商贸零售

证券研究报告
2022 年 12 月 30 日

美丽田园：深耕健康与美丽管理服务二十余年，打造服务连锁龙头

美丽田园从事健康与美丽管理服务，涵盖传统美容服务、医疗美容服务和亚健康评估及干预服务。作为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，按 2021 年收益计，美丽田园是中国最大的传统美容服务提供商和第四大的非外科手术类医疗美容服务提供商。

行业：传统美容市场格局稳定，医疗美容&亚健康行业驱动力充足

1）**传统美容服务：**主要包括身体护理服务及面部服务，用户多为 31-50 岁之间的高净值女性客户，由于其传统美容服务效果温和、可缓解皮肤及身体状况的特点，消费者复购及频次高。伴随着皮肤问题频生促进需求提升，以及产品迅速推新上市，中国传统美容服务市场规模预计保持稳定增长，据招股说明书数据，预计 2030 年市场规模将达到 6,402 亿元，2021-2030E 的 CAGR5.3%。

2）**医疗美容服务：**非外科手术类医疗美容服务主要包括能量仪器及注射项目，其 76%的用户年龄在 21-40 岁之间，67%的用户居于一线及新一线城市，具备强劲购买力及轻医美服务需求，据 2020 年数据，中国每千人项目数为 16.1 次，对标国外提升空间大，预计中国非外科手术类医疗美容服务市场规模保持高速增长，据招股说明书数据，预计 2030 年市场规模将达到 4,157 亿元，2021-2030E 的 CAGR17.5%。

3）**亚健康评估及干预服务：**为新兴高速发展市场，体量小增速快，具备较大增长潜力，中国亚健康评估及干预服务市场规模由 2017 年的 30 亿元增长至 2021 年的 70 亿元，CAGR 为 23.9%，据招股说明书数据，预计 2021-2030E 的 CAGR 将为 17.1%。

核心竞争力：多年积累打造品牌资产，拓展多业务打造增长曲线

1）**多元化美丽与健康管理服务，满足多重需求。**公司以传统美容服务为基础，对客户的数据理解有助于公司发现美丽与健康管理服务行业的新需求，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 年推出亚健康评估及干预服务打造未来新增长曲线；当前旗下四大品牌美丽田园、贝黎诗、秀可儿医美、研源医疗可为客户提供全面的美丽与健康管理服务。

2）**全国广泛布局门店网络，全方位考虑拓展计划持续推进。**当前，公司拥有全国性的门店分布和高效的扩张战略，截至 22 年 6 月末服务网络涵盖 352 家门店，包括 177 家直营店及 175 家加盟店，直营门店中 84 家门店位于一线城市及 73 家门店位于新一线城市，大多数门店位于战略性黄金地段，拥有高客流量。作为公司业务的基石，公司将继续在一线城市、新一线城市及其他城市快速扩展传统美容服务门店，计划于 2023-26 年分别增设 25/30/30/30 家直营店；而基于现有传统美容服务顾客对医美及亚健康评估有清晰及充足需求的城市继续开设秀可儿门店或研源医疗中心，两者的爬坡期通常不长，计划 2023-25 年分别增设 4/4/4 家秀可儿门店，2024-26 年分别增设 2/2/2 家研源门店。

3）**基于忠诚客群加强数字化及医生团队建设，持续提升粘性&消费能力。**公司专注于与客户建立牢固的联系，2021 年直营店服务活跃会员数达 77,356 名，平均光顾 10.8 次及消费 20,832 元，具备高粘性&消费能力；另外，2019 年活跃会员中的 71.5%于随后两年曾做出额外购买，复购率水平高。当前，公司开发多个专有信息管理体系，打造一系列数字化标准管理体系，持续以数字化赋能业务；同时加强专业服务团队打造，奠定会员服务基础。

投资建议：公司深耕健康与美丽管理服务二十余年，以美丽田园的传统美容业务为基础，持续打造品牌文化、沉淀会员资产，通过对健康与美丽行业的深刻洞察，发现并及时把握新需求，打造新增长曲线。当前轻医美及亚健康细分行业快速发展，看好公司在切入细分高景气赛道下，坚持夯实数字化及团队基础，稳步拓展门店布局&会员体系，持续打造全生命周期的一站式健康管理服务龙头。

风险提示：门店业绩不及预期风险、运营产生的医疗事故及医疗疏忽风险、疫情影响风险、汇率波动风险、诉讼风险、品牌声誉有关风险、市场需求变化风险、特许经营模式有关风险、与客户有关的风险

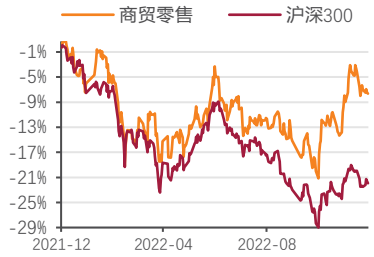
投资评级

行业评级	强于大市(维持评级
上次评级	强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《商贸零售-行业研究简报:重点关注黄金珠宝的销售回补机会，板块复苏可期》2022-11-30

2 《商贸零售-行业深度研究:赛维时代：B2C 跨境电商龙头，品牌化转型未完待续》2022-11-18

3 《商贸零售-行业点评:海南免税：离岛免税双 11 日销 3.5 亿元消费活跃，海口国际免税城助力竞争力进一步增强，疫情动态优化下免税有望持续快速回暖》2022-11-15

内容目录

1. 美丽田园：健康与美丽管理龙头服务商 5

1.1. 发展历程：深耕健康与美丽管理服务二十余年，战略升级加大布局 5

1.2. 股权较为集中，员工持股 5%结构稳定 5

1.3. 业务情况：四大品牌布局双美&健康管理市场 6

1.3.1. 四大品牌：美丽田园、贝黎诗、秀可儿布局双美，研源主打健康管理 6

1.3.2. 三大业务：双美&健康管理双赛道协同发展 7

2. 行业概况：传统医美市场格局稳定，医疗美容行业驱动力充足 9

2.1. 美丽与健康管理服务：竞争分散，细分赛道高速发展 9

2.2. 传统美容服务：已形成基本盘，公司预计随着经济发展稳步增长 10

2.2.1. 用户画像：年龄较大的高净值人士，消费频次高 10

2.2.2. 规模：产品广泛，需求提升，随着消费升级，公司预计 2030 年达 6402 亿元 11

2.2.3. 竞争格局：行业分散度高，美丽田园 2021 年市占 0.2%排名第一 12

2.3. 医疗美容服务：非外科手术类接受度不断提升，仍处发展期；手术类风险高，接受度较低 13

2.3.1. 非外科手术类医疗美容服务：处于发展期，公司预计 2030 年市场规模破 4 千亿 13

2.3.1.1. 用户画像：女性为主，年龄主要集中在 21-40 岁 13

2.3.1.2. 市场规模：社会接受度不断提升，公司预计 2030 年市场达 4157 亿元 14

2.3.1.3. 竞争格局：市场尚未集中，后进入者仍有成长空间 15

2.3.2. 手术类医疗美容服务：风险高，恢复期长，消费频率低 16

2.4. 亚健康评估及干预服务:新兴高速发展市场，公司预计 2021-2030 年 CAGR17.1% 17

2.4.1. 用户画像：亚健康问题突出，中年客户居多 17

2.4.2. 市场规模：亚健康人数提升，技术进步驱动行业发展，公司预计 2030 年达 290 亿元 18

2.4.3. 竞争格局：处于发展早期，参与者不断涌入 19

3. 核心竞争力：多年积累打造品牌资产，拓展多业务打造增长曲线 19

3.1. 多元化美丽与健康管理服务，满足多重需求 19

3.1.1. 领先的健康与美丽管理服务提供商，跨越客户全生命周期，满足多重需求 19

3.1.2. 积极转型拓展业务，传统+医疗美容协同发展 20

3.2. 全国广泛布局门店网络，全方位考虑拓展计划持续推进 21

3.2.1. 门店网络遍布全国，以一线和新一线城市为主 21

3.2.2. 当前门店利用率仍有提升空间 23

3.2.3. 新开门店计划，进一步加快增长 24

3.3. 基于忠诚客群加强数字化及医生团队建设，持续提升粘性&消费能力 25

3.3.1. 会员群体庞大且优质，客单复购不断提升 25

3.3.2. 数字化赋能，打造标准化、高效的运营管理体系 25

3.3.3. 团队专业且稳定，专业服务人员年度留任率达 74.0%.....26
4. 财务状况：疫情下阶段承压，防控优化有望弹性修复.....26
4.1. 营收情况：传统美容奠定基本盘，医疗美容贡献增量.....26
4.2. 毛利率：疫情影响下 2021 年稳中有升.....27
4.3. 净利率：疫情影响下 22H1 承压，当前弹性恢复空间大.....27
4.4. 费用率：客户高粘性，销售费率逐年下降.....27
4.5. 现金流：现金流强劲，流动性好.....28
5. 风险提示.....28

图表目录

图 1：公司发展历程.....5
图 2：公司股权结构（2022 年 11 月 5 日）.....5
图 3：公司高管管理.....6
图 4：美丽田园四大品牌.....7
图 5：分业务收入（亿元）及其增速.....7
图 6：分业务收入占比.....7
图 7：美丽与健康管理服务细分赛道概览.....9
图 8：各美丽与健康管理服务主要特点.....10
图 9：传统医疗美容服务人数（百万人）.....11
图 10：2017 年 2030 年中国美容服务市场总收益（十亿元）.....11
图 11：注射项目及能量仪器项目主要服务类别.....13
图 12：2021 年按年龄分布的非外科手术类医疗美容服务女性消费者（人口）.....14
图 13：2021 年按年龄分布的非外科手术类医疗美容服务女性消费者（采用率）.....14
图 14：2020 年主要国家每千人非外科手术类医疗美容项目数（次）.....14
图 15：2017 年 2030 年中国非外科手术类医疗美容市场总收益（十亿元）.....15
图 16：亚健康评估及干预服务主要内容.....17
图 17：2021 年中国不同年龄段的亚健康情况.....17
图 18：2017 年至 2030 年估计中国亚健康评估及干预服务市场总收益（十亿元）.....18
图 19：跨越客户全生命周期内的服务.....19
图 20：美丽与健康管理服务流程.....20
图 21：医美业务收入及其增速（亿元）.....20
图 22：分业务收入占比.....20
图 23：分业务毛利率.....21
图 24：分品牌毛利率.....21
图 25：美丽田园门店网络分布.....21
图 26：2019-22H1 直营店和加盟店门店数（家）.....22
图 27：2019-22H1 直营和加盟模式收入占比.....22
图 28：2019-22H1 分品牌直营店数量（家）.....22
图 29： 2019-22H1 分品牌单店收入（千元）.....22
图 30：2019-22H1 分城市直营门店数量.....22

图 31：2019-22H1 分城市单店收入（千元）.....22
图 32：2019-22H1 分业务同店门店数量（家）.....23
图 33：2019-22H1 分业务同店收入增速.....23
图 34：2019-22H1 分品牌门店利用率.....23
图 35：2023-26 年美丽田园门店扩张计划（家）.....24
图 36：2023-26 年分品牌门店扩张计划（家）.....24
图 37：2019-22H1 三大服务活跃会员人数（名）.....25
图 38：2019-22H1 三大服务客户到店次数（次）.....25
图 39：2019-22H1 三大服务活跃会员平均消费（元）.....25
图 40：2019-22H1 三大服务活跃会员到店次数（次）.....25
图 41：公司截至 22H1 专业团队分布（名）.....26
图 42：公司截至 22H1 注册医生分布（名）.....26
图 43：2019-2022H1 公司营收及其同比增速（亿元）.....26
图 44：2019-2022H1 分业务营收（亿元）.....26
图 45：2019-2022H1 毛利率（%）.....27
图 46：2019-2022H1 分业务毛利率（%）.....27
图 47：2019-2022H1 净利润及增速（亿元）.....27
图 48：2019-2022H1 净利率.....27
图 49：2019-2022H1 期间费用率情况.....27
图 50：2019-2022H1 经营活动现金流净额（亿元）.....28
图 51：2019-2022H1 现金及现金等价物（亿元）.....28

表 1：公司服务类型及主要项目介绍.....8
表 2：2021 年中国传统美容市场竞争格局.....12
表 3：中国非外科手术类医疗美容服务市场的顶尖市场参与者.....16
表 4：按 2021 年收益计中国亚健康评估及干预服务的顶尖市场参与者.....19

1. 美丽田园：健康与美丽管理龙头服务商

美丽田园是一家从事健康与美丽管理服务的公司，涵盖传统美容服务、医疗美容服务和亚健康评估及干预服务。截至 2022 年 6 月，公司已拥有 352 家门店。作为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，按 2021 年收益计，美丽田园是中国最大的传统美容服务提供商和第四大的非外科手术类医疗美容服务提供商。

1.1. 发展历程：深耕健康与美丽管理服务二十余年，战略升级加大布局

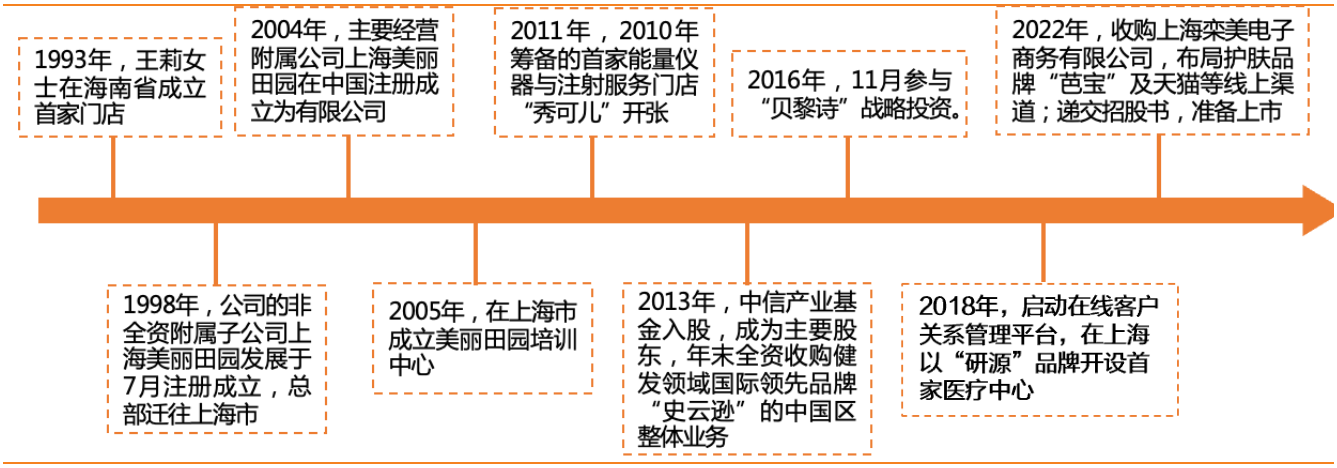
公司的发展可以分为三个阶段：

品牌孵化期（1993 年至 1998 年），1993 年，公司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于 7 月注册成立，总部迁往上海市；

品牌发展期（1998 年至 2013 年），2004 年，公司的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，于 12 月在上海市成立美丽田园培训中心；2010 年，首家能量仪器与注射服务门店投入筹备工作，该门店于 2011 年正式开张；

战略升级期（2013 年至今），2013 年，北京信聿（由 CITICPE 最终控制的实体）于 12 月完成对上海美丽田园的投资；2016 年 11 月参与贝黎诗战略投资；2018 年 3 月启动线上客户关系管理平台，4 月在上海市以“研源”品牌开设首家医疗中心，2022 年递交招股说明书准备上市。

图 1：公司发展历程

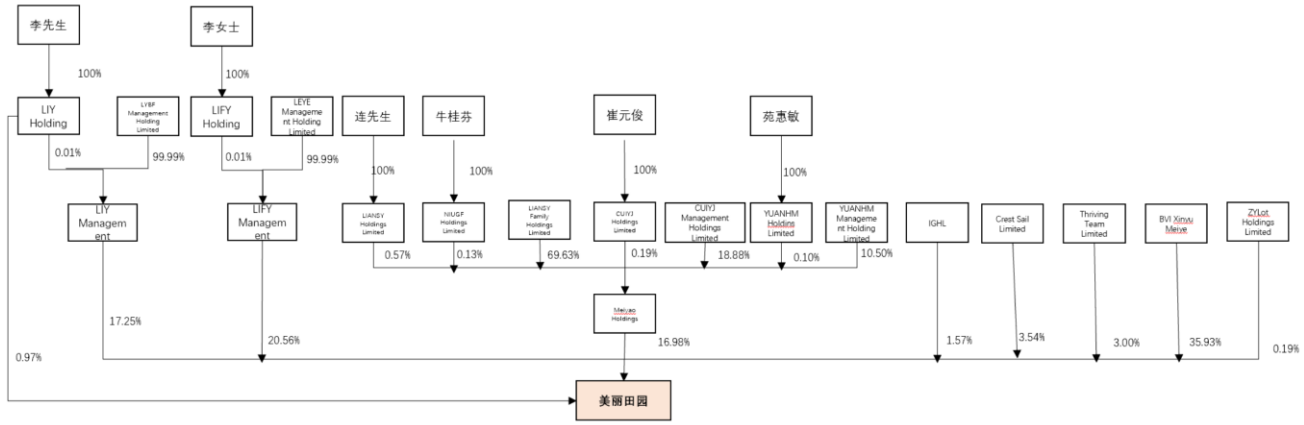


资料来源：招股说明书，企查查，天风证券研究所

1.2. 股权较为集中，员工持股 5%结构稳定

主要股东签署一致行动协议，员工持股 5%结构稳定。李方雨、李阳、连松泳、牛桂芬、崔元俊及苑惠敏于 2022 年 3 月 10 日签订一致行动协议，截至 2022 年 11 月 5 日，一致行动人有权行使已发行股本总额约 56%投票权。 CrestSailLimited 和 IGHL 为员工持股平台，合计持股约 5%。

图 2：公司股权结构（2022 年 11 月 5 日）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

管理团队经验丰富，远见卓越。公司高层都为本科以上学历，在各自的领域拥有丰富的经验。董事长李阳加入公司前，曾任海南省开发总公司副总经理、海南省房地产总公司总经理、海南省国有资产管理办公室副局长，具有丰富的业务领导经验、行业洞察力，以及专业知识、经验及领导能力。首席执行官兼副董事长连松泳先生在化妆品行业拥有逾 10 年经验，独立非执行董事江华在整形外科领域拥有逾 30 年经验，并担任上海市东方医院主任医师及教授。

图 3：公司高管管理

	姓名	年龄	职责、职务	背景
执行董事	李阳	63岁	执行董事、董事会主席	硕士学历。1987年4月至1992年3月，担任海南省开发总公司副总经理。1992年4月至1996年8月，担任海南省房地产总公司总经理。加入本集团之前，为海南省国有资产管理办公室的副局长。2003年1月加入本集团。2022年2月获委任为董事，2022年3月获调任为执行董事，2022年3月获委任为董事会主席。亦于多家主要附属公司出任董事。
	连松泳	51岁	执行董事、首席执行官、董事会副主席	硕士学历。在化妆品行业拥有逾十年经验。2004 年10月至2008 年12月，担任河南整形美容医院有限公司的副总经理。2009年1月至2015年8月，担任北京曼思美医疗技术有限公司的总经理。2015年11月加入本集团担任上海美丽田园董事兼总经理。2022年3月获调任为执行董事。同时在多家主要附属公司出任不同要职。
非执行董事	翟锋	54岁	主要负责制定本公司战略以及监督本公司的营运及发展	本科学历。在投资与管理行业拥有逾29年经验。1991年7月至2012年11月，翟先生于宝洁（中国）有限公司工作，其最后职位为大中华区的销售总裁。2013年12月加入本集团担任上海美丽田园董事，2022年3月起获调任为非执行董事。2013-2021年间出任多家公司董事。
	耿嘉琦	51岁	主要负责制定整体战略等重大事项的决策、聘请公司行政人员、推动并购以及管理公司融资	硕士学历。在投资与管理行业拥有逾19年经验，曾担任多家公司的投资经理及投资总监。2013年12月加入本集团。2020年9月起，于雍禾医疗集团有限公司担任董事，其后于2021年6月调任为非执行董事。
	李方雨	32岁	主要负责本集团的整体管理、业务及战略	本科学历。2016年5月加入本集团担任业务经理。主要负责本集团的整体管理、业务及战略以及监督本集团的商业适用性和可持续性。
独立非执行董事	范铭超	44岁	负责向董事会提供独立意见及判断	博士学历。在仲裁及企业管理上拥有逾15年经验。加入本集团前，任讲师及副教授超过10 年，并曾担任上海政法学院国际交流处的副总监。2016年2月至2021年6月，担任国际商会北亚地区的仲裁及替代性争端解决方案董事及其上海代表处首席代表。2021年7月起，为上海仲裁委员会副会长。
	刘腾	52岁		硕士学历。在财务管理及投资银行方面拥有丰富经验。2022年获委任为独立非执行董事，主要负责监督董事会及向董事会提供独立建议。
	江华	60岁		硕士学历。在学术及整形外科方面拥有逾30年经验。加入本集团前，担任第二军医大学附属长征医院整形外科主任。2019 年以来，一直为上海市东方医院主任医生及教授。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 业务情况：四大品牌布局双美&健康管理市场

1.3.1. 四大品牌：美丽田园、贝黎诗、秀可儿布局双美，研源主打健康管理

公司是健康与美丽管理服务行业的领先营运商，秉承提供以客为本优质服务的理念，公

司于 1993 年建立旗舰品牌美丽田园，该品牌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，除此之外公司于 2016 年起参与贝黎诗战略投资，贝黎诗主打高端线协同美丽田园共同布局日常面部及身体护理护肤，发挥品牌效应。此外，秀可儿创立于 2011 年，定位高端医疗美容，其主要提供能量仪器与注射服务，营收占比逐渐增高，成为公司第二增长曲线；2018 年起公司以研源品牌提供亚健康评估及干预服务，截至 2022 年 11 月 5 日，涵盖近 400 个 SKU。

图 4：美丽田园四大品牌

品牌名称	截至 2022 年 6 月 30 日的直营店数量	服务重点	业务模式
美麗田園 Beauty Farm	139	传统美容服务	直营店及加盟店
贝黎诗 PALAISPA	15	传统美容服务	直营店及加盟店
CellCare | 秀 | 可 | 儿 | 医 | 美 |	18	医疗美容服务	直营店
NEOLOGY 研源医疗	5	亚健康评估及干预服务	直营店

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3.2. 三大业务：双美&健康管理双赛道协同发展

公司的服务涵盖传统美容服务、医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务。

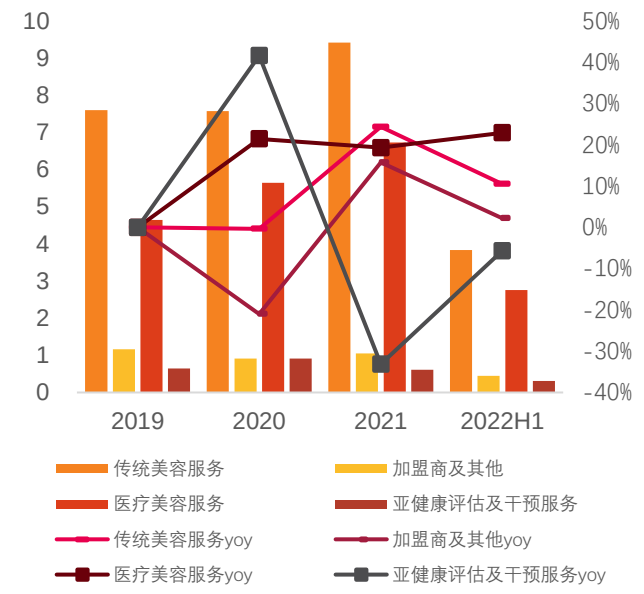
➢**传统美容服务：**主要包括面部及身体服务项目，旨在改善客户的皮肤状况和整体身体健康，属非医疗及非侵入性质。该服务主要由美丽田园及贝黎诗门店提供，为公司的基础业务，截至 2022 年 11 月 5 日，包括 31 种项目，涵盖 130+个 SKU，当前大部分医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务的客户均为受传统美容服务所吸引；除公司的传统美容服务项目外，顾客还可在传统美容服务门店享受由第三方服务提供商提供的美甲及纹眉等其他服务。2019-2022H1 该服务收入占比为 62.4%/56.5%/58.8%/58.3%。

➢**医疗美容服务：**公司提供的医疗美容服务主要为非外科手术项目，主要包括能量仪器服务及注射服务；同时，在有限情况下亦提供双眼皮成形、脂肪填充服务及抽脂手术等外科手术类医疗美容服务。目前该服务主要通过秀可儿门店提供，截至 2022 年 11 月 5 日，共提供 10 类服务，涵盖超过 300 个 SKU。2019-2022H1 该类服务收入占比为 33.1%/37.6%/37.8%/37.5%。

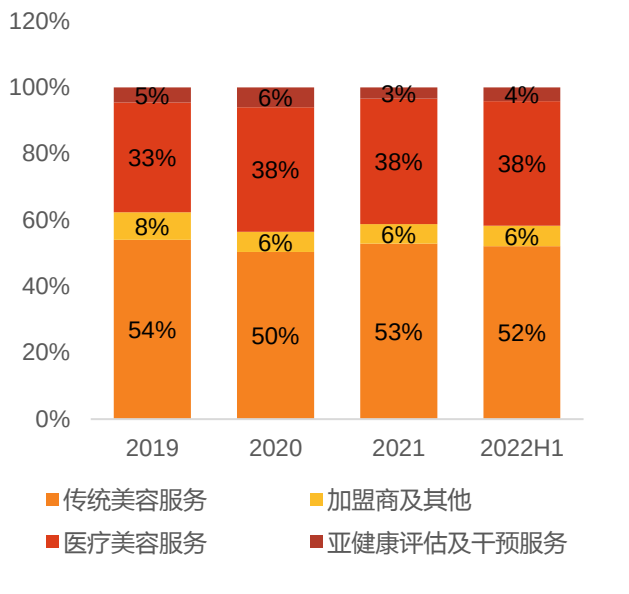
➢**亚健康评估及干预服务：**旨在使用专门技术及各类测试以评估健康状况并提供干预护理。该服务主要由研源医疗中心门店提供，截至 2022 年 11 月 5 日，包括六个亚健康评估及干预服务项目，涵盖近 400 个 SKU。2019-2022H1 该类服务收入占比为 4.6%/6.1%/3.4%/4.2%。

图 5：分业务收入（亿元）及其增速

图 6：分业务收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4 大品牌（美丽田园、贝黎诗、秀可儿、研源）+47 类服务项目+超过 800 个 SKU 全面布局，照顾客户保持健康及具吸引力的美容需求。公司通过日常面部及身体护理服务初步赢得客户信任，进而延伸至能量仪器与注射服务及亚健康评估与干预服务等更复杂的服务，深刻理解客户从而与客户保持紧密联系，为客户高效的提供更加精华且多元化服务，包括各种不同的应用场景及消费者群体，跨越客户全生命周期。

表 1：公司服务类型及主要项目介绍

服务类型		主要项目	说明	价格范围（元）
传统美容服务		身体保健	促进新陈代谢及排毒、恢复体力及改善身体状况的身体疗程。	190-760
		纤体塑形	通过加热、按摩及非侵入性塑形设备塑形。	240-1900
		美体水疗	通过沐浴、身体裹敷、身体去角质调整及按摩等多种服务来缓解疼痛和紧张。	140-390
		女性养护	为女性客户的特定需求提供额外的养护。	190-840
		肤质管理	使用高质护肤品，结合领先的无创伤皮肤护理技术，提供全面的皮肤护理，并达至皮肤的油份及水分平衡，例如保湿、营养、深层洁净及抗过敏修复。	190-840
		肤色调理	使用各类抗氧化产品改善肤色，包括皮肤蜡黄或暗哑，并达到亮肤效果。	490-990
		肤龄护理	使用先进设备配合肌肤营养品以修复肌肤胶原蛋白组织，并保持肌肤丰盈紧致及软化细纹、皱纹及皮肤松弛的外观。	490-1990
		局部护理	提供专业眼部或颈部相关护理。	170-950
医疗美容服务	非外科手术类医疗美容服务—能量仪器服务	热塑疗法	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、收紧毛孔、提升皮肤弹性的目的。	6800-66000
		光子嫩肤	采用专门设备 M22-AOPT 修复面部肌肤。	890-9540
		Fotona4D	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拉提项目，打造自然容颜。	4600-18800
		皮秒激光	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，使肌肤回复活力、缩小毛孔及润泽肤色。	800-12800
		低温体雕术	利用可控的冷却以锁定并消除皮肤下的脂肪细胞。	1990-29800
	非外科手	注射 A 型肉	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	800-22800

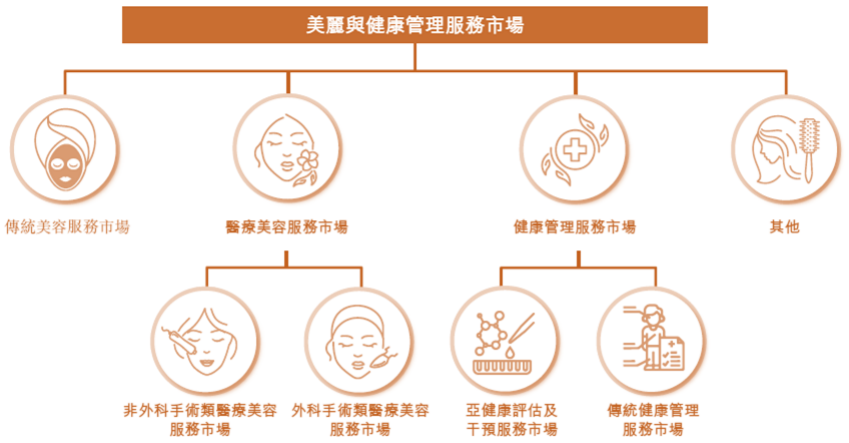
	术类医疗美容服务—注射服务	毒杆菌素		
		注射填充物	将透明质酸注射至面部或身体的皮肤及/或骨膜	3000-19800
		童颜针	于面部肌肤注射经国家药品监督管理局批准的童颜针“艾维岚-Löviselle”	6600-19800
		雪花针	将透明质酸钠复合溶液嗨体注射至皮肤的乳头层	800-3800
		幸福眼	结合使用注射嗨体及 A 型肉毒杆菌素以及细线修眉以于眼部周围进行非手术项目	13800-19800
	外科手术类医疗美容服务	综合眼科手术	改善眼部或眼皮的轮廓或外观，例如双眼皮成形、去眼袋、眼睑矫正及提眉术	6800-69800
		脂肪填充	从身体部位之一抽取脂肪，并将有关脂肪注入有意填充体积、质量或重塑身形的不同部位，借此塑造面部或身体其他部位的年轻身形，亦可称为“脂肪转移”、“脂肪建模”或“脂肪移植”	4900-39600
		抽脂	移除超出存量的多余身体脂肪以塑造身形，同时在同一项目运用能量仪器技术使皮肤更加紧致	12000-260000
亚健康评估及干预服务		功能医学检测	提供各种功能医学检测，包括代谢系统、内分泌系统、免疫系统、胃肠道及环境毒素曝露测试，以提供身体健康状况评估。	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、荧光测试及动脉粥样硬化测试。	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缓解神经及肌肉疼痛；及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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 行业概况：传统医美市场格局稳定，医疗美容行业驱动力充足

2.1. 美丽与健康管理服务：竞争分散，细分赛道高速发展

图 7：美丽与健康管理服务细分赛道概览



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文分析，天风证券研究所

美丽与健康管理服务指协助消费者维持及改善外形与身体健康的一系列广泛服务，其中包括传统美容服务、医疗美容服务、健康管理服务及其他。医疗美容服务可进一步分类为非外科手术类医疗美容服务及外科手术类医疗美容服务；健康管理服务指为健康及亚健康人士提供的一站式体检、咨询及干预服务。公司自 1993 年起专注于提供传统美容服务，并于 2011 年扩展至非外科手术类医疗美容服务，于 2018 年扩展至亚健康评估及干

预服务，均属于美丽与健康管理服务行业。

图 8：各美丽与健康管理服务主要特点

服务类别	美容服务			健康管理服务
	传统美容服务	医疗美容服务		亚健康评估及干预服务
		非外科手术类医疗美容服务	外科手术类医疗美容服务	
治疗范围	人体浅层组织，一般限于皮肤、皮下组织及表浅肌肉			器官系统
医疗干预	不涉及	● 运用各种形式能量进行浅层治疗，如激光、射频、强脉冲光 ● 透明质酸填充物及 A 型肉毒杆菌素等浅层美容注射	面部及身体美容手术	通过静脉注射、腔内灌注、整体物理治疗等方式进行的功能医学
服务功效	对维持消费者皮肤状况效果温和	加强对维持及/或改善消费者皮肤状况的效果	消费者外观变化明显	加强身体器官系统状况，如提升消化能力、激素平衡、肠道菌群平衡等
使用的主要产品或器械	● 护肤品，如面膜、乳液及精华 ● 身体及面部护理器械	● 能量仪器美容器械如 Fotona4D 系统、热玛吉射频系统等 ● 美容注射剂	外科手术类器械	● 提供器官系统功能评估或干预的功能医学设备，如热断层扫描成像系统、热疗系统等 ● 药物，如还原型谷胱甘肽

资料来源：招股说明书, 弗若斯特沙利文分析，天风证券研究所

美丽与健康管理服务市场规模 2021 年达到 12,365 亿元，近年多个因素持续推动行业发展：

1）可支配收入日益增加及中产群体日益扩大：中国城市居民的人均可支配收入由 2017 年的 36,396 元增长至 2021 年的 47,412 元，年复合增长率为 6.8%。此外，一线城市家庭年收入在人民币 300,000 元以上的中产家庭数目已由 2017 年约 28.2 百万个增长至 2021 年约 46.4 百万个。如今美丽与健康管理服务与消费主义息息相关，呈现出需求上升的潜在趋势。

2）对美丽与健康的意识日渐提升：由于近年经济发展迅速及服务导向消费模式升级，城市居民能够且更有意愿花费更多开支于保持及改善健康以及具吸引力仪容。此外，随着亚健康状况人口增长以及相关身心问题急增，大量城市居民出现各项亚健康症状，提高了其对改善健康及预防疾病的关注，如心血管疾病及肠胃疾病。

2.2. 传统美容服务：已形成基本盘，公司预计随着经济发展稳步增长

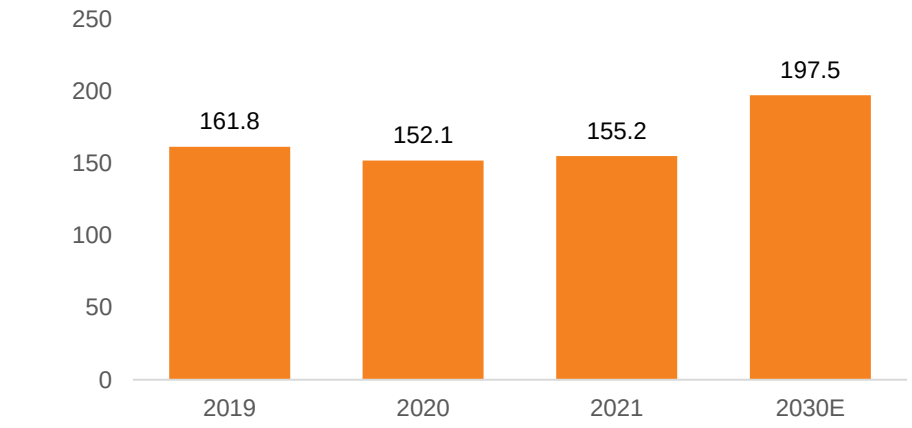
传统美容服务包括身体护理服务及面部服务。身体护理服务主要包括纤体及身体养护服务；面部服务主要包括清洁及保湿、皮肤美白及皮肤年轻化服务，尤其是水循环清洁、皮肤保湿、皮肤美白、皮肤紧致及身体按摩在传统美容服务的顾客之间极受欢迎。

2.2.1. 用户画像：年龄较大的高净值人士，消费频次高

用户多为高净值成熟人士，频次及复购高。传统美容服务面向的主要顾客群体的年龄在 31 至 50 岁之间，多为白领专业人士、管理人员、企业家及家庭主妇，其中 82.5%为居住于城市的女性。传统美容服务的客单均价在 400-1,500 元，中高端顾客的客单价在

800-1,500 元。服务、产品质量、品牌声誉、综合服务、从业人员的熟练程度、性价比、机构的位置及环境等因素等都是消费者选择机构时考虑的因素。由于传统美容服务效果温和，可缓解皮肤及身体状况，消费者复购及频次高。

图 9：传统医疗美容服务人数（百万人）



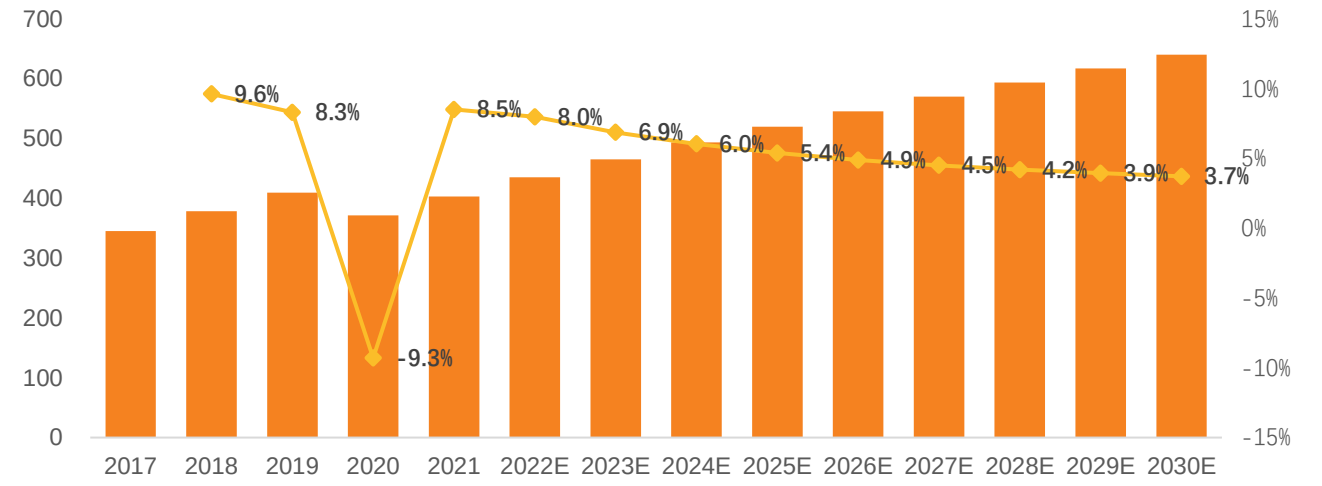
资料来源：招股说明书，天风证券研究所
注：2030 年为公司预测数据

2.2.2. 规模：产品广泛，需求提升，随着消费升级，公司预计 2030 年达 6402 亿元

传统美容服务行业的发展由广泛可供选择的产品类型推动，包括精华、乳液及面膜。此外，根据国家药品监督管理局的分类标准，日常面部及身体护理产品大多被列为化妆品，因此，与被列为第三类医疗器械的美容产品及器械相比，获得批准及开展商业化的速度快得多。

近年受疫情影响增速放缓，随着消费升级市场规模预计保持增长，公司预计 2030 年达 6402 亿元。中国传统美容服务市场规模由 2017 年 3,451 亿元增长至 2021 年 4,032 亿，CAGR4.0%。2019-2021 年因疫情影响，导致传统美容服务市场由 2019 年的 4,097 亿元缩减至 2020 年 3,716 亿元及 2021 年的 4,032 亿元。未来，随着消费升级，传统美容服务市场将继续增长，公司预计市场规模将在 2030 年达人民币 6,402 亿元，2021 年至 2030 年的年复合增长率为 5.3%。

图 10：2017 年 2030 年中国美容服务市场总收益（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文分析，中国卫生健康统计年鉴，年报，专家访谈，天风证券研究所

2.2.3. 竞争格局：行业分散度高，美丽田园 2021 年市占 0.2%排名第一

传统美容服务行业重资本，对经验丰富美疗师依赖较大-：

领先企业的强大品牌效应：尽管传统美容服务不像其他美容服务（如外科项目或注射）有风险，但顾客倾向于选择具有值得信赖的声誉及公认优质服务往绩的连锁机构，新的市场进入者难以于短时间内建立良好的品牌声誉并获得稳定的顾客流量。

难以扩大个性化服务的规模：由于不同性别、年龄及地区顾客的身体及皮肤问题各不相同，越来越多的顾客希望得到个性化及量身定制的服务。随着机构规模的扩大，难以确保不同门店均能提供高质量的个性化服务，于扩张过程中亦难以将个性化服务产品标准化或流程化。

资本要求高：传统美容服务市场是一个重资本的行业，尤其是经营全国性的门店网络。为了提升市场竞争力，不断进行资本投资以获得及升级至最先进设备及器材必不可少。此外，租用面积大的门店及进行装修以保持高质量装潢也需要大量的资本投资。

经验丰富的美疗师：传统美容服务的质量及顾客体验在很大程度上取决于提供有关服务的美疗师的技巧。而具备相关技巧、训练有素且经验丰富的美疗师人数有限。此外，新入行者需要一段长时间方可成为有经验的美疗师。加上对传统美容服务的需求上升，经培训的美疗师供应有限可能使服务提供商更难聘请及挽留经验丰富的合资格美疗师提供传统美容服务。

美丽田园 2021 年直营店传统美容服务的收益国内第一。中国传统美容服务市场的市场参与者主要包括国内及国际传统美容服务提供商，其于中国设有独立及连锁门店。如下表所示，按来自直营店传统美容服务的收益计，美丽田园于 2021 年在中国竞争对手中排名第一。

表 2：2021 年中国传统美容市场竞争格局

排名	机构	公司背景	2021 年收益（百万元）	市场份额（%）
1	美丽田园	一家于 1993 年创立的中国最大的传统美容服务提供商和第四大的非外科手术类医疗美容服务提供商。服务涵盖传统美容服务、医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务。	910.8	0.2
2	广州奈瑞儿美容科技有限公司	一家于 2007 年创立的私营美容服务集团，总部位于中国广州市。其主要提供传统美容服务及非外科手术类医疗美容服务。	674.9	0.2

3	思妍丽美容集团	一家于 1996 年创立的私营美容服务集团，总部位于中国上海市。其主要提供传统美容服务及非外科手术类医疗美容服务。	532.6	0.1
4	上海尊雅实业有限公司	一家于 1999 年创立的私营美容服务集团，总部位于中国上海市。其主要提供传统美容服务。	354.0	0.1
5	LaboratoireFillmed	一家位于法国的私营美容服务供应商。其于 2017 年进军中国市场，主要提供传统美容服务。	311.0	0.1

资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文分析，专家访谈，天风证券研究所

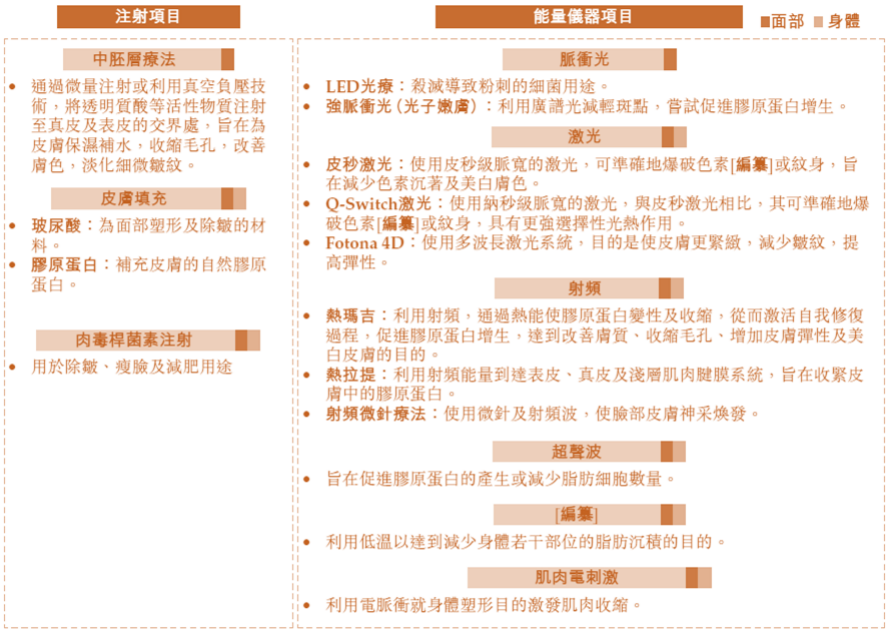
2.3. 医疗美容服务：非外科手术类接受度不断提升，仍处发展期；手术类风险高，接受度较低

医疗美容服务为主要旨在维持或改善个人外观的医学服务。该等服务一般可供选择，并对顾客面部及身体各部位进行。一般而言，医疗美容服务可分类为非外科手术类医疗美容服务及外科手术类医疗美容服务。

2.3.1. 非外科手术类医疗美容服务：处于发展期，公司预计 2030 年市场规模破 4 千亿

非外科手术类医疗美容服务包括两类服务，即能量仪器项目及注射项目。能量仪器项目借助激光、射频、强脉冲光、超声波等各种能量设备的方式来进行，主要用于皮肤护理及塑身，如痤疮及色素治疗、嫩肤及紧肤。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，例如面部或身体 A 型肉毒杆菌素注射、胶原蛋白及透明质酸皮肤填充物注射等。

图 11：注射项目及能量仪器项目主要服务类别

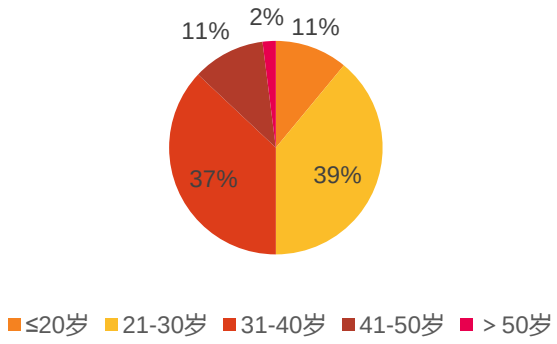


資料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文分析，天风证券研究所

2.3.1.1. 用户画像：女性为主，年龄主要集中在 21-40 岁

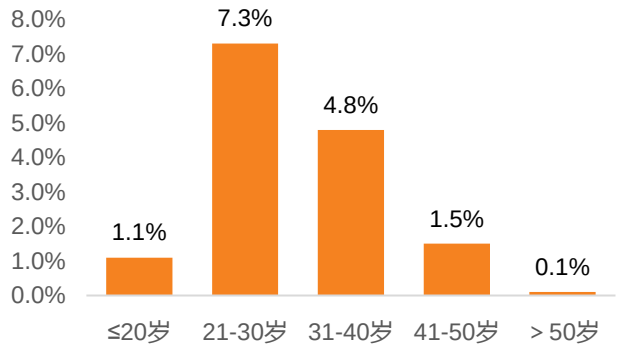
约 72.6%的非外科手术类医疗美容服务顾客为女性，其中 76.0%年龄在 21 至 40 岁之间。此年龄组别的客户具备强劲购买力及非外科手术类医疗美容服务需求，平均每年花费为 6,000-20,000 元。约 67.0%的非外科手术类医疗美容服务顾客居住于一线及新一线城市。能量仪器项目的客单价为 4,000-20,000 元。在中高端顾客中，能量仪器项目的客单价范围为 9,000-20,000 元。注射类项目的客单价范围为 2,000-10,000 元。中高端顾客中，注射类项目的客单价范围为人民币 4,000-10,000 元。

图 12：2021 年按年龄分布的非外科手术类医疗美容服务女性消费者（人口）



资料来源：中国国家统计局，弗若斯特沙利文分析，专家访谈，招股说明书，天风证券研究所

图 13：2021 年按年龄分布的非外科手术类医疗美容服务女性消费者（采用率）



资料来源：中国国家统计局，弗若斯特沙利文分析，专家访谈，招股说明书，天风证券研究所

2017 年至 2021 年，中国接受非外科手术类医疗美容服务的人数由 6.0 百万人增加至 20.3 百万人，年复合增长率为 35.7%。公司预测该人数将于 2030 年达 67.2 百万人，2021 年至 2030 年的年复合增长率为 14.2%。

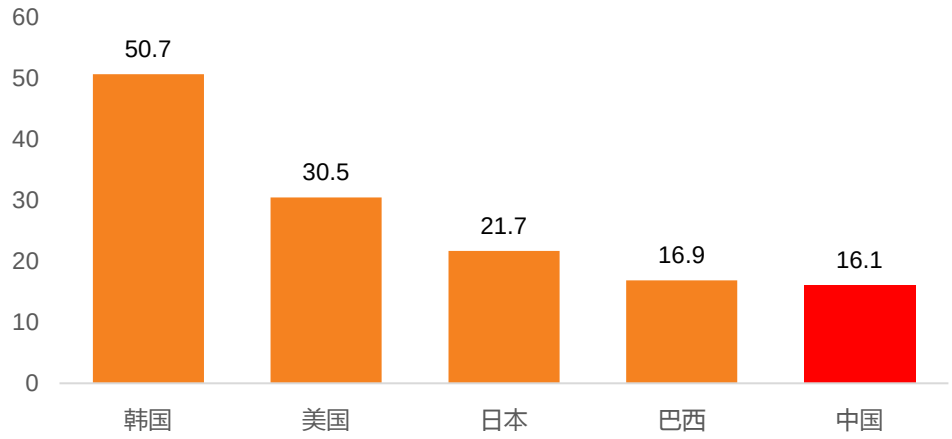
2.3.1.2. 市场规模：社会接受度不断提升，公司预计 2030 年市场达 4157 亿元

社会接受度不断提高：在人们美容意识的增强及治疗效果更佳的技术进步推动下，近年来，社会对注射与能量仪器美容服务的观念出现积极转变。例如，大量年轻人正在接受非外科手术类医疗美容服务以追求个性化。同时，部分年纪稍长的人群也开始接受非外科手术类医疗美容服务，如注射透明质酸填充物，以防止皮肤老化或出现皱纹。

科技发展及材料创新：材料科学、生物技术及制药业的快速发展使非外科手术类医疗美容服务效果更佳、安全性更高、风险更低，复原更快，该趋势使得非外科手术类医疗美容服务日益广为消费者接受。例如，热玛吉及 Fotona4D®可通过射频改善皮肤纹理及弹性，达到更佳的紧致效果。童颜针（一种聚左旋乳酸注射填充物）及少女针（一种以聚己内酯为基础的注射式皮肤填充物）于临床试验中显示出对改善皮肤状况的功效持久显著后已于近期获批上市。

中国每千人的非外科手术类医疗美容项目数由 2016 年的 6.4 次急升至 2020 年的 16.1 次，年复合增长率为 26.0%。然而，与其他主要市场相比，中国的非外科手术类医疗美容服务渗透率仍然偏低，例如于 2020 年，韩国每千人的非外科手术类医疗美容项目为 50.7 次，美国为 30.5 次。

图 14：2020 年主要国家每千人非外科手术类医疗美容项目数（次）

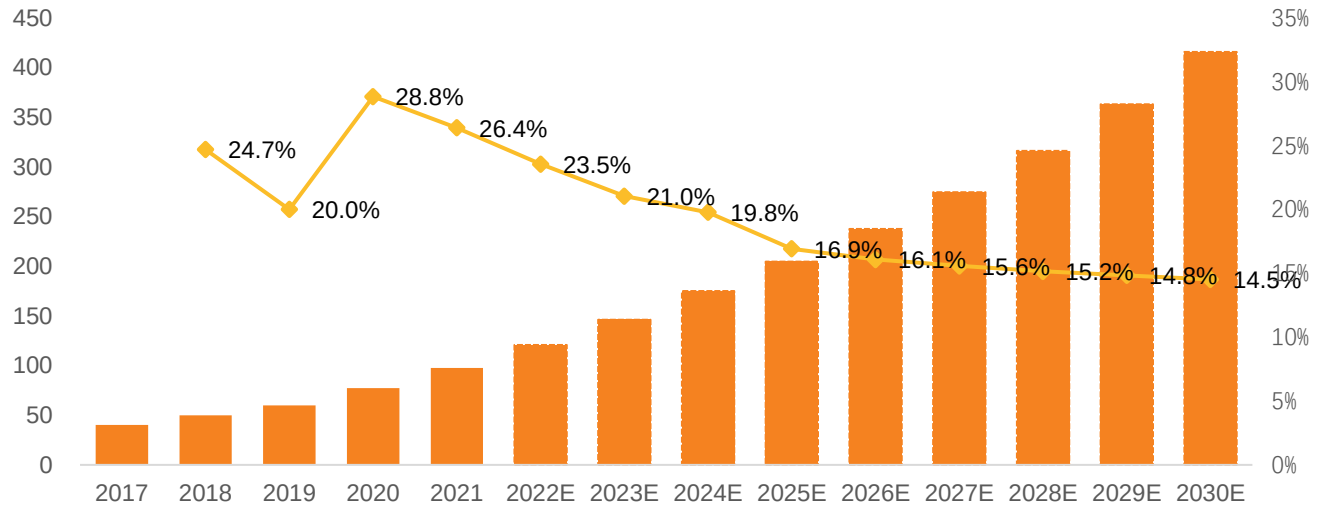


资料来源：国际美容整形外科协会，美国美容整形外科学会，世界银行，弗若斯特沙利文，招股说明书，天风证券研究所

中国在非外科手术类医疗美容服务市场仍然处于发展阶段。非外科手术类医疗美容服务在中国一线城市及新一线城市获广泛接受。公司预计，伴随未来十年中国居民于非外科手术类医疗美容服务上的人均消费支出预期由 2021 年的 69.0 元增长至 2030 年的 286.1 元，以及大型连锁机构在较小城市开店，该等城市的大众有机会安全有效地改善或保持其面部及身体状况，接受非外科手术类医疗美容服务，并将该等服务作为其整体生活方式的一部分。

中国非外科手术类医疗美容服务市场的总收益已由 2017 年的 401 亿元增长至 2021 年的 977 亿元，年复合增长率为 24.9%。公司预测 2030 年总收益将达至 4,157 亿元，2021 年至 2030 年的年复合增长率为 17.5%。

图 15：2017 年 2030 年中国非外科手术类医疗美容市场总收益（十亿元）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、中国整形美容协会、年报、专家访谈、弗若斯特沙利文分析，招股说明书，天风证券研究所

2.3.1.3. 竞争格局：市场尚未集中，后进入者仍有成长空间

进入壁垒：行业监管标准严格：根据《医疗美容服务管理办法》，非外科手术类医疗美容

服务提供商须申请医疗机构执业许可证。此外，非外科手术类医疗美容服务医生应具备相关领域的执业资格及工作经验。除有关资格规定外，还制定了多项法律法规，规范及监督相关业务。

难以建立品牌声誉：随著非外科手术类医疗美容服务行业日益成熟及透明，消费者通常会选择声誉良好的服务机构以获取可靠服务。新进入者可能难以于短期内建立良好的品牌声誉。

资本需求高：新进入者通常需要大量初始资金用于购买必要医疗器材及产品。此外，非外科手术类医疗美容服务机构需要耗费高昂成本用于租赁或购买合适的工作场所，聘请合资格医护专业人员，耗费人力及财力。

难以招聘执业医生：中国拥有所需资质、相关技能、严格的专业培训及丰富的非外科手术类医疗美容经验的执业医生数量有限。2020 年，中国提供美容服务的执业医生总数约为 38,000 人，仅占同年市场预测所需执业医生人数的 36.0%。

高额的销售开支：美容服务行业中，销售费用通常占收入 30%以上。部分新进入者同时线上及线下渠道以推销其服务及/或产品。线上渠道中通常在搜索引擎上产生高销售开支。

市场尚未集中，我们认为后进入者仍有成长空间：中国非外科手术类医疗美容服务市场的市场参与者主要包括提供非外科手术类医疗美容服务的公营及私营医院、连锁及独立医疗美容机构。中国的非外科手术类医疗美容服务市场仍然分散，公司预期未来几年将经历整合。美丽田园 2021 年非外科手术类医疗美容服务的收益在中国市场的众多参与者中排名第四。

表 3：中国非外科手术类医疗美容服务市场的顶尖市场参与者

排名	机构	公司背景	2021 年收益（百万元）	市场份额（%）
1	美莱医疗美容医院集团	一家于 1999 年创立的私营美容服务集团，总部位于中国上海市。其主要提供非外科手术类医疗美容服务及外科手术类医疗美容服务	3240.0	3.3
2	艺星医疗美容集团	一家于 2009 年创立的私营美容服务集团，总部位于中国上海市。其专长为外科手术类医疗美容服务，同时亦提供非外科手术类医疗美容服务	1170.0	1.2
3	北京伊美尔医疗科技集团股份公司	一家于 1997 年创立的私营美容服务集团，总部位于中国北京市。其主要提供非外科手术类医疗美容服务及外科手术类医疗美容服务	907.0	0.9
4	美丽田园	一家于 1993 年创立的中国最大的传统美容服务提供商和第四大的非外科手术类医疗美容服务提供商。服务涵盖传统美容服务、医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务。	586.9	0.6
5	医美国际控股集团公司（纳斯达克：AIH）	一家于 1997 年创立的公众美容服务集团，总部位于中国深圳市，并于 2019 年在纳斯达克上市。其主要提供非外科手术类医疗美容服务、外科手术类医疗美容服务及医疗保健服务	334.3	0.3

资料来源：年报，专家访谈，弗若斯特沙利文，招股说明书，天风证券研究所

附注：图表中的收益不包括来自外科项目的收益

2.3.2. 手术类医疗美容服务：风险高，恢复期长，消费频率低

外科手术类医疗美容服务指由持牌医生进行的整形手术，目的为改变嘴部、鼻子、乳房及面部轮廓等外观。该等服务通常涉及局部或全身麻醉，以及面部皮肤或身体的切口。由于效果长久以及操作风险及复杂程度，外科手术类医疗美容服务的消费频率相对较低。接受外科手术的客户须承担包括与外科手术、麻醉相关并发症在内的若干风险。客户术

后一般需要一至六个月的恢复时间。公司提供眼周美容项目、双眼皮成形、脂肪填充服务及抽脂等手术。

2.4. 亚健康评估及干预服务:新兴高速发展市场，公司预计 2021-2030 年 CAGR17.1%

亚健康评估及干预服务指通过调节及增强顾客身体器官系统的功能，旨在改善顾客身体健康状况的医疗服务，一般包括三个服务步骤组合，具体而言为评估人体内若干器官系统（包括但不限于内分泌系统、免疫系统及消化系统）功能状态的功能健康评估；(ii)测试后咨询医生；及(iii)通过应用功能医学量身定制干预措施。与疾病治疗不同，亚健康评估及干预服务集中疾病预防，以及基于顾客的检测及评估结果进行长期健康监测及护理。亚健康评估及干预服务提供商为每名顾客提供定制化诊断及治疗计划，有助顾客以最可行方式保持身体功能。

图 16：亚健康评估及干预服务主要内容

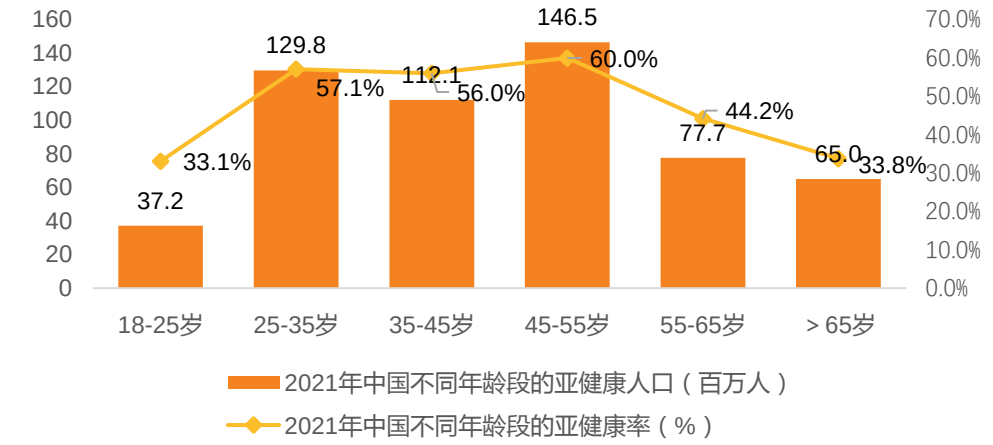


资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，天风证券研究所

2.4.1. 用户画像：亚健康问题突出，中年客户居多

亚健康问题突出，中年客户居多：亚健康评估及干预服务客户主要为寻求健康检查、咨询及疾病预防的中年客户，以及受亚健康症状影响的市民。由于人们面临来自工作及家庭生活的精神压力越来越大，亚健康已成中国居民的一大问题。亚健康一直困扰着广大年龄范围的人士，其中中年人占大多数。每名客户每年用于亚健康评估及干预服务的支出在 10,000-200,000 元左右。下图展示 2021 年中国不同年龄段的亚健康率（不考虑 18 岁以下）。

图 17：2021 年中国不同年龄段的亚健康情况



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、专家访谈、弗若斯特沙利文分析，招股说明书，天风证券研究所

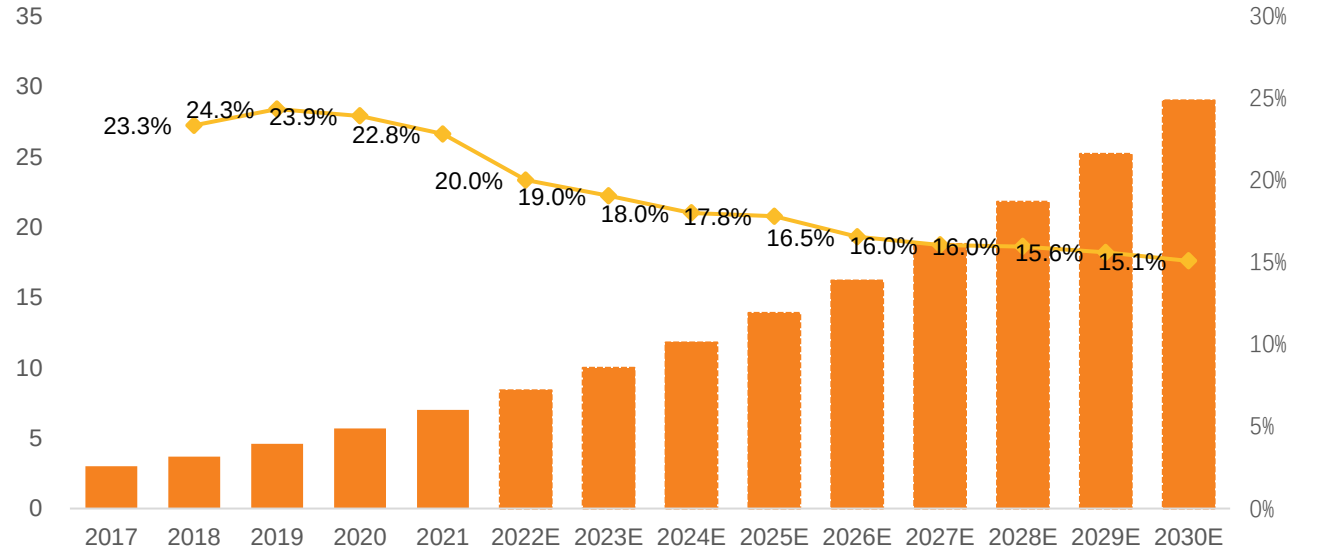
2.4.2. 市场规模：亚健康人数提升，技术进步驱动行业发展，公司预计 2030 年达 290 亿元

亚健康人口不断增长：中国亚健康人口日益增加，由 2017 年 557.9 百万人增加至 2021 年 568.4 百万人，公司预期于 2030 年将达到 583.1 百万人。于 2021 年 25-55 岁的总人口中有超过 50%处于亚健康状态。同时，各种亚健康症状已对处于亚健康状态的人造成严重困扰，提高了人们改善健康及预防疾病的意识，进而产生了对亚健康评估及干预服务的庞大需求。

技术的进步：越来越多的先进技术引入亚健康评估及干预服务市场，例如 IRATHERM®模拟阳光以帮助提高顾客的核心体温至介乎 38.5-40.5 摄氏度，从而加快体内新陈代谢。善用技术进步，亚健康评估及干预服务提供商可为更多客户提供更高质量的服务，并建立知名度日增的专业品牌形象，进而吸引更多客户。

中国亚健康评估及干预服务市场规模由 2017 年的 30 亿元增长至 2021 年的 70 亿元，年复合增长率为 23.9%。公司预计 2030 年将达 290 亿元，2021 年至 2030 年的年复合增长率为 17.1%。

图 18：2017 年至 2030 年估计中国亚健康评估及干预服务市场总收益（十亿元）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，弗若斯特沙利文，专家访谈，招股说明书，天风证券研究所

2.4.3. 竞争格局：处于发展早期，参与者不断涌入

新兴市场有较大潜力，参与者不断涌入。亚健康评估及干预服务市场是一个处于相对早期阶段的新兴市场。然而，其在未来几年蕴藏市场增长的潜力。预期新的参与者将加快投资步伐并扩大服务网络，开拓亚健康评估及干预服务市场。传统美容服务市场或非外科手术类医疗美容服务市场的现有参与者可能在其服务组合中增加亚健康评估及干预服务，使之成为该等参与者的核心竞争力之一。

表 4：按 2021 年收益计中国亚健康评估及干预服务的顶尖市场参与者

排名	机构	公司背景	2021 年收益（百万元）	市场份额（%）
1	**一龄医院管理集团**	**一家于 2005 年创立的私营医院集团**	638.0	9.1
2	**上海细胞治疗集团**	**一家于 2013 年创立的私营医院集团**	475.0	6.8
3	**深圳施为必医疗科技有限公司**	**一家于 2018 年创立的私营医疗集团**	233.0	3.3
4	**深圳中旭医学集团**	**一家于 2017 年创立的私营医疗集团**	218.0	3.1
5	**华夏源细胞工程集团**	**一家于 2015 年创立的私营医疗集团**	135.0	1.9

资料来源：弗若斯特沙利文，招股说明书，天风证券研究所

3. 核心竞争力：多年积累打造品牌资产，拓展多业务打造增长曲线

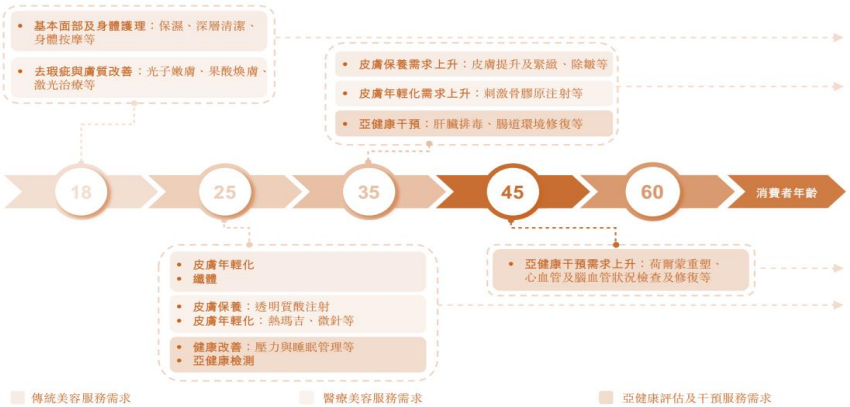
3.1. 多元化美丽与健康管理服务，满足多重需求

按 2021 年收益计，美丽田园是中国最大的传统美容服务提供商和第四大的非外科手术类医疗美容服务提供商。公司的美丽与健康管理服务涵盖传统美容服务、医疗美容服务（包括(i)非外科手术类医疗美容服务，如能量仪器服务与注射服务及(ii)外科手术类医疗美容服务）以及亚健康评估及干预服务，这些服务均从每位客户的个人需求出发，以满足其保持美丽与健康的愿望。

3.1.1. 领先的健康与美丽管理服务提供商，跨越客户全生命周期，满足多重需求

公司通过传统美容服务初步赢得客户信任，进而延伸至医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务等更复杂的服务，对客户的数据理解让公司能与客户保持紧密联系，有助于公司发展及发现美丽与健康管理服务行业新的需求，根据客户需求提供服务，并进一步保留客户及提高客户消费水平。

图 19：跨越客户全生命周期内的服务

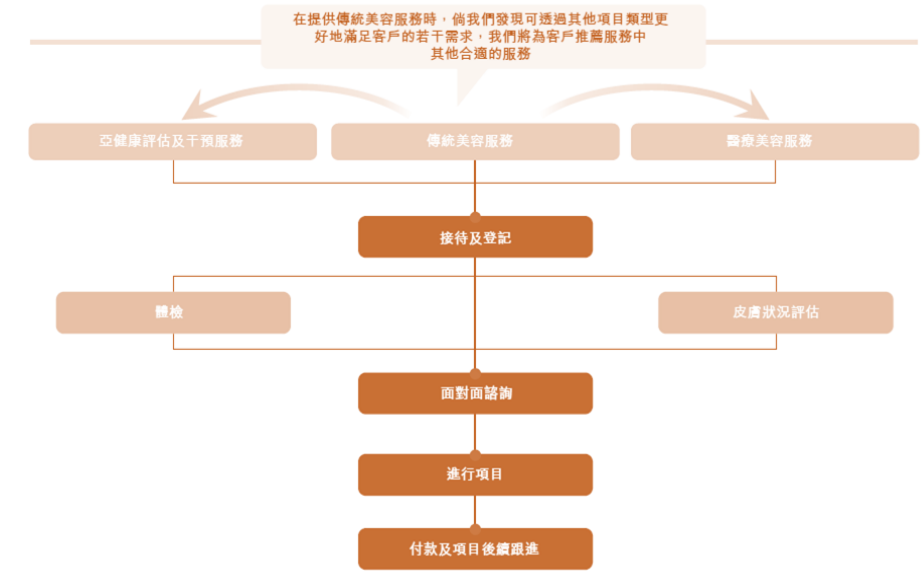


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

一站式健康管理服务，跨越客户全生命周期，满足多重需求。当前，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）以及亚健康评估及干预服务。截至 2022 年 11 月 5 日，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，能满足客户在不同年龄的需求。

图 20：美丽与健康管理服务流程

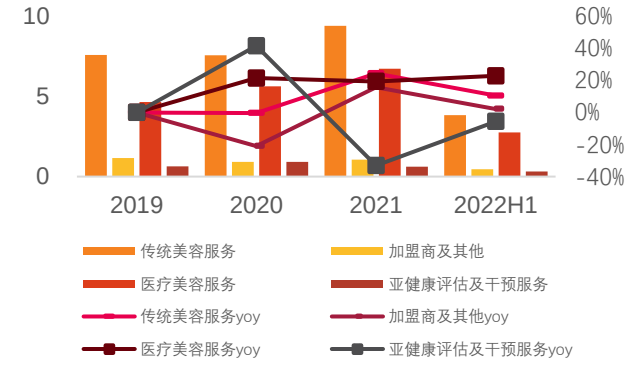


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 积极转型拓展业务，传统+医疗美容协同发展

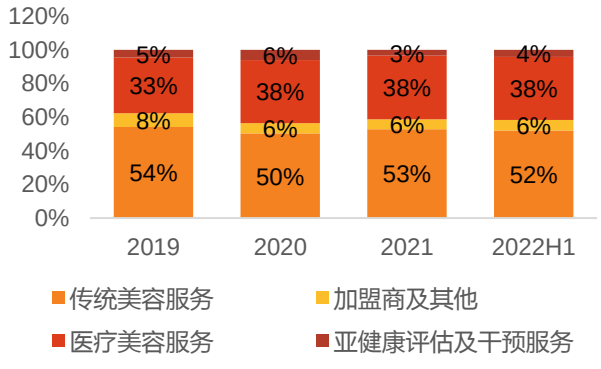
起源于生美，积极布局医美和健康管理。公司于 11 年推出能量仪器与注射服务等高价格服务项目，打造公司收入第二增长曲线，21 年收入占比接近四成；于 18 年推出亚健康评估及干预服务打造未来新增长曲线；同时为市场中有稳定客源且规模较小的参与者提供指导和支持，形成协同效应。当前，公司旗下拥有美丽田园、贝黎诗、秀可儿医美、研源医疗四大品牌，为客户提供全面的美丽与健康管理服务。

图 21：医美业务收入及其增速（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

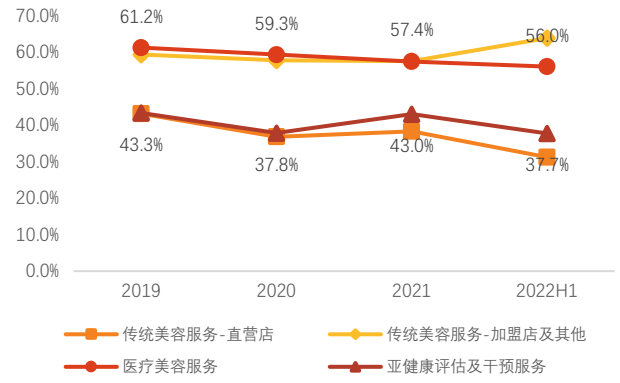
图 22：分业务收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

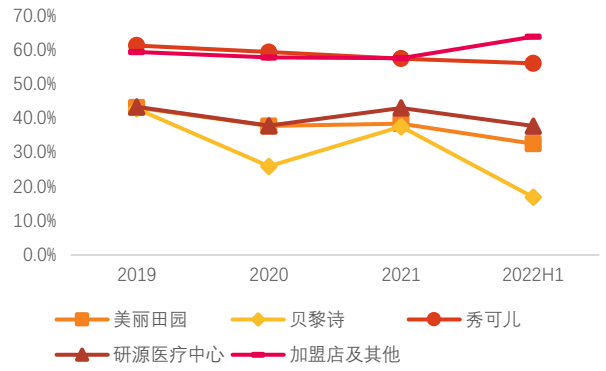
医疗美容为高毛利率业务，有望带动公司业绩提升。2019-2022H1 年医疗美容服务毛利率分别为 61.2%/59.3%/57.4%/56%，远高于传统美容服务直营店毛利。亚健康评估及干预服务毛利率 2019-2022H1 毛利率分别为 43.3%/37.8%/43%/37.7%，略高于生美（即传统美容服务）。

图 23：分业务毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 24：分品牌毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

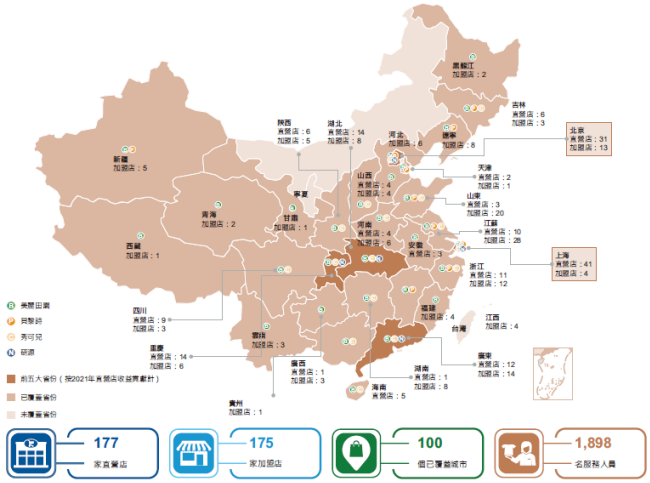
生美+医美业务协同发展形成引流优势，带来销售成本的下降。生美会员进店频率高，客户到店次数多，为医美项目起引流作用。2019-2022H1 年，传统美容服务的活跃会员平均到店次数为 9.1/9.6/10.2/5.5 次，医疗美容服务的活跃会员平均到店次数为 3.4/3.2/3.1/1.9 次。

3.2. 全国广泛布局门店网络，全方位考虑拓展计划持续推进

3.2.1. 门店网络遍布全国，以一线和新一线城市为主

拥有广泛的门店网络，新成立门店高效扩张。根据 2021 年收益，美丽田园是中国最大的传统美容服务提供商和第四大的非外科手术类医疗美容服务提供商。公司拥有全国性的门店分布和高效的扩张战略，截至 2022 年 6 月末服务网络涵盖 352 家门店，包括 177 家直营店及 175 家加盟店，直营的 177 家门店中，84 家门店位于一线城市及 73 家门店位于新一线城市，大多数门店位于一线城市和新一线城市，拥有高客流量。

图 25：美丽田园门店网络分布

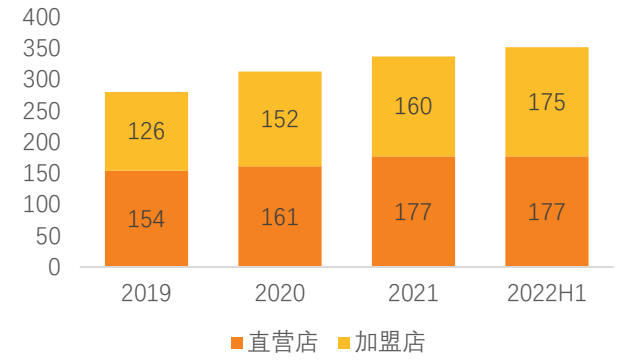


注：截至 2022 年 6 月 30 日
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

分模式来看，美丽田园及贝黎诗门店均以直营店模式及加盟店模式经营，秀可儿门店及研源医疗中心仅以直营店模式经营。整体而言，1）**直营店模式**有助于提高门店的运营效率、安全性及盈利能力，从而使品牌备受肯定，并充分控制向客户提供的服务的质量、

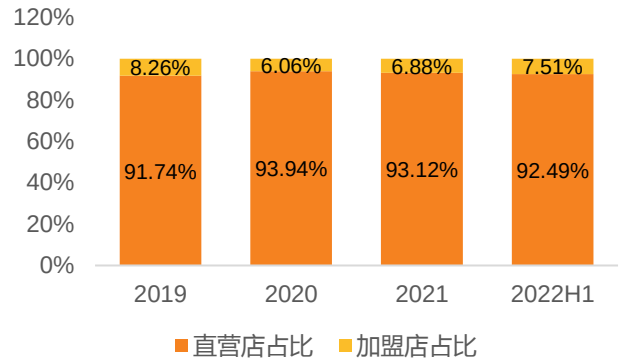
实现迅速扩展；2）**加盟店模式**大大提升客户覆盖面，为确保客户在所有门店获得一致服务，公司要求所有加盟店使用相同运营系统，并秉持与直营店相同的标准。直营店占总收益中非常高的比例，于 2019 年、2020 年、2021 年及截至 2022 年 6 月 30 日止六个月，分别贡献总收益的 91.7%、93.9%、93.1%及 92.5%。

图 26：2019-22H1 直营店和加盟店门店数（家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

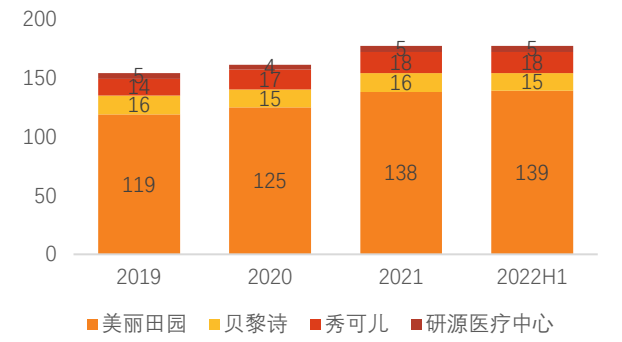
图 27：2019-22H1 直营和加盟模式收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

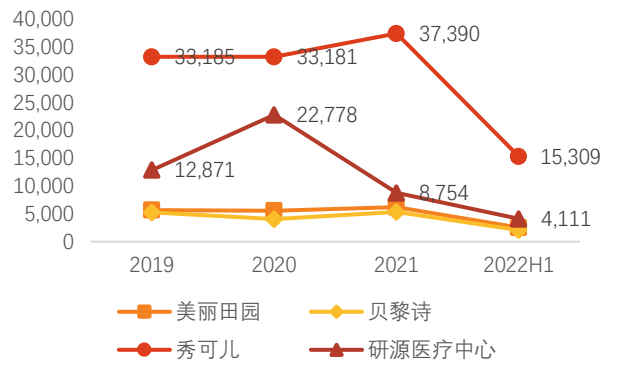
分品牌来看，截至 2022 年 6 月 30 日，154 家直营店及 175 家加盟店以美丽田园及贝黎诗品牌提供传统美容服务，18 家直营店以秀可儿品牌提供医疗美容服务，以及 5 家门店以研源品牌提供亚健康评估及干预服务。

图 28：2019-22H1 分品牌直营店数量（家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 29：2019-22H1 分品牌单店收入（千元）

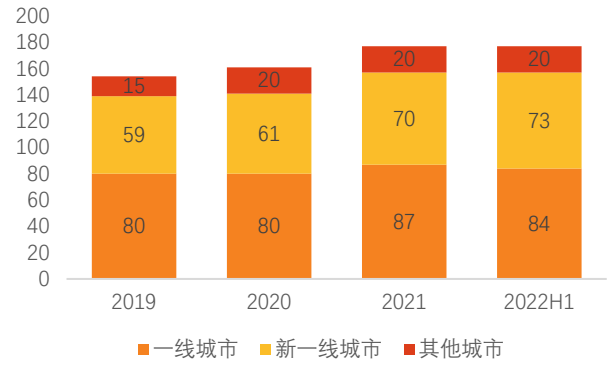


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分地区来看，公司成立后率先于人口众多及人均收入高的一线城市建立据点，并迅速发展，成为顶尖市场参与者，截至 2022 年 6 月 30 日直营店覆盖中国内地 19 个省、自治区及直辖市的 22 个城市，已于三个一线城市（即北京、上海及深圳）拥有 84 家直营店，在新一线城市拥有额外 73 家直营店，占门店总数的 88.7%。

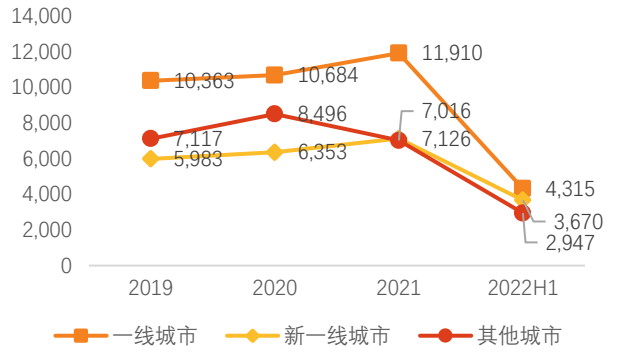
图 30：2019-22H1 分城市直营门店数量

图 31：2019-22H1 分城市单店收入（千元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：一线城市包括广州、深圳、北京及上海；新一线城市包括成都市、杭州市、重庆市、西安市、苏州市、武汉市、南京市、天津市、郑州市、长沙市、东莞市、佛山市、宁波市、青岛市及沈阳市。

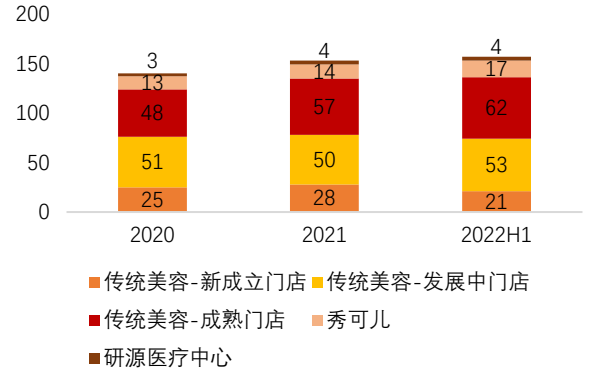


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.2. 当前门店利用率仍有提升空间

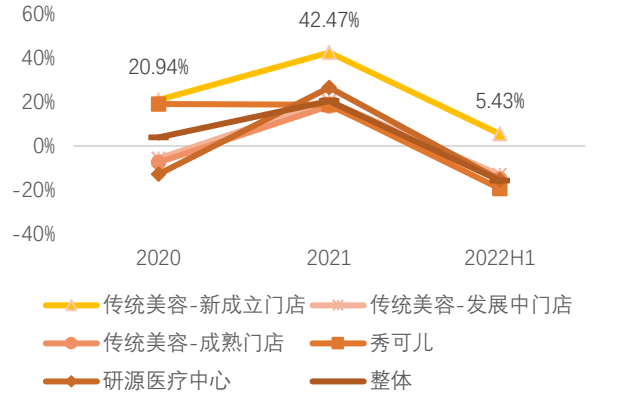
按开张时间来看，美丽田园及贝黎诗门店可分为三组，分别为新成立门店（即已成立少于三年的门店）、发展中门店（即已成立至少三年但少于八年的门店）及成熟门店（即已成立至少八年的门店）；截至 2022 年 6 月 30 日，共有 31 家处于新成立阶段、50 家处于发展阶段以及 73 家处于成熟阶段。2021 年新成立门店营收同比增速最高达到 42.5%，发展中门店和成熟门店的收入增速分别为 20.3%/18.2%，相较于 2020 年由于疫情影响减弱均有大幅同比提升。

图 32：2019-22H1 分业务同店门店数量（家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 33：2019-22H1 分业务同店收入增速



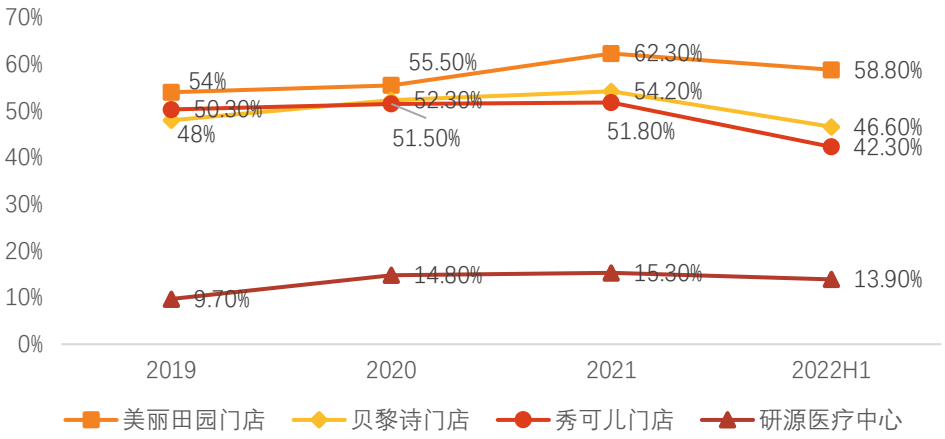
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：同店指于两个比较年份开业超过 300 日的门店

公司并未对秀可儿门店及研源医疗中心进行分阶段管理，主要在现有传统美容服务顾客对医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务有清晰及充足需求的城市继续开设秀可儿门店或研源医疗中心，爬坡期一般较短，能于开张后不久形成庞大且忠诚的客戶群。

2021 年美丽田园门店在一线城市及新一线城市的整体利用率分别为 64.7%及 60.6%，而贝黎诗门店在的整体利用率为 54.2%，而受到地区性 COVID-19 疫情影响，各品牌门店的利用率均有一定下降。鉴于客户主要为白领女性专业人士，当中大部分可能仅于午休期间或工作后享受传统美容服务，而传统美容服务的每次客户到店平均时数约为三小时，所以整体利用率约 75%至 80%将是比较理想的水平。

图 34：2019-22H1 分品牌门店利用率

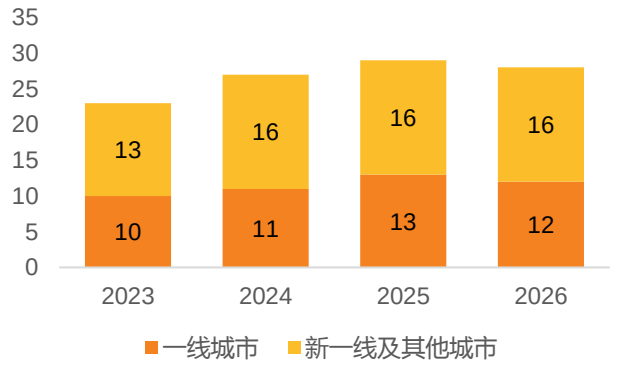


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2.3. 新开门店计划，进一步加快增长

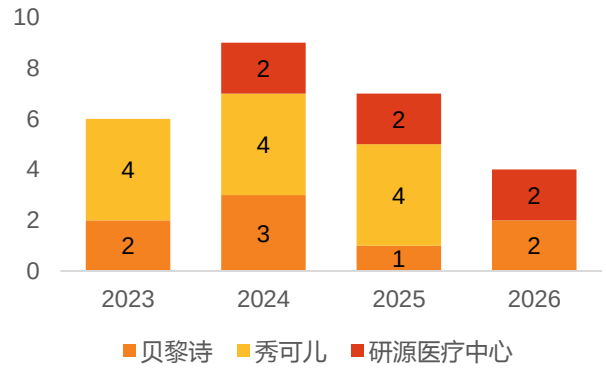
传统美容服务是业务的基石，公司希望在多个一线城市及新一线城市快速扩展业务，应对高质量传统美容服务的需求及增长潜力，开拓更多元化的客户基础，加快进一步增长；公司计划于 2023-26 年分别增设 25/30/30/30 家传统美容服务直营店。于扩展门店网络时公司将考虑(i)选址地点；(ii)未来客户的消费力；(iii)现有的门店网络；(iv)避免自相蚕食及(v)潜在成本及估计回报。公司将重点关注一线城市及新一线城市，同时向其他城市扩展以获得市场份额，一般来说不会于已拥有美丽田园加盟店的城市开设新的美丽田园直营店。

图 35：2023-26 年美丽田园门店扩张计划（家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 36：2023-26 年分品牌门店扩张计划（家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司在已设立传统美容服务门店的新一线城市扩展及升级医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务的门店网络，通过完善且广受认可的品牌组合提供美丽与健康管理服务，抓住客户对高品质医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务不断变化的需求。就贝黎诗门店网络而言，一般不会于现有门店 2.5 公里半径内开设新门店。公司计划通过内生增长分别于 2023-26 年在新一线城市增设 4/6/6/2 家门店，扩展医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务的直营店网络。

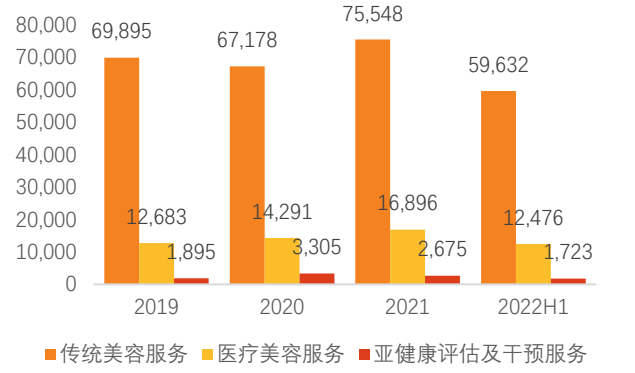
自 2013 年 12 月引入为集团股东以来，CITICPE 为集团提供了雄厚的资金支持，并引入以营运标准化、数字信息系统及财务管理为重点的企业管理措施。截至 2022 年 6 月 30 日，自 2014 年起至 2022 年 6 月 30 日所开设的传统美容服务门店的平均首次盈亏平衡期及平均现金投资回收期分别为约十一个月及约 21 个月。截至 2022 年 6 月 30 日，于往绩记录期间开设的十二家传统美容服务门店尚未达至首次盈亏平衡。

3.3. 基于忠诚客群加强数字化及医生团队建设，持续提升粘性&消费能力

3.3.1. 会员群体庞大且优质，客单复购不断提升

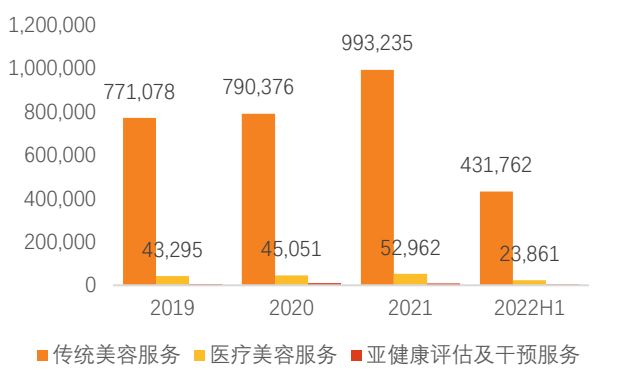
庞大且忠诚的客户群带来活跃会员和客单价的不断提升。公司专注于与客户建立牢固的联系，2021 年，直营店服务 77,356 名活跃会员，自 2020 年上升 12.5%。来自直营店的活跃会员于 2021 年每年平均光顾 10.8 次及消费人民币 20,832 元，而 2020 年，光顾 10.2 次，平均消费人民币 20,151 元。2019 年活跃会员中的 71.5%于随后两年曾做出额外购买。除不断增加的直营店活跃会员外，2021 年及 2022H1 加盟店分别服务了 27,916 名及 22552 名活跃会员。

图 37：2019-22H1 三大服务活跃会员人数（名）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

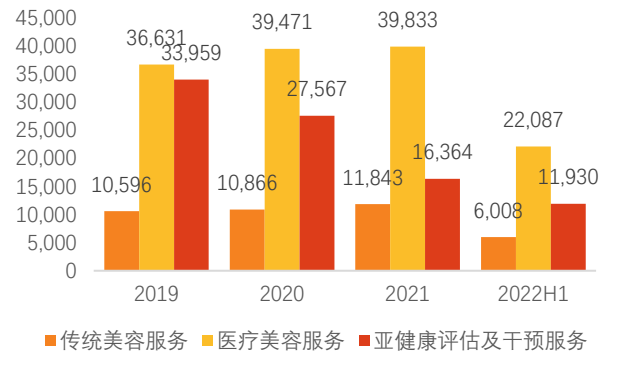
图 38：2019-22H1 三大服务客户到店次数（次）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

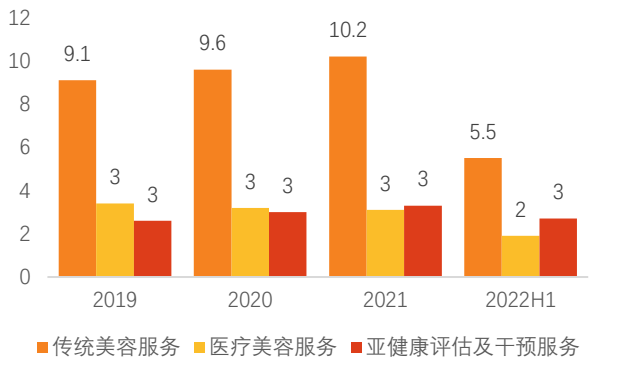
三大服务会员平均消费及复购率都处于较高水平。数十年来对中国传统美容服务行业的贡献而建立的品牌声誉、可扩展的业务模式及客户获取渠道，使公司顾客到店次数由 2019 年的 819,382 次增长至 2021 年的 1,054,952 次，年复合增长率为 13.5%。截至 2022 年 6 月 30 日止六个月，顾客到店次数为 460,241 次。2020 年到店 10.2 次及平均消费 20,151 元，2021 年，活跃会员每年平均到店数及消费提升至 10.8 次、20,832 元。

图 39：2019-22H1 三大服务活跃会员平均消费（元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 40：2019-22H1 三大服务活跃会员到店次数（次）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3.2. 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 2022 年 6 月 30 日，公司已开发 37 个专有信息管理体系，使得公司领先同业。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

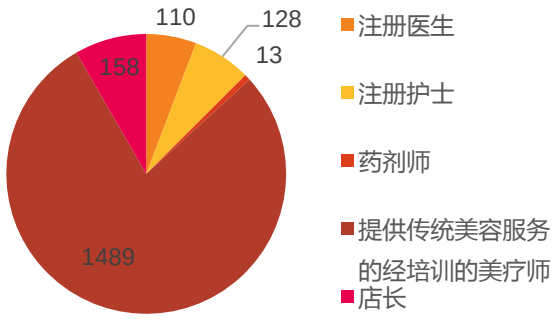
化标准管理体系。

19 年-22H1 研发投入合计约 54.8 百万元，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部分投资于 it 系统：1）门店网络运营系统及微信营销系统；2）医疗美容诊所运营系统；3）顾客数据分析平台；4）系统研发框架。

3.3.3. 团队专业且稳定，专业服务人员年度留任率达 74.0%

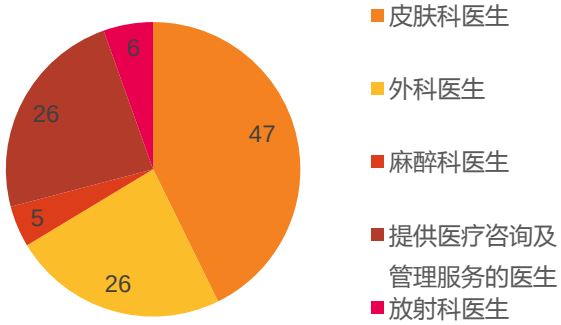
专业服务人员的资格及专业知识对竞争力及长期成功至关重要。尽管医生人数于过去三年大幅增长，但公司一直保持相对稳定的专业团队。根据弗若斯特沙利文的资料，于 2021 年，公司是为数不多的美丽与健康管理服务行业中专业服务人员留任最高的公司之一，实现专业服务人员年度留任率 74.0%，所有超过 1 年的专业服务人员留任年资平均为 6.1 年。公司通常招聘有相关执业经验的专业人员，对拟招聘的候选人进行资格审查，以确保他们具有新职位所需的工作经验及资格；并为专业人员提供具竞争力的薪酬待遇、持续的医学教育机会、良好的工作环境及事业发展。

图 41：公司截至 22H1 专业团队分布（名）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 42：公司截至 22H1 注册医生分布（名）



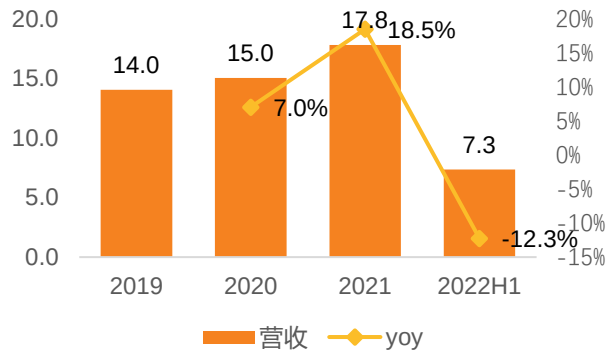
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 财务状况：疫情下阶段承压，防控优化有望弹性修复

4.1. 营收情况：传统美容奠定基本盘，医疗美容贡献增量

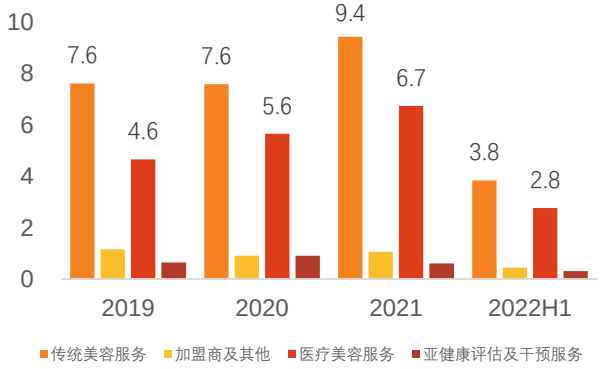
2019-2021 公司营收分别为 14.04/15.03/17.81 亿元，CAGR 为 12.59%。营收保持稳定增长，主要系直营门店网络扩大和同店销售增长。传统美容服务业务奠定业绩基本盘，2021 年实现营收 9.4 亿元，实现同比增长 24%；医疗美容服务 2021 年营收 6.7 亿元，同比增长 20%。

图 43：2019-2022H1 公司营收及其同比增速（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 44：2019-2022H1 分业务营收（亿元）

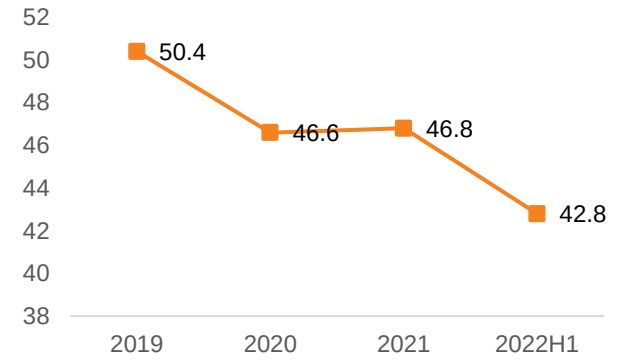


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.2. 毛利率：疫情影响下 2021 年稳中有升

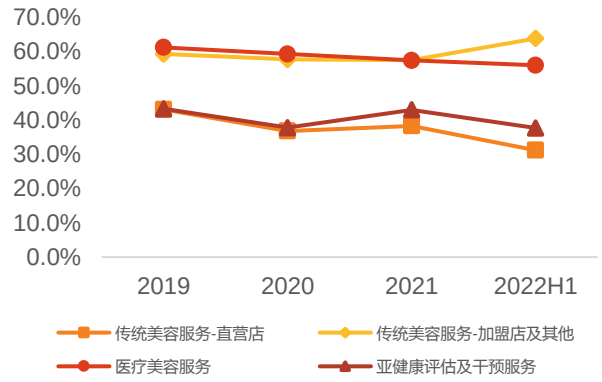
2019-2022H1 年毛利率分别为 50.4%/46.6%/46.8%/42.8%，2020 年疫情影响致毛利率下滑，2021 年毛利率稳中有升。2021 年传统美容服务直营店/医疗美容服务/亚健康评估及干预服务的毛利率分别为 38.3%/57.4%/43.0%，其中医疗美容服务毛利率较 2020 年下滑主要系利润率较低的透明质酸注射占比提升。

图 45：2019-2022H1 毛利率（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 46：2019-2022H1 分业务毛利率（%）

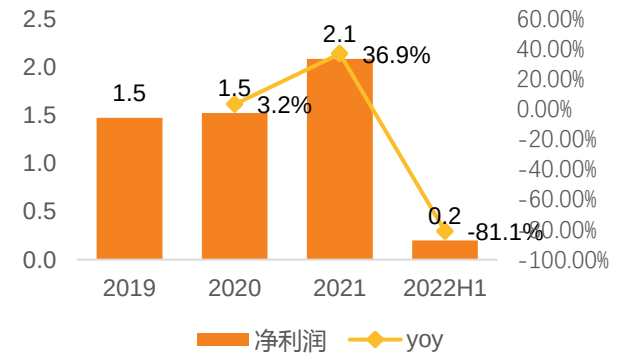


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4.3. 净利率：疫情影响下 22H1 承压，当前弹性恢复空间大

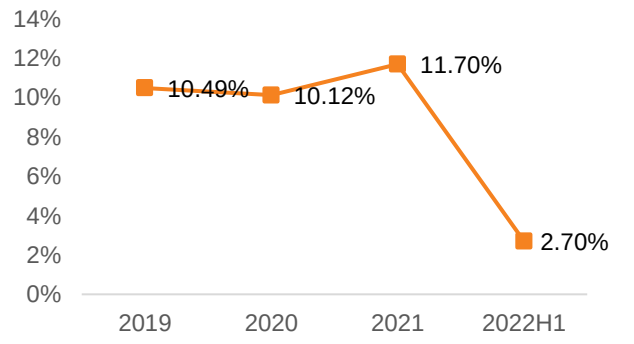
2019-2021 年业务持续扩张，公司净利润分别为 1.47/1.52/2.08 亿元。净利润水平取得较快增长，CAGR18.88%。2022 上半年，公司净利润 19.8 百万元，净利润率由同期 12.6%下降至 2.7%，我们认为主要由于 COVID 疫情反复影响。

图 47：2019-2022H1 净利润及增速（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 48：2019-2022H1 净利率

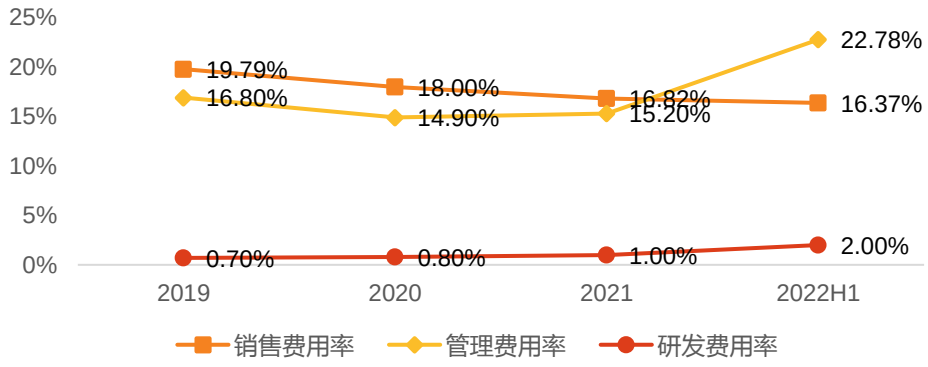


资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

4.4. 费用率：客户高粘性，销售费率逐年下降

2019-2022H1 年公司销售费用率分别为 19.79%/18.00%/16.82%/16.37%，大体呈下降趋势，表现出较好的规模效应。研发费用率由 2019 年的 0.7%提升至 2021 年的 1.0%。

图 49：2019-2022H1 期间费用率情况

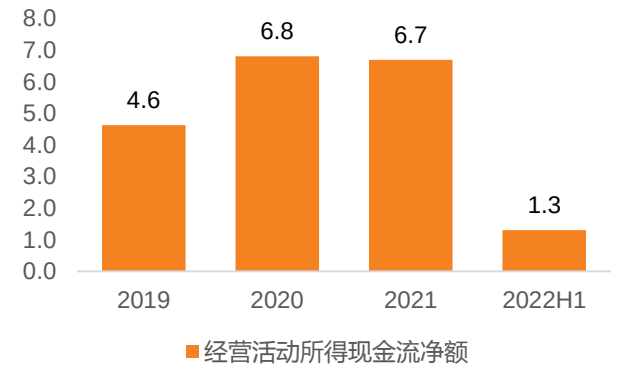


资料来源：wind，天风证券研究所

4.5. 现金流：现金流强劲，流动性好

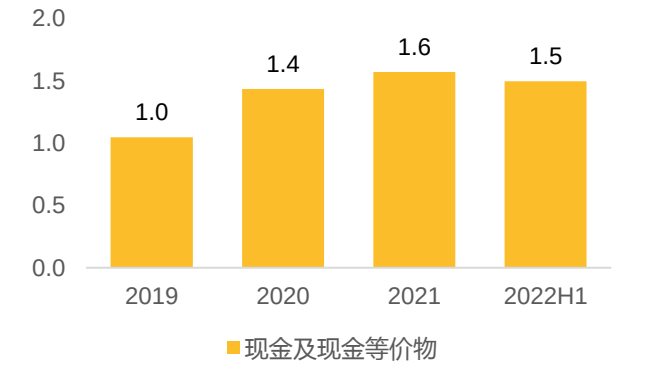
经营活动所得现金净额强势增长，2019-2022H1 年经营活动所得现金流量净额分别为 463.3/680.5/669.9/128.7 百万元。随着公司优化服务组合及成本结构、提升高利润率服务的销售，以及不断发展业务，我们预计未来或将产生稳定的经营所得现金流入。

图 50：2019-2022H1 经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 51：2019-2022H1 现金及现金等价物（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5. 风险提示

1）门店业绩不及预期风险

由于培养客户意识及将有关门店的运营与公司现有基础设施整合所需的时间等因素，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。此外若无法取得所需的批准、许可证或牌照或于取得所需批准、许可证或牌照方面出现重大延误，以及提升运营及利用率的成本大幅增加等因素，公司或将不能按预期即时使用新店。此外，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，对公司经营业绩产生重大不利影响。

2）运营产生的医疗事故、医疗疏忽风险

公司业务的成功在很大程度上取决于医师、美疗师及其他专业服务人员的表现。作为健康与美丽管理服务提供商，严格遵守相关医疗标准，客户的安全至关重要。公司可能面临由于人为失误、机器或设备故障、客户缺乏项目前建议或项目后护理造成的失当、医疗疏忽或不当行为风险。

3）疫情影响风险

COVID-19 自 2020 年年初起于全球范围内传播，引致一场持续大流行。作为遏制 COVID-19 蔓延的一部分，世界各国政府采取多项疫情防控措施，避免公众聚集。因此，中国的健康与美丽管理服务市场受到负面影响，若干门店遭到短暂关闭，避免社交聚集及防止感染，客户对服务及产品的整体需求也有所下降。尽管公司的业务量自 2020 年逐步回升，但疫情仍有不确定性，疫情反复或将影响公司经营业绩。

4）汇率波动风险

公司大量护肤品及注射材料从德国、瑞士及其他海外国家采购。因此或将面临业务运营过程中产生的外汇波动风险。公司主要当以某种货币自供货商采购产品并以另一种货币向客户出售产品，且该等货币之间的汇率可能出现大幅波动时面临外汇风险。倘外汇汇率大幅波动，或将对公司造成影响。

5）诉讼风险

截至 2022 年 11 月 5 日，公司仅有两项未决诉讼，即内蒙古商标纠纷及湖北特许经营协议纠纷，该两项诉讼均在审理中，分别涉及金额人民币 3.0 百万元及人民币 1.1 百万元。商标及特许经营协议纠纷的诉讼结果可能对公司运营产生不利影响。

6) 品牌声誉有关风险

任何对公司品牌或声誉的负面公众观感将对公司的业务造成重大不利影响。公司的成功及持续增长取决于公众对公司品牌的观感以及公司保护及推广品牌的能力。此外，线上论坛及新闻文章中已出现对公司的指控。该等指控可能损害公司的品牌、公众形象及声誉，从而可能导致客户、加盟商及业务伙伴流失。

7）市场需求变化风险

美丽与健康管理服务市场未必如预期般增长，这可能对公司的业务、经营业绩及财务状况造成重大不利影响。对公司服务的未来需求难以预测，因其取决于多项因素，其中大部分因素非公司所能控制，如器材及护肤产品技术进步、推出替代产品或治疗、客户对美丽与健康管理的看法不断变化以及客户就该等服务付款的意愿。此外，对公司服务的需求及客户的消费能力特别易受整体经济状况及客户的可支配收入影响。国际及区域政治条件的变动也可能对宏观经济造成不利影响，从而对公司的业务及财务表现造成不利影响。

8）特许经营模式有关风险

特许经营模式使公司面临诸多风险，如公司对加盟商的控制有限、加盟商可能无法实现销售增长、加盟商可能破产、与加盟商有关的诉讼等。各项风险均可能影响公司自加盟商收取加盟费的能力，可能损害与公司品牌有关的商誉，并可能对公司的业务及经营业绩造成不利影响。

9）与客户有关的风险

公司于日常运营过程中面临客户投诉、申索及法律诉讼的风险。公司无法保证门店的每名团队成员均一直按照适当护理标准行事。公司可能因服务引起的任何不良身体反应而遭受客户提起的投诉、申索或法律诉讼。同时，鉴于美丽与健康管理服务行业的性质及所提供服务满意度的主观性，公司已经并将继续不时受到与服务有关的其他类型投诉。由于公司业务增长，多年来公司的服务量及客户数目均迅速增加，有关投诉、指控及其他申索的绝对数目（无论是否有理据）已经并可能会继续增加。该等投诉、指控及申索倘未得到妥善处理，可能会对公司的声誉、业务、经营业绩、财务状况及前景造成重大不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com