

美丽田园医疗： 国内美容连锁龙头，冲击美与健康第一股

——美丽田园医疗招股说明书梳理

2022年7月24日

分析师 马莉

联系人 王长龙

汤秀洁

周明蕊

证书编号 S1230520070002

邮箱 wangchanglong@stocke.com.cn

tangxiujie@stocke.com.cn

zhoumingrui@stocke.com.cn

□ **行业：健康与美丽管理服务未来有望超万亿市场，其中预计20-30年生美/医美/抗衰CAGR为5.6%/18.3%/17.6%。**

- ✓ 生活美容（日常面部及身体护肤服务）市场广阔，发展成熟，增速平稳，竞争分散。16/20年生美市场规模3132/3716亿元，16-19年CAGR 9%，预计20-30年CAGR 6%，30年市场规模6402亿。市场以单体小机构为主，据智研咨询，18年约15.7万家全国美容机构，格局分散，CR5仅0.7%。
- ✓ 轻医美（能量源仪器&注射服务）高成长，低渗透，粘性高。16/20年医美市场规模308/773亿元，16-20年CAGR 26%，预计20-30年CAGR 18%，30年市场规模4166亿。医美市场较为分散，但集中度高于生美市场，据公司招股书，18年中国轻医美市场CR5为6.5%。
- ✓ 抗衰医学服务市场作为早期新兴市场，体量小但增速快。16/20年市场规模24/57亿元，16-19年CAGR 25%，预计20-30年CAGR 18%，30年市场规模290亿。

□ **美丽田园：中国领先的一站式健康与美丽管理服务提供商，业务领域横跨生美、医美、抗衰三大服务。**据招股书，公司在直营生美、轻医美市占率分别为0.2%、0.6%，分别位列行业第1和行业第4。

- ✓ **4大品牌全面布局，生美为主。**美丽田园&贝黎诗（生美）/秀可儿（轻医美）/研源（抗衰），合计177家直营店+160家加盟店。21年公司实现收入17.8亿元，净利润2亿，毛利率46.8%，净利率11.7%；其中，生美直营占比53%（美丽田园48%+贝黎诗5%）/生美加盟占比6%，医美38%，抗衰3%。
- ✓ **全国布局的一站式服务提供商。**公司一线/新一线/其他城市直营城市门店87/70/20家，共覆盖99个城市。从城市密度来看（直营+加盟），上海43+2家，北京33+9家，湖北14+8家，重庆14+5家，广东12+11家。公司一站式服务包括47个服务项目，超800个SKU满足客户多方面需求（生美31类服务130SKU、医美10类服务300SKU，抗衰6类服务400SKU）。
- ✓ **客户精细化运营。**公司人员培训体系完善，拥有1940名专业服务人员（注册医生97人+培训美疗师1560人+护士118人+店长165人），精细化对接客户需求；21年退款及赔偿总额收入占比仅1%。21年公司直营店活跃客户7.7万名（同增13%），年均到店13.3次，年均消费2.1万元（20年12.1次，2万元）。对比医美，公司生美业务消费频次更高（生美/医美年均到店12.5/3.1次）、年消费金额较低（生美/医美年均消费1.2/4万元）。
- ✓ **数字化平台打通各品牌，标准化服务提高管理运营效率。**公司已开发32个专有信息管理体系，包括地区发展、客户分析、员工发展、ERP、SPA服务管家、CRM、小程序等模型及系统；打造数字化人才达65名，21年研发投入1800万元。同时公司在上海、武汉设有两所培训机构，高效保障服务标准化。

□ **未来看点：生美基本盘稳固，持续扩张+渠道整合；轻医美品牌秀可儿内生增速维持高位，跑马圈地抢占市场。**据招股书，公司预计在23-26年，新开生美机构：25家、30家、30家、30家；新开医美及抗衰：4家、6家、6家、2家，收购加盟店：8家、8家、6家、6家。同时，公司将在北京、上海各建一家旗舰美容及抗衰服务中心。医美和抗衰有望打造新的增长曲线。

1. 新产品/品牌不及预期或失败的风险

公司未来增长取决于不断扩大及丰富的服务、产品与品牌，涉及消费者偏好变化、市场需求、新品牌形象及定价方面的固有风险。不及预期或失败可能会导致公司利润率下降，难以收回相关成本，甚至可能损害竞争优势和市场份额，并导致公司继续依赖现有服务、产品及品牌。

2. 因医疗事故面临的客户诉讼及索赔的风险

公司面临因人为失误、机器或设备故障或客户缺乏项目前建议或项目后护理，造成失当、医疗疏忽或不当行为风险。或导致针对公司的索偿或法律诉讼，对行业声誉造成不利影响。

3. 特许经营模式存在风险

公司就日常面部及身体护理服务引入加盟店模式，若加盟商行为不当、或经营收益不及预期等，将影响公司经营业绩表现，或对品牌力产生不良影响。

4. 新开设及收购门店不及预期的风险

新开设及收购的门店通常需要一段时间方能实现与现有门店相当的利用率。新开设及收购门店所产生的经营业绩可能无法与现有门店所产生的经营业绩比较，新门店甚至可能亏损经营，可能对经营业绩产生重大不利影响。

5. 疫情反复产生的风险

COVID-19疫情导致市场需求有所下降，若公司门店停业，新开设门店因客户量减少而无法充分利用，将对公司的业务、经营业绩及财务状况产生不利影响。

6. 政策监管风险

近年来，国家药监局颁布多项医美行业相关政策规定，对终端医美机构宣传、黑医美机构打击力度加大。公司若不能适应政策监管变化，或面临合规风险。

目录

- 1 公司概况：中国领先的健康与美丽管理服务提供商
- 2 行业：行业空间广阔，竞争格局分散，细分赛道高速增长
- 3 品牌梳理：4大品牌覆盖生美+医美+抗衰
- 4 核心优势：门店覆盖广泛，服务人员专业稳定，客户群庞大
- 5 财务分析：营收、净利增长亮眼，日常护理贡献主要营收

- ❑ **老牌健康与美丽管理连锁品牌，国内生美龙头。**公司1993年于海南创立，98年总部迁至上海。成立初期公司定位生活美容服务提供商，经过近三十年的发展，业务范围逐步涵盖身体及皮肤护理服务以及抗衰医学服务，致力于提供一站式健康与美丽管理服务。根据Frost&Sullivan，以21年收入计算，公司已成长为国内最大的日常面部及身体护理服务提供商，市占率0.2%，以及第二大身体及皮肤护理服务提供商，市占率0.3%。
- ❑ **4大品牌覆盖生美+医美+抗衰服务，全国门店数达337家。**公司拥有美丽田园、贝黎诗、秀可儿和研源4大品牌，其中创立于1993年的美丽田园与创立于2005年的贝黎诗定位于“日常面部及身体护理服务”，创立于2011年的秀可儿侧重“能量仪器与注射服务”，创立于2018年的研源医疗定位抗衰医学服务。截至2021年末，公司在全国共拥有177家直营店及160家加盟店，合计门店数达337家。其中直营店中有87家位于一线城市，70家位于新一线城市。

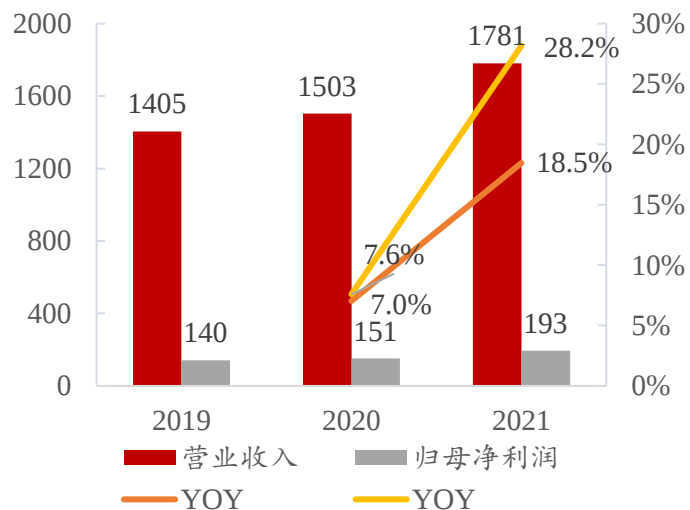
表：公司发展历程

时间	事件
1993年	王莉女士在海南省成立 首家门店
1998年	公司的非全资附属公司上海美丽田园发展于7月注册成立，而总部则迁往上海市
2003年	执行董事长兼董事会主席李阳于1月加入集团
2004年	主要经营附属公司上海美丽田园于4月在中国注册成立为有限公司
2005年	12月在上海市成立美丽田园培训中心
2010年	成立“上海逸高”附属子公司
2011年	2010年筹备的首家能量仪器与注射服务门店“ 秀可儿 ”开张
2012年	美丽田园销售收入超6亿元
2013年	中信产业基金 入股，成为主要股东。年末全资收购健发领域国际领先品牌“史云逊”的中国区整体业务
2016年	11月参与“贝黎诗”战略投资。 贝黎诗 创立于2005年，总部位于北京，定位高端美容护肤，连续五年获选Cosmo时尚杂志举办的中国美容大奖
2017年	11月成立上海 秀可儿 门诊部有限公司，从事医疗、医疗美容及生活美容服务
2018年	3月启动在线客户关系管理平台，进一步提升全平台的用户体验
	4月在上海以“研源”品牌开设首家抗衰医疗中心
2022年	创立“超体面XURFACE”品牌，为80后、90后消费群体提供日常面部及身体护理服务。2020年初，不再经营该品牌的3家门店
	3月收购上海栾美电子商务有限公司的全部股权，布局护肤品牌“芭宝”及天猫等线上渠道
	4月递交招股书，准备上市

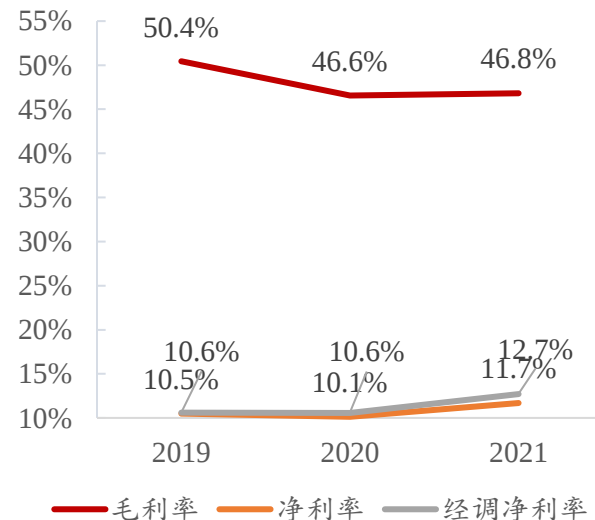
1.2 业绩概览：生活美容占比59%，整体毛利率47%，净利率12%

- 业绩稳健增长，收入及利润复合增速超10%。19-21年公司营收14.05、15.03、17.81亿元，CAGR为12.59%。归母净利从19年的1.40亿元增长至21年的1.93亿元，CAGR 17.41%。
- 盈利能力较为稳定，毛利率稳定在45%-50%，20/21年净利率达10.1%/11.7%。19-21年毛利率分别为50.4%、46.6%及46.8%，20年毛利率下滑较大主要系疫情影响，直营门店成本较刚性侵蚀毛利。21年受益于日常护理直营店成熟门店增多带来的规模效应，毛利率略有提升。
- 以直营生美为主，收入占比达53%。按业务拆分，公司主要收入来源仍为日常面部及身体护理服务，21年收入占比58.8%，其中直营/加盟渠道占比53%/6%，19-21年生美直营CAGR达11.3%。能量仪器与注射服务21年营收达6.7亿元，占比38%，19-21年CAGR达20.4%。抗衰医学服务营收6093万，占比3.4%，较20年下降主要源于20年底公司出售海南启研所致，售前海南启研为全资附属公司，创立于16年，是一家集独立细胞实验室、手术室、国际问诊中心、国际会议中心为一体的抗衰老医院，公司创新研发需大量精力，且由于区域原因业务协同性较弱，故进行出售。

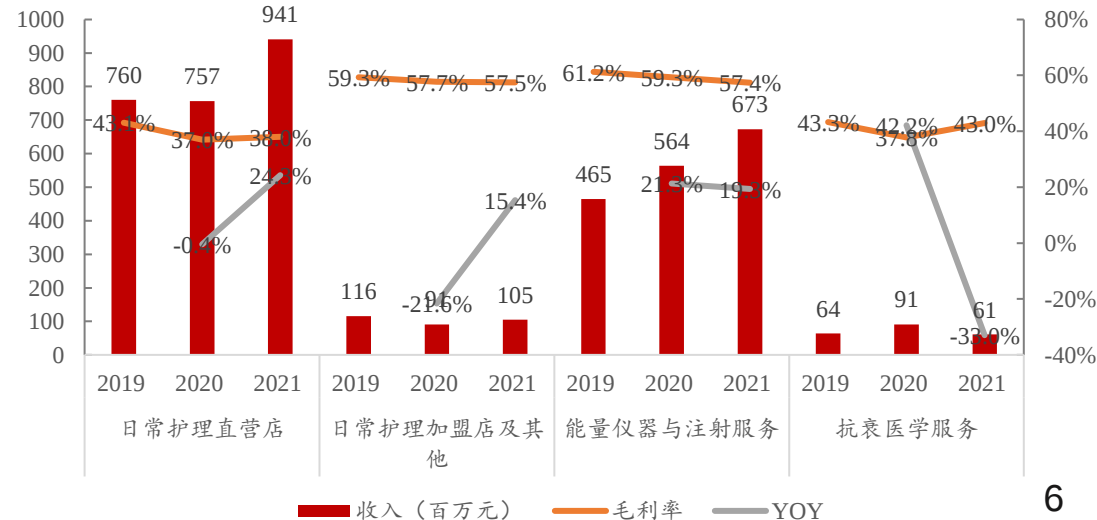
图：营业收入、归母净利润及增速（百万元）



图：毛利率及净利率



图：各业务板块收入及毛利率



□ 管理层深耕生美行业，经验丰富。

- ✓ 公司董事会主席李阳：62岁，自04年担任公司董事会主席，具有丰富的业务领导经验，对行业理解深刻。
- ✓ CEO兼副董事长连松泳：毕业于清华大学工商管理专业，生美行业工作近20年，曾任河南整形美容医院副总经理、北京曼思美医疗技术总经理，拥有丰富的投资及整合经验。成功收购和投资3家以上国有中大型公立医院，投资新建多家命运专科型和综合型医院，成功并购境外医疗高科技上市公司。
- ✓ CFO周敏：自15年3月担任CFO，自21年3月起担任联席公司秘书。拥有20年连锁企业财务管理、投资并购经验，曾担任人百联集团股份有限公司超商事业部、联华超市股份有限公司财务部主管超10年。
- ✓ 翟峰、耿嘉琦：均为中信产业基金背景。负责公司战略制定，其中耿嘉琦也负责聘请行政人员，推动并购及管理融资。

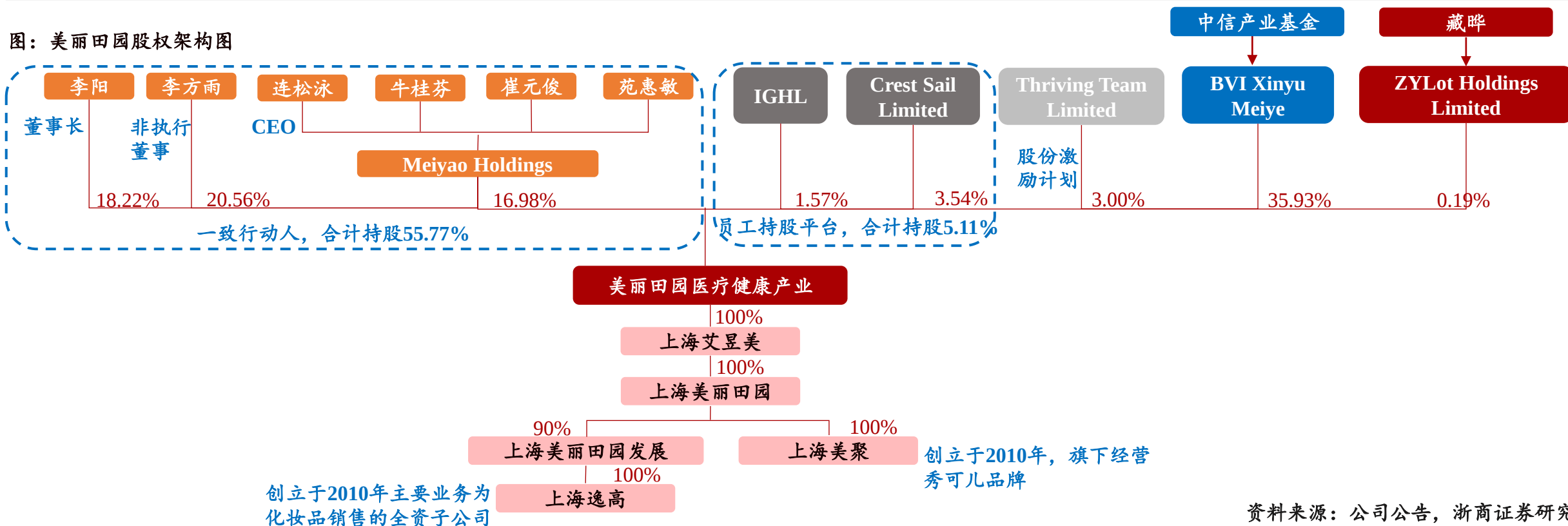
□ 公司于22年3月采纳股份激励计划。最高可授出309.3万股，占已发行股份数目的3%，除此之外，公司还有IGHL、Crest Sail Limited两个员工激励平台，持股比例分别为1.57%、3.54%

表：公司高管、董事任职情况

	职务	职责	履历
李阳	执行董事、董事会主席	负责整体管理、业务及战略以及监督商业适用性及可持续性	62岁，德国亚琛工业大学工程工程学硕士；04年担任上海美丽田园董事会主席；10年担任上海逸高实业有限公司执行董事；17年担任上海秀可儿门诊有限公司执行董事；22年3月调任为执行董事并委任为董事会主席
连松泳	执行董事、首席执行官、董事会副主席	负责整体管理及整体战略等重大事项的决策	50岁，清华大学工商管理硕士，曾担任河南整形美容医院有限公司副总经理、北京曼思美医疗技术总经理；15年担任上海美丽田园董事兼总经理，22年2月委任为董事，同年3月委任为董事会副主席
翟峰	非执行董事	制定公司战略以及监督公司的营运与发展	53岁，同济大学环境工程学士，曾担任宝洁（中国）销售总裁、上海磐信夹层投资管理公司董事总经理、北京华联商厦董事；2013年12月加入集团，2022年2月获委任为董事，同年3月获调任非执行董事
耿嘉琦	非执行董事	制定整体战略等重大事项的决策、聘请行政人员、推动并购、管理融资	50岁，英国牛津布鲁克斯大学会计及金融以及工商管理及管理学士，美国新泽西州立大学工商管理硕士；曾任英联投资北京代表处投资经理、北京弘毅远方投资高级投资经理、上海磐信投资总监、北京王府井百货董事；13年加入本集团，22年2月委任为董事，同年3月调任非执行董事
李方雨	非执行董事	负责整体管理、业务及战略以及监督商业适用性及可持续性	31岁，原名李芳芊，伦敦政治经济学院理学学士；16年调任美丽田园担任业务经理，于22年2月获委任为董事，同年3月获调任为非执行董事
周敏	首席财务管理、董事会秘书、联席公司秘书	负责财务规划，包括财务会计以及管理公司的财务及法律事务、并购以及各部门的管理	52岁，亚利桑那大学凯瑞商学院工商管理硕士，注册会计师、高级会计师、注册税务师；拥有20年连锁企业财务管理、投资并购经验，百联集团超商事业部、联华超市财务部主管超10年；2015年3月加入美丽田园，任首席财务官，21年3月起担任联席公司秘书

- ❑ 公司控股股东合计持股56%，股权相对集中。公司董事长李阳、李方雨、连松泳、牛桂芬、崔元俊和苑惠敏6名一致行动人作为控股股东合计持股约55.77%。其中，董事长李阳、非执行董事李方雨分别持股18.22%、20.56%；连松泳、牛桂芬、崔元俊和苑惠敏通过于英属处女群岛注册成立的美亚控股（Meiyao Holdings）持股16.98%。
- ❑ 中信产业基金通过BVI Xinyu Meiye持股35.93%。自然人藏晔22年3月入股，通过旗下信托ZYLot Holdings Limited投资持股0.19%。
- ❑ 员工持股平台：IGHL、Crest Sail Limited为两大员工激励平台，分别持股1.57%、3.54%。
- ❑ 股权激励计划：公司于2022年3月24日采纳股份激励计划，通过于英属处女群岛注册成立的Thriving Team Limited公司配售股份。

图：美丽田园股权架构图



目录

1

公司概况：中国领先的健康与美丽管理服务提供商

2

行业：行业空间广阔，竞争格局分散，细分赛道高速增长

3

品牌梳理：4大品牌覆盖生美+医美+抗衰

4

核心优势：门店覆盖广泛，服务人员专业稳定，客户群庞大

5

财务分析：营收、净利增长亮眼，日常护理贡献主要营收

- 生美（日常面部及身体护肤服务）市场广阔，增速平稳，竞争格局较为分散。16/20年生美市场规模3132/3716亿元，16-19年CAGR 9%，预计20-30年CAGR 6%。市场以单体小机构为主，据智研咨询，18年全国美容机构数量约15.7万个，格局较为分散，CR5仅为0.7%。
- 医美（能量源仪器&注射服务）高成长低渗透，粘性高，较生美进入门槛更高。16/20年医美市场规模308/773亿元，16-20年CAGR 26%，预计20-30年CAGR 18%。行业市场集中度较其他细分赛道相对较高，CR5为6.5%。机构须持有医疗机构执业许可证，诊疗科目中需登记有医疗美容科及相关二级诊疗科目。
- 抗衰医学服务市场作为早期新兴市场，体量小但增速快。16/20年市场规模24/57亿元，16-19年CAGR 25%，预计20-30年CAGR 18%。

表：健康美丽管理服务市场概况

单位（亿元）		身体及皮肤护理服务			抗衰医学服务市场
		日常面部及身体护理（生美）	能量仪器&注射服务（医美）	合计	
细分赛道	项目、描述	主要包括面部及身体服务项目，旨在改善客户的皮肤状况和整体身体健康，属非侵入性及无创伤性质	能量仪器项目通过借助各种能量设备进行皮肤护理及塑身，如热塑疗法、光子嫩肤等 注射类项目是对身体组织进行极低侵入度的美容方式，如A型肉毒杆菌素注射、胶原蛋白及透明质酸填充物注射等	-	抗衰医学服务指一系列定制的综合健康管理解决方案，包括健康检查、咨询及干预。主要项目包括激素调节、肝脏排毒及胃肠道环境修复
	发展特点	规模大，增速平稳； 项目门槛低，分散化，多为单体小机构	粘性高、门槛高于生美，小于手术、项目多样化； 市场较分散，渗透率对标国外有多倍提升空间	-	早期新兴市场，体量小增速快
市场规模	2016	3132	308	3440	24
	2020	3716	773	4489	57
	2025	5200	1992	7192	139
	2030	6402	4166	10568	290
成长性	16-19 CAGR	9.40%	24.90%	10.90%	24.90%
	20-30 CAGR	5.60%	18.30%	8.90%	17.60%
竞争格局	CR1、CR5	0.2%、0.7%	3.3%、6.5%	0.6%、1.5%	
	龙头公司/品牌	美丽田园、奈瑞儿、思妍丽	美莱、艺星	美莱、美丽田园、艺星	芮思琳、菲欧曼

2.2 身体及皮肤管理服务市场：生美类+轻医美类，万亿市场空间

□ 人均可支配收入日益增加，中产群体日益扩大。中国城市居民的人均可支配收入由2016年的人民币33616元增长至2020年的人民币43834元，年复合增长率为6.9%。此外，一线城市家庭年收入在人民币30万元以上的中产家庭数目已由2016年约2400万个增长至2020年约4300万个。

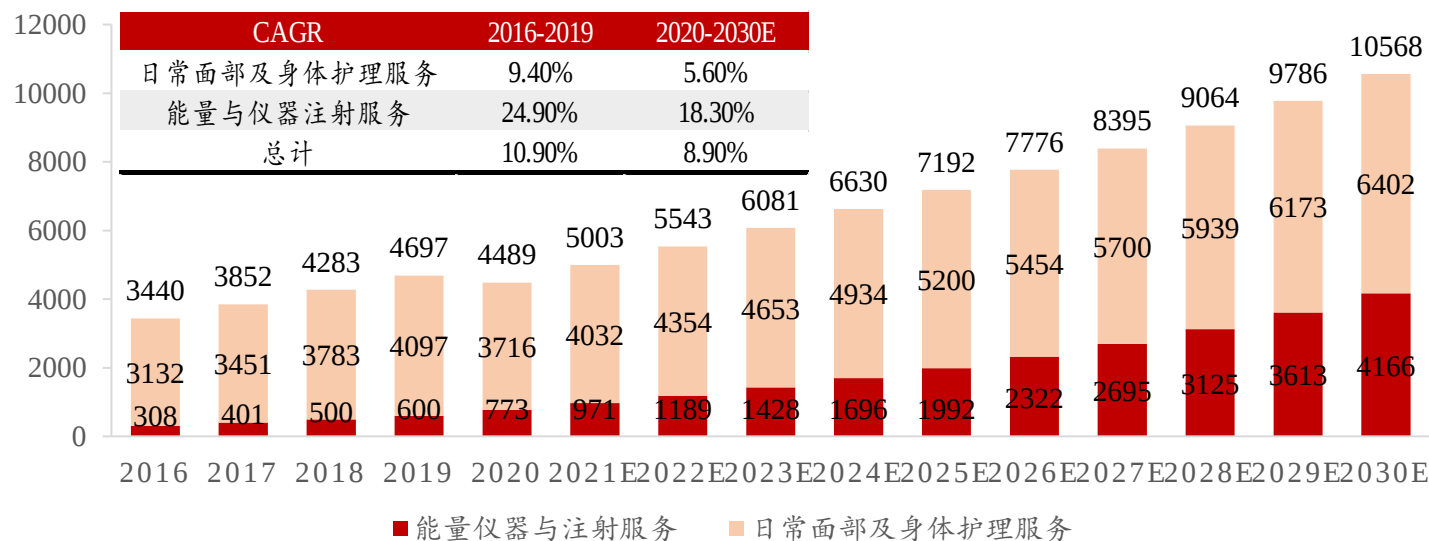
□ 身体及皮肤护理万亿市场空间，医美类呈现高增趋势。据Frost&Sullivan，市场空间细分来看：

1) 20年生美（日常面部及身体护肤服务）3716亿，16-19年复合增速9%，预计20-30年复合增速6%；

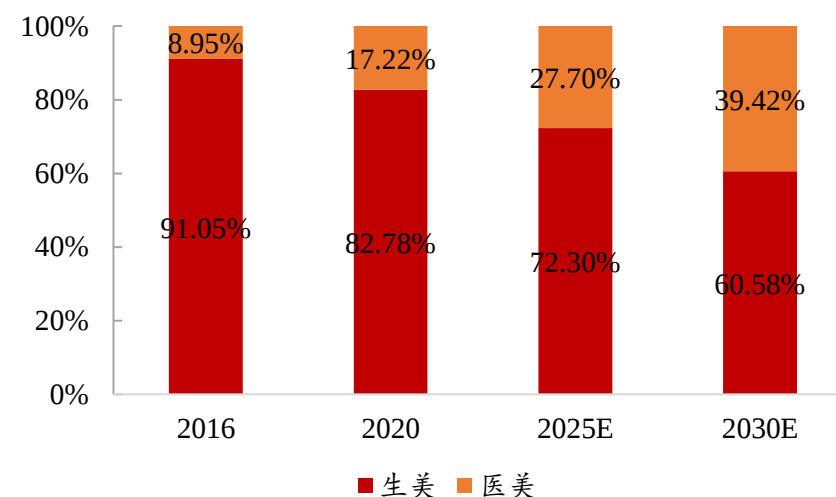
2) 20年医美（能量源仪器、注射服务）773亿，16-19年复合增速25%，预计20-30年复合增速18%。

3) 16-19年生美+医美中国身体及皮肤护理服务市场规模由3440亿元增至4697亿元，CAGR为10.9%；由于新冠肺炎疫情的影响，2020年的市场规模缩减至4489亿元。随着整体经济的逐渐恢复，预期2030年市场规模将增至10567亿元，对应20-30年CAGR为8.9%。

图：2016-2030年身体及皮肤管理服务市场总收益（十亿元）



图：2016-2030年生美/医美类身体与皮肤管理服务市场占比



资料来源：公司公告，Frost&Sullivan，浙商证券研究所

2.2 身体及皮肤管理服务市场：CR5仅1.5%，美丽田园市占率第二

- 中国健康与美丽管理服务市场分为身体与皮肤护理服务市场、抗衰医学服务市场以及其他。身体与皮肤护理服务又可分为日常面部及身体护理服务以及能量仪器与注射服务，后者采用射频项目等医学方式提升消费者的身体及皮肤状况。
- 身体及皮肤护理服务行业分散竞争，美丽田园公司以0.3%的市占率位列第二（按2021年收入计）。据Frost&Sullivan，2021年行业CR5仅1.5%。其中，美丽田园收入达15亿元，市占率约0.3%，位居国内市场第二名。其他市场参与者有美莱、艺星、伊美尔、奈瑞儿等品牌机构。
- 中大型连锁机构较少，多为单体或小型连锁。大型连锁机构（5家门店及以上）代表性品牌包括美莱、艺星、伊美尔，声誉度高，地域范围覆盖广，获客渠道更广泛，客户管理更为全面，占据行业整合优势。但当前行业竞争分散，多为资本需求更低，易于管理的单体门店及小型连锁机构（1-4家门店），如北京画美整形、杭州时光、上海佳富美等。

表：按2021年收入计中国身体及皮肤护理服务的主要市场参与者

排名	机构	收益(亿元)	市场份额 (%)	公司简介
1	美莱集团	32	0.6	1999年创立的集医疗美容及科研为一体的医疗连锁集团，旗下拥有3大品牌，36家医疗美容连锁医院
2	美丽田园	15	0.3	四大品牌美丽田园、贝黎诗、秀可儿、研源
3	艺星	12	0.2	2009年创立的私营高端医学美容连锁集团，在19个城市拥有24家医疗美容连锁医院
4	伊美尔	9	0.2	1997年创立的私营大型整形美容连锁集团，共拥有9家医疗美容连锁医院
5	奈瑞儿	8	0.2	2007年创立的私营美容健康品牌，在9大城市拥有196家直营店

图：代表性品牌



表：不同类别连锁机构数量及特色

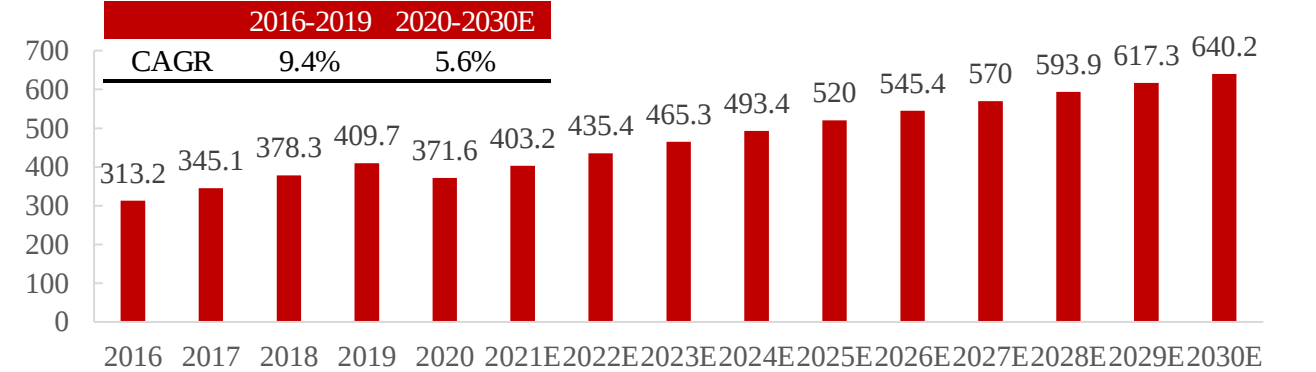
类别	门店数量	特色	知名品牌
大中型连锁机构	>=5	声誉度高，地域范围覆盖广，服务更全面优质，获客渠道更广泛，客户管理更为全面，并且有更多行业整合机会	美莱、艺星、伊美尔、奈瑞儿
小型连锁及单门店	1-4	服务范围有限，社区网络易于管理，资本需求更低	北京画美整形、杭州时光、上海佳富美

- ❑ 20年市场规模3716亿元，预计未来10年复合增速6%。据Frost&Sullivan，预计16/20/30年市场规模为3132/3716/6402亿元，16-19年CAGR 9.4%，20-30年CAGR 5.6%。
- ❑ 竞争格局分散，直营模式TOP1美丽田园市占率0.2%，加盟模式TOP1克丽缇娜全国门店数超4000家。直营模式来看，行业市场集中度较低，CR5仅为0.7%，21年美丽田园以9.41亿元营收和0.2%的市占位列行业第一。
- ❑ 客户画像：多在31~50岁，多为白领专业人士、管理人员、企业家及家庭主妇，其中83.0%为居住于城市的女性。
- ❑ 量价拆分：据Frost&Sullivan，日常身体及皮肤管理服务客单价约400-1500元，其中中高端顾客约800-1500元。20年市场规模3716亿元，覆盖1.52亿人，对应年均消费2443元。

表：直营日常身体及面部护理竞争格局（按21年直营日常身体及护肤收入计）

排名	机构	收益(百万)	市占率(%)	公司简介
1	美丽田园	941.4	0.2	品牌美丽田园、贝黎诗分别成立于93年、05年
2	奈瑞儿	674.9	0.2	2007年创立的私营美容健康品牌，在9大城市拥有196家直营店
3	思妍丽	532.6	0.1	1996年创立的集医美中心与自研养肤的私营连锁美容机构，共拥有150多家门店
4	诗丽堂	354	0.1	1999年创立的私营专业美容美体连锁机构，在37个城市拥有565家门店
5	韩妃	311	0.1	2017年创立的集临床、科研为一体的私营整形美容服务提供商，全国共计4家美容机构

图：2016-2030日常面部及身体护理服务市场总收益（十亿元）



表：客户画像

分类	描述
年龄	31-50
人群	白领专业人士、管理人员、企业家、家庭主妇
分布	城市女性占比83%
消费均价	400-1500元
中高端客户均价	800-1500元

表：2017年生活美容市场竞争格局——克丽缇娜以加盟模式发展，门店数量领先同业

品牌	创始地	运营模式	大陆门店数	机构类别
克丽缇娜	台湾	加盟	4000+	美容美体
丝域养发	珠海	直营+加盟	2000+	美发
秀域科技美容	成都	直营+加盟	1500+	美容美体
自然美	上海	直营+加盟	2000+	美容美体
唯美度	北京	加盟	5000+	美容美体
乔治造型	杭州	直营+加盟	70+	美发
爱睫物语	上海	直营+加盟	150+	美甲美睫

资料来源：CIBE中国国际美博会×美业颜究院、公司公告，浙商证券研究所

政策沿革：标准化与精细化为主线，驱动行业行稳致远

- 生活美容行业不涉及医疗耗材，但精油、染剂类伪劣产品及虚假广告泛滥，且行业经营资质、服务流程等存在较多不透明、不规范现象。因此行业监管政策首先从标准化入手，对美容业术语定义、经营条件等进行规范，打击非法经营现象，维护行业长远发展。此后更进一步出台法规，对从业人员资质进行规范，提升行业整体素质的同时，也有利于从源头减少服务纠纷，保障消费者合法权益。
- 基本监管体系建立后，政策端亦与时俱进，进一步将美容项目具体细化，根据面部护理、美甲、SPA等不同项目具体特点制定相关技术要求规范，有利于区分施策，推进行业标准化、规范化发展。

表：近年来生活美容行业监管政策梳理

时间	名称	制定机构	重点内容	政策意义
1996	《理发店、美容店卫生标准》	国家卫生部	规定了理发店、美容院（店）的空气卫生标准值及消毒频率等卫生要求	从卫生角度介入美容店监管，释放标准化信号
2002	《医疗美容服务管理办法》	国家卫生部	对医疗美容和生活美容进行明确界定，规定未达到相关规定的单位和个人不得开展医疗美容服务	明确界定生活美容，打击非法经营的美容机构，推动行业规范化发展
2005	《美容美发业管理暂行办法》	国家商务部	开展标准化建设工作，坚决打击无证经营、使用假冒伪劣产品和虚假广告宣传等违法行为，规范市场秩序	指明行业标准化的需求及方向，打击非法经营规范市场
2007	《美容美发行业经营技术管理规范》	国家商务部	规定了美容美发行业的定义、专业条件和经营管理应具备的专业要求	对行业定义及经营要求进行了明确，推进了行业标准化的进程
2013	《美容院服务规范》	国家商务部	进一步细化了生活美容服务的术语和定义，规定了经营服务场所，服务用品和设施设备，服务内容、流程及主要环节，服务人员要求资质等	将服务内容及流程纳入行业标准，推动美容业规范化发展
2013	《美容美发单位化妆品日常监督工作指南》	国家药监局	规定美容美发机构不得擅自生产化妆品，需建立化妆品不良反应处置和上报制度等	对美容美发行业化妆品的使用进行了明确的要求，使化妆品的使用更具规范化
2013	《美容服务面部护理操作技术要求》	国家商务部	规定了美容服务面部护理的术语和定义，设施和器械，人员要求，护理用品使用要求及服务流程	将美容服务按照具体项目进一步细化，发布服务规范及技术要求，推进行业标准化、规范化发展
2015	《美甲机构服务规范》	国家商务部	规定了美甲服务的术语和定义，设施和器械，人员要求，护理用品使用要求及服务流程	
2015	《美容院SPA磨砂护肤技术要求》	国家商务部	规定了SPA服务的术语和定义，设施和器械，人员要求，护理用品使用要求及服务流程	

数据来源：政府公告，浙商证券研究所

2.2.2 能量源仪器&注射服务（轻医美类）：高成长低渗透，粘性强

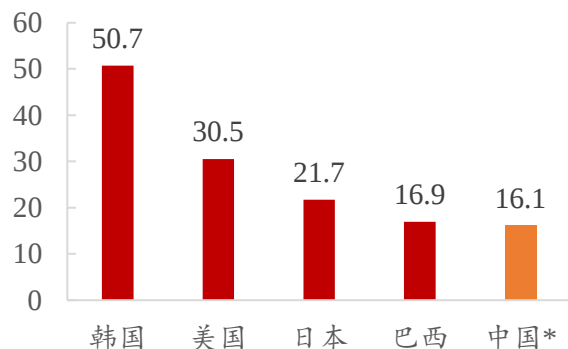
❑ **20年市场规模773亿元，预计未来10年复合增速18.3%。**据Frost&Sullivan，16/20年市场规模为308/773亿元，预计30年市场规模为4166亿元，16-19年CAGR 24.9%，20-30年CAGR 18.3%。

❑ **服务项目种类丰富。**能量仪器项目主要借助脉冲光、激光、射频、超声波等达到皮肤护理及塑身的效果，如痤疮治疗、嫩肤、紧肤等，其中光子嫩肤、皮秒激光、热玛吉热度较高；注射类项目主要包括对身体组织进行极低侵入度的美容方式，其中透明质酸、A型肉毒杆菌注射热度较高。

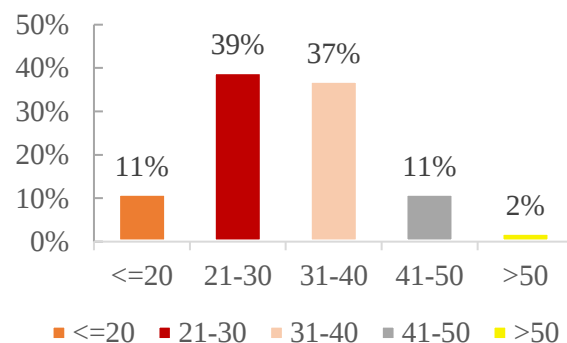
❑ **渗透率：**国内每千人的能量仪器与注射服务项目数由16年的6.4次提升至20年的16.1次，但对标海外，仅为韩国的1/3，美国的1/2。

❑ **用户画像：**55%为21-40岁的女性消费者。女性消费者约占73.0%，主要年龄段在21-40岁之间。中国接受能量仪器与注射服务的消费者人数由16年的440万人增加至20年的1680万人，预计30年达6720万人。

图：2020年主要国家每千人能量仪器与注射服务项目数（次）



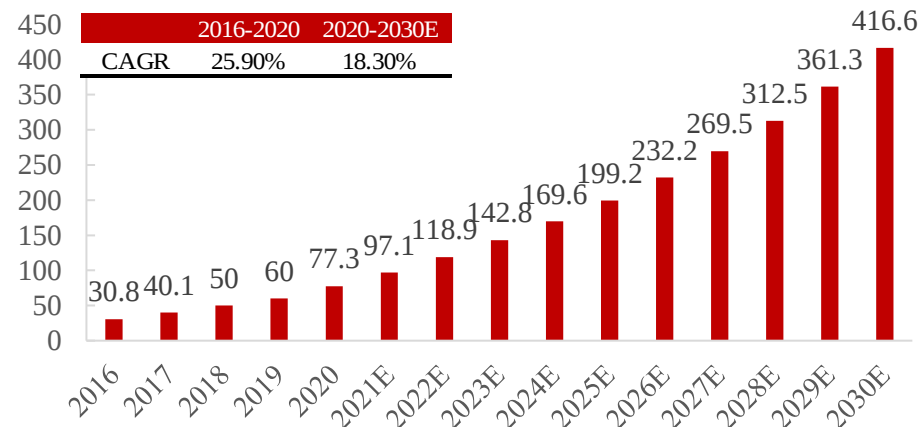
图：2020年按年龄分布的能量仪器与注射服务女性消费者占比



图：注射类和能量仪器项目种类



图：2016-2030能量仪器与注射服务市场总收益（十亿元）



资料来源：国际美容整形外科学会，Frost&Sullivan，公司公告，浙商证券研究所

2.2.2 能量源仪器&注射服务（医美类）：CR5 6.5%，较生美更集中

- 行业市场集中度相对较高，美丽田园以0.6%的市占位列第四。据公司招股书，按21年总收益计(不含外科类收益)，能量仪器与注射服务市场的CR5为6.5%，相较于其他细分市场集中度更高，其中美丽田园以5.87亿元营收和0.6%的市占位列第4。
- 能量仪器与注射服务（下称轻医美）vs生活美容：1) 从定义来看，能量源仪器及注射服务属医美范畴，在技术、消费门槛、消费者心理门槛较生活美容更高，项目疗效、对应风险也高于生美；2) 提供轻医美的机构需取得“医疗机构执业许可证”，而仅提供生活美容的机构则无需医疗机构资质；3) 轻医美项目多样化，推陈出新快。
- 行业毛利率通常在40%-60%之间，盈利能力差异较大，实现盈利的公司净利率通常在0%-15%。受疫情影响，21年行业内企业毛利率较上年普遍有所下滑，伊美尔19/20年毛利率为51.6%/53.6%；医美国际19/20/21年毛利率为68.3%/60.4%/41.7%，在行业内处于较高水平；华韩股份19/20/21年毛利率为50.7%/50.5%/46.8%；瑞丽医美19/20/21年毛利率为52.4%/49.0%/36.4%；美丽田园19/20/21年毛利率为50.4%/46.6%/46.8%。

表：竞争格局分析（按2021年总收益计）

排名	机构	收益 (百万)	市场 份额 (%)	公司简介
1	美莱	3240	3.3	1999年创立的集医疗美容及科研为一体的医疗连锁集团，旗下拥有3大品牌，36家医疗美容连锁医院
2	艺星	1170	1.2	2009年创立的私营高端医学美容连锁集团，在19个城市拥有24家医疗美容连锁医院
3	伊美尔	907	0.9	1997年创立的私营大型整形美容连锁集团，共拥有9家医疗美容连锁医院
4	美丽田园	587	0.6	旗下品牌秀可儿提供能量源与注射注射服务，旗下共18家直营店
5	鹏爱医疗	468	0.5	1997年创立的中国第一家以整形美容为主业的上市集团，于2019年在纳斯达克上市，全国共21家门店

注：不含外科类收益

表：相关上市公司营收、毛利率及净利率对比

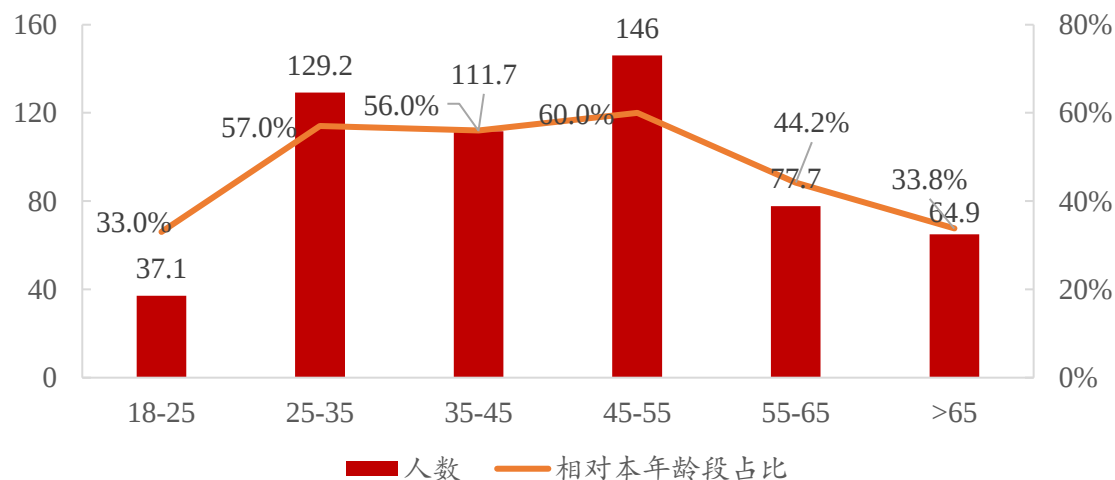
百万元		营业收入	营业收入YOY	轻医美收入	轻医美YOY	毛利率	净利率
美丽田园	2019	1404.75	-	465		50.4%	10.5%
	2020	1503.30	7.0%	564	21%	46.6%	10.1%
	2021	1780.74	18.5%	673	19%	46.8%	11.7%
伊美尔	2019	738.82	-			51.6%	-8.2%
	2020	811.24	9.8%			53.6%	4.0%
	2021	907					
医美国际	2019	869.05	-	490	31%	68.3%	15.9%
	2020	901.57	3.7%	453	-8%	60.4%	-27.4%
	2021	645.59	-28.4%	334	-26%	41.7%	-103.7%
华韩股份	2019	804.05	-	196	37%	50.7%	10.3%
	2020	887.92	10.4%	274	39%	50.5%	13.4%
	2021	963.35	8.5%	302	10%	46.8%	10.6%
瑞丽医美	2019	183.61	-	114	39%	52.4%	5.4%
	2020	161.91	-11.8%	115	1%	49.0%	3.0%
	2021	183.71	13.5%	158	38%	36.4%	-9.7%
朗姿股份- 医美业务	2019	630	31%	412	49%	57.7%	13.4%
	2020	814	29%	533	29%	54.3%	9.9%
	2021	1,120	38%	831	56%	51.8%	3.3%

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

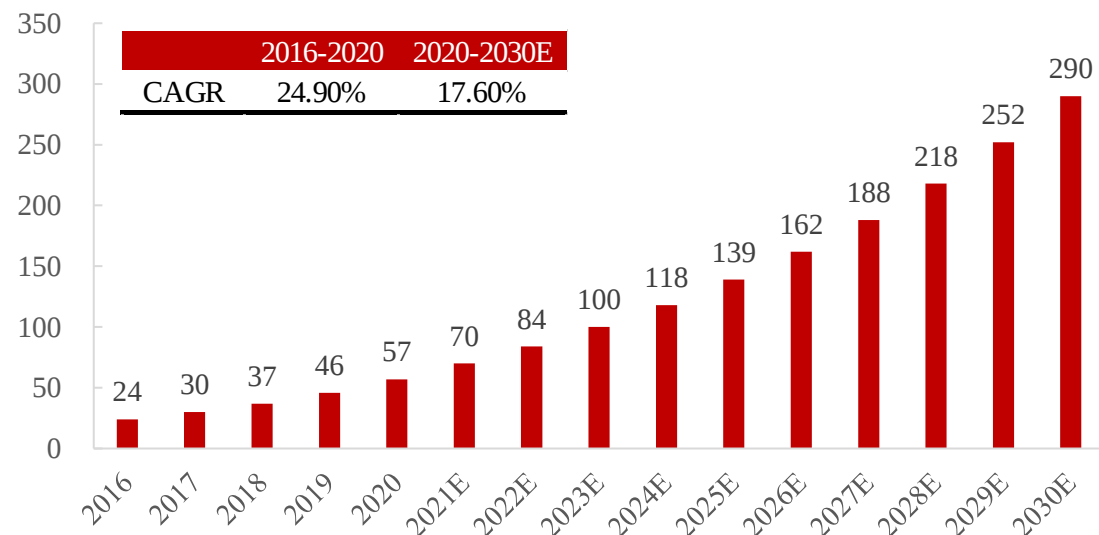
2.3 抗衰医学服务行业：亚健康群体驱动，蓝海市场体量小增速快

- 亚健康人口不断增加，亚健康现象驱动抗衰医学服务行业快速发展。中国亚健康状态人口日益增加，由16年的5.5亿人增至20年的5.7亿人，预期于30年达5.8亿人。于2020年，超过50%介于25岁至55岁总人口的人群出现亚健康状态。同时，各种亚健康症状已对出现亚健康状态的人造成严重困扰，提高了人们对健康改善及疾病预防的意识，进而产生了对抗衰医学服务的庞大需求。
- 抗衰医学服务行业处于一个相对早期阶段的新兴市场，行业体量小但增速快。据招股书，中国抗衰医学服务市场规模由16年的24亿元增长至2020年的57亿元，2016年至2020年CAGR为24.9%；预计30年达290亿元，20年至30年CAGR为17.6%。
- 趋势：各项服务间的协同效应有助于实现身体及皮肤护理服务向抗衰医学服务的延伸。在消费者保健意识增强的推动下，抗衰医学服务的目标客户将更广泛，为满足客户进一步的需求，原有身体及皮肤护理服务提供商将依托原有的客户规模及信任度，进一步布局抗衰医学服务。

图：2020年中国不同年龄段亚健康人口（百万）



图：2016-2030抗衰医学服务市场总收益（亿元）



目录

1

公司概况：中国领先的健康与美丽管理服务提供商

2

行业：行业空间广阔，竞争格局分散，细分赛道高速增长

3

品牌梳理：4大品牌覆盖生美+医美+抗衰

4

核心优势：门店覆盖广泛，服务人员专业稳定，客户群庞大

5

财务分析：营收、净利增长亮眼，日常护理贡献主要营收

- ❑ 公司4大品牌+47类服务项目+超过800个SKU全面布局，定位高端美容服务市场。公司全面布局生活美容、医疗美容以及抗衰医学服务，多种服务覆盖各类应用场景、消费者群体，跨越客户全生命周期。21年直营店会员人数达7.7万人，会员年均消费2.1万元。
- ❑ 直营门店+专业的服务人员带来优质的服务体验。公司门店重点覆盖高线城市，率先于人口众多及人均收入高的一线城市建立据点，针对高端客户群体。美丽田园在17年聘请明星刘涛为代言人，在小红书等社交购物平台，提及美丽田园多称之为“美容界的爱马仕”、“贵妇级美容院”等。享有较高的品牌知名度，荣获时尚COSMO年度美容连锁机构大奖、时尚COSMO年度达人推荐品牌大奖、年度人气品牌、最受女性欢迎品牌等多项大奖。

表：公司四大品牌

	美丽田园	贝黎诗	秀可儿	研源医疗
品牌				
创立时间	1993年	2005年	2011年	2018年
直营店数目	直营154家(美丽田园138家+贝黎诗16家) 加盟160家		18	5
服务重点	日常面部及身体护理服务		能量仪器与注射服务	抗衰医学服务
业务模式	直营店及加盟店		直营店	直营店
21年营收(百万元)	856	85	673	44
客单价(元)	950	922	12708	5000
会员年均消费(元)	11843		39833	16364
会员年均到店次数	12.5		3.1	3.3
院线形象	 			

- ❑ 美丽田园创立于93年，是国内历史最悠久的健康美丽管理服务连锁品牌之一。截至21年，品牌在全国共拥有直营店138家。93年创立之初即引进了德国品牌丹妮嘉（DEYNIQUE）的全套技术、服务和理念，二十多年来美丽田园的国际供应链更是在全球范围整合引进先进的产品和技术。
- ❑ 贝黎诗创立于05年，是一家高级日常面部及身体护理服务提供商，协同美丽田园发挥品牌效应。16年美丽田园与贝黎诗开始开展战略投资合作。21年11月，上海美丽田园收购其12.3%的股权，于21年12月进一步收购其7.7%的股权，交易完成后上海美丽田园持有北京贝黎诗90%的股权。
- ❑ 美丽田园和贝黎诗旨在提供改善客户的皮肤状况和整体身体健康的相关服务，项目团购价相对较为优惠。据大众点评，服务项目集中在日常护肤（保湿、祛痘、均匀肤色）、按摩等，单次团购价集中在200-400元不等。

表：美丽田园服务项目

服务项目	部位	服务功效	护理时长	大众点评价(元/次)	原价(元/次)
纯新胶原护理+肩颈舒缓护理	脸部+肩颈	清洁保湿、舒缓疲劳压力、放松肌肉	85min+35min	246	680+485
焕“睛”眼部护理+润胸纾体护理	眼部+胸部	舒缓疲劳、明眸亮彩	100min	268	1360
SPM-UP收紧塑颜+精油按摩	脸部	保湿、痘肌护理、清洁	120min	268	1360
晶透焕彩3D护理+SPM身体	脸部	保湿、痘肌护理、清洁	115min	268	1360
纯新胶原护理+精油按摩	脸部	清洁、保湿	120min	268	1160
莹润光感护理	脸部	清洁、均匀肤色、提亮肌肤	90min	468	1680

表：贝黎诗服务项目

服务项目	部位	服务功效	护理时长	大众点评价(元/次)	原价(元/次)
[德国BABOR玻尿酸]水漾深层补水保湿	脸部	补水保湿、淡化细纹	85min	288	780
薰衣草热感能量按摩	肩部+背部	疏通经络、通畅血脉、缓解疲劳	60min	288	960
[德国BABOR骨胶原]透明质酸肌底净透护理	脸部	平滑肌肤、降敏修复、恢复肌肤屏障	90min	288	680
沁润保湿护理	脸部	补水保湿、焕肤	60min	298	1080
畅清衡肤净颜护理	脸部	深层清洁、去角质、痘肌护理	60min	298	1080
全身SPA按摩	全身	疏通经络、放松肌肉、缓解疲劳	60min	388	980

图：美丽田园、贝黎诗门店



3.1.1 美丽田园和贝黎诗：直营占比9成，成熟直营店年均收入870万

- 日常面部及身体服务（美丽田园+贝黎诗）收入占比59%，其中直营收入占比53%，加盟收入占比6%。21年公司日常面部及身体服务营收10.5亿元，收入占比59%，其中直营/加盟贡献9.4/1.1亿元，收入占比53%/6%。
- 直营门店中以美丽田园品牌为主。19-21年美丽田园营收为6.8/7.0/8.6亿元，占总营收比重保持在50%左右，贝黎诗营收为0.8/0.6/0.9亿元，21年收入占比5%。
- 直营单店收入爬坡情况：单店年收入由约200-300万元（运营3年）→450-500万元（运营3-8年）→780-880万元（运营8年以上）。21年直营店达154个，其中成熟门店平均单店贡献收入870万元。21年成熟/发展中/新成立门店数量分别为66/53/35个，平均单店收入为870/497/297万元，合计贡献收入5.74/2.63/1.04亿元。

表：日常面部及身体护理服务加盟店经营情况

	2019	2020	2021
收入(百万元)	116	91	105
YOY		-21.6%	15.4%
占比	8.3%	6.1%	5.9%
毛利率	59%	58%	58%
门店数(个)	126	152	160
YOY		20.6%	5.3%
单店年均收入	0.92	0.60	0.66

表：按品牌分日常面部及身体护理服务直营门店经营情况

	2019	2020	2021
直营收入(百万元)	760	757	941
YOY		-0.4%	24.4%
收入占比	54.1%	50.4%	52.9%
毛利率	43%	37%	38%
美丽田园收入	676	696	856
YOY		3.0%	22.9%
收入占比	48%	46%	48%
贝黎诗收入	84	61	85
YOY		-27.5%	40.5%
收入占比	6%	4%	5%
单店拆分			
直营店数(个)	135	140	154
单店年均收入	5.63	5.41	6.11
美丽田园			
数量	119	125	138
单店年均收入	5.68	5.57	6.20
贝黎诗			
数量	16	15	16
单店年均收入	5.24	4.05	5.34

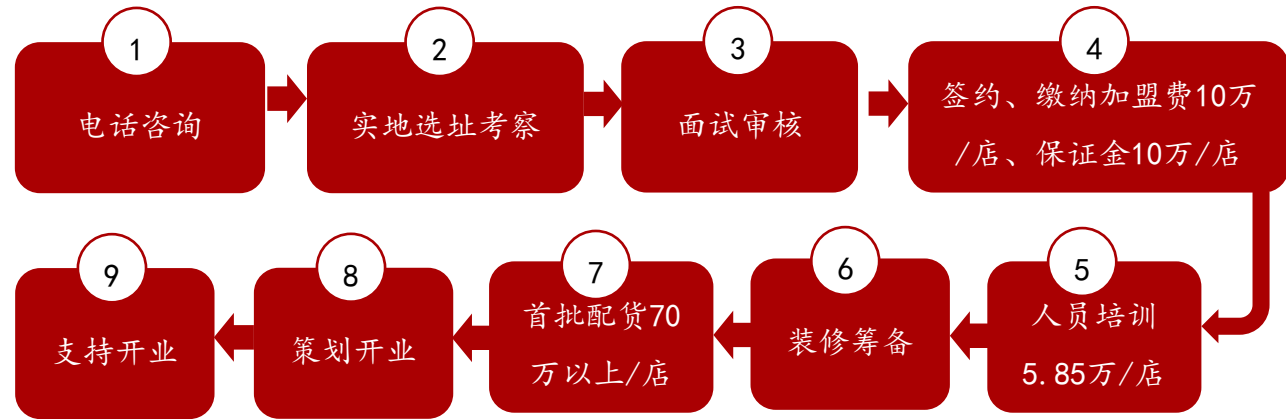
表：按发展阶段分日常面部及身体护理服务直营门店经营情况

	2019	2020	2021
直营收入(百万元)	760	757	941
YOY		-0.37%	24.35%
新成立门店	77	91	104
YOY		18.37%	13.80%
发展中门店	258	225	263
YOY		-12.61%	17.08%
成熟门店	425	441	574
YOY		3.64%	30.26%
单店拆分			
门店数目(个)	135	140	154
单店贡献收入	5.63	5.41	6.11
新成立门店			
数量	34	33	35
单店年均收入	2.27	2.77	2.97
发展中门店			
数量	52	50	53
单店年均收入	4.95	4.50	4.97
成熟门店			
数量	49	57	66
单店年均收入	8.68	7.73	8.70

- ❑ 17年美丽田园与贝黎诗开放加盟，已形成较为系统、成熟的加盟流程。截至21年，公司加盟店共160家。公司加盟条件严格，有利于保障服务质量，维护公司品牌形象。
- ✓ 1) 前期投入：预计在300万以上。投资资金200万以上，包含加盟费10万/店+保证金10万/店+首批进货70万起/店+培训费5.85万/店。
- ✓ 2) 店面及管理要求：高端区域200平米以上独立店面+5年以上管理经验的团队+加盟商需本科以上学历的经营所在地常住居民。

❑ 公司给予全周期、全方位的加盟支持，保证加盟店标准化及平稳发展。公司对加盟店的支持覆盖加盟的全周期，从开业前指导到运营期间指导，提供选址、设计装修、人员培训、营销推广、营运管理、物流等多维度的支持，为消费者带去标准化的、优质的高端服务，实现品牌、加盟商、消费者的三方共赢。

图：加盟流程



表：加盟条件

加盟条件	
投资费用	投资资金200万元以上，含加盟费10万/店、保证金10万/店、首批进货70万起/店、培训费5.85万/店
店面要求	拥有高端购物中心、高端商务区及高端社区200平米以上独立店面
管理要求	拥有5年以上的团队管理经验
加盟商资质	加盟商需本科学历以上，且是经营所在地常住居民

表：公司向加盟店提供的支持

阶段	支持项目	具体内容
加盟前期	选址分析	区域招商人员协助选址，分析市场环境
	设计装修	提供统一的装修标准
	人员培训	专业美容培训学校，提供系统、完善的培训
加盟中后期	多元化业务支持平台	多元化的服务和产品，增加客户满意度
	运营管理支持	统一店铺及会员管理机制，定期进行客户回访
	品牌推广指导	市场部门统一规划年度活动及线上推广
	产品设备配送	总部统一配送从多国采购产品及仪器
	技术指导	定期下店进行培训指导，不断增加服务质量
	品牌和会员共享	会员卡全国通用，全国会员系统共享
	数据分析	统一的门店销售POS系统，完善店铺数据管理

3.1.1 美丽田园和贝黎诗：活跃用户7.6万人，会员平均年消费1.2万元

- 日常面部及身体护理服务由高频次拉动，活跃客户每人年均到店12.5次，年均消费1.2万元。据招股书，公司21年日常面部及身体护理服务活跃客户多达7.6万人，每人年均消费1.2万元，合计贡献收入9亿元，占公司日常面部及身体护理服务收入的86%。量价拆分来看，活跃用户平均每年到店次数12.5次，客单价约950元（低于整体客单价1053元）。
- 按品牌来看，19-21年美丽田园直营店客单价在900-1000元之间，贝黎诗直营店客单价在750-1150元之间。
- 按发展阶段来看，21年新成立/发展中/成熟直营门店：1）客单价：分别为727/802/1100元；2）年均消费：活跃会员分别为0.71/0.81/1.28万元

表：按品牌分日常面部及身体护理服务门店客户情况

	2019	2020	2021
日常皮肤护理收入(百万元)	876	848	1046
YOY		-3.2%	23.3%
到店次数	77.1	79.0	99.3
		2.5%	25.7%
客单价	1136	1073	1053
		-5.6%	-1.8%
美丽田园收入（直营店）	676	696	856
YOY		3.0%	22.9%
到店次数(万次)	69.6	71.0	90.1
YOY		2%	27%
客单价	971	980	950
贝黎诗直营店收入（直营店）	84	61	85
YOY		-27.5%	40.5%
到店次数(万次)	7.5	8.0	9.3
YOY		7%	16%
客单价	1123	759	922

表：按发展阶段分日常面部及身体护理服务门店客户情况

	2019	2020	2021
活跃会员收入	741	730	895
YOY		-3.2%	23.3%
收入占比	84.5%	86.1%	85.5%
活跃会员数	69895	67178	75548
YOY		-3.9%	12.5%
每名活跃会员年均到店次数	10.8	11.3	12.5
YOY		4.6%	10.6%
每名活跃客户平均消费(万元)	1.06	1.09	1.18
YOY		2.55%	8.99%
其中，新成立门店	0.67	0.66	0.71
YOY		-1.17%	7.77%
发展中门店	0.81	0.79	0.81
YOY		-3.03%	2.87%
成熟门店	1.15	1.19	1.28
YOY		3.40%	8.08%

*客单价=对应门店收入/到店数

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.2 秀可儿：国内高端医疗美容连锁品牌，主要布局商业中心

- ❑ 美丽田园集团于2011年创立秀可儿(CellCare)，秀可儿致力于整合和探索世界前沿医学技术、医疗资源。秀可儿主要在全国一二线城市的地标性商业中心布局，定位高品质女性客户，旨在提供专业、安全、舒适的医美诊疗全流程体验。
- ❑ 秀可儿主要提供能量仪器与注射服务。秀可儿服务项目覆盖肤质管理、肤色管理、复合微整、无创提拉、体雕塑形、手术精雕6大服务领域，涵盖超过300个SKU。至20年，秀可儿已覆盖中国上海、北京、武汉、重庆、深圳、成都、西安、太原、长春、杭州、南京、无锡、郑州、海口、长沙、南宁、青岛、宁波共18座城市，是保妥适、乔雅登、热玛吉、科医人等产品/项目/公司的指定授权机构。同时，作为公司第二增长曲线战略布局，秀可儿承接生美客户的医美需求。

表：秀可儿能量仪器服务项目

服务项目	技术/设备类型	说明	项目价格范围
热塑疗法（热玛吉）	射频	利用探针将高能射频传至真皮深层，通过热能使胶原蛋白变性、收缩，从而激活人体的自我修复过程，刺激胶原蛋白再生，达到改善肌理、收缩毛孔、提升皮肤弹性的目的。	6800-66000
光子嫩肤	最佳脉冲技术	采用专门设备M22-AOPT修复面部肌肤	890-9540
Fotona4D	激光	采用专门设备Fotona4D PRO配合A型肉毒杆菌素及其他材料进行非外科脸部提拉项目，打造自然容颜	4600-18800
皮秒激光	激光	采用具高能量的皮秒激光，能准确爆破色素组织或纹身，减少色素沉淀，使肌肤恢复活力、缩小毛孔及润泽肤色	800-12800
低温体雕术	冷冻溶脂术	利用可控的冷却以镇定并消除皮肤下的脂肪细胞	1990-29800

表：注射类服务项目

服务项目	说明	拟定效果	价格范围
A型肉毒杆菌素	将药物A型肉毒杆菌素注射至面部或身体的皮肤及/或肌肉	减少面部或身体的皱纹、面部或身体塑性	800-22800
注射填充物	将透明质酸注射至面部或身体的皮肤及/或骨膜	填充面部或身体的皱纹，还原失去的自然丰盈质感，收紧下垂的肌肤	3000-19800
童颜针	于面部肌肤注射经国家药品监督管理局批准的童颜针	刺激胶原蛋白再生	6600-19800
雪花针	将透明质酸钠复合溶液嗨体注射至皮肤的乳头层	提供必要的化合物以修复面部细胞并保持水分	800-3800
幸福眼	结合使用注射嗨体及A型肉毒杆菌素以及细线修眉以于眼部周围进行非手术项目	减少衰老的影响	13800-19800

3.1.2 秀可儿：活跃用户1.7万人，会员年均消费4万元，毛利率达57%

 浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

- 秀可儿收入增速维持约20%，收入占比达38%。19-21年秀可儿营收为4.6/5.6/6.7亿元，保持20%左右较高增速，19-21年品牌收入占比由33%提升至38%。
- 定位轻医美，21年活跃客户1.7万人，每名活跃会员年均消费3.98万元。秀可儿定位轻医美，较传统的日常皮肤及身体护理（生美）而言，客单价更高，消费频次更低，21年每名活跃会员年均到店次数3.1次，客单价对应1.28万元。
- 高客单价拉动，毛利率达57%。19-21年秀可儿毛利率分别为61%/59%/57%，高于公司整体毛利率水准。
- 全直营发展，单店年均收入3000-4000万元。秀可儿为100%直营模式，19-21年门店数14/17/18家，受疫情影响21年门店扩张速度有所放缓。19-21年单店年均收入分别为3318/3318/3739万元，高于公司旗下其他品牌。

表：秀可儿经营情况

	2019	2020	2021
收入(百万元)	465	564	673
YOY		21.3%	19.3%
占比	33.1%	37.5%	37.8%
毛利率	61.2%	59.3%	57.4%
门店数(个)	14	17	18
单店年均收入（百万元/店）	33.18	33.18	37.39

表：秀可儿客户及会员情况

	2019	2020	2021
客户到店次数(万次)	4.3	4.5	5.3
YOY		4.1%	17.6%
客单价(万元)	1.07	1.25	1.27
YOY		16.7%	1.5%
活跃会员数(万人)	1.3	1.4	1.7
YOY		12.7%	18.2%
每名活跃会员年均到店次数（次）	3.4	3.2	3.1
YOY		-5.9%	-3.1%
每名活跃会员的年均消费（万元）	3.66	3.95	3.98
YOY		7.8%	0.9%
活跃会员客单价(万元)	1.08	1.23	1.28
YOY		14.5%	4.2%

3.1.3 研源医疗：医疗抗衰服务机构，把握抗衰新风口

- 研源医疗是美丽田园集团于18年创立研源医疗，是一家整合国际先行医疗技术资源与医学专家团队的医疗抗衰机构。截至21年，全国共有5家研源医疗中心提供抗衰医学服务，分别位于北京、上海、深圳、重庆、武汉5座城市。美丽田园集团于20年12月出售海南启研，售前为集团的间接全资附属公司。
- 研源医疗中心主要提供抗衰医学服务，以响应日常面部及身体护理服务客户的需求。研源旨在就亚健康评估及干预项目，使用专门技术及各类测试以评估健康状况并干预护理。截至21年，研源医疗中心提供6类抗衰医学服务项目，涵盖近400个SKU。凭借先进技术和医疗设备，汇集德国、日本、韩国、台湾等临床医学专家与技术研发人员，以功能医学为核心技术，提供精准医疗、个体化的健康管理。

表：抗衰医学服务项目

服务项目	说明	价格范围
功能医学检测	提供各种功能医学就按测，包括代谢系统、内分泌系统、免疫系统、胃肠道及环境毒素暴露测试，以提供深入身体健康状况评估	1000-38000
亚健康评估	通过各种测试，例如通过热红外成像进行代谢热检测心率变异性监测、荧光测试及动冲粥样硬化测试	1100-12000
干预护理	提供干预护理，包括提供德国阿登纳免疫热疗以促进新陈代谢并环境神经及肌肉疼痛；以畅暖聚焦超声子宫特护，使用低强度聚焦超声技术为女性客户提供子宫护理	1000-9600

图：抗衰医学服务检测项目

细胞代谢热 (热 CT)
全身深层健康评估

通过细胞代谢热红外成像技术和热源层析技术对慢性疾病异常热源特征进行精准识别，对身体进行全面、系统的代谢检测和健康评估。



自主神经 (精神压力)
神经系统健康检测

人们常常忽视精神压力对于身体健康的威胁，压力过重所导致的自主神经紊乱和交感副交感失衡可能引起精神系统、消化系统、呼吸系统等多种疾病。心率变异性 (HRV) 是目前临床检测精神压力的客观准确的方法符合欧洲心脏协会 (ESC) 和美国电生理学会 (NASPE) 的 HRV 标准。



糖基化 (糖化蛋白)
代谢系统风险评估

人们常常重视血糖指标却忽视了更深层次的糖基化反应 (AGEs) 对细胞的伤害及带来的多种并发症。通过自动荧光检测 (autofluorescence) 可对糖尿病、肾脏疾病、肝脏疾病、血管损伤、肌肉骨骼损伤、中枢神经系统失调实现早期风险预测。



3.1.3 研源医疗：医疗抗衰服务机构，把握抗衰新风口

- ❑ 21年收入4400万，收入占比2.5%，出售海南启研对品牌经营状况影响较大。研源定位抗衰医学服务行业，属于发展处于相对早期阶段的新兴市场。19-21年品牌贡献营收0.64/0.91/0.44亿元，21年收入占比2.5%，毛利率保持在40%左右。21年营收下降主要系公司在20年12月出售海南启研，其售前为集团创立于16年的全资附属公司，主要业务为干细胞生物技术研发与服务。因其业务与公司核心服务无直接关系，创新研发需大量精力，故进行出售。
- ❑ 21年活跃会员数2675人，活跃会员年均消费1.64万元，对应客单价4959元，年均到店次数为3.3次。
- ❑ 全国5家门店，21年单店年均收入875万元。19-21年公司单店年均收入分别为1287/2278/875万元，21年大幅下降主要源于出售海南研源。

表：研源医疗中心经营情况

	2019	2020	2021
收入(百万元)	64	91	44
YOY		41.6%	-52.0%
收入占比	4.6%	6.1%	2.5%
毛利率	43%	38%	43%
门店数(个)	5	4	5
店效（百万元/店）	12.87	22.78	8.75

表：研源医疗中心客户及会员情况

	2019	2020	2021
客户到店总数(万人)	0.5	1.0	0.9
YOY		100.6%	-12.9%
客单价(元)	12847	9067	5000
YOY		-29.4%	-44.9%
活跃会员数(人)	1895	3305	2675
YOY		74.4%	-19.1%
每名活跃会员到店次数（次）	2.6	3.0	3.3
YOY		15.4%	10.0%
每名活跃会员的平均消费（万元）	3.40	2.76	1.64
YOY		-18.8%	-40.6%
活跃会员客单价(元)	13061	9189	4959
YOY		-29.6%	-46.0%

目录

1 公司概况：中国领先的健康与美丽管理服务提供商

2 行业：行业空间广阔，竞争格局分散，细分赛道高速增长

3 品牌梳理：4大品牌覆盖生美+医美+抗衰

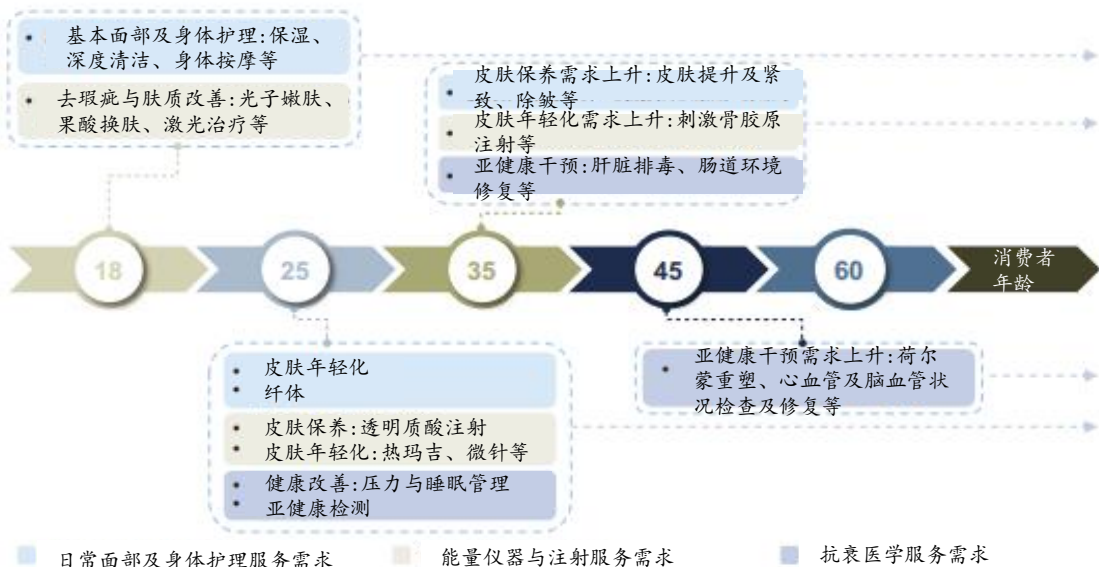
4 核心优势：门店覆盖广泛，服务人员专业稳定，客户群庞大

5 财务分析：营收、净利增长亮眼，日常护理贡献主要营收

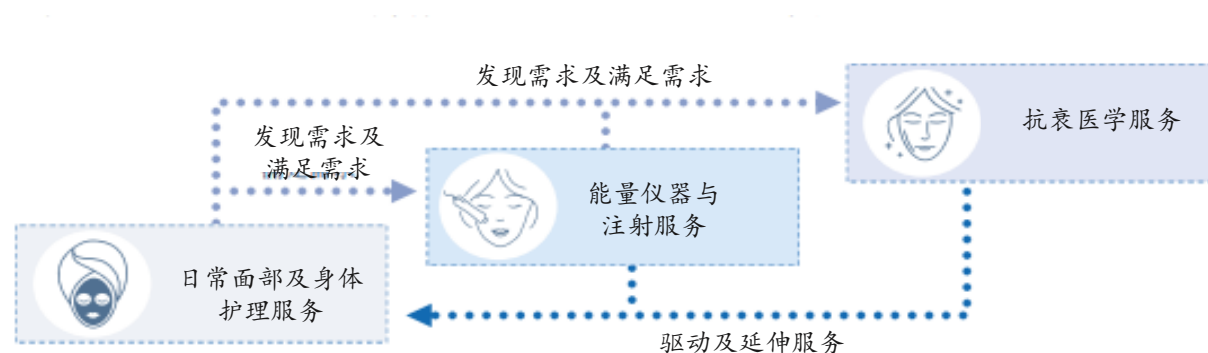
3.1 领先的健康与美丽管理服务提供商，一站式服务满足多重需求

- ❑ 美丽田园是中国领先的健康与美丽管理服务提供商。按21年收益计，公司是中国最大的日常面部及身体护理服务和第二大的身体及皮肤护理服务提供商。美丽田园品牌建立于1993年，是中国健康与美丽管理服务行业中历史最悠久的国内连锁品牌之一。
- ❑ 一站式健康管理服务，跨越客户全生命周期，满足多重需求。公司健康与美丽管理服务涵盖所有个性化身体及皮肤护理服务（包括日常面部及身体护理服务及能量仪器与注射服务）以及抗衰医学服务。截至21年，公司提供的各项健康与美丽管理服务涵盖47类服务项目，超800个SKU，能满足18-60岁客户在不同年龄的需求。
- ❑ 公司各项服务之间形成协同效应，由日常面部和身体护理服务进一步延伸至医美服务。公司通过日常面部及身体护理服务初步赢得消费者信任，继而延伸至能量仪器与注射服务及抗衰医学服务。公司于11年推出能量仪器与注射服务等高价格服务项目，打造公司收入第二增长曲线，21年收入占比接近四成；于18年推出抗衰医疗服务，打造未来新增长曲线。同时公司为市场中有稳定客源且规模较小的参与者提供指导和支持，形成协同效应。

图：客户生命周期内的一站式服务



图：业务吸引流程



3.2 已建立全国服务网络，一线加密+新一线及下沉市场扩张并行

□ 四大品牌定位分明，已建立全国服务网络，覆盖99个城市。

- ✓ 美丽田园&秀可儿：建立完善的全国覆盖网络，177家直营店+160家加盟店。
- ✓ 秀可儿&研源：全直营，仅为现有日常面部及身体护理客户中有更进阶需求的城市开设。当前，研源仅覆盖北京、上海、深圳、重庆、武汉；秀可儿覆盖上海、北京、武汉、重庆、深圳、成都、西安、太原、长春、杭州、南京、无锡、郑州、海口、长沙、南宁、青岛、宁波18个城市。

□ 一线城市为主，加密一线城市布局的同时，增加新一线城市的门店数。

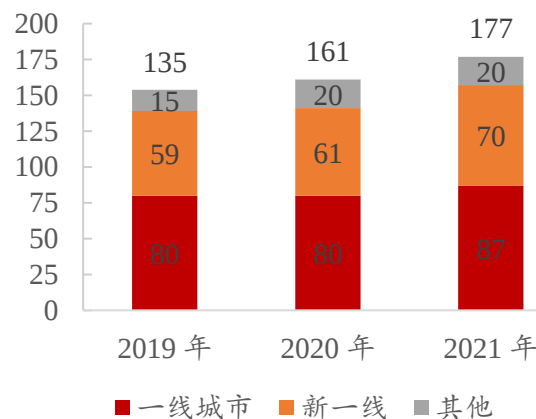
- ✓ 21年公司一线城市直营店达87家，数量占比49%，其中北上广各有43/33/12家；一线+新一线直营店157家，数量占比89%，其中重庆&湖北各有14家，浙江11家，江苏9家，四川&吉林各6家。
- ✓ 一线加密&新一线、下沉市场扩张双线并行。新增店来看，19-21年期间，公司一线/新一线/二三线及以下新增门店数量分别为7/11/5家。

□ 直营为主，美丽田园/贝黎诗/秀可儿/研源各有138/16/18/5家；加盟为辅，合计160家。截至21年，公司拥有177家直营店以及160家加盟门店，直营店包括138家美丽田园、16家贝黎诗、18家秀可儿、5家研源医疗中心。21年全国共计160家加盟店，覆盖全国28个省及直辖市，除内蒙古、宁夏、贵州、台湾外皆有加盟店。其中，江苏（27家加盟+9家直营）、山东（18家加盟+3家直营）、湖南（8家加盟+1家直营）、江西/福建（均为4家加盟）、广西、河南等地，以加盟店为主。

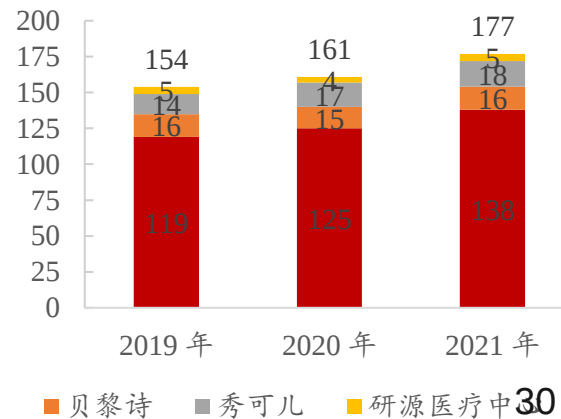
图：公司门店网络



图：直营店地区分布数量



图：直营店品牌分布数量

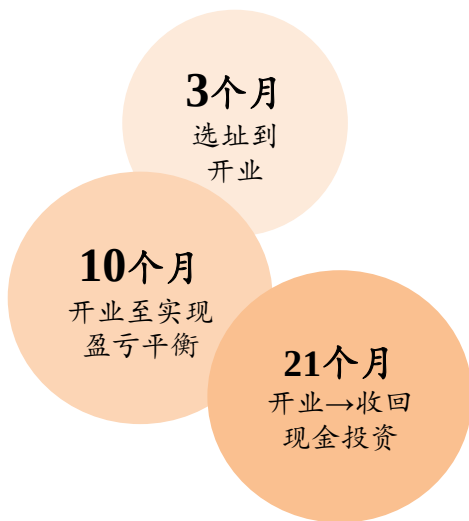


- 公司已具备成熟的选址运营模式，及标准化复制模型，通常选址→开业3个月，生美门店开业→盈亏平衡10个月，开业→收回现金投资21个月。19-21年公司新开设40家直营店。选址主要集中在各大购物商场，合作稳定且客流量充足，从完成选址到门店开张所需时间通常约3个月。据招股书，14-21年公司日常面部及身体护理门店平均于开业后10个月实现盈亏平衡，平均于开业后21个月后收回现金投资。
- 未来公司将持续进行全国扩张，预计23-26年合计新增172家门店，其中生美类直营门店新增115家。
- 1) 通过内生增长及收购扩张现有生美(美丽田园/贝黎诗)门店网络。预计23-26年新增生美直营店25/30/30/30家，战略并购8/8/6/6家生美加盟店，与现有直营店形成协同效应。23-26年美丽田园/贝黎诗门店预计共增加115家，预计至26年将共计拥有457家门店(直营店297家/加盟店132家)。
- 2) 新一线城市扩展升级医美抗衰(秀可儿/研源医疗中心)门店网络。预计23-26年新增医美及抗衰4/6/6/2家，23-25年升级3/3/3家现有医美抗衰门店，计划在北京、上海各建设一家旗舰美容及抗衰服务中心，以提升品牌宣传效应。23-26年秀可儿/研源医疗中心预计共增加29家，预计至26年将合计拥有52家门店。

图：公司选址集中于核心商圈，定位中高端客户



图：新建门店标准化复制



表：未来门店扩张计划

		2023E	2024E	2025E	2026E	总计	
美丽田园/贝黎诗	新开生美	25	30	30	30	115	
	收购加盟店	8	8	6	6	28	
秀可儿/研源医疗	新开医美及抗衰	4	6	6	2	18	
	升级医美或抗衰	3	3	3		9	29
	旗舰美容及抗衰服务中心				上海及北京各新增一家	2	

3.3 同店增长靓丽，21年成熟门店年均收入已恢复至19年水准

□ 21年公司同店增长达20%，内生增长表现靓丽，其中秀可儿已成为核心增长驱动力。

✓ 19-20年受疫情影响，公司同店增长仅4%，日常面部及身体护理服务的发展中门店与成熟门店以及研源医疗同店收入下降。20-21年公司疫后恢复良好，整体同店增长率达20%，其中日常面部身体护理门店（成熟店）/秀可儿/研源同店增长率18%/19%/27%。

✓ 秀可儿已成为内生增长的核心驱动，20年疫情影响下仍实现19%的高速增长；20/21年公司同店销售额同比增长4633万/2.72亿，其中秀可儿贡献8280万/1.04亿。

□ 21年美丽田园/贝黎诗成熟门店单店收入已恢复至19年水准。19-21年公司成熟门店数量为49/57/66家，单店年均收入为868/773/870万元，21年已恢复至19年水准。

表：同店销售额（百万元）

	2019	2020	2020	2021
日常面部及身体护理服务门店				
新成立门店	67.10	81.15	81.46	116.06
发展中门店	250.90	236.72	220.45	265.14
成熟门店	424.17	392.59	440.19	520.28
秀可儿门店	434.01	516.81	555.30	658.94
研源医疗中心	36.90	32.14	34.44	43.59
整体	1213.08	1259.41	1331.83	1604.01

表：同店增长率

	2019-2020	2020-2021
日常面部及身体护理服务门店		
新成立门店	20.9%	42.5%
发展中门店	-5.7%	20.3%
成熟门店	-7.4%	18.2%
秀可儿门店	19.1%	18.7%
研源医疗中心	-12.9%	26.6%
整体	3.8%	20.4%

表：美丽田园/贝黎诗直营门店经营情况（百万元）

	2019	2020	2021
新成立门店数量	34	33	35
新成立门店单店年均收入	2.27	2.77	2.97
发展中门店数量	52	50	53
发展中门店单店年均收入	4.95	4.50	4.97
成熟门店数量	49	57	66
成熟门店单店年均收入	8.68	7.73	8.70

3.3 同店增长靓丽，各品牌单店收入仍有较大提升空间

- ❑ 美丽田园/秀可儿/研源规模TOP1门店21年收入分别为0.29/2.2/0.2亿，19-21年复合增速0%/18%/3%。前十大门店中包括5家秀可儿、4家美丽田园以及1家研源医疗，从19-21年复合增速来看，秀可儿TOP5单店仍有较大成长空间，美丽田园TOP单店收入增速放缓。21年前十大门店收入占总营收的37%。
- ❑ 各品牌成熟门店年均收入vs各品牌TOP机构收入：均有较大提升空间。21年来看，1) 美丽田园前4大门店单店年均收入约2500万元，而当前美丽田园/贝黎诗成熟直营门店整体单店年均收入约900万元，全部直营门店年均收入约600万元。2) 秀可儿前5大门店单店年均收入约1.1亿元，整体单店年均收入约3700万元。

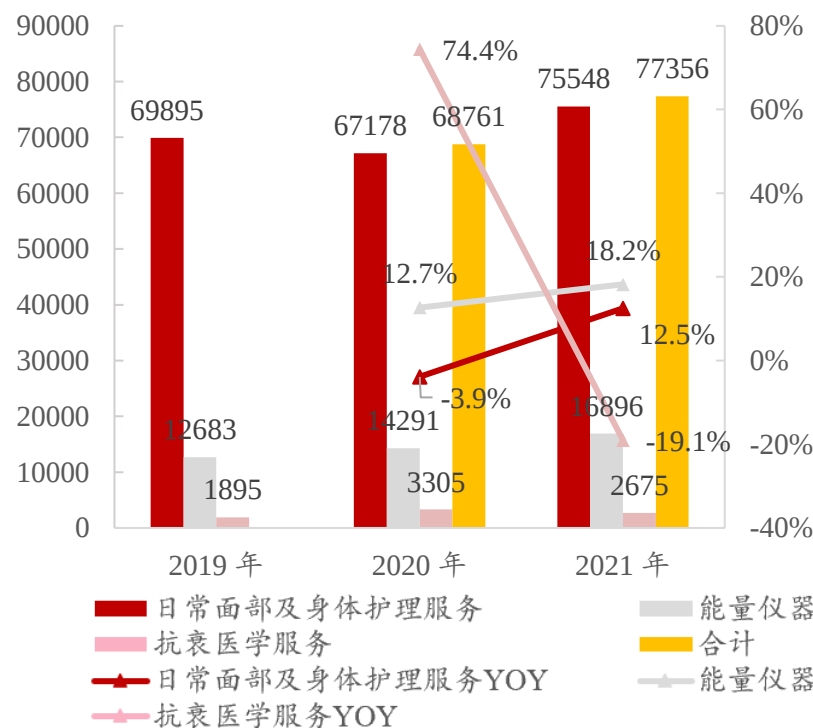
表：前十大门店主要经营数据

所属品牌	门店名称	成立年份	建筑面积(m²)	客户到店次数(万次)			营收(百万元)		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
秀可儿	上海益丰外滩源秀可儿店	2011 年	1526	1.37	1.29	1.50	155	182	216
	北京禾欣医疗秀可儿店	2017 年	1362	1.05	1.06	1.19	143	167	201
	重庆爱尚两江秀可儿店	2019 年	640	0.33	0.34	0.42	31	38	43
	武汉国广秀可儿店	2011 年	648	0.41	0.25	0.37	37	29	41
	深圳欢乐时光秀可儿店	2017 年	1111	0.29	0.30	0.33	22	29	35
TOP5均值				0.69	0.65	0.76	78	89	107
秀可儿全部门店均值				0.31	0.27	0.29	33	33	37
美丽田园	北京金融街美丽田园店	2007 年	632	2.22	1.95	2.18	29	25	29
	上海港汇美丽田园店	2005 年	861	1.37	1.16	1.29	25	25	23
	上海恒隆美丽田园店	2001 年	886	1.39	1.36	1.58	23	23	25
	北京新国贸美丽田园店	2001 年	1014	1.52	1.38	1.63	22	20	24
TOP4均值				1.62	1.46	1.67	25	23	25
美丽田园、贝黎诗成熟门店均值				0.74	0.68	0.79	9	8	9
美丽田园、贝黎诗全部门店均值				0.57	0.56	0.65	6	5	6
研源医疗	上海益丰外滩源研源健康中心	2018 年	1000	0.24	0.34	0.36	19	20	20
研源全部门店均值				0.10	0.25	0.18	13	23	9

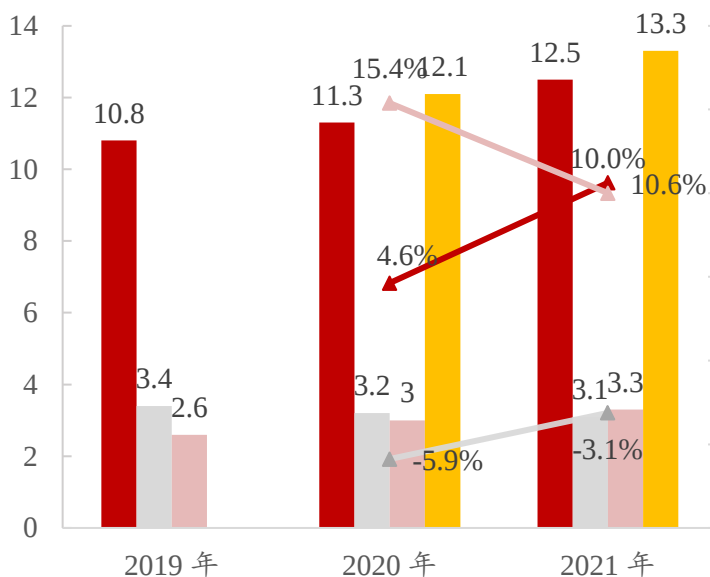
3.4 通过精细化运营+数字化赋能+专业人员培训，已积累高质量客户群

- 公司已积累了由活跃及忠实会员组成的庞大客户群，21年直营店活跃会员人数达7.7万人，加盟店服务了2.8万名活跃会员。21年公司直营店的活跃会员77356名，较20年上升12.5%，其中，能量仪器与注射服务活跃会员增长相对较快，同比增长18%；日常面部及身体护理服务活跃会员同比增长12%；21年加盟店服务了2.8万名活跃会员。
- 公司客户群年均消费高，客户粘性强，光顾频次多。1) 从年均消费来看，直营店的每名活跃会员平均消费人民币20832元，而20年则平均消费人民币20151元，其中能量仪器及注射服务平均消费最高，为39833元。2) 从光顾频次看，21年直营店活跃会员平均光顾门店13.3次，较20年增加1.2次，其中日常面部及身体护理服务到店次数最多。19-21年，活跃会员中的81%、82%及85%分别于当年多次购买了公司服务。3) 从消费粘性看，19年活跃会员中的71%在随后2年曾继续购买服务。

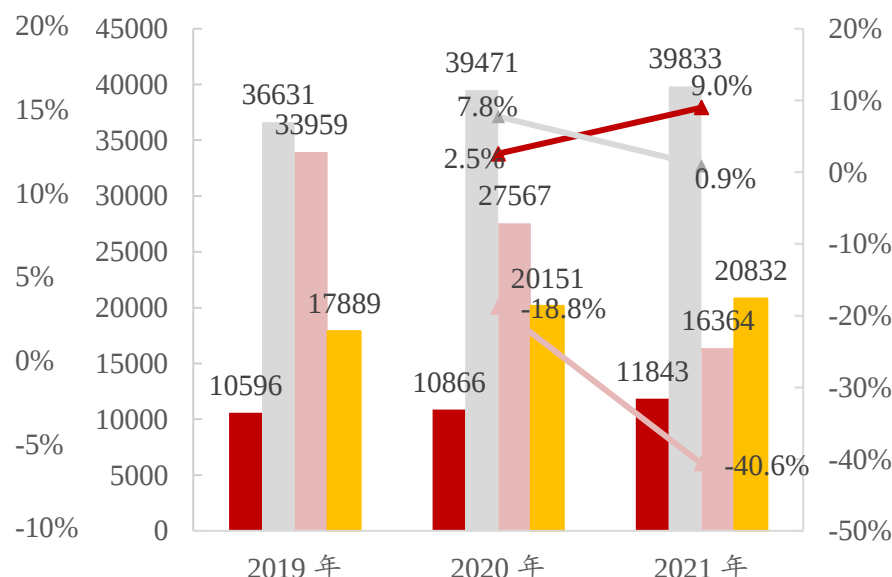
图：直营店活跃会员数（人）



图：直营店每名活跃会员到店次数（次）



图：直营店每名活跃会员的平均消费（元）



注：19年公司整体的活跃会员数合计与到店次数合计未披露

3.4.1 精细化管理客户，沉淀品牌口碑

□ 公司深耕行业29年，已建立完善的客户管理系统，重视客户反馈，发掘客户需求。公司已大量业务数据，有利于掌握客户的交易模式、消费习惯及终身客户价值；已在CRM管理系统设置96项客户标签，未来预计建立400个客户标签。公司是最早采用移动评论系统的公司，顾客能实时对服务评论及发表意见。公司拥有数字化客户关系管理体系，能就客户查询、预约、投诉以及售后服务评价提供及时反馈机制。

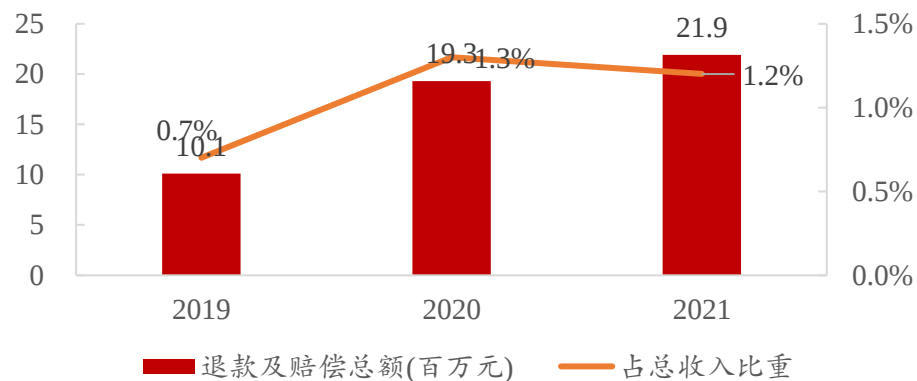
□ 从服务质量控制、客诉处理、收入确认等多环节入手→客户满意度较高，退款及赔偿总额及占比较低。

1) 分类管理客诉，分主体管理客诉。投诉分为危机投诉及非危机投诉，分别对应不同的标准流程。针对客诉，店长负责解决线下门店客诉。营销团队负责即时解决线上客户反馈或投诉。此外，公司设立客户关系管理部门，评估投诉处理的及时性和满意率。2) 专业团队定期进行深入调研，保证服务质量。公司每月开展服务、医疗质量控制检查。3) 独特收益确认系统，月净推荐值85.5%，不利反馈不足0.1%。客户对服务质量感到满意后，公司才会确认服务费用。21年公司的平均月净推荐值已达85.5%，连续3年不利反馈总数占总服务次数比例不足0.1%。4) 退款及赔偿总额及占比不足1.5%。公司提供免费或部免费服务，或全部退款等方式，以解决客诉；也可根据个别情况，提供额外补偿。19-21年，针对客户做出的退款及赔偿总额分别为1010/1930/2190万元，分别占同期收入的0.7%/1.3%/1.2%

图：公司不利反馈次数占比<0.1%

個案性質	截至12月31日		
	2019年	2020年	2021年
服務未有完全達到客戶預期	<0.1%	<0.1%	<0.1%
員工態度	<0.1%	<0.1%	<0.1%
衛生問題	<0.1%	<0.1%	<0.1%
服務後不適	<0.1%	<0.1%	<0.1%
其他不利反饋	<0.1%	<0.1%	<0.1%
總計	<0.1%	<0.1%	<0.1%

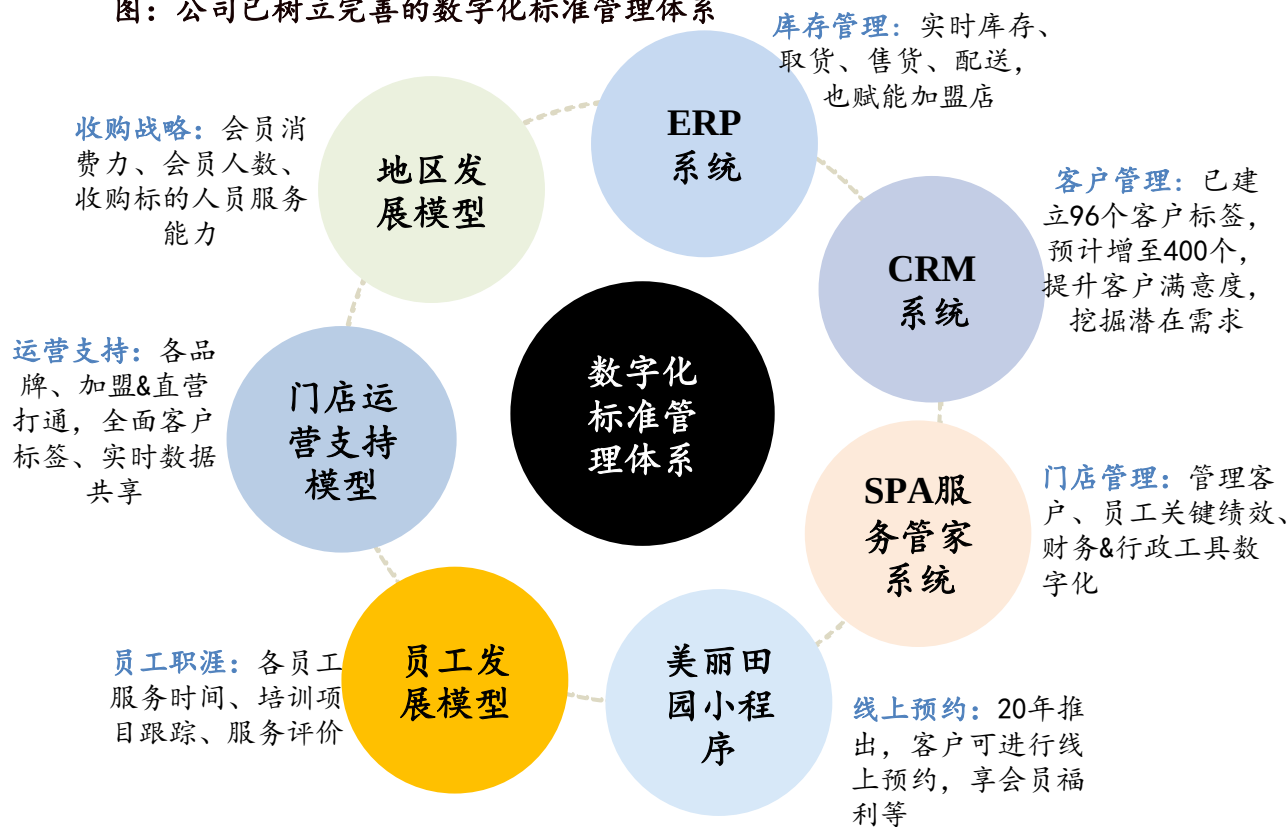
图：公司退款及赔偿总额



3.4.2 数字化赋能，打造标准化、高效的运营管理体系

- ❑ 公司拥有强大的数字化平台赋能标准化服务，提高运营效率。截止21年，公司已开发32个专有信息管理体系，拥有超过60名数字化人才，领先同业。公司打造了地区发展模型、门店运营支持模型、员工发展模型、ERP系统、CRM系统、美丽田园小程序等一系列数字化标准管理体系。
- ❑ 19-21年研发投入合计约3984万元，未来将持续投入IT系统，加码数字化建设。公司募集资金部分将用于1) 开发自由数字系统，包括门店网络运营系统及微信营销系统。2) 升级IT系统，如客户关系管理系统、ERP系统及人力资源系统。3) 改善全国门店网络IT基建，购买必要的网络服务和建立内部数据中心。4) 推行IT安全措施。

图：公司已树立完善的数字化标准管理体系



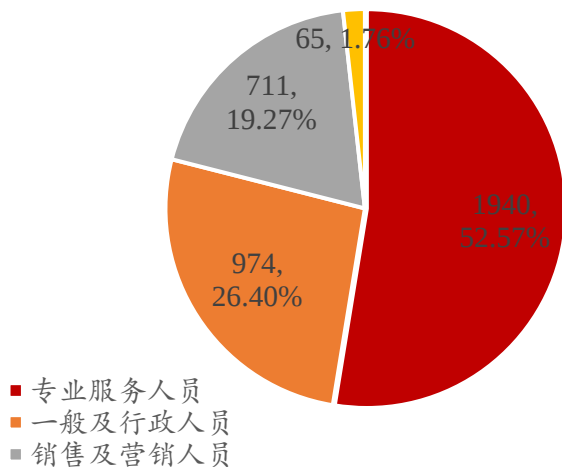
图：美丽田园小程序操作界面



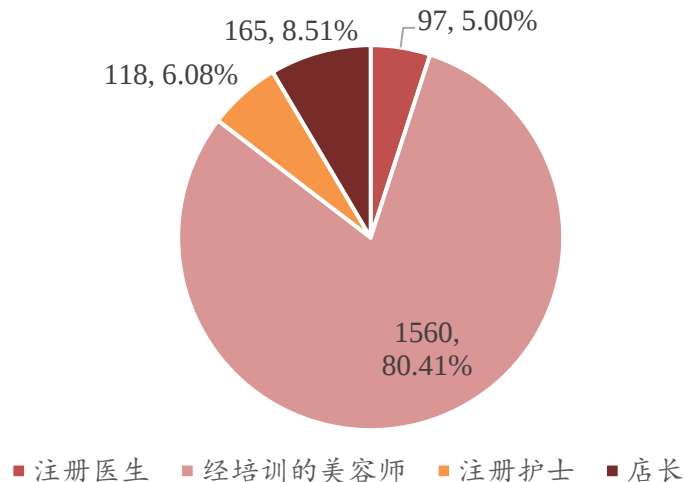
3.4.3 服务人员专业稳定，内部培训体系成熟

- 服务人员经验丰富，专业服务人员留任达74%。公司在全国拥有共1940名专业服务人员（包括97名注册医生、1560名经培训的美疗师、118名注册护士及165名店长），在公司从业1年及以上的专业服务人员年资平均为6.1年，业内领先。同时，公司也是健康与美丽管理服务行业专业服务人员留任最高的少数公司之一，21年留任率为74%。
- 以培训中心作为专业人才枢纽，建立完善的内部培训体系，美疗师与晋升管理岗双轨运行。公司在武汉市(1997年成立)及上海市(2010年成立)拥有两所美丽田园培训中心，拥有培训讲师近90人，为专业服务人员提供岗前培训及在职培训，已向专业服务人员提供逾13000节课程。员工上岗前与晋升前均需参与培训。1) 美疗师培训时间较长，培训较为严格。需进行全脱产培训56天，培训内容涵盖职业技能、员工形象、心理素质、沟通技巧四个方面。2) 管理岗培训实行理论与演练相结合。培训时长以天和周为周期。培训内容包括相关理论培训与项目及产品沟通演练。20年公司的培训计划获数字中欧颁受“数字化学习项目创新奖”。

图：公司整体员工结构



图：公司专业服务员工构成



图：美丽田园内部培训体系



注：一般及行政人员主要包括管理层、客户助理、培训人员、人力资源员工、财务部员工及清洁部员工
销售及营销人员主要包括客户经理、美容顾问、健康顾问及营销人员。

目录

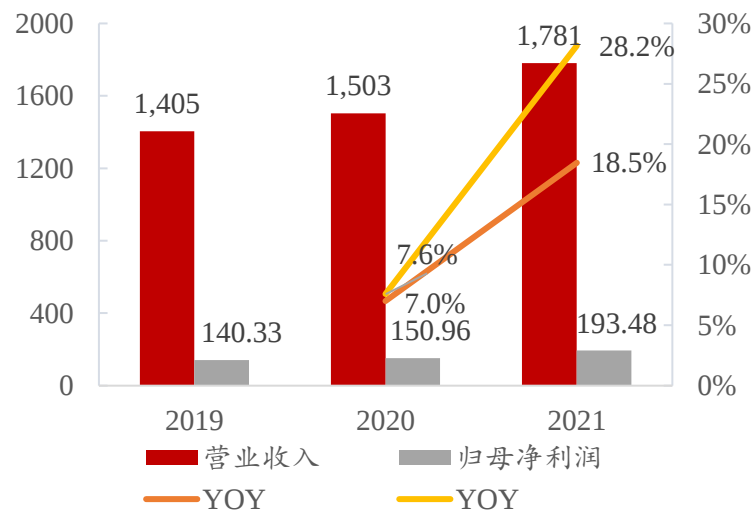
- 1 公司概况：中国领先的健康与美丽管理服务提供商
- 2 行业：行业空间广阔，竞争格局分散，细分赛道高速增长
- 3 品牌梳理：4大品牌覆盖生美+医美+抗衰
- 4 核心优势：门店覆盖广泛，服务人员专业稳定，客户群庞大
- 5 财务分析：营收、净利增长亮眼，日常护理贡献主要营收

□ **收入及利润复合增速超10%。**19-21年公司营收14.05、15.03、17.81亿元，CAGR为12.6%。归母净利润从19年的1.40亿元增长至21年的1.93亿元，CAGR 17.4%。

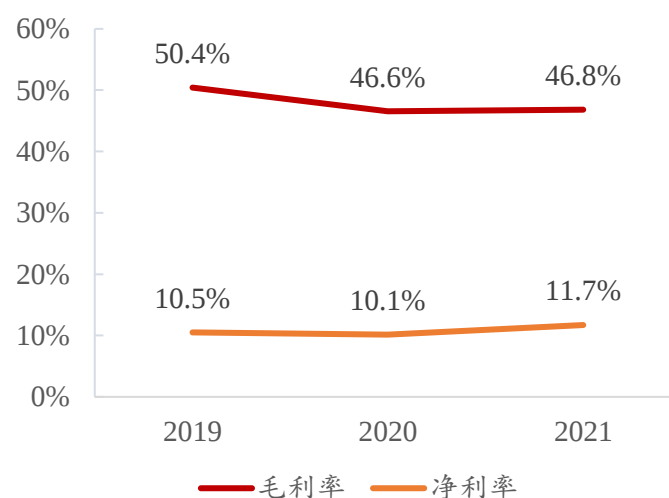
□ **毛利率稳定在45%-50%，20/21年净利率达10.1%/11.7%。**19-21年毛利率分别为50.4%/46.6%/46.8%，20年疫情影响致毛利率下滑，21年毛利率稳中略升。21年日常面部及身体护理/能量仪器与注射服务/抗衰业务毛利率分别为38%/57%/43%，其中能量仪器与注射服务毛利率下滑主要系利润率较低的透明质酸注射占比提升。

□ **生活美容收入占比59%，直营生美占比53%。**分业务来看，公司主要收入来源仍为日常面部及身体护理服务，21年收入占比59%，其中直营/加盟渠道占比53%/6%，19-21年生美直营CAGR达11.3%。能量仪器与注射服务21年营收达6.7亿元，占比38%，19-21年CAGR达20.3%。抗衰医学服务营收6100万，占比3.4%，较20年下降主要源于20年底公司出售海南启研所致。

图：营业收入、归母净利润及增速（百万元）



图：毛利率及净利率



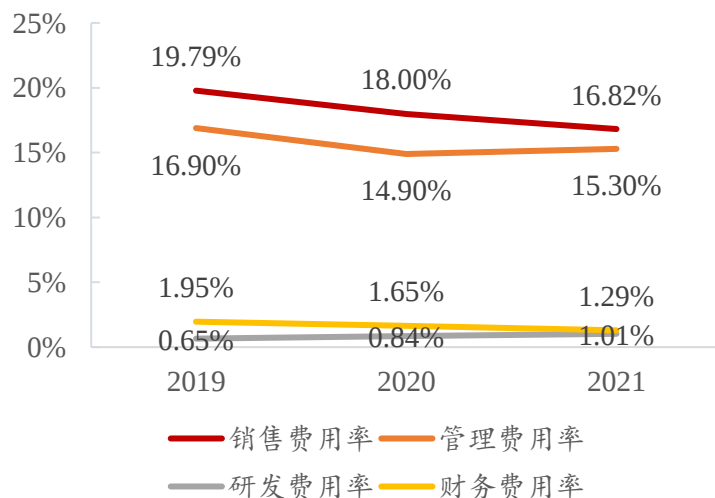
表：按服务项目划分的公司三大板块收益（百万元）

		2019	2020	2021
日常面部及身体护理	收入	876	848	1046
	YOY		-3.2%	23.3%
	占比	62.4%	56.4%	58.7%
直营店	毛利率	43.0%	37.0%	38.0%
	收入	760	757	941
	YOY		-0.4%	24.3%
	占比	54.1%	50.4%	52.8%
加盟店及其他	毛利率	43.1%	36.8%	38.3%
	收入	116	91	105
	YOY		-21.6%	15.4%
	占比	8.3%	6.1%	5.9%
能量仪器与注射服务	毛利率	59.3%	57.7%	57.5%
	收入	465	564	673
	YOY		21.3%	19.3%
	占比	33.1%	37.5%	37.8%
抗衰医学服务	毛利率	61.2%	59.3%	57.4%
	收入	64	91	61
	YOY		42.2%	-33.0%
	占比	4.6%	6.1%	3.4%
	毛利率	43.3%	37.8%	43.0%

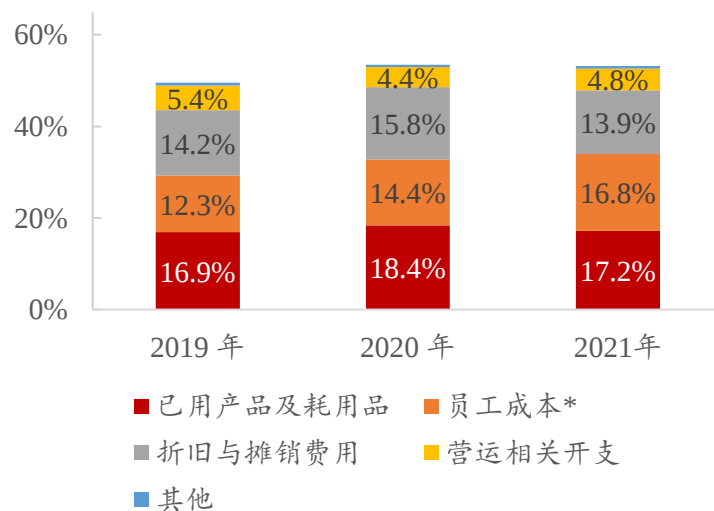
4.2 客户高粘性，营销推广开支占比不足2%；业务人员成本17%

- 会员模式下客户高粘性，营销推广开支占比不足2%。21年公司销售费用率16.8%，其中营销及推广开支仅1.9%，主要系1) 公司日常皮肤及身体护理收入占比约6成，而生美市场已处于发展成熟期，获客成本较低；2) 生美成熟门店占比较高（21年直营成熟店占直营店数量的43%，收入的61%），主要依赖会员重复消费，获客成本低。
- 规模效应显著，销售及管理费用率逐年下降；注重研发，研发费用率提升。公司19-21年1) 销售费用率从19.8%逐年下降至16.8%；2) 若剔除上市开支，管理费用率也逐年下降，展现良好的规模效应。3) 研发费用率逐年上升，由19年的0.7%提升至21年的1.0%。
- 21年产品及耗材占比17%，员工总成本占比40%，其中业务运营人员成本占比17%。1) 耗材占比17-19%，公司主要自德国购买产品耗材，21年前5大供应商中，公司自德国化妆品及身体护理供应商处采购达6900万元，从国内医疗美容设备耗材供应商处的采购近8600万元。2) 员工总成本占比约40%，其中业务运营人员成本（医生、护士店长等）占比17%，销售营销人员占比10%。

图：公司各项费用情况



图：按性质划分的销售及服务成本（/营收的占比）



*业务运营人员工资、福利及分红

表：员工成本细分（包括工资、福利、分红）

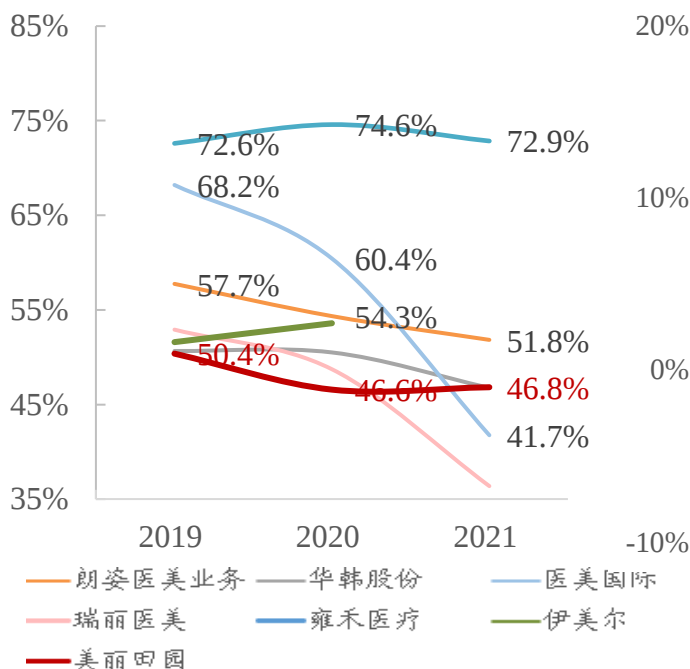
		2019	2020	2021
员工总成本（百万）	成本	544.28	582.46	715.09
	YOY		7%	23%
研发人员	占收入比	39%	39%	40%
	成本	8.11	9.27	16.16
	YOY		14%	74%
内部销售及营销团队	占收入比	1%	1%	1%
	成本	163.38	161.57	173.34
	YOY		-1%	7%
业务运营人员	占收入比	12%	11%	10%
	成本	173.11	216.00	298.72
	YOY		25%	38%
一般及行政员工*	占收入比	12%	14%	17%
	成本	199.68	195.62	226.87
	YOY		-2%	16%
	占收入比	14%	13%	13%

*以股份形式支付

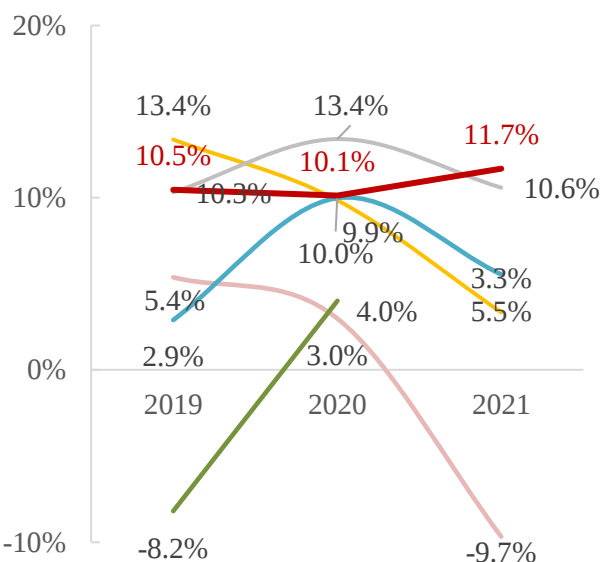
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 公司业务模式以生美为主，医美为辅，毛利率和医美同业比较处于中等水平。19-21年公司毛利率分别为50.4%/46.6%/46.8%，与以医美终端连锁/毛发业务为主的公司相比，处于行业中等水准。主要系公司以生活美容业务为主，客单价不如医美/植发手术等。但公司轻医美毛利率高于同业，21年公司能量源与注射服务毛利率为57.4%，同年瑞丽医美/医美国际/朗姿医美轻医美业务毛利率分别为41.5%/39.4%/48.5%。
- 销售与管理费用率低于医美同业。19-21年公司销售费用率分别为19.79%/18.03%/16.82%，明显低于同业水平，主要系公司生美业务成熟，已具备规模效应；且主要采用会员储值模式，获客成本较低。19-21年公司管理费用率分别为16.9%/14.9%/15.3%，与同业相比处于较低。

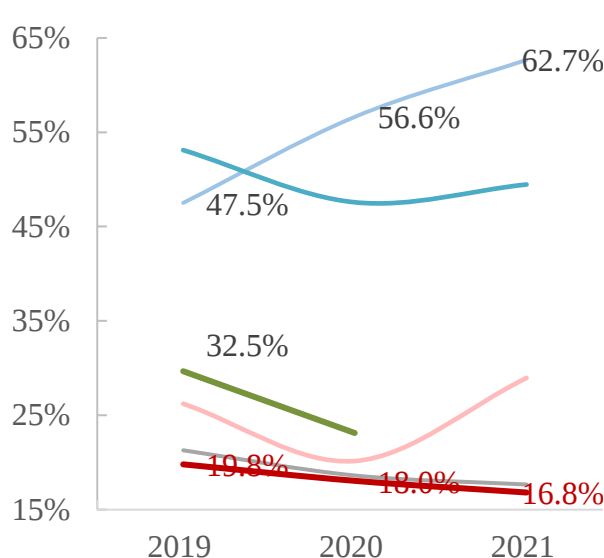
图：同业毛利率对比



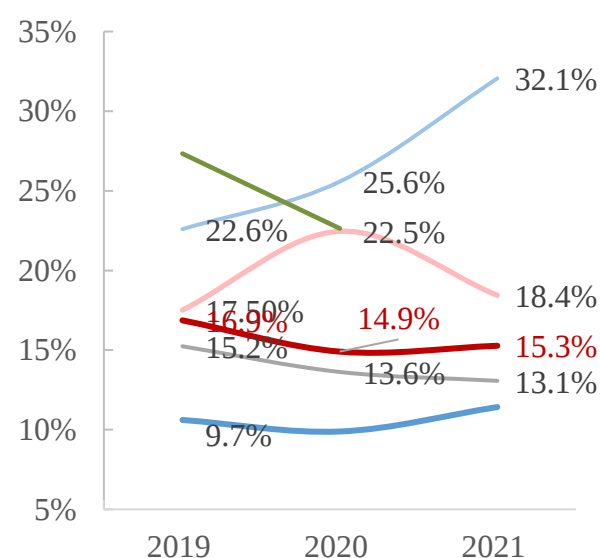
图：同业净利率对比



图：同业销售费用率对比



图：同业管理费用率对比



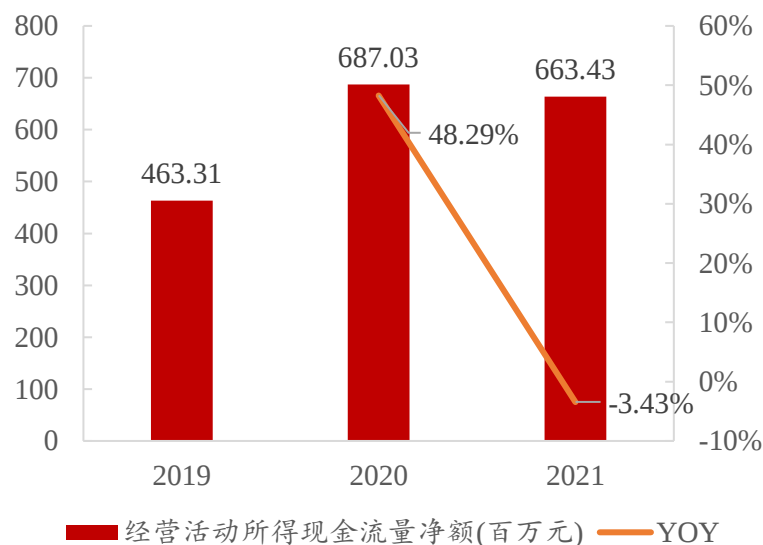
4.4 现金流强劲，会员储值模式下合约负债较高

□ 现金流强劲，19-21年公司经营活动现金流净额为4.63/6.87/6.63亿元，20/21年同比变动48%/-3%，19-21年公司净现比为3.14/4.51/3.18。

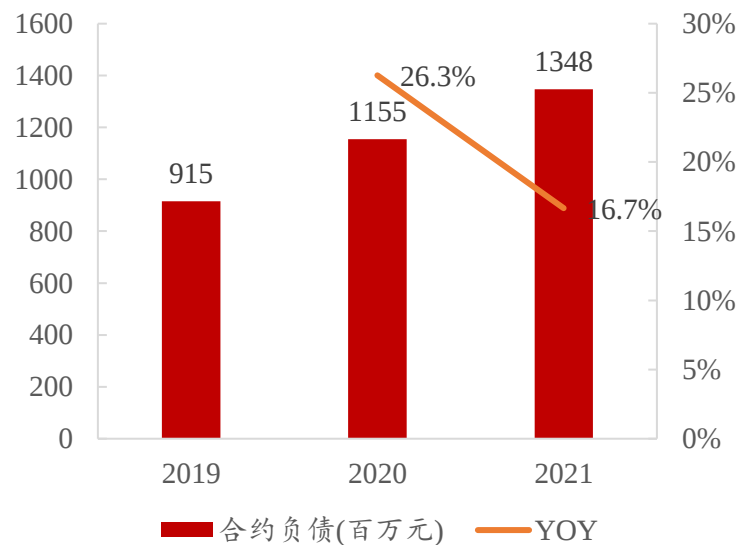
□ 采用会员储值模式，合约负债高。

- ✓ 19-21年公司合约负债为9.15/11.55/13.48亿元，占同期总资产的50.3%、54.9%、54.4%。合约负债高主要系从商业模式来看，公司采用会员储值模式。服务套餐通常为期3个月至2年，预付的服务套餐在付款时确认为合同负债。据新浪财经，入卡费越高，对应服务折扣越高。美丽田园品牌的全国会员卡(2015版)根据入卡费用递增，分为银卡(6000元)、金卡(1.6万元)、钻石卡(3.8万元)、至尊卡(8万元)、至尚卡(18万元)，贝黎诗会员卡分为玫瑰卡(5000元)、百合卡(3万元)、白鸢尾卡(6.6万元)、黑鸢尾卡(9.9万元)。
- ✓ 当提供相应服务和产品后，合约负债将确认为收益。19-21年期初自合约负债确认的收益分别为4.58/5.07/7.09亿元，占当年收入的33%/34%/40%，截至22年2月28日，21年的合约负债中的2.1亿元（占比16%）已确认为收益。

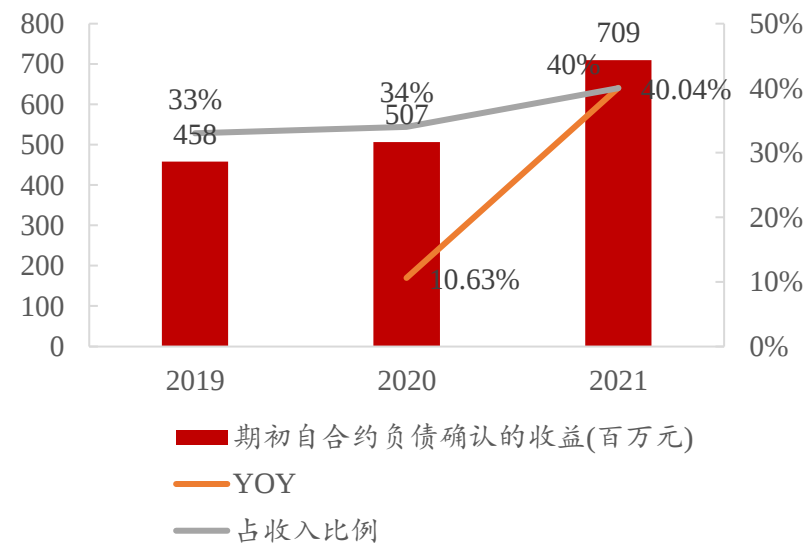
图：经营活动所得现金流量净额（百万元）



图：合约负债额（百万元）



图：期初自合约负债确认收益



1. 新产品/品牌不及预期或失败的风险

公司未来增长取决于不断扩大及丰富的服务、产品与品牌，涉及消费者偏好变化、市场需求、新品牌形象及定价方面的固有风险。不及预期或失败可能会导致公司利润率下降，难以收回相关成本，甚至可能损害竞争优势和市场份额，并导致公司继续依赖现有服务、产品及品牌。

2. 因医疗事故面临的客户诉讼及索赔的风险

公司面临因人为失误、机器或设备故障或客户缺乏项目前建议或项目后护理，造成失当、医疗疏忽或不当行为风险。或导致针对公司的索偿或法律诉讼，对行业声誉造成不利影响。

3. 特许经营模式存在风险

公司就日常面部及身体护理服务引入加盟店模式，若加盟商行为不当、或经营收益不及预期等，将影响公司经营业绩表现，或对品牌力产生不良影响。

4. 新开设及收购门店不及预期的风险

新开设及收购的门店通常需要一段时间方能实现与现有门店相当的利用率。新开设及收购门店所产生的经营业绩可能无法与现有门店所产生的经营业绩比较，新门店甚至可能亏损经营，可能对经营业绩产生重大不利影响。

5. 疫情反复产生的风险

COVID-19疫情导致市场需求有所下降，若公司门店停业，新开设门店因客户量减少而无法充分利用，将对公司的业务、经营业绩及财务状况产生不利影响。

6. 政策监管风险

近年来，国家药监局颁布多项医美行业相关政策规定，对终端医美机构宣传、黑医美机构打击力度加大。公司若不能适应政策监管变化，或面临合规风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>