红，他们的身份是白领、学生、主妇，通过医美变美仅为愉悦自己。越来越多年轻人意识到容貌的重要性，希望通过医美保持美丽，这有助于求职、恋爱及人际交流。同时，年龄在 36 至 50 岁之间的人群由于皱纹和皮肤松弛等现象会在几年内明显出现，其人口增长使目标消费群体扩大。数据显示，30 岁以上医美消费者由 2009 年占比 45% 提升至 2015 年的 60%，成为我国主流医美消费人群。

图 56、医美消费动机



资料来源：《2017 年医美行业白皮书》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、医美消费者年龄分布

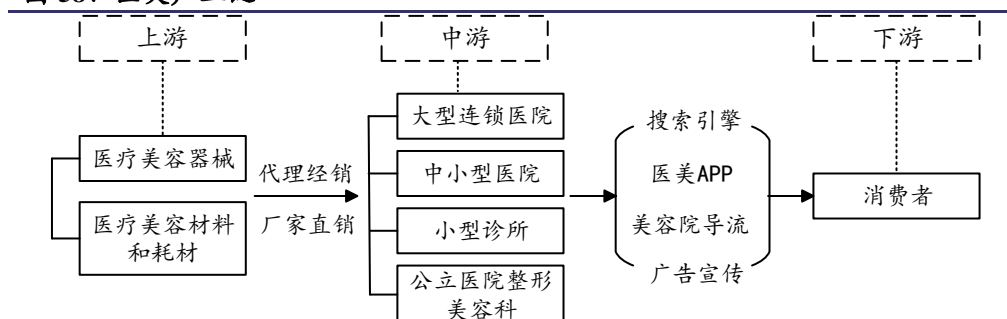


资料来源：36 氪，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 医美行业依赖营销，民营医院更受欢迎，呈现“高毛利率、低净利率”现象

中国医美机构超 4000 家，中游竞争充分，中游到下游的传导依赖营销。医美行业上游主要包括医疗器械生产商和材料、耗材生产商，他们直接或通过代理商将产品销售给中游的医美机构。中游主要包括大型连锁医院、中小型医院、小型诊所和公立医院的美容科。目前，中国有约 4000 家医美机构，其中 500 家公立医院整形美容科，500 家医美连锁医院和 3000 家中小型医院、诊所。中游的服务机构质量参差不齐，行业尚未形成全国性的品牌连锁公司，存在不规范经营问题。要实现中游到下游的传导，需要通过美容院等平台推荐消费者，进行导流，或者通过搜索引擎进行竞价广告、医美 APP 导流以及传统的广告宣传等方式吸引消费者。

图 58、医美产业链



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

按照医院性质，行业中游的各类医美服务商可分为公立医院和民营医院，民营医院更受欢迎。公立医院由部队医院烧伤整形科室发展而来，现在通过开设整形美容科室开展医美服务，但其服务体验不如较好的民营医美机构。对于注重体验和服务质量的医美消费者而言，民营的优质医美医院将是其更优选择。民营医院包括大型连锁医院、中小型民营整形医院和小型私人诊所三类。除艺星医美提交 IPO 招股说明书、华韩和丽都已在新三板上市，其余民营美容医院均未上市。民营医院收入由 2013 年的 317 亿元增至 2017 年的 796 亿元，年复合增长率 25.8%，占中国医美市场 80.1%。

表 17、中国主要民营美容医院

机构名称	成立时间	医院数量/城市	专家团队	主要市场地域
艺星	2005	遍布约 15 个城市		北京、上海、杭州、温州、武汉、长沙、大连、合肥、哈尔滨、成都、济南、重庆、西安、昆明
美莱	1999	遍布约 27 个城市	300+	北京、上海、广州、深圳、成都昆明等
华美	1998	33		上海、重庆、广州、贵阳等 33 家
伊美尔	1997	约 30	78	北京、天津、上海、西安、哈尔滨、沈阳、济南、青岛、济州岛
鹏爱	1997	14	121	深圳、上海、北京、武汉、重庆、海口、南昌等
华韩	2010	6	99	南京、北京、青岛、成都、长沙
丽都	2009	遍布约 8 个城市	74	北京、无锡、太原、昆明、贵阳

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

不过中国私立医疗美容服务市场极度分散，CR5 仅 7.2%。2017 年，排名前 5 的市场参与者仅占总市场的 7.2%。艺星医美在所有中国私立医疗美容连锁集团中排名第二，占总市场的 1.3%。在 2017 年收益排名前 5 的市场参与者中，艺星医美 2014 年至 2017 年的收益增速排名第二，年化复合增长率 89.4%。

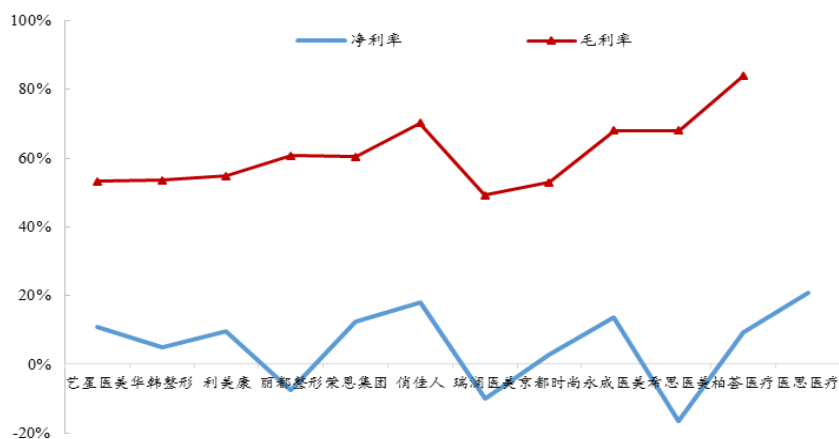
表 18、中国民营医美市场前 5 的参与者

医美机构/集团	2017 年医美收入（百万元）	市场份额	14-17 年收入复合增速
A	2,363	3.0%	66.3%
艺星医美	1,037	1.3%	89.4%
B	810	1.0%	17.7%
C	781	1.0%	158.9%
D	710	0.9%	11.7%

资料来源：弗若斯特沙利文报告，兴业证券经济与金融研究院整理

行业呈现“高毛利率、低净利率”情形。民营美容医院面临销售和获客成本高的问题，国内医美机构从大的营销渠道获得一个到院客户成本超 2000 元，平均 3 个到院客户才能转化为 1 个消费客户，获得 1 个消费客户的成本超 6000 元。美容医院 70% 的资源用于获客，其中营销渠道占 50%，销售费用占 20%。和传统医疗相比，医美行业进入门槛相对低、回报周期短、更依赖渠道营销。医美行业需要大量资金进行市场推广，一些成功的美容医院利润来自老客户相对较低的推广费。

图 59、2017 年，医美公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：医思医疗仅披露营业利润，营业利润率 23.3%，净利率 20.9%。

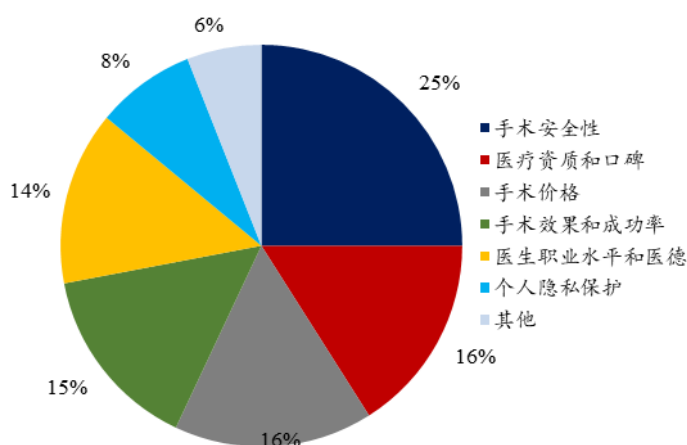
3.3 消费者最关注安全，未来非手术类医美占比将提升

行业最大痛点表现为信息不对称，以及由此引发的安全问题和多重定价问题。（1）行业中产品、服务良莠不齐，行业充斥着假冒伪劣、虚假宣传问题。（2）对医美公司而言，机构和医生信息不透明，一些不具备医疗整形资质的美容院等机构、非执业医师进行非法经营。（3）服务价格不透明，普遍存在二次议价和多重定价问题。（4）项目安全性风险模糊，监管力度不足，消费者维权难度较大。具备规

范资质、有良好知名度和中大型医美机构将给消费者带来更多安全感，赢得消费者信赖。类似新氧等医美 APP，提供消费者交流平台，可以提升消费者信任，合理降低由高营销和渠道费用推升的消费价格。

安全性是消费者的首要考虑因素。手术类的经典项目包括面部手术（眼部、鼻部等）、美体手术（胸部、瘦身）等，对手术技术要求高。根据网络调查，手术安全性是消费者是否接受整形美容的最重要因素，20%的潜在消费人群表示只要安全，价格不是问题。

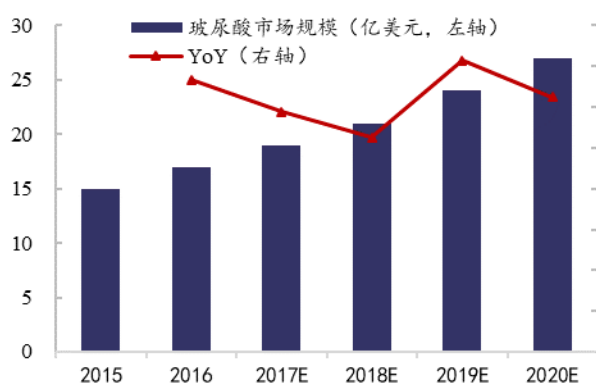
图 60、医美潜在客户关注因素



资料来源：华夏美容院，兴业证券经济与金融研究院整理

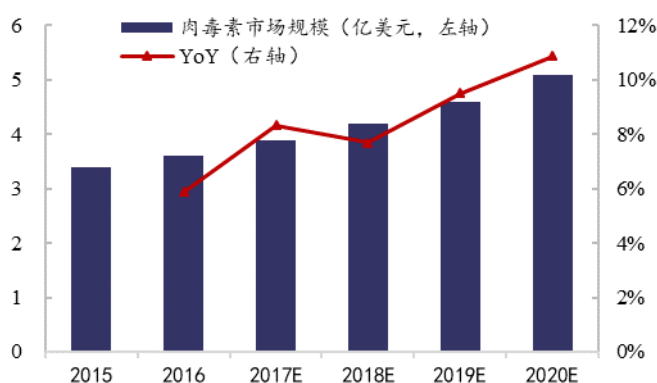
非手术类医美风险和客单价均低，微整形将成未来市场主流。非手术类医美无需开刀，对身体进行精准微调，包含微创美容类（注射玻尿酸、肉毒素等）和皮肤美容类。与整形手术医疗美容服务相比，注射医疗美容服务的复原时间较快，只需 1-2 天即可恢复；风险相对较低，不具有永久性不可逆转疗效。像瘦脸针、玻尿酸针等微整形项目手术风险低，且客单价平均 3000 元以下，更容易吸引客户。美国整容协会研究发现，收入每提升一倍，消费者对于外科整形手术的需求就会降低 62%，对微整形项目的需求会提升 463%。随着收入的增高，人们对于整形更加倾向于“微调”。

图 61、全球玻尿酸市场规模（单位：亿美元）



资料来源：GBI 研究，兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、全球肉毒素市场规模（单位：亿美元）



资料来源：UBS 医药手册，兴业证券经济与金融研究院整理

4、结论与展望

4.1、解答八大疑问

Q：公司定位为何？ A：大众化。定位是公司开展后续业务的基础，我们从公司的一系列决策逆向推理出公司的定位更偏向于面向大众寻求医美普及化，而非疏离一般消费者专攻高档人群的“高端化”：

- 平均定价：通过医美 APP 使得平均价格较市场定价为低，可吸引初尝的新客；
- 区位设计：城市核心商圈、交通便捷性高的显眼地段；
- 形象打造：全国连锁品牌、大型医院的形象打造，需要庞大的流量基础支持，绝非主打少数人群的体系；
- 获客模式：通过医美 app 以及百度竞价等方式以折扣价导客，吸引大量新客形成规模效应（多为首次尝试医疗美容服务的客户），导致平均消费单价以及毛利率较低；

Q：机构区位定位为何？ A：大众可达性高的城市核心商圈。通过地图实景与用户点评的整理，我们发现，公司的区位主要有两个特点：一是核心商圈，交通便捷；二是有临街店面的大写字楼，外观明显。两者相互结合，不仅方便大众到店消费，还加深了大众对门店的印象。

Q：总坪数大，坪效居中，未来的机会与风险为何？ A：未来小而美机构数量增多可能带来冲击。现今，消费者更偏好体验式消费，随着行业多点执业吸引相关科别医师走出公立医院，未来将涌现出不少类似专家型诊所的“小而美”的中小医疗美容机构，可能对大坪数机构造成影响。

Q：新客增长加速，老客增长减缓？ A：体验性服务的各项细节仍有提升空间。公司通过医美 app、百度竞价等传统的线上导流方式获得了大量客源。随着公司扩张阶段，新客增长速度必然在提高。但是，老客增长减缓却反映出，新客到店后，还无法完全通过公司内部的专业、一致性服务转化为老客。若公司在服务流程、口条训练、品牌形象塑造等方面持续改善，或许可以提高新客至老客的转化率，提升口碑获客能力，未来获客不受限于线上传统渠道。

Q：手术收入占比近半，毛利率高于非手术类，不同于行业平均？ A：折扣影响。非手术类的表现与行业平均不同，主要是源于公司的折扣导客模式：公司注射美容、皮肤美容的项目上采用了较低的价格吸引客源，希望吸引参与非手术项目的客户后续参与手术类项目。这种做法压低了产品的毛利率，导致非手术类的收入占比降低，毛利率低，不同于行业平均。

Q：毛利率、销售费用率、净利率的行业水平以及成因？ A：仍是折扣所致。正如前文所说，公司通过线上传统渠道低价引客，一方面压低毛利率，另一方面降低了销售费用率，因此公司的毛利率在行业中偏低，净利率处于中间水平。

Q: 纠纷、罚款等开支未来是否会形成重大风险? A: 会, 需要通过细致化流程的半标准化降低风险。通过对招股书中披露的纠纷梳理, 结合互联网上的用户体验评价, 将纠纷的产生归纳为: 医疗团队的执医的专业素质、内场人员的服务的专业素质与客户预期不一致这两类。前文不断强调了加强公司内部一致性、加强多种人才培养的重要性, 如果公司能够在这些方面上发力, 则可以降低未来纠纷、罚款可能带来的风险。

Q: 消费单价偏低, 对公司未来影响如何? A: 维持较低毛利, 然而面向大众, 在持续琢磨细节的前提下可推升展店的可能性。一方面, 公司将面临的挑战是: 鉴于医疗美容行业的特征, 要提高毛利率, 可以通过提高平均消费单价。因此, 公司未来在面向大众的前提下难以显著提升平均价格。另一方面, 公司将面临的机遇是: 目前尚未成熟的医美市场, 拥有庞大的潜在客户群体, 通过低单价, 可以吸引到初次尝试医美、对医美的认知有待提升的大众客户。再加之公司全国连锁的品牌形象, 有助于公司持续快速的客流增长, 保持扩张态势。

4.2、公司未来发展潜力

持续导客, 黏客发力, 现行模式有增长性。艺星借韩系基因, 把握住国内医疗美容市场尚未成熟的早期在全国进行扩张。伴随公司的 IPO, 公司以先行者优势拓展其品牌知名度。根据弗若斯特沙利文报告, 2017 年, 中国医美市场规模 1925 亿元, 艺星 2017 年营业收入为 10.374 亿元, 仅占 0.54%, 公司市占率仍有提升的空间。若未来公司能够持续导入客流, 保持全国门店扩张, 艺星会是消费者初次接触医美、认识医美的选择。因此, 我们认为公司未来具有增长性。但是, 如前文所说, 艺星在机构运营、人才建设、一致性上还存在一些问题, 若艺星能够在多方面改善, 在黏客上发力, 则可以抓住行业高速发展的机会继续拓展。

培养中高端子品牌, 适应市场趋势。未来顾客偏好于体验式消费, 中小型专业机构可能吸引大量消费者, 其未来市场广阔。但从目前情况看来, 艺星应保持大众化的定位, 持续导客, 提高用户黏性, 而不是转型中高端。从未来行业的发展趋势以及艺星现状考虑, 艺星可以培养中高端子品牌, 切入高端市场。

4.3、未来盈利预测

行业: 医美市场增速高于 20%。2017 年, 中国医美市场规模 1925 亿元, 年复合增长率 22.0%, 规模居全球前三。中国医美市场潜在医美消费群体庞大, 人口老龄化趋势及改善或保养个人容貌的意愿增强将带动我国医美市场发展。从行业发展趋势来看, 非手术类医美风险和客单价均低, 微整形将成为未来市场主流。

消费者心理: 选择大众、连锁、正规品牌尝试医疗美容。随着医疗美容概念的传播, 医美消费群体不断扩大, 大部分消费者在初次尝试医美治疗时, 会选择优质医师资源的规范化运营的大型连锁医院, 来满足其对安全性和服务质量的要求。

结合行业情况与消费者心理两个方面分析，在尚未发展成熟的市场中，若公司通过大众化定位拓展公司规模，则公司将在市场的成长期期间享有不错的增长。我们预测，公司 2018-2020 年营收分别为 14.07、19.23、25.67 亿元，净利润分别为 1.14、1.70、2.19 亿元，增速分别为 49.4%、28.6%、20.2%，净利率分别达 12.1%、11.4%、10.2%。

综上，艺星作为一个完全扎根于内地的医美公司，为广大投资者以及亟欲转型的公司企业提供了一个稀缺标的，值得广大投资者继续关注。

表 19、盈利预测

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,035.0	1,406.9	1,922.8	2,566.9
同比增长	43.1%	35.9%	36.7%	33.5%
净利润(百万元)	113.8	170.0	218.6	262.9
同比增长	131.2%	49.4%	28.6%	20.2%
毛利率	53.4%	54.2%	53.7%	52.9%
净利率	11.0%	12.1%	11.4%	10.2%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：

我们根据单店收入、单店营收增速、新增店情况等进行了业绩拆分，基于如下假设得出预测结果：1) 扩张初期的单店高速增长将转变为中高速增长；2) 2019 年新增门店 2 家，2020 年新增门店 1 家（招股说明书披露）；3) 考虑到新店被周边消费者接受需要一定时间，营收会低于老店，因此假定新增门店的单店营收为公司门店平均营收乘以一定折扣率；4) 管理费用率因规模效应而逐年减小；5) 行业目前依赖营销推广，广告费用增加，未来销售费用率略有上升。

风险提示

行业竞争加剧，未来医美行业的连锁机构、专家型诊所数量将增加。法律、法规、政府政策（尤其与中国医疗美容服务行业相关者）、监管机制的发展与变动。我们在拆解公司时发现的问题未得到改善。

分析师声明

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。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn