



Research and
Development Center

数字赋能精细化运营，塑造美与健康领先服务商

— 美丽田园医疗健康（2373.HK）深度报告

2023年12月21日

刘嘉仁
社零&美护首席分析师
S1500522110002
+86 15000310173
liujiaren@cindasc.com

周子莘
美护行业分析师
S1500522110001
+86 13276656366
zhouzixin@cindasc.com

李汶静
美护行业研究助理
+86 17380152149
liwenjing@cindasc.com

证券研究报告

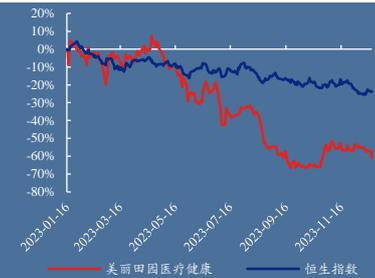
公司研究

深度报告

美丽田园医疗健康(2373.HK)

投资评级 **买入**

上次评级 ——



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|------------|------------|
| 收盘价(元) | 11.44 |
| 52周内股价 | 9.58-32.90 |
| 波动区间(元) | |
| 最近一月涨跌幅(%) | -9.64 |
| 总股本(亿股) | 2.36 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 25 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

美丽田园医疗健康 (2373.HK): 数字赋能精细化运营, 塑造美与健康领先服务商

2023年12月21日

本期内容提要:

► **探索泛美业连锁化困境中的异同: 各取所长, 双美共赢。**在泛美业中, 我国医美行业仍处于低渗透、供给稀缺的高速成长阶段, 根据弗若斯特沙利文数据, 2021年医美行业规模达1892亿元, 2021-2030年CAGR可达14.46%, 增长潜力可观, 医美机构作为产业价值链中“最后一里路”广受关注, 但受制于优秀医生稀缺且培养周期较长、医生流失或为机构带来经营压力、获客成本高企压缩盈利空间, 医美机构的可复制连锁化路径仍在探索中。反观生美机构, 虽也有对于“人”的依赖, 但头部品牌能够通过成熟的培训体系解决美疗师培养问题&通过数字化系统发现并满足客户需求, 在品牌具备提供高质量、标准化的服务体验能力时, 连锁化成功率较高。当前行业已相对成熟, 2021年传统美容行业规模达4032亿元, 2021-2030年CAGR为5.27%, 我们测算2021年渗透率约12%, 行业虽增速趋缓, 但集中度仍处于较低水平, 为龙头整合提升市占率提供充足空间; 此外生美服务盈利能力弱于医美——“双美”模式则因此成为了以直营模式为主的生美品牌发展的更优策略, 通过将生美客户引流至医美门店, 可弥补生美业务客单价较低、盈利水平不足的问题, 亦有效压缩了医美机构获客成本, 打开集团盈利空间, 实现“双美共赢”。

► **美丽田园缘何成为双美模式龙头?**自1993年美丽田园在海南建立首家门店至今已积累30年发展经验, 已经成长为位列(以2021年传统美容服务收入测算的)生美服务商TOP1、非手术类医美服务商TOP4的双美领域龙头, 并积极拓展亚健康评估及干预服务。以直营为主的模式使品牌相较于其他加盟为主的同业能够更好把握客户资源, 实现生美向其他业务的引流。公司基于:

(1) 严格质控&培训体系保证服务质量统一以及美疗师人才供应, 打造连锁化基础,截止2023年6月30日, 美丽田园拥有196家直营店和194家加盟店, 布局全国市场; **(2) 管理团队经验丰富且策略前瞻, 有温度的企业文化以及完善的晋升机制、薪酬体系维系团队稳定,**专业服务人员年度留存率高达74%; **(3) 数字化系统赋能日常运营, 保证公司对于客户需求的密切追踪把握, 为会员维护&门店运营策略提供数据支持, 并促进生美向其他业务引流,**2022年公司传统美容直营业务服务的活跃会员已达7.57万人, 2022年生美向医美/亚健康检测业务转化率约23.7%。

► **经济复苏节奏趋缓背景下着力沉淀会员资产, 提升长期发展确定性。**短期来看, 虽然当前存在消费力恢复节奏的担忧, 但公司亦有积极解决策略:

(1) 提升“获客”优先级:在品项方面, ①梳理SKU分级, 拓客品项差异化; ②项目包装策略兼顾维护获客频次、渗透更多服务类型; ③打通项目置换提升消耗频率。渠道方面, 公司积极通过拓展更多公域渠道, 利用私域进行老带新以及二次促活, 优化获客成本。**(2) 提升门店经营效率:**针对不同发展阶段门店提供差异化运营策略, 促进经营提效。长期来看, 丰富客户资源增强发展确定性, 公司通过直营拓店、同业收并购(杭州)、加盟转直营(长沙)等方式提升市占率的空间依然充足, 匹配客户需求不断拓展、升级医美&亚健康门店进一步带动盈利水平向上。

► **盈利预测与投资评级:**公司作为双美领域龙头, 在管理层前瞻性策略以及数字化系统的加持之下, 依靠标准化、高质量的服务在实现门店高效连锁化的同时塑造了较强品牌力, 积累了丰富的传统美容活跃客群, 并通过私域运营发掘客户需求引流至盈利能力更强的医美、亚健康评估干预业务, 有效降低获客成本。当前传统美容行业集中度尚处于较低水平, 通过自主开店/收并购等方式提升市占率的空间充裕, 未来随着医美&亚健康业务规模持续扩张, 盈利能力亦有向上空间。我们预测公司2023-2025年净利润分别为2.30/2.78/3.33亿元, 同比分别增长123%/21%/20%, EPS分别为0.97/1.18/1.41元, 对应PE分别为11/9/7X, 首次覆盖给予“买入”评级。

► **风险因素:**消费力恢复不及预期、细分赛道竞争加剧、舆情风险。

| 单位/百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 1635 | 2157 | 2568 | 3013 |
| 营业收入同比增速 | -8% | 32% | 19% | 17% |
| 归母净利润 | 103 | 230 | 278 | 333 |
| 净利润同比增速 | -47% | 123% | 21% | 20% |
| EPS (元) | 0.52 | 0.97 | 1.18 | 1.41 |
| P/E | 0.00 | 10.75 | 8.89 | 7.43 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年12月20日收盘价; 港元兑人民币汇率更新至2023年12月20日

| | |
|---|-----------|
| 写在前面..... | 6 |
| 1、泛美业连锁化的困境中的相同与不同..... | 7 |
| 1.1 医美处优质高增长赛道，但优秀医生稀缺阻碍连锁节奏..... | 7 |
| 1.2 生美具备连锁化解决方案，但需在成熟行业中寻找增长与盈利空间..... | 8 |
| 1.3 双美业务或为生美头部品牌经营探索中的大势所趋..... | 12 |
| 2、美丽田园：以生美业务积累粘性客群，延伸至医美&亚健康放大客户价值..... | 14 |
| 2.1 传统美容服务：以传统美容业务为基础，兼顾功效&精神放松，建立信任通道引流医美与亚健康业务..... | 16 |
| 2.2 医疗美容服务：承接对于“美”的进阶需求，放大客户价值..... | 19 |
| 2.3 亚健康评估与干预：布局潜力新兴赛道，完善一站式美与健康服务体系..... | 22 |
| 3、美丽田园缘何成为双美模式的龙头企业？..... | 24 |
| 3.1 相较于生美同业，美丽田园优势在何？..... | 24 |
| 3.2 竞争壁垒：数字化助益，企业文化赋能，打造广覆盖多品牌集团..... | 26 |
| 3.2.1 口碑为先，严格质控&培训体系打造连锁基础，数字化加持铸成技术壁垒..... | 27 |
| 3.2.2 富有远见的管理团队、有温度的企业文化打造集团软性实力..... | 30 |
| 3.2.3 多年积淀&广覆盖布局创造的品牌力进一步强化竞争壁垒..... | 32 |
| 3.3、增长空间：短看高效获客以及会员沉淀，长看市占率提升趋势..... | 32 |
| 3.3.1 消费K型分化趋势之下，会员沉淀提升经营确定性..... | 32 |
| 3.3.2 生美充分竞争格局下，公司精细化运营策略有望打开长期市占率提升空间..... | 34 |
| 4、盈利预测与估值..... | 37 |
| 4.1 盈利预测..... | 37 |
| 4.2 相对估值..... | 39 |
| 5、风险提示..... | 40 |

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1、2021 年公司前十大核心门店经营情况..... | 12 |
| 表 2、生美集团盈利模式多样..... | 12 |
| 表 3、传统美容服务主要通过自营和加盟进行扩张，其余业务均直营（单位：亿元，门店截止 2022 年 12 月 31 日）..... | 15 |
| 表 4、传统美容服务主要包括面部&身体护理，价格多位于 100-2000 元之间..... | 17 |
| 表 5、公司生美直营业务历史数据拆分及盈利能力假设..... | 18 |
| 表 6、秀儿主要提供非手术类项目（包括能量仪器&注射类），项目单价多在数千元以上..... | 20 |
| 表 7、公司医美业务历史数据拆分..... | 21 |
| 表 8、研源品牌为集团会员提供健康评估以及身体护理服务..... | 22 |
| 表 10、综合服务平台构建经营管理模型，更大限度发挥业务及管理的协同效应，提高运营效率..... | 28 |
| 表 11、公司各职位都有不同的薪酬管理机制，充分激发员工主观能动性..... | 31 |
| 表 12、今年以来公司持续通过收并购等方式加强在新一线城市的布局..... | 34 |
| 表 13、生美业务核心假设以及收入预测..... | 37 |
| 表 14、生美业务毛利率核心假设预测..... | 38 |
| 表 15、医疗美容服务&亚健康评估与干预服务核心假设以及盈利预测..... | 38 |
| 表 16、公司整体盈利预测..... | 39 |
| 表 17、可比公司 PE 估值（股价为 2023 年 12 月 20 日收盘价，EPS 为 wind 一致预期）..... | 39 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1、医美行业中预计非手术类市场规模增速高于手术类，行业整体处于高景气..... | 7 |
| 图 2、2021 年非手术医美机构市占率 CR5 为 6.3%..... | 8 |
| 图 3、对比其他发达国家，我国整形外科医生相对稀缺..... | 8 |
| 图 4、2019 年头部医美机构成本费用构成来看，营销费用大幅压缩医美机构盈利空间..... | 8 |
| 图 5、成熟体系较大程度降低连锁化门店对于“人”的依赖..... | 9 |
| 图 6、2021 年传统美容行业规模达 4032 亿元，至 2030 年未来 9 年 CAGR 为 5.27%..... | 9 |
| 图 7、2021 年接受传统美容服务人次为 1.55 亿，至 2030 年未来 9 年 CAGR 为 2.71%..... | 9 |
| 图 8、21 年传统美容中 21-50 岁消费者占比 83.5%..... | 10 |
| 图 9、21 年传统美容消费者中女性占比 82.5%..... | 10 |
| 图 10、从产品销售额来看，美丽田园加盟单店销售额更高..... | 10 |
| 图 11、生美市场中部分头部品牌..... | 11 |

| | |
|--|----|
| 图 12、当前生美机构竞争格局高度分散，CR5 仅 0.69% | 11 |
| 图 13、医美业务毛利率明显高于美丽田园生美直营业务 | 11 |
| 图 14、思妍丽医美业务爬坡期后毛利率明显高于生美业务 | 11 |
| 图 15、消费者全生命周期存在对于传统美容、医疗美容、亚健康评估/干预的综合需求 | 13 |
| 图 16、发展历程：以传统美容业务起家，拓展医美&亚健康评估干预业务形成一站式服务 | 14 |
| 图 17、收入增长稳健，疫后复苏趋势明确 | 15 |
| 图 18、疫后公司业绩端显著恢复 | 15 |
| 图 19、三大业态之间壁垒逐渐消除，生美客户之间的转化尤为关键 | 15 |
| 图 20、公司直营店主要布局一线&新一线城市 | 16 |
| 图 21、19-21 年一线城市营收占比超 50%（亿元） | 16 |
| 图 22、截止 2022 年末，公司拥有 189 家直营和 189 家加盟门店，门店覆盖全国绝大部分省份 | 16 |
| 图 23、美丽田园门店具备私密的标准服务室 | 17 |
| 图 24、生美业务 22 年受疫情影响相对明显，23 年显著恢复 | 17 |
| 图 25、生美活跃会员消费稳定性、粘性更高 | 18 |
| 图 26、生美活跃会员单次消费额较为稳定 | 18 |
| 图 27、美丽田园在各个层级城市有不同程度渗透 | 19 |
| 图 28、贝黎诗核心布局一线、新一线、二线城市 | 19 |
| 图 29、公司医美业务重视创新与联合疗程提供 | 20 |
| 图 30、除 22 年外医美业务均保持高速增长 | 21 |
| 图 31、医美业务活跃会员数持续优异增长 | 21 |
| 图 32、疫情期间医美活跃会员次均消费水平亦较为稳定 | 21 |
| 图 33、生美向医美业务的转化率呈现逐年提升趋势 | 21 |
| 图 34、研源主要针对于集团客户提供服务 | 23 |
| 图 35、亚健康服务收入保持高增趋势 | 23 |
| 图 36、克丽缇娜母公司收入、利润波动相对明显 | 24 |
| 图 37、盈利模式以产品销售为主，毛利率/净利率相对较高 | 24 |
| 图 38、疫情以来自然美品牌经营相对承压 | 24 |
| 图 39、疫情、产品结构调整导致盈利能力相对承压 | 24 |
| 图 40、克丽缇娜品牌在加盟模式下并无统一小程序预约号 | 25 |
| 图 41、美丽田园使用同一端口进行预约，消费者亦对于上市公司品牌较为信任 | 25 |
| 图 42、思妍丽品牌整体毛利率约 30% | 26 |
| 图 43、我们判断公司盈利水平表现较思妍丽或更优 | 26 |
| 图 44、美丽田园&贝黎诗在各个层级的门店布局相对全面 | 26 |
| 图 45、三大业务的活跃会员数整体呈现增长态势 | 29 |
| 图 46、员工年龄以 25-50 岁居多 | 30 |
| 图 47、公司中 95%的员工为女性 | 30 |
| 图 48、组织架构分级有助于最大化管理效率 | 32 |
| 图 49、美丽田园提供“闺蜜券”供会员给其他非会员、非疗程客，进行“老带新” | 33 |
| 图 50、有直营店的情况下总店数≥4 的区域基本有秀可儿医美门店布局 | 35 |
| 图 51、秀可儿店均活跃会员数约 800-100 人 | 35 |
| 图 52、美丽田园为加盟商提供全方位的开店以及经营支持 | 36 |
| 图 53、贝黎诗严格加盟条件以确保经营质量 | 36 |

写在前面

当前我国医美行业渗透率相较于海外仍处低位、产品供给相对稀缺，但随着供给端新材料、新产品获批，新概念涌现，叠加需求端消费者教育深化，对于医美消费的认识度、接受度提升，2021-2030年医美行业规模CAGR可达14.46%，增长潜力可观，医美机构作为产业价值链中“最后一公里”，同样获得了较多关注，但医美机构在发展扩张的过程中亦存在部分尚未得到充分解决的问题，如：①医美服务的特质决定其对于“人”（医生）较为依赖，但优质医生供给稀缺、培养成本高，且个性化审美这类医生核心竞争力较难标准化，较大程度提升了医美机构业态的复制难度；②医美机构获客成本较高，挤压盈利空间，因此医美机构的连锁化运营模式仍处于探索阶段。

而同处泛美业中的生活美容行业则已进入成熟期，2021-2030年传统美容服务行业规模CAGR为5.27%。生美相较于医美，可进行成熟连锁化的前提在于行业对人的依赖程度弱于医美：不同于医美医生，生美的美疗师相对无专业学术背景准入要求，且其服务内容更易标准化，头部品牌能够实现高效连锁的壁垒在于能够通过成熟的培训体系解决美疗师培养问题，通过数字化系统发现、满足客户需求，在品牌具备提供高质量、标准化的服务陪伴体验能力的基础上，消费者自然会对于机构/品牌形成较强认同感，连锁化的成功率有望得到提升。但生美亦面临客单价相较于医美偏低，毛利率表现不及医美机构的问题，头部品牌也在积极寻找更优的商业模式解决方案。

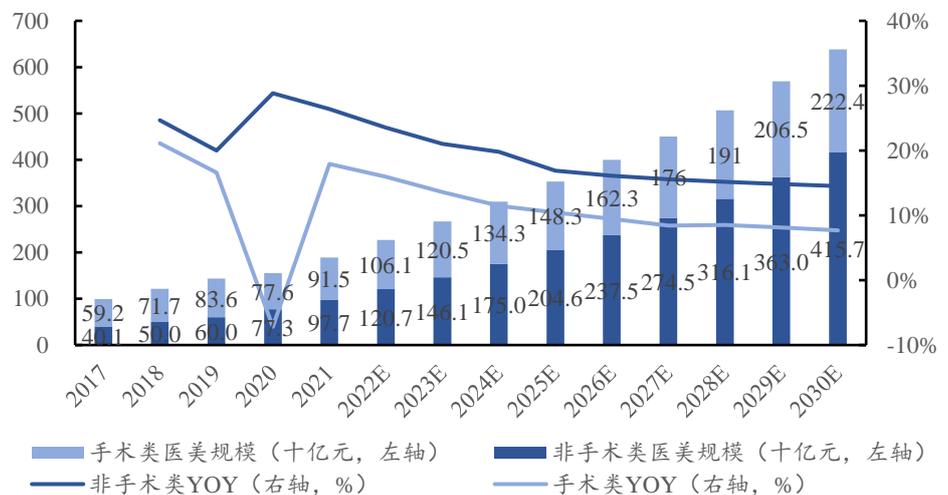
生美+医美的双美商业模式则为上述两类美业机构分别存在的问题一定程度上提供了联合解决方案——在享受连锁化确定性的同时提升盈利能力，或为资本所寻找的美容护理终端机构的长坡厚雪赛道。

1、泛美业连锁化的困境中的相同与不同

1.1 医美处优质高增长赛道，但优秀医生稀缺阻碍连锁节奏

医美行业增长潜力可观，医美机构作为承接消费的必需一环同样受到市场关注。根据弗若斯特沙利文数据，我国医美行业 2021 年渗透率仅为 2.4%，与此同时，我国医美供给较为稀缺，随着需求端消费者可支配收入提升、医美接受度和认知度提升，供给端新材料、新产品、新概念不断推出，医美行业有望维持高速增长趋势，弗若斯特沙利文预估 2021-2030 年非手术类/手术类医美行业 CAGR 可达 17.46%/10.37%，因此医美行业成为最受资本市场关注的消费赛道之一，而下游机构作为承接医美消费必不可少的“最后一公里”，颇受市场关注，若机构有机会通过连锁化享受行业渗透率不断提升带来的增长确定性，则其投资价值更为凸显。

图1、医美行业中预计非手术类市场规模增速高于手术类，行业整体处于高景气



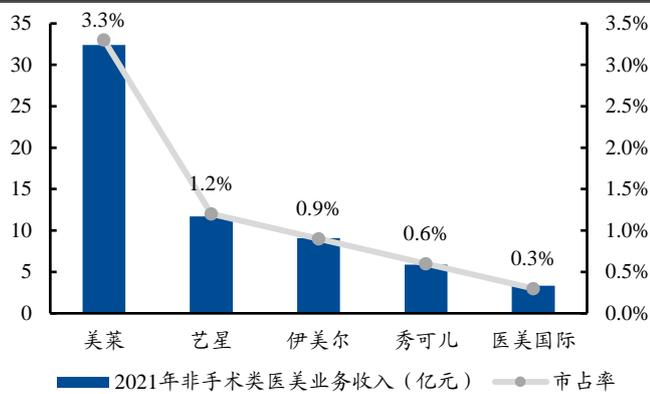
资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客招股说明书，信达证券研发中心

然而医美机构的稳定发展较为依赖于有技术/审美的医生，连锁化进展仍在探索。虽医美行业仍处于相对早期的高速发展阶段，但不同于医美上游针剂生产商高度集中的竞争格局，2021 年医美机构（按非手术业务规模测算）CR5 仅 6.3%，整体连锁化率较低。其背后原因在于“人”对于机构经营的影响显著：（1）医美消费者对于“治疗效果”的诉求更强，机构环境、服务态度等并非影响消费决策的决定性因素，因此客户复购更依赖于医生；（2）我们此前的系列报告中曾提及：医美与其他医疗消费相比，更加强调“美学”属性，项目疗程或无“标准答案”，因此良好的消费体验需要医生兼具操作技术和沟通审美能力，但：

- ① 医生供给不足，且其核心竞争力或难以标准化培养：根据 ISAPS 数据，2021 年中国大陆地区每 10 万人口中整形外科医生数量仅 0.2 人，与发达国家的差距显著（韩国/美国/日本每十万人口中整形外科医生数分别为 5.1/2.3/2.2 人），从机构角度看，成熟的医生往往需要多年时间成长，且审美这类“软实力”更难以标准化培养，优秀医生的稀缺为机构在保证服务质量的同时进行连锁化扩张造成阻碍；

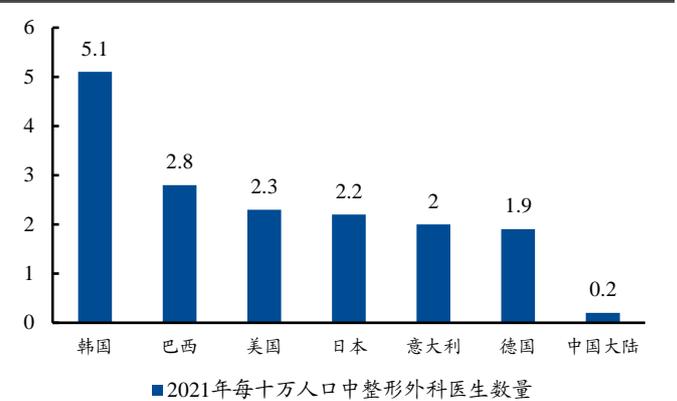
- ② 机构对于医生的依赖程度高、消费者更加信任且跟随医生而非机构品牌：优秀医生供给稀缺导致其话语权更大，机构在经营扩张期间也需考虑核心医生外流风险，对于考虑连锁化的机构的团队稳定性以及综合管理能力提出了更高要求。

图2、2021年非手术医美机构市占率 CR5 为 6.3%



资料来源：美丽田园招股说明书、弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

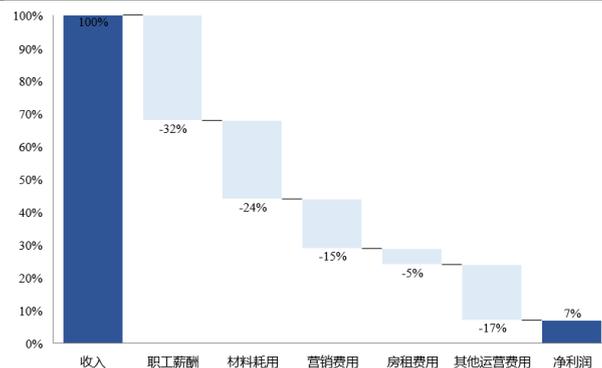
图3、对比其他发达国家，我国整形外科医生相对稀缺



资料来源：ISAPS、德勤、企查查，信达证券研发中心

此外，医生薪酬与获客成本高企压缩机构盈利，机构持续探索盈利提效解法。正如前文所述，优秀医生稀缺导致：①医生话语权大，优秀医生的成本较高；②医美消费门槛较高，消费者选择机构时相对谨慎，因此初次建立机构与消费者之间的触达/信任较难，获客成本较高。2023年5月，十一部委联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，进一步规范获客方式，“医美机构如何跟随行业增长且维持净利率稳定”为行业当前持续探索的命题。

图4、2019年头部医美机构成本费用构成来看，营销费用大幅压缩医美机构盈利空间



资料来源：德勤，信达证券研发中心

1.2 生美具备连锁化解决方案，但需在成熟行业中寻找增长与盈利空间

相较医美而言，生美行业中“人”的壁垒更弱，新进入者开店尝试的门槛相对医美较低，对于存在连锁化诉求的头部品牌而言，完善的体系&系统可以提供连锁化的解决方案：消费者固然会对于能够提供更佳服务体验、更熟悉的美疗师产生一定粘性，但美疗师相对无学术背景要求、服务内容易标准化，更易进行培养，

此外，数字化会员系统也可以帮助门店持续跟踪客户需求偏好而非依赖于单一美疗师。得益于相对低的进入门槛及行业龙头对于连锁化解决方案的探索，传统美容行业相对于医美更早进入发展成熟期，但在探索出连锁化路径后，走在行业前列的头部品牌面临的问题在于“如何在成熟行业中寻找新的增长&盈利机会？”。

图5、成熟体系较大程度降低连锁化门店对于“人”的依赖

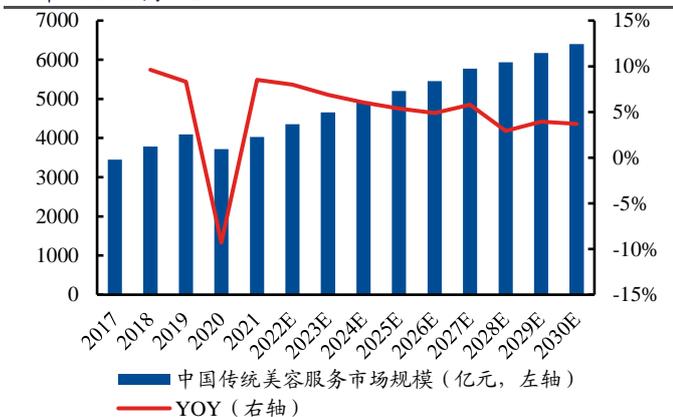
| | 医疗美容 | 传统美容 | 解决方案 |
|-------|-----------|-------------|-------------|
| 培养成本 | 相对更高 | 相对更低 | 标准化的美疗师培养体系 |
| 服务内容 | 差异化、定制化 | 易标准化 | 明确的服务标准 |
| 消费者粘性 | 对医生信任依赖度高 | 对于成熟美疗师较为信任 | 数字化会员管理体系 |

资料来源：信达证券研发中心

● 从增长空间来看：虽行业增速趋缓，但市占率提升空间充裕

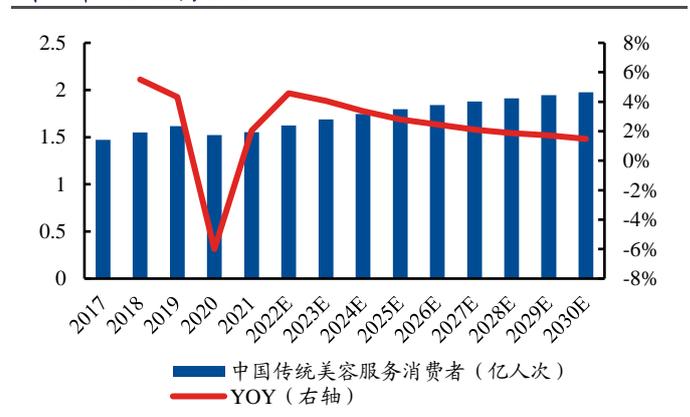
不同于医美，同属“泛美业”的传统美容行业已进入稳定发展阶段，人群渗透率相对医美较高。从行业规模与增速来看，根据弗若斯特沙利文数据，2021年传统美容行业规模达4032亿元，17-21年4年CAGR为4.0%，复合增速较低主要源于期间受到20年疫情影响，若单看2019和2021年，同比增速分别为8.3%和8.5%，至2030年未来9年CAGR为5.27%。从传统美容消费者数量及渗透率角度来看，2021年接受传统美容服务人数为1.55亿人次，17-21年4年CAGR为1.4%，未来9年CAGR为2.71%。从渗透率来看，沙利文数据显示，传统美容中21-50岁消费者占整体传统美容消费者的比重为83.5%，女性消费者占整体传统美容消费者的比重为82.5%，若以21-49岁女性为基数，我们测算2021年传统美容行业在核心女性消费者群体中的渗透率为11.6%，渗透率水平明显高于医美。

图6、2021年传统美容行业规模达4032亿元，至2030年未来9年CAGR为5.27%

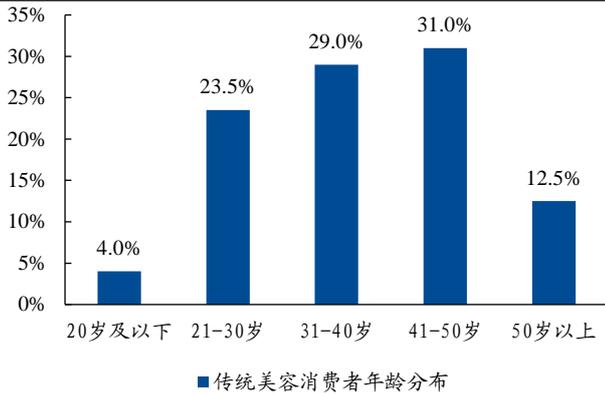


资料来源：弗若斯特沙利文、美丽田园招股说明书，信达证券研发中心

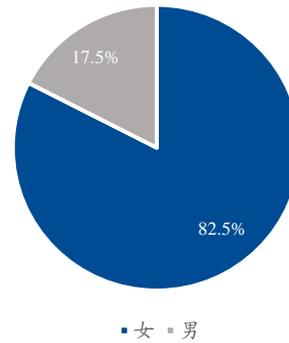
图7、2021年接受传统美容服务人次为1.55亿，至2030年未来9年CAGR为2.71%



资料来源：弗若斯特沙利文、美丽田园招股说明书，信达证券研发中心

图8、21年传统美容中21-50岁消费者占比83.5%


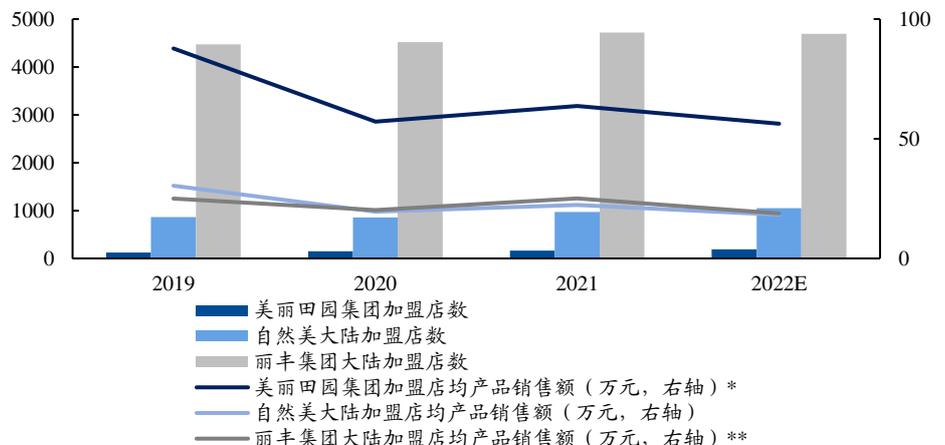
资料来源：弗若斯特沙利文、美丽田园招股说明书，信达证券研发中心

图9、21年传统美容消费者中女性占比82.5%


资料来源：弗若斯特沙利文、美丽田园招股说明书，信达证券研发中心

从竞争格局来看，生美行业较为分散，集中度提升为头部公司未来增长来源。生美行业因处于相对成熟的发展阶段，进入门槛较低且盈利模式多元亦导致市场竞争格局高度分散。

- ① 根据弗若斯特沙利文数据，若以2021年传统美容服务收入规模测算，生美机构端CR5仅0.69%，美丽田园集团市占率为0.23%，居市场首位。
- ② 即使考虑部分连锁加盟品牌终端规模，生美行业依然存在充分拓店整合空间。由于部分连锁传统美容机构集团盈利模式以“针对加盟商销售自有产品”为主，加盟终端提供服务的收入体量并未计算在品牌收入内，因此我们针对目前布局中国大陆市场、连锁门店逾千家的克丽缇娜（属台股上市公司“丽丰”、22年末大陆市场加盟门店数为4693家）、自然美（属港股上市公司“自然美”、22年末大陆市场加盟门店数为1049家）品牌终端规模进行测算得：2022年克丽缇娜、自然美品牌加盟终端规模约116/25亿元、服务收入规模分别约105/22亿元，对应2022年市占率分别为2.6%/0.5%，可见即使考虑部分连锁品牌的终端体量，行业亦处于高度分散的竞争状态，通过拓店+收购兼并以提升市占率的策略依然具备较高可行性。

图10、从产品销售额来看，美丽田园加盟单店销售额更高


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

*：由于美丽田园并未披露2022年加盟店分产品、加盟费收入拆分，故用2019-2021年产品/加盟费收入占加盟整体收入比重平均值估算2022年两项业务占比情况，并据此计算店均销售额

**：由于丽丰并未披露中国大陆市场分产品、加盟费的收入，故用中国大陆销售额/中国大陆加盟店数进行计算店均产品销售额，存在高估的可能

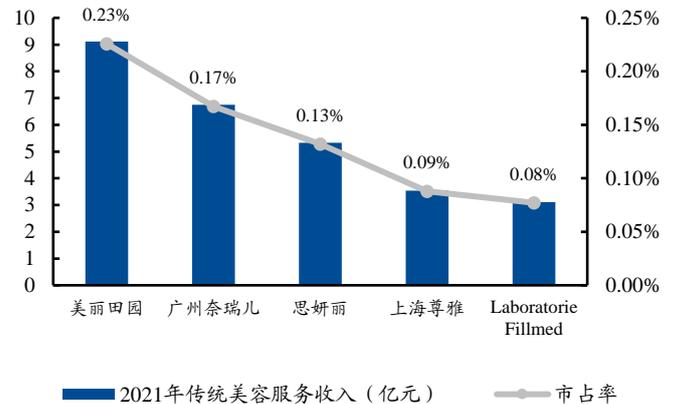
③ 从门店数量角度来看，行业连锁化程度较低，为龙头提供充裕发展空间。参考《中国美业报告 2017 年》，美容美体行业中，经营模式为单店/2-4 家的占比分别为 89%/9%，可见绝大多数美业经营者为单店或区域小范围连锁方式为主，随着市场不断出清，有望为头部连锁化品牌继续开店提升市占率提供充裕空间。

图11、生美市场中部分头部品牌



资料来源：信达证券研发中心

图12、当前生美机构竞争格局高度分散，CR5 仅 0.69%

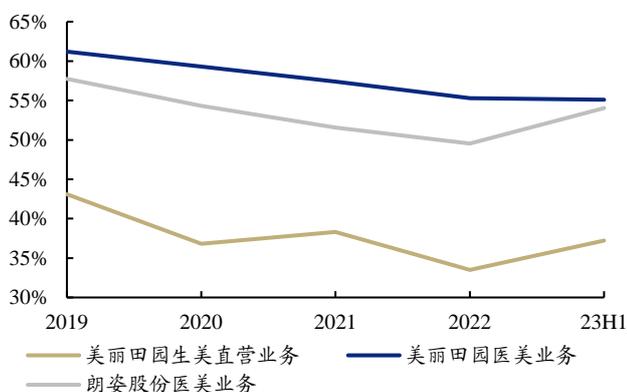


资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

● 从盈利水平来看：服务业务盈利能力相对偏弱，仍需寻找新机遇

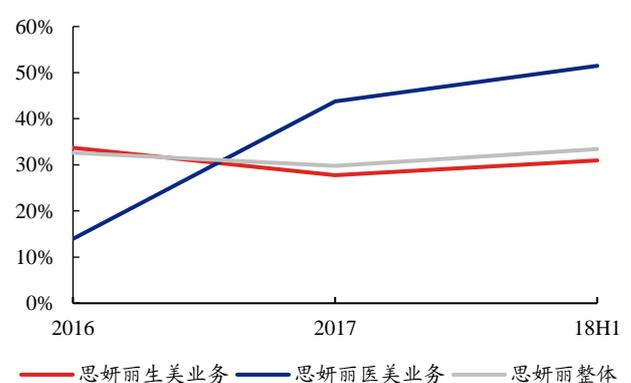
受制于多种因素，生美服务的盈利空间低于医美。生美服务更加受到服务时长、场地、服务类型的制约，客单价相对较低，单次消费金额一般在千元以内，叠加人工、租金等成本较为刚性，盈利空间因此相对受限。而医美机构的盈利弹性则相对充足，项目价格取决于医生资质和产品差异，且客单价多位于数千元以上。从毛利率端来看：生美品牌美丽田园/贝黎诗/思妍丽毛利率基本在 30-40%之间，美丽田园医美业务秀可儿/思妍丽医美业务/朗姿股份医美业务的毛利率则位于 50-60%左右。从单店产出来看，在相似的面积下，秀可儿的单店产出亦明显高于成熟的传统美容服务门店，收益、盈利能力相对更优。

图13、医美业务毛利率明显高于美丽田园生美直营业务



资料来源：公司公告、招股说明书，信达证券研发中心

图14、思妍丽医美业务爬坡期后毛利率明显高于生美业务



资料来源：潮宏基公司公告，信达证券研发中心

表1、2021年公司前十大核心门店经营情况

| 门店名称 | 所提供服务 | 成立年份 | 收益(万元) | 毛利率 | 客户到店次数 | 到店单次消费(元) |
|-------------|--------|-------|---------|-------|--------|-----------|
| 上海益丰外滩源秀可儿店 | 医疗美容服务 | 2011年 | 21561.8 | 59.4% | 14952 | 14421 |
| 北京禾欣医疗秀可儿店 | 医疗美容服务 | 2017年 | 20132.2 | 63% | 11938 | 16864 |
| 重庆爱尚两江秀可儿店 | 医疗美容服务 | 2019年 | 4296.5 | 51.1% | 4193 | 10247 |
| 武汉国广秀可儿店 | 医疗美容服务 | 2011年 | 4104.2 | 53% | 3687 | 11132 |
| 深圳欢乐时光秀可儿店 | 医疗美容服务 | 2017年 | 3549.9 | 50.8% | 3333 | 10651 |
| 北京金融街美丽田园店 | 传统美容服务 | 2007年 | 2881.2 | 50.1% | 21764 | 1324 |
| 上海恒隆美丽田园店 | 传统美容服务 | 2001年 | 2546.1 | 36.7% | 15757 | 1616 |
| 北京新国贸美丽田园店 | 传统美容服务 | 2001年 | 2383.6 | 48.9% | 16290 | 1463 |
| 上海港汇美丽田园店 | 传统美容服务 | 2005年 | 2349.3 | 46.5% | 12895 | 1822 |
| 太原天美新天地秀可儿店 | 医疗美容服务 | 2017年 | 2158.8 | 58% | 1776 | 12155 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

生美行业内部分品牌选择加盟模式寻求高毛利。生美行业核心参与者分为“直营”&“主加盟”两类：①以直营模式为主，门店体量约 100-500 家，通过提供服务获得盈利（同时也有来自销售产品以及少部分加盟业务的收入），典型品牌如：美丽田园、贝黎诗、奈瑞儿、思妍丽等；②以加盟模式为主，通过向加盟商销售产品以及收取加盟费以获得盈利（部分品牌有少部分直营门店提供的收入），门店体量过千家，典型品牌如：克丽缇娜、自然美、秀域等。对比可见加盟模式下，因其核心业务为销售自有护肤产品，其毛利率、净利率均明显高于直营模式的 品牌，为生美行业参与者在寻求更高盈利能力过程中的商业模式探索，但其增长瓶颈亦相对显著，我们将在后文进行比较分析。

表2、生美集团盈利模式多样

| | 提供服务 | 销售产品 |
|------|------------------------------------|--------------------------------|
| 开店模式 | 直营为主、加盟为辅 | 加盟为主 |
| 门店体量 | 100-500 家 | 上千家 |
| 收入来源 | 提供服务为主，销售产品、收取加盟服务费为辅 | 销售集团自有护肤美容产品 |
| 盈利能力 | 毛利率 45-50%、净利率 10-15%（以美丽田园医疗健康为例） | 毛利率 80%+、净利率 20-30%（以丽丰-KY 为例） |
| 品牌案例 | 美丽田园、贝黎诗、思妍丽、奈瑞儿等 | 克丽缇娜、自然美等 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

受制于生美消费特征，拓展双美业务或为当下头部生美直营品牌发展中的大势所趋。由于生美服务的消费体验门槛偏低，2021 年渗透率已达 11.6%，市场发展相对成熟，虽然分散的竞争格局为头部整合提升市占率提供充裕空间，但参与者众多导致机构定价能力更弱，较高的人力成本与相对低的客单价限制了生美机构的盈利空间，因此通过扩展服务业务范围为消费者打造围绕“美丽与健康”的一站式服务，挖掘客户潜在价值、通过提供增值服务提升客单价是机构的“必然”选择。

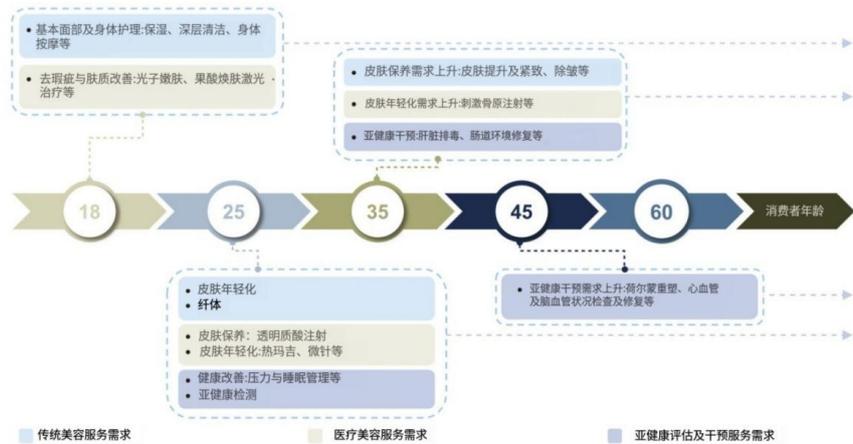
1.3 双美业务或为生美头部品牌经营探索中的大势所趋

开辟高毛利业务为头部生美品牌发展的自然选择。生美行业向其他高毛利率的泛

美业或消费医疗领域探索为生美品牌“顺理成章”的选择——进行传统美容消费的客群本身即具备对于“美”相对较强的诉求，更易发现、拓展客户对于生美服务之外的延伸需求，而医美作为高速发展、盈利水平较高的服务模式，其核心目标客群画像和生美客户有较多相似之处，生美积累的粘性客群亦可以较好解决医美业务获客困难且成本较高的问题，核心客户资产的复用或可有效提升医美业务的盈利水平，提升集团综合盈利能力。

可基于标准化&连锁化的直营传统美容机构打造“双美”模式。从双美模式的可行性来看，传统美容机构相对标准化和统一化，服务效果和体验感相对不依赖于单一美疗师，相较于医美机构而言更容易复制和连锁化，有助于触达、积累更为广泛的客群。但如前文所述，当前生美行业内部分品牌以加盟连锁模式为主，核心盈利模式为向门店销售自有品牌产品，各个加盟店并未打通系统，总部不掌握客户需求数据，则难以向自有医美或健康管理业务进行客户导流，以直营模式为主且会员系统完备的头部品牌更有望走通该商业模式，基于连锁化传统美容业务积累的广阔客群及依靠传统美容服务建立的信任，更容易以更低成本合规为同集团的医美业务引流粘性客户，双美联合可以部分解决前述生美以及医美机构商业模式中各自存在的问题，我们认为在：①龙头生美品牌具备市占率提升逻辑；②业务类型拓展后有望带来客单价、盈利能力提升的逻辑之下，“双美”或为优质投资赛道。

图15、消费者全生命周期存在对于传统美容、医疗美容、亚健康评估/干预的综合需求



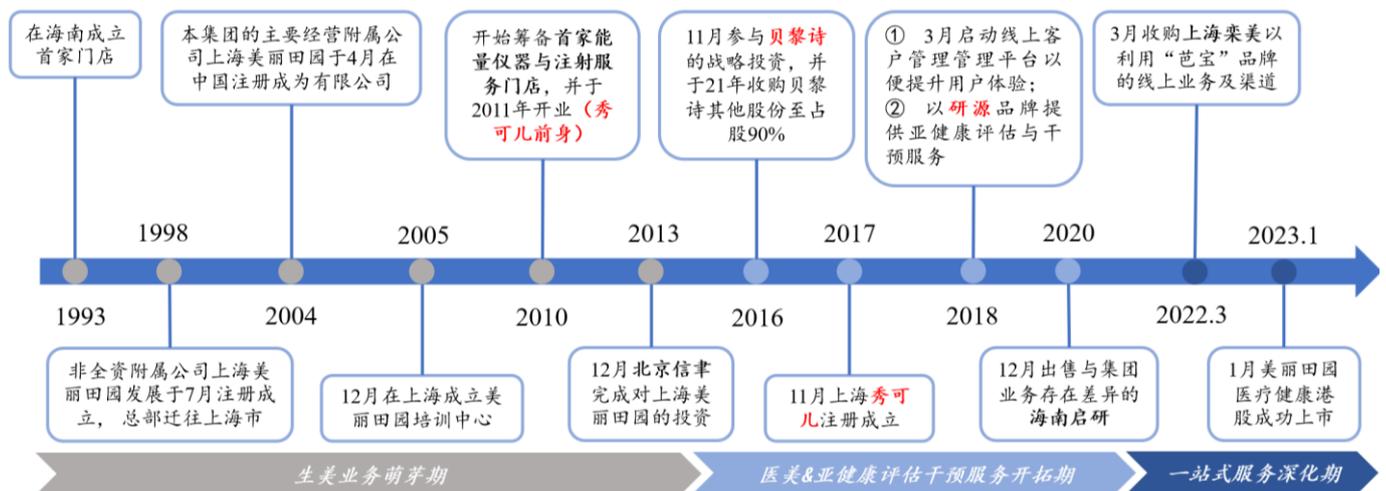
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2、美丽田园：以生美业务积累粘性客群，延伸至医美&亚健康放大客户价值

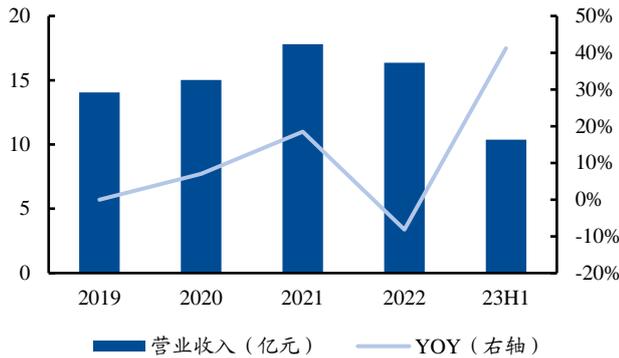
前文已有所分析，传统美容机构想要获得长期稳定增长，往往需要具备连锁化基础并有挖掘客户潜在价值的能力。截止 2023 年 6 月 30 日，美丽田园拥有 196 家直营店和 194 家加盟店，以传统美容服务收入测算的市占率自 2019 年的 0.21% 稳健提升至 2021 年的 0.26%，同时，公司发展为市占率第四的非外科手术类医疗美容服务提供商，并积极拓展亚健康评估及干预服务，逐步发展为双美领域龙头。

三十年浮沉积淀，打造美与健康领航者。自 1993 年美丽田园在海南建立首家门店，1998 年非全资附属公司上海美丽田园发展注册成立，总部迁往上海，2004 年主要经营附属公司上海美丽田园成立为有限公司，2005 年建立美丽田园培训中心，2011 年公司首家提供能量仪器与注射服务的门店开张，2016 年战略投资贝黎诗，2017 年全资附属子公司上海秀可儿成立，2018 年研源品牌开设首家医疗中心，至 23 年已历经 30 年积淀发展，成长为拥有 196 家直营门店、194 家加盟门店的龙头公司，2022 年营收为 16.35 亿元人民币，受到疫情影响导致公司收入与盈利端略有下滑，2023 年随着防控措施调整，公司上市进一步提升品牌声量，23H1 公司收入、归母净利润均明显恢复，2023 年上半年公司实现收入 10.37 亿元/yoy+41.20%，实现归母净利润 1.12 亿元/yoy+639.47%。

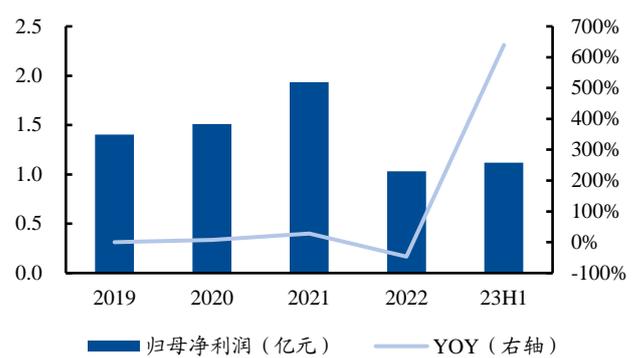
图16、发展历程：以传统美容业务起家，拓展医美&亚健康评估干预业务形成一站式服务



资料来源：招股说明书、公司公告，信达证券研发中心

图17、收入增长稳健，疫后复苏趋势明确


资料来源：wind，信达证券研发中心

图18、疫后公司业绩端显著恢复


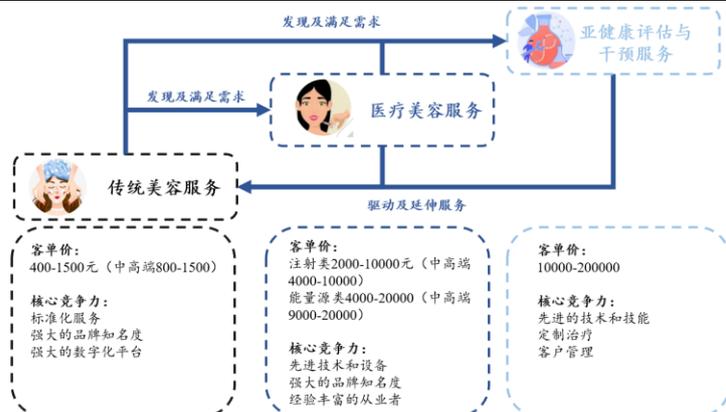
资料来源：wind，信达证券研发中心

传统美容业务打造稳定现金流与强信任，医美&亚健康干预挖掘全生命周期价值。美丽田园以传统美容业务为基础，经过近 30 年发展，2022 年传统美容业务分别实现 8.36 /1.11 亿元直营营收/加盟及其他业务营收。基于传统美容业务创造的信任，2022 年 23.7% 的传统美容服务会员拓展至医疗美容/亚健康评估及干预服务，推动两项业务分别创造 6.20/0.68 亿元营收，而客单价更高的医疗美容门店创造更高单店收益。2023 年防控措施调整之下各项业务均实现优异增长，2023 年上半年传统美容/医疗美容/亚健康评估及干预服务收入分别为 5.48/4.40/0.49 亿元，同比分别增长 28.0%/59.6%/60.5%，23H1 传统美容直营/加盟门店分别服务活跃客户 7.39/2.99 万人，积累广泛活跃客群。

表3、传统美容服务主要通过自营和加盟进行扩张，其余业务均直营（单位：亿元，门店截止 2022 年 12 月 31 日）

| 品牌名称 | 门店数量 | | 服务类别 | 业务模式 | 品牌定位 | 22 年直营营收 |
|------|------|-----|------------|-------|---------------------------------------|----------|
| | 直营店 | 加盟店 | | | | |
| 美丽田园 | 147 | 144 | 传统美容服务 | 直营+加盟 | 引进国际现金的美容理念和技术，定位大众护理消费市场 | 7.69 |
| 贝黎诗 | 16 | 45 | 传统美容服务 | 直营+加盟 | 专注于利用高端面部护理以及欧洲进口产品提供服务，定位中高端护理市场 | 0.66 |
| 秀可儿 | 20 | — | 医疗美容服务 | 直营 | 服务高质量女性客户，关注女性内外需求，定位中高端 | 6.20 |
| 研源医疗 | 6 | — | 亚健康评估及干预服务 | 直营 | 育在通过应用功能医学调节及加强顾客身体器官系统的功能，从而改善顾客健康状况 | 0.68 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图19、三大业态之间壁垒逐渐消除，生美客户之间的转化尤为关键


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心整理

者需求调整推出新的 SKU，如：2023 年以传统医药理论为背景，新推出了改善睡眠障碍及调节肠胃道相关的调养护理项目，帮助客户调节系统及脏腑功能；对大量客户存在的用眼过度的情况，推出眼部抗疲劳系列护理服务项目，通过 SKU 的更新迭代持续把握消费者需求。

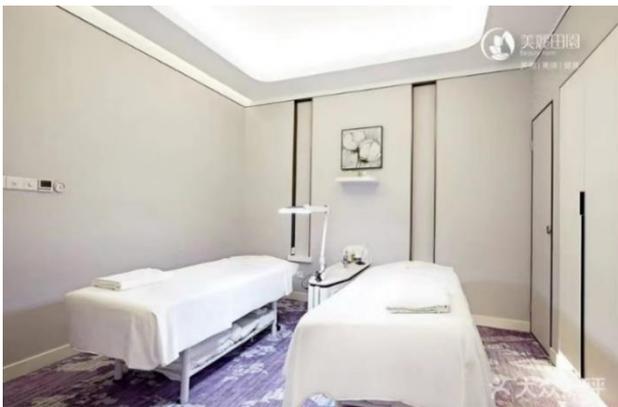
表4、传统美容服务主要包括面部&身体护理，价格多位于 100-2000 元之间

| 服务项目 | 说明 | 价格范围（元） |
|------|---|----------|
| 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、按摩及非入侵性塑形设备塑形 | 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，并达致皮肤的油分及水分平衡，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自组织，并保持肌肤丰盈紧致及软化细纹、皱纹及皮肤松弛外观 | 490-1990 |
| 局部护理 | 提供专业眼部或颈部护理。 | 170-950 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

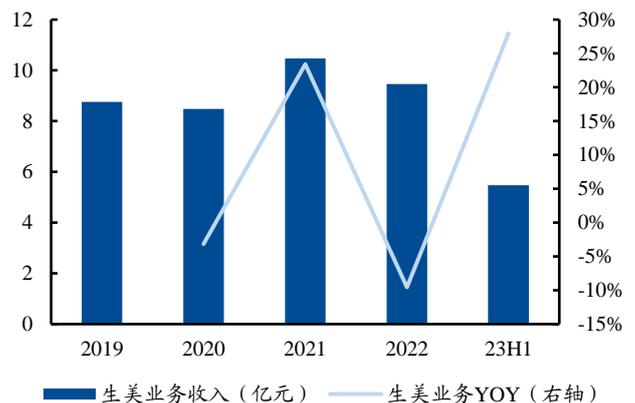
传统美容服务帮助精神放松并兼顾功效，建立消费者信任感。传统美容服务相较于医疗美容服务，消费者对于服务体验感的重视或大于功效，美丽田园通过温馨的门店装修风格、私密的服务空间，以及标准化的美疗师服务帮助顾客在体验项目的过程中达到精神放松效果的同时兼顾效果，并通过项目前的新客户咨询、项目后的效果讨论评估持续拉近与消费者的联系、增进对于消费者的了解，帮助客户建立对于品牌、门店的信任感，为后续促成消费者复购、继续向其他多元业务引流做铺垫。

图23、美丽田园门店具备私密的标准服务室



资料来源：大众点评，信达证券研发中心

图24、生美业务 22 年受疫情影响相对明显，23 年显著恢复



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

疫情抑制客流导致生美业务短期增长承压，会员沉淀提升经营韧性。2022 年生美业务实现收入 9.47 亿元/yoy-9.6%，由于公司门店基本位于一线&新一线城市，受疫情影响相对严重，对于线下消费的抑制作用明显，2022 年客流为 88.6 万人/yoy-10.8%，可见客流下滑对于收入的影响较为明显。但从活跃会员数来看，其波动幅度弱于客流总数，2022 年总客流/服务活跃会员数同比增速分别为-10.8%/+0.3%，整体客流活跃会员人数保持稳定微增、单次消费金额表现平稳，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 17

可见活跃会员的消费粘性依旧较高，有助于平滑外部因素造成的波动。2023 年客流、收入在 22 年同期特殊影响因素消除的情况下均明显恢复，2023 年上半年实现收入 5.48 亿元/yoy+28.0%，实现客流 57.1 万人/yoy+32.1%。

图25、生美活跃会员消费稳定性、粘性更高

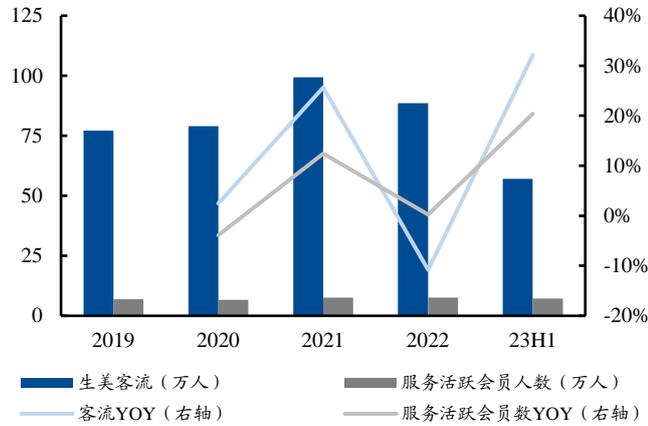
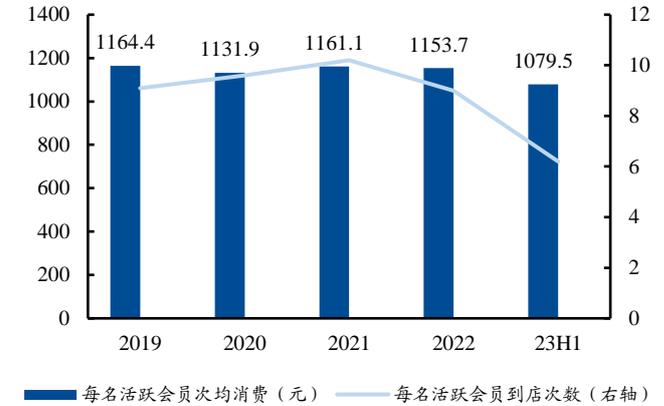


图26、生美活跃会员单次消费额较为稳定



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：每名活跃会员次均消费=每名活跃会员平均消费/每名活跃会员到店次数

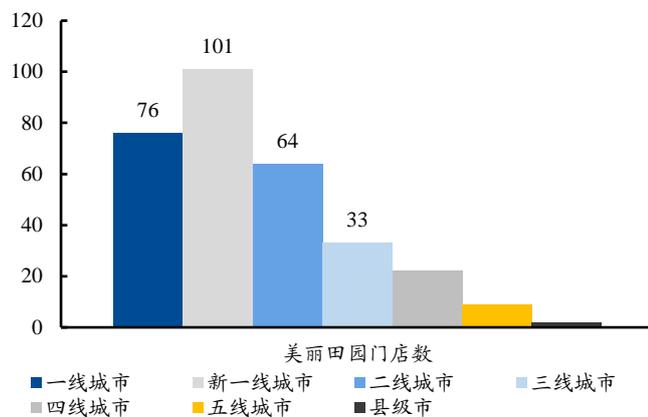
表5、公司生美直营业务历史数据拆分及盈利能力假设

| (单位:万元) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 生美直营业务收入 | 75983 | 75701 | 94136 | 83561 |
| 毛利率 | 43% | 37% | 38% | 34% |
| 直营门店数目 (截止年末) | 135 | 140 | 154 | 163 |
| 服务活跃会员人数 (万人) | 7.0 | 6.7 | 7.6 | 7.6 |
| 提供服务收入 | 71736 | 68073 | 85730 | 76710 |
| 单店服务收入 | 531 | 486 | 557 | 471 |
| 占直营收入比 | 94% | 90% | 91% | 92% |
| 毛利率 | 41% | 33% | 35% | 30% |
| 销售产品收入 | 4247 | 7628 | 8406 | 6851 |
| 单店产品收入 | 31 | 54 | 55 | 42 |
| 占直营收入比 | 6% | 10% | 9% | 8% |
| 毛利率 | 75% | 73% | 73% | 73% |
| 生美加盟业务收入 | 11599 | 9110 | 10543 | 11114 |
| 毛利率 | 59% | 58% | 58% | 62% |
| 加盟门店总数 (截止年末) | 126 | 152 | 160 | 189 |
| 年度新增门店 | 37 | 33 | 23 | 35 |
| 加盟费收入 | 547 | 430 | 361 | 476 |
| 新增单店加盟费收入 | 15 | 13 | 16 | 14 |
| 占加盟收入比 | 5% | 5% | 3% | 4% |
| 加盟费毛利率 | 95% | 95% | 95% | 95% |
| 销售产品收入 | 11051 | 8681 | 10182 | 10637 |
| 单店销售产品收入 | 88 | 57 | 64 | 56 |
| 占加盟收入比 | 95% | 95% | 97% | 96% |
| 产品销售毛利率 | 58% | 56% | 56% | 60% |
| 假设数据 | | | | |
| 根据假设数据测算 | | | | |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

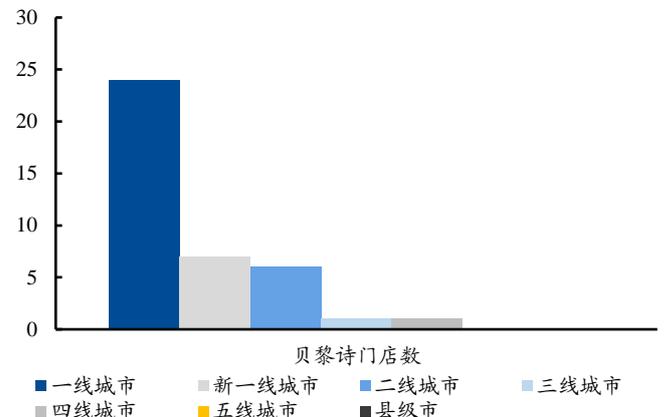
直营+加盟模式推进多级城市布局，构建生美品牌知名度。从当前门店布局情况来看，美丽田园品牌在各个层级城市有不同程度渗透，在一线、新一线等相对高线城市进行直营布局，在其他相对低线的城市主要以加盟业务渗透，并通过区域独家经营模式避免区域市场内的门店相互竞争（在拥有直营店的城市一般不会授权加盟店，在有加盟店的城市一般不会开设直营店）；贝黎诗品牌相对美丽田园更集中于一线与新一线城市，在开设门店时通常不会在现有门店的 2.5 公里半径内开设新门店，亦考虑到了门店的人群覆盖半径以及尽量避免竞争。我们认为加盟布局有助于在更多城市提升品牌声量，亦为公司未来进行投资收购探明前路。

图27、美丽田园在各个层级城市有不同程度渗透



资料来源：美丽田园小程序，信达证券研发中心
 注：城市层级划分参考 2023 年新一线城市研究所城市排名结果，门店数据截止 2023 年 11 月 15 日

图28、贝黎诗核心布局一线、新一线、二线城市



资料来源：贝黎诗小程序，信达证券研发中心
 注：城市层级划分参考 2023 年新一线城市研究所城市排名结果，门店数据截止 2023 年 11 月 15 日

2.2 医疗美容服务：承接对于“美”的进阶需求，放大客户价值

医疗美容改善效果更为明确，承接公司生美客户对于“美”的进阶追求，提升客单价。公司“秀可儿”品牌为存在额外皮肤或身体护理需求（且能通过医美治疗满足）的生美客户提供医疗美容服务项目，项目以非外科手术项目为主，包括能量仪器服务、注射服务，以手术类项目为辅，如：双眼皮成形、脂肪填充、抽脂手术等。医疗美容项目相对于传统美容服务对于皮肤的改善的效果相对明显，单价亦普遍高于传统美容服务，项目价格多位于数千元以上，在为客户提供一站式“美与健康”服务的同时，有助于进一步挖掘、放大客户价值。相较于其他医美服务提供者，公司亦较为重视项目创新与联合疗程的搭建，为消费者提供更优效果的服务项目。

图29、公司医美业务重视创新与联合疗程提供

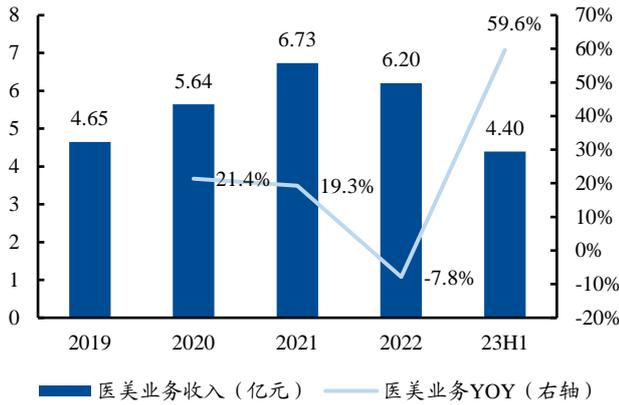

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表6、秀可儿主要提供非手术类项目（包括能量仪器&注射类），项目单价多在数千元以上

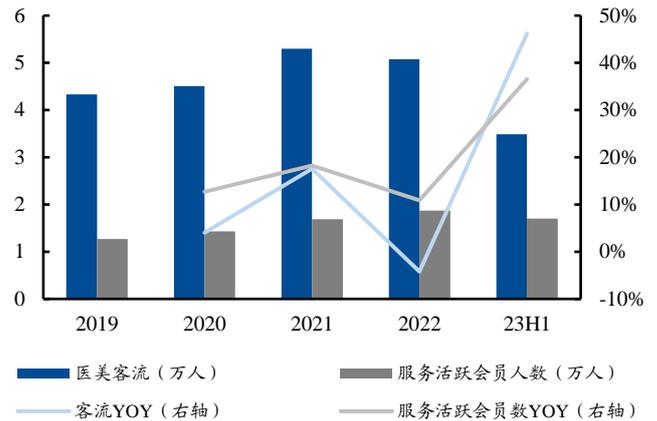
| 项目类型 | 服务项目 | 技术/设备类型/治疗方式 | 说明/功效 | 价格范围（元） |
|-------|-------------|---------------------------------------|--|--------------|
| 能量仪器类 | 热玛吉 | 射频 | 利用探针将高能射频传至真皮深层，通过热能使胶原蛋白变性、收缩，从而激活人体的自我修复过程。刺激胶原蛋白再生，达到改善肌理、收紧毛孔、提升皮肤弹性的目的。 | 6800-66000元 |
| | 光子嫩肤 | 最佳脉冲技术 | 采用专用设备 M22-AOPT 修复面部肌肤。 | 890-9540元 |
| | Fotona4D | 激光 | 采用专用设备 Fotona4DPro 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元 |
| | 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，使肌肤回复活力、缩小毛孔及润泽肤色。 | 800-12800元 |
| 低温体雕术 | 冷冻溶脂术 | 冷却锁定并消除皮肤下的脂肪细胞 | 1990-29800元 | |
| 注射类 | 注射 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、面部或身体塑形 | 800-22800元 |
| | 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元 |
| | 童颜针 | 于面部肌肤注射经国家药监局批准的童颜针“艾维岚” | 刺激胶原蛋白再生 | 6600-19800元 |
| | 雪花针 | 将透明质酸钠复合溶液酶体注射至皮肤的乳头层 | 提供必要的化合物及修复面部细胞并保持水分 | 800-3800元 |
| | 幸福眼 | 结合使用注射酶体及 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元 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

中高端定位&稳定活跃会员复购帮助医美业务疫后迅速复苏。2022年医美业务实现收入 6.20 亿元/yoy-7.8%，秀可儿品牌中高端定位帮助医美业务在疫情影响之下实现相对生美更窄的降幅，2022 年客流/服务的活跃会员数分别同比-4.2%/+10.9%，活跃会员次均消费额维持约 1.2 万水平，并未因疫情出现显著下滑，但到店次数同比下降 0.4 次至 2.7 次，或因疫情导致部分时段难以进行线下消费，且医美项目的医疗属性决定了治疗需有一定的时间间隔，无法随意提升治疗频次所致；防控措施调整后医美业务即表现出了优异增速，23H1 医美业务实现收入 4.40 亿元/yoy+59.6%，在 22 年同期存在上海疫情导致的低基数、消费需求集中释放等多因素推动下实现亮眼增长。

图30、除 22 年外医美业务均保持高速增长


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图31、医美业务活跃会员数持续优异增长


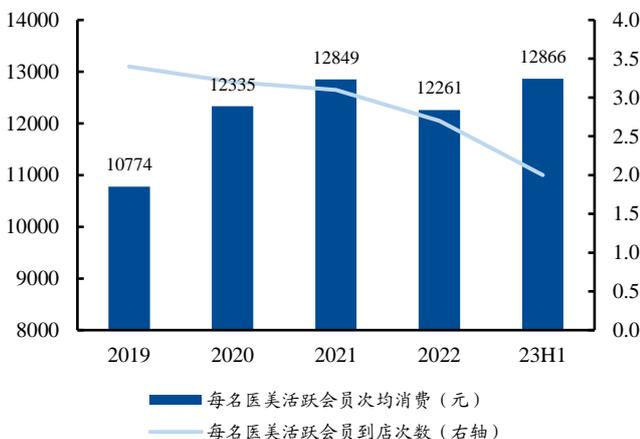
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表7、公司医美业务历史数据拆分

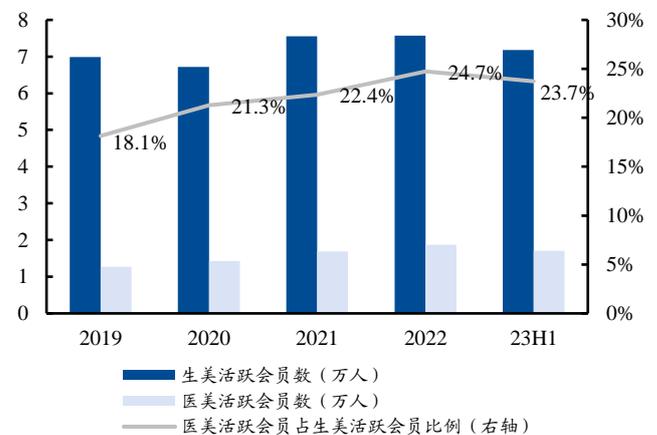
| (单位:万元) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 医美业务收入 | 46459 | 56408 | 67303 | 62020 |
| 毛利率 | 61.2% | 59.3% | 57.4% | 55.3% |
| 门店数 (截止年末) | 14 | 17 | 18 | 20 |
| 服务活跃会员人数 (万人) | 1.27 | 1.43 | 1.69 | 1.87 |
| 医美客流 (万人) | 4.33 | 4.51 | 5.30 | 5.07 |
| 店均客流 (万人) | 0.31 | 0.27 | 0.29 | 0.25 |
| 客单价 (万元) | 1.07 | 1.25 | 1.27 | 1.22 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

生美-医美转化率不断提升验证公司客户运营能力。由于秀可儿医美的消费者基本来自于公司传统美容业务积累的客群，从转化率来看，公司生美活跃会员对医美&亚健康业务的平均渗透率呈现逐年提升趋势，2022年已达23.7%，较2021年上升2pct，而并未因生美客群基数的增长而出现下降，个别单店渗透率或超40%。转化率的优异表现验证了公司较好的会员运营能力，转化率提升有望持续驱动医美业务销售费用优化，进而推动盈利能力向好。

图32、疫情期间医美活跃会员次均消费水平亦较为稳定


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图33、生美向医美业务的转化率呈现逐年提升趋势


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

持续探索医生培养体系，强化机构长期竞争力。秀可儿在拥有相对稳定客群的基础上，同样在持续探索医生的培养体系以确保机构的长期稳健成长，结合医美中对于医疗技术的分级，将医生进行“技术分级”，搭建医生在技术分级体系下的任职资格模型，资历较深的医生辅以专业团队对于年轻医生进行标准化培训输出，使年轻医生可以按照标准化产品操作流程为消费者提供优质服务，更为资深的医生则能够为有需求的客户提供个性化诊疗方案，以梯度“师徒”培养的形式保证机构能够提供个性化&标准化的服务体验。

2.3 亚健康评估与干预：布局潜力新兴赛道，完善一站式美与健康服务体系

以研源品牌布局新兴亚健康检测&抗衰市场，成长潜力充足。公司 2018 年开始提供亚健康评估及干预服务，以功能医学为核心技术，临床医学为辅助治疗，运用全身细胞代谢健康筛查与生理指标检测、专家矩阵式问诊、个体针对性治疗方案等，进行亚健康干预、慢性代谢性疾病的早期预防及干预，提供多方位的健康管理。截至 2022 年 6 月 30 日，亚健康评估与干预品牌“研源”已提供 6 类亚健康评估及干预服务项目，涵盖近 400 个 SKU，应对消费者多维度健康管理诉求。

表8、研源品牌为集团会员提供健康评估以及身体护理服务

| 服务项目 | 说明 | 客单价水平 |
|--------|--|--------------|
| 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、胃肠道及环境毒素暴露测试，以提供身体健康状况评估 | 1000-38000 元 |
| 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，提供全面亚健康检测 | 1100-12000 元 |
| 干预治疗 | 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 元 |

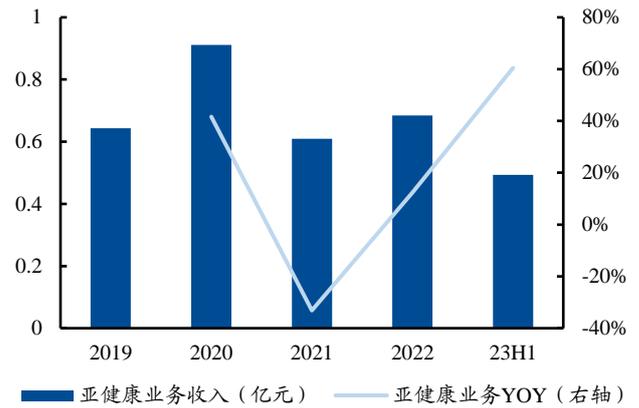
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

亚健康市场尚处发展早期，研源品牌具备高增长潜力。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国亚健康评估及干预服务市场的规模达 70 亿元，17-21 年 4 年复合增长率为 23.9%，预计 2026 年市场规模将达 162 亿元，21-26 年的市场规模 CAGR 为 18.3%，行业增长潜力可观，以 2021 年研源品牌收入体量测算的市占率约为 0.9%，品牌仍处于发展初期，当前行业内龙头集团多为私营医院集团，公司针对女性消费者抗衰等需求有望开辟差异化竞争赛道。

低渗透之下，研源业务规模稳定增长。除因 2020 年 12 月出售海南启研导致收入规模有所下滑外，其余年份亚健康业务稳定增长。2022 年亚健康评估及干预服务客户到店次数达 1.1 万次，活跃会员人数 0.3 万人，活跃会员人均消费金额约 1.6 万元，人均到店次数 3.5 次。23H1 业务发展迅速，客流/服务活跃会员数分别达 0.83/0.27 万人，同比分别+79.0%/+57.3%。

图34、研源主要针对于集团客户提供服务


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图35、亚健康服务收入保持高增趋势


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

成立女性特护中心，聚焦女性生殖健康。研源医疗女性特护中心核心聚焦女性生殖健康，于2022年1月在上海成立，通过整合国际先进科技，推出有助于女性生殖健康的新产品，提高女性生殖健康意识、提前预防妇科疾病。同时，研源医疗与复旦-锦波蛋白联合研究中心共同创立了“功能蛋白教育基地”，锦波生物研发的III型人源化胶原蛋白和抗HPV-酸酐化牛β-乳球蛋白已经形成产业化，女性特护中心有望通过联合头部重组胶原蛋白厂商提升服务的综合竞争力。在当前市场上针对女性生殖健康养护服务相对缺乏的背景下，研源有望依靠具备针对性和差异化的服务内容持续拓展潜在客群。

3、美丽田园缘何成为双美模式的龙头企业？

3.1 相较生美同业，美丽田园优势在何？

● 从盈利模式来看：直营有助于塑造品牌力&积累客户资产，助力长期发展

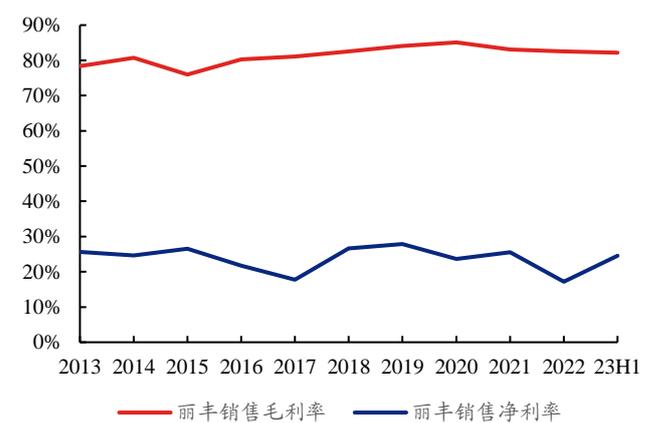
以加盟并销售产品为主的**品牌集团近年来增长相对乏力**。因盈利模式差异所致，以加盟为主、主要业务为向加盟门店销售美容护肤相关产品的**克丽缇娜（丽丰）、自然美**毛利率分别基本位于 75-85%、55-80% 区间内，克丽缇娜盈利能力对比自然美相对稳定，但从收入体量来看增长承压相对明显，克丽缇娜/自然美近 5 年收入规模在 9-13 亿/3-4 亿间波动，增长趋势相对不明显，或源于当前：①在预算有限的情况下，消费者相较于购买产品更倾向于享受服务；②社媒普及使得信息相较过去更为透明，消费决策前亦会考量品牌知名度、口碑以及性价比；③加盟开店节奏放缓，多因素综合导致终端产品销售额并未呈现明显增长趋势，丽丰以及自然美集团也在通过拓展经营区域（如：发展东南亚地区业务）、丰富自营业务（如：拓展自营医美机构）寻找未来增长点。

图36、克丽缇娜母公司收入、利润波动相对明显



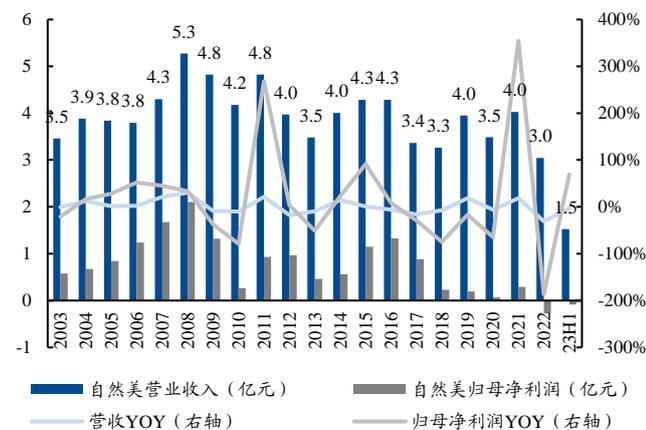
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图37、盈利模式以产品销售为主，毛利率/净利率相对较高



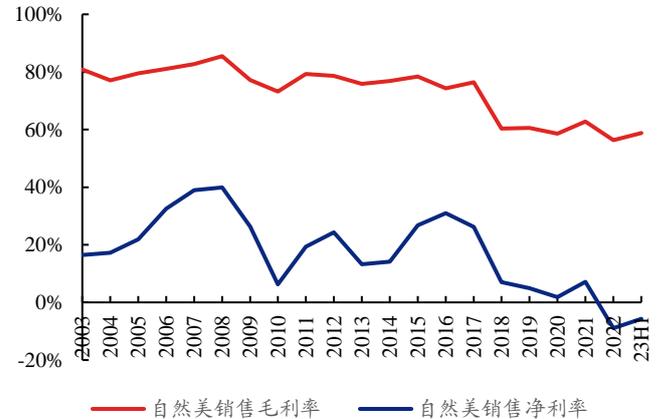
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图38、疫情以来自然美品牌经营相对承压



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图39、疫情、产品结构调整导致盈利能力相对承压



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

直营模式有助于塑造品牌力，把握客户资产、发掘潜在需求以驱动长期增长。从消费者角度来看，生美首次消费的驱动因素较多，但持续复购则需要综合考量服务质量与价格、门店区位、品牌知名度与经营稳定性等多因素，以加盟为主的集团相对难以统一管控终端门店服务质量，且并未打通各个加盟门店消费系统，终端门店服务情况的参差不齐可能导致消费者对于整体品牌的负面观感。而直营模式之下公司可以对终端服务质量进行较为充分的把控，且上市公司背书、会员储值项目/金额可以多区域门店通用等特点亦能够加强消费者对于品牌的信任感，并通过完备的数字化系统将客户沉淀在自有体系内，后续可针对性地对于沉默客户进行二次促活、对于活跃客户继续探索潜在需求，如：引流至医美、亚健康干预服务，通过客户精细化运营推动持续增长，增长确定性相对更高。

图40、克丽缇娜品牌在加盟模式下并无统一小程序预约号



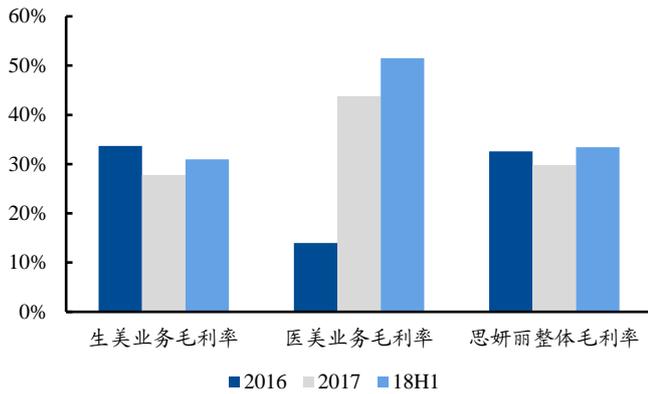
资料来源：微信小程序，信达证券研发中心

图41、美丽田园使用同一端口进行预约，消费者亦对于上市公司品牌较为信任

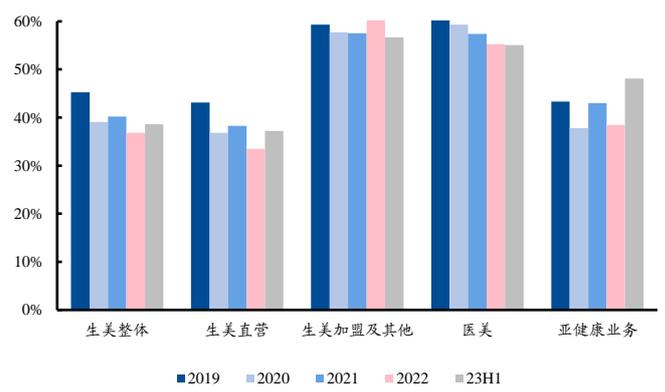


资料来源：微信小程序、大众点评，信达证券研发中心

若对比行业内其他以直营模式为主的生美品牌，公司盈利能力亦有一定优势。根据奥纬咨询提供的《思妍丽-商业尽调报告》，思妍丽和美丽田园两家公司占据了高端美容服务市场的主导地位，截至2018年6月30日，上海思妍丽以“思妍丽”品牌在全国42个城市拥有93家直营店、43家加盟店以提供生美服务；医美业务方面，上海思妍丽以“Biyaya”品牌开设共6家医疗美容诊所，以“光泽”品牌开设1家医院、1家医疗美容诊所，提供以非手术类医疗美容项目为主的医疗美容服务，与美丽田园集团类似，均为以直营为主，通过“双美”模式进行盈利的集团，因为无完全可比年份的毛利率数据，因此对比思妍丽18H1与美丽田园2019年毛利率表现，可见生美、医美毛利率表现来看美丽田园均有相对明显优势，更优的成本管理与规模化优势推动品牌盈利能力推动公司财务数据较其他头部同业有更优表现。

图42、思妍丽品牌整体毛利率约 30%


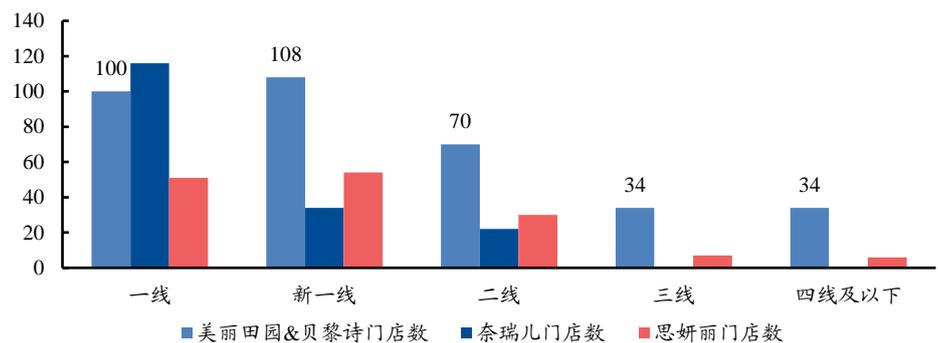
资料来源：潮宏基公司公告，信达证券研发中心

图43、我们判断公司盈利水平表现较思妍丽或更优


资料来源：美丽田园招股说明书、公司公告，信达证券研发中心

● 从门店拓展布局来看：各层级城市不同程度渗透，品牌声量更优

对比以直营模式为主的同业，美丽田园&贝黎诗全国各层级城市均有渗透。根据部分以直营模式为主的头部生美品牌官网/小程序的门店情况来看，美丽田园&贝黎诗在门店总数以及各个层级城市的渗透均优于同业，根据截止 2023 年 11 月 15 日的可查数据（各个品牌小程序/官网）显示，美丽田园&贝黎诗/奈瑞儿/思妍丽生美门店数（直营+加盟）分别为 346/172/148 家，美丽田园&贝黎诗城市布局多集中在一线、新一线以及二线城市，但在更低线级的城市亦有通过加盟进行布局；奈瑞儿门店核心集中在广东省内，广州/深圳/东莞/佛山/珠海/中山市门店数量分别为 55/54/13/9/9/4 家，占整体门店数的 83.7%，区域优势较为明显；思妍丽生美门店合计 148 家（105 家直营+43 家加盟），同时布局 7 家医美机构 BIOYAYA，其中一线与新一线门店以直营为主，二线城市以加盟为主，三、四、五线城市和县级市全部为加盟店。可见当前公司各层级城市布局情况优于以直营为主的同业，有望在门店渗透方面继续占得先机。

图44、美丽田园&贝黎诗在各个层级的门店布局相对全面


资料来源：美丽田园小程序、奈瑞儿官网、思妍丽官网&小程序，信达证券研发中心

3.2 竞争壁垒：数字化助益，企业文化赋能，打造广覆盖多品牌集团

如何理解美丽田园已有的竞争壁垒与优势，新进入者能否复制取得同等地位？我们认为，公司核心在于：1) 以口碑为先，选择运营难度更高的直营模式，三十载经验积累之下，为不断完善严格的质控体系和标准化流程夯实根基添砖加瓦，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 26

同步完善培训体系，将经验转化成可习得的操作准则，并确保落地到每一位员工，数字化平台赋能保证标准化服务，提升口碑，推进连锁化；2) 企业文化关怀&良好晋升机制&优渥的薪酬体系提升员工认可，实现团队稳定；3) 遍布全国的门店网络提升品牌力，强化消费者认知与集团话语权，反哺后续区域内相对低租金持续开店。多优势并进打造坚如磐石的壁垒。

3.2.1 口碑为先，严格质控&培训体系打造连锁基础，数字化加持铸成技术壁垒

口碑为王，提升品牌识别度。重视并打造优质口碑是品牌尤其服务类品牌提升消费者信任、打造品牌识别度的关键一环，亦是与同业拉开差距的核心之一。管理层重视口碑、以提供优质品质的服务为核心理念为第一步，如何始终如一践行其理念、并在品牌连锁化的过程中自始至终保持优质服务 and 口碑的一致性，则更考验公司的管理能力。公司制定严格的质控要求和标准，强化培训体系，不断推进数字化研究与运行，塑造强口碑，并建立强有力壁垒。

● 重视日常积累，订立 100+项规范&强化培训实现门店标准可复制

标准制定&培训服务保障统一的优质服务，输出优质美疗师人才。成熟的培训体系可以较大程度降低对于单一成熟美疗师的依赖，且充足的人才供给为品牌持续连锁化扩张奠定基础，统一的服务标准也使得消费者跟随传统美容机构品牌而非美疗师，提升消费者对于品牌的信任，具体来看公司策略：

- 1) 公司为超过 100 项关键运营层面建立标准和规范，有效覆盖存货管理、服务准备、服务过程、服务标准、员工操守、员工培训及门店卫生等，大大提升公司业务可操作性和统一性。
- 2) 于上海&武汉设立两所培训学校，包含针对美疗师、晋升的管理岗、考证层面的培训。严格的培训体系遵循“企业标准高于行业标准”的内在逻辑。员工在上岗前&晋升前均需完成统一培训，学习标准化流程和服务质量意识。上岗前培训经历 56 天系统性培训，包含企业文化、身体理论、皮肤理论、护理准备工作、新客服务流程、会员服务流程、几大项目技术要求、产品介绍等。举例来看，①在护理准备中，仅无纺布的要求便有包含属性、大小、消毒、摆放、拿取手法、擦拭法、用量等 7 个标准，②新客服务时从提前五分钟准备到正式服务均有系统化流程设置，具体到“茶水水位线在茶杯 3/4 处”，细节展现重视，远高于行业标准的培训制度是公司连锁化进程中占据举足轻重地位的一环。

日常经验总结起不可忽视作用，转化为白纸黑字标准助于严格遵守。举例来看，“一客一消毒”程序源于非典期间其中一店主任为保持店面活力和卫生而创造的消毒程序，直接推动该店当年业绩翻倍，也提升公司对于精湛服务的更强认知。

“但凡与客户有可能进行肌肤接触的区域，都经过酒精消毒”被写进操作准则，保持至今成为公司重要特色。基于长期深耕，在与市场和顾客不断磨合和反馈中，公司精进细化标准，为“美丽田园”品牌打造把薪助火。经验、时间沉淀及所创造的品牌力形成较高壁垒。

● 数字化平台&模型赋能业务协同、口碑维护、员工管理、收并购决策

建立数字化系统跟踪记录客户消费习惯与需求，强化消费者粘性。消费者与机构之间的信任与粘性也建立在对于消费者需求的理解、满足之上（单体型机构因此依赖于美疗师对于消费者的了解），若具备成熟的数字化系统跟踪记录客户的消费习惯以及需求，则能够从品牌角度建立对客户需求的了解，信息共享也能让消费者即使在美疗师变动、甚至是在不同门店消费时都能享受到优质的服务。

数字化平台提升公司业务&管理协同效应。经过多年探索完善以及投资人 CITIC PE 协助，公司建立完善的服务标准、内部管控及质量控制体系，开发 37 个专有信息管理体系。数字化平台除了规范行为和标准以外，并积累大量数据，有助于理解、掌握客户消费习惯、终身价值等有价值的信息，为门店信息互通、客户偏好&生命周期管理、区域收购、员工职业生涯发展建立有据可依的模型，便于后续日常业务、客户、员工、收并购管理与协同。

数字化平台赋能多门店运营。传统美容机构运营的难点往往在于包含客户数据互通、资源分配、门店统一在内的连锁化运营，系统的有效性决定了规模的可延伸性。公司“企业资源规划系统”、“SPA 服务管家系统”、“客户关系管理系统”等多系统赋能门店运营，将对于“人”的洞察与管理精细化、系统化、程式化，提升管理效率和业务协同，为龙头公司持续提升市占率打下坚实基础。

表9、数字化运营&模型提升公司效率

| 数字化管理系统 | 描述 | 作用 |
|------------|--|--|
| 企业资源规划系统 | 实时库存管理系统，控制取货，售货及从仓库至门店集中配送的整个流程 | 提高加盟店运营效率，统一服务质量 |
| SPA 服务管家系统 | 门店管理平台，从三个方面促进业务运营：(i)管理客户账户；(ii)监督前线员工的关键绩效指标及(iii)将服务门店的财务及行政管理工具数字化 | 提高客户服务预约的准确性和效率，减少文书工作，提供前线员工的 KPI 实时数据和最新表现 |
| 客户关系管理系统 | 积累大量客户数据，涵盖 96 份客户标签，并计划于未来积累超过 400 份客户标签 | 深刻理解客户的现有需求、挖掘客户的潜在需求，提供个性化的服务和互动 |
| 美丽田园小程序 | 于 2020 年初推出美丽田园小程序，客户可查看门店信息及可用性、线上预约护理、查看会员福利、将会籍转移至另一家属意门店、兑换促销码、反馈意见、查看产品或项目信息及参与线上营销活动 | 增加客户的便利性和满意度，扩大品牌的影响力和忠诚度 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

表10、综合服务平台构建经营管理模型，最大限度发挥业务及管理的协同效应，提高运营效率

| 经营管理模型 | 作用 | 内容 |
|----------|-------------------------------|---|
| 区域发展模型 | 为收购战略提供深度分析 | 分析会员的消费力、未来将获取的会员人数、收购目标的人员服务能力，协助门店管理 |
| 门店运营支持模型 | 打破行业的信息壁垒，实现高效协同，提升服务质量和客户体验 | 模型建立全面客户标签，实现不同品牌、直营店与加盟店之间的信息整合及共享，进行实时数据交换 |
| 客户分析模型 | 促进客户生命周期管理，掌握客户交易模式、消费习惯及终身价值 | 应用数据勘探及数据分析法获取客户的详细信息；在为客户提供服务时将客户信息数字化、系统化，从而以客户偏好的服务项目吸引回头客 |
| 员工发展模型 | 追踪员工的生涯，并帮助前线员工提升表现 | 系统可以自动记录员工参加的培训项目及研讨会、员工的服务时间，并实现对客户反馈意见的综合分析 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

“客户关系管理”系统为维系口碑、满足客户需求起关键作用。

(1) 提升反馈速度，管理客户口碑。口碑在服务类品牌力中不可或缺，好的口碑是各品牌重视且极力追求的，但基于好的口碑的底层优质服务与体验，除了由

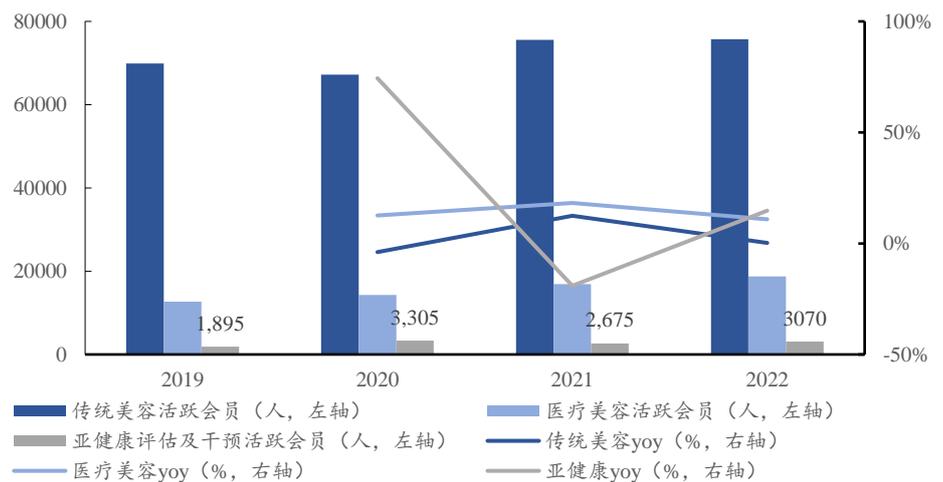
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

品牌端管理层、制度约束和提升以外，客户监督也必不可少，若无法及时处理好客户投诉，消费者对于美疗师/门店的不满或上升至品牌，反之若能迅速响应及时处理好投诉，并将改善经验应用至更多门店，不仅可以提升消费者对于品牌的认可度，还能进一步优化整体服务，提升品牌竞争力。“客户关系管理”系统起到举足轻重的作用，通过及时响应查询、预约、投诉提升客户体验感，并可及时满足客户更换客户经理的需求，从客户角度出发，管理口碑提升客户满意度。

(2) 持续进行客户画像数据积累，从品牌角度把握客户需求。基于系统积累的大量客户数据，公司已建立 96 项客户标签、未来标签项有望持续丰富，有利于加深公司对于客户理解，挖掘并满足其潜在需求，持续的消费者画像数据跟踪积累也有助于公司降低对于单一美疗师的依赖，确保每位美疗师在了解客户画像需求后，都能为客户提供“个性化”、“宾至如归”的服务体验。

(3) 识别客户生命周期，有助于及时焕活客户。在该系统支持下，即使在平均闭店天数为 75 天的 2022 年，公司直营门店服务 7.8 万名活跃会员，疫情之下仍较上一年提升 1.2%，三项业务维持 83.2% 的高复购率，2019 年的活跃会员中有高达 72.3% 的会员在 2020-2022 年间多次购买服务。

图45、三大业务的活跃会员数整体呈现增长态势



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

基于已有数据打造完善且可复制的单店模型助力新店发展。

(1) 传统美容门店按照新成立、发展中、成熟门店三个阶段进行管理：在股东 CITIC PE 提供资金、良好的企业管制措施助力之下，公司单店模型完备且可复制，2014-2022H1 数据显示，首次盈亏平衡期/投资回报期分别约为第 11/21 个月。公司按照新成立门店（成立少于 3 年的门店）、发展中门店（成立 3-8 年门店）、成熟门店（超过 8 年的门店）三个类别进行管理，若按照受疫情影响更小的 2021 年来计算，处于三个阶段门店平均单店年营收分别为 297/497/870 万元。

(2) 医疗美容/亚健康评估干预门店根据传统美容门店顾客需求进行设立。当公司评估某一城市现有传统美容顾客对于医美/亚健康等服务有清晰殷切需求且当地尚无法满足该需求时，会着手在该城市开设秀可儿/研源医疗中心门店，也因而我们预估秀可儿/研源医疗中心门店的爬坡期短于传统美容门店。2021 年数据显示，秀可儿/研源医疗中心门店活跃会员平均消费额分别为 3.98/1.63 万元，高于传统美容成熟门店的 1.18 万元，秀可儿/研源医疗中心门店单店年营收分别为 3739/875 万元，高于传统美容成熟门店的 870 万元。

以上两点无论是标准化规范/培训体系还是数字化平台，更多从实操层面出发为连锁化提供统一准则和执行工具，但除了制度与工具以外，软性实力亦是集团长盛不衰的核心，富有远见的管理团队&有温度的企业文化与关怀是构建美丽田园集团团队凝聚力的重要因素。

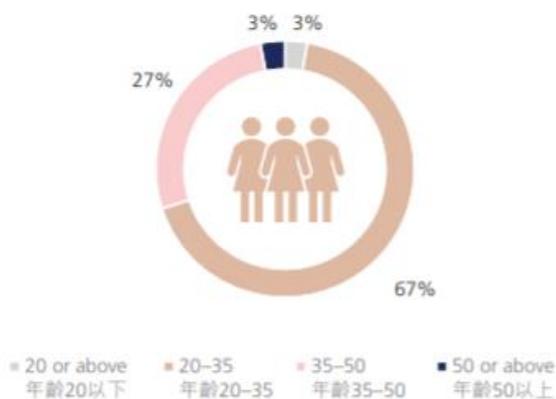
3.2.2 富有远见的管理团队、有温度的企业文化打造集团软性实力

● 优秀团队与企业文化&完善晋升机制&薪酬体系维系团队稳定

富有远见&丰富行业经验&稳定的管理团队引领发展。董事长李阳先生具有丰富的业务领导经验及对于美与健康行业前景发展的理解，首席执行官连松泳先生具备近 20 年美与健康行业工作经验，具备丰富的行业经验与投资整合经验，两位管理层基于对行业前景的认知，推进美丽田园集团发展、收并购业务，对行业/公司影响深远。从股权来看，李阳、李方雨、连松泳、牛桂芬、崔元俊、苑惠敏为一致行动人，截止 2023 年 8 月 31 日共持股 48.6%，股权集中且稳定。

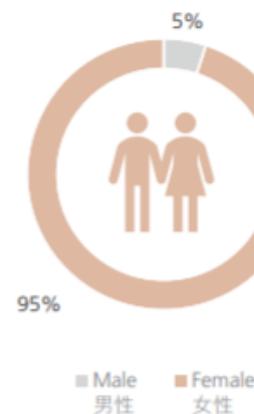
优秀的管理团队带领公司打造优秀企业文化，提升员工归属感。截至 2022 年，集团女性员工占比超 9 成，为女性员工创造良好的就业环境。公司以家的氛围打造团队文化，以 2020 年疫情为例，公司给予回不了家的员工以慰问和生活保障，并向所有员工承诺不裁员、不减薪，保护员工加强团队凝聚力。公司每年组织类似于员工春晚的聚会活动，给予员工展示才艺的平台，提升员工归属感。

图46、员工年龄以 25-50 岁居多



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图47、公司中 95%的员工为女性



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

晋升机制完善，薪酬体系完备提升员工留存率。在行业调研中，有较多美业经营者提到员工留存率低为长期连锁发展的一大痛点，而除了企业文化认可以外，生存与精神满足是员工留存的关键。晋升方面，公司为员工提供上岗前培训、晋升前培训、职外培训等，基于员工发展模型追踪员工的职业道路，协助其抓住晋升机会，数字化系统的完善也帮助公司通过客户反馈的综合分析识别优秀员工给予晋升，顺畅的晋升通道让员工获得价值感、满足感、安全感和归属感。薪酬角度，通过固定薪金+津贴+股权予以有效激励。多措施提升员工留存率，加入公司超过一年的专业服务人员的平均从业经验为 6.1 年，而专业服务人员年度留任率亦达到 74%，是行业内为数不多的人员留任最高的公司之一。

表11、公司各职位都有不同的薪酬管理机制，充分激发员工主观能动性

| 职位 | 薪酬组成 | 花红依据 |
|-----------|-----------------|----------------------------|
| 注册医生/注册医生 | 固定薪金、津贴及表现挂钩花红 | 注册医生所提供的服务(而非销售产品或服务) |
| 经培训的美疗师 | 固定薪金及津贴 | 执行服务项目或销售公司的服务与产品 |
| 店长 | 固定薪金、津贴、花红及股权激励 | 门店的财务表现(但一般不会就销售服务或产品获取报酬) |
| 注册护士 | 固定薪金、津贴及表现挂钩花红 | 注册护士协助的项目性质 |
| 药剂师 | 固定薪金及津贴 | 一般情况下无 |
| 客户经理或健康顾问 | 固定薪金及花红 | 销售服务及产品 |

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

● 组织架构完善，系统助力反馈通道顺畅

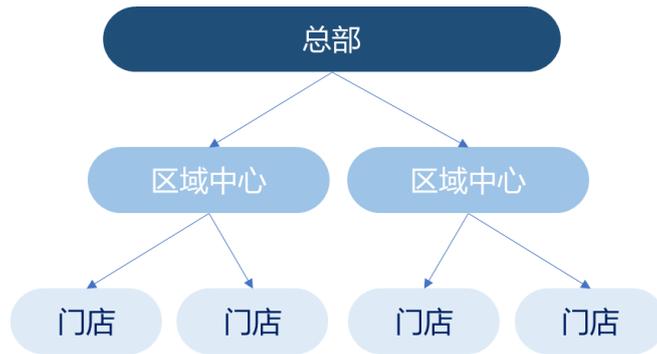
公司组织架构扁平且清晰，总部职能部门协助门店之外事务管理。公司组织架构包含总部、区域中心、门店三个层级，其中：

(1) 总部职能部门推进店外之事，协助门店仅需重点负责店内运营。总部重点负责定价、法律合规、品牌及营销策略、采购、信息技术、财务、扩张计划管理，协助机构标准化运作并实现连锁化。其中市场团队的独特性值得单独分析——该团队成员大多在公司工作多年，对于品牌文化、品牌优势非常熟知，拥有丰富的获客经验，根据区域划分利用自身在所在区域的丰富资源协助所属区域门店，包含①协助门店获取新客，相较于其他美业品牌，强有力的市场团队支持使得门店仅需专注于店内运营，无需分心获客工作，②迅速传达总部政策、完成门店相关活动物料准备等，③后勤保障等。

(2) 区域经理监督区域内美丽田园门店/秀可儿门店运营，重点监督区域内门店质量保障和组织管理。

(3) 门店仅需负责日常运营，无需承担获客压力。门店由店长负责检查日常运作、管理本地服务团队及监督门店财务表现，店长一般不就销售服务与产品获得报酬，但大多通过股权激励获得报酬。

图48、组织架构分级有助于最大化管理效率



资料来源：信达证券研发中心整理

组织架构扁平，数字化系统推进内部反馈机制顺畅。公司组织架构较为扁平，向上反馈路径较为清晰，同时公司系统具有专门的板块负责内部反馈，可以及时跟进反馈进展，有利于推动体系精进，并提升员工认同感。

3.2.3 多年积淀&广覆盖布局创造的品牌力进一步强化竞争壁垒

核心竞争力打造连锁化集团，品牌力领先。基于前述的软性文化+数字化平台创造竞争力，截至2023年上半年公司建立了由美丽田园、贝黎诗、秀可儿、研源品牌组成的196家深耕一线和新一线的直营店网络（其中92家/80家门店分别位于一线和新一线，占有直营门店88%）和由美丽田园、贝黎诗194家加盟店组成的全国门店网络，相较于区域性连锁而言，覆盖全国且集中核心商圈的美丽田园品牌深入人心。并在沉淀优异品牌力以及广泛客群的基础上，基于传统美容业务建立的信任感为其他业务赋能并进一步提升客户认可度，构成公司相较于纯粹传统美容服务提供商或纯粹医美服务提供商而言的竞争优势。

加盟店提升品牌露出的同时，亦成为未来可并购的潜在选择。2022年加盟店贡献的营收为1.11亿元、占比仅6.8%，但加盟模式盈利水平更高，且：（1）直营门店重点开拓一线和新一线城市，绑定核心客户，加盟店与直营店交错覆盖，协助公司以较小投入在非主营区域提升品牌露出；（2）加盟店所覆盖的客户亦有机会推荐至秀可儿、研源门店创造直营收入；（3）加盟商网络亦成为未来公司可并入的潜在选择，为美丽田园集团的扩张创造额外可能性。

品牌力&长久合作关系进一步提升公司议价能力。基于与核心商场的长期战略合作关系及消费者较强的品牌认知，公司对于高客流量、高曝光铺位具有较强的议价能力，相较于同业可以优先获得核心铺位或可以更低租金获得，进一步强化竞争优势。

3.3、增长空间：短看高效获客以及会员沉淀，长看市占率提升趋势

3.3.1 消费K型分化趋势之下，会员沉淀提升经营确定性

当前市场较为担忧“消费降级”趋势可能对于泛美业这类可选消费业态的经营造成压力，但实际来看，高消费客群的消费力并未受到明显削弱，同时相对低线城市

市的消费者依然存在消费升级的空间。诚然，中产阶层在当下的环境中消费力承压更为显著，公司作为提供中高端美与健康服务的经营者亦会面临该部分客群消费行为更加谨慎的情况，在公司运营能力辅助之下，公司亦有应对策略，即：提升“获客”优先级，通过更新 SKU、调整品项包装、精细化门店运营策略等方式，在提高获客效率的情况下确保稳健盈利。

- **品项方面：**①梳理完成 SKU，差异化拓客品项：对于 SKU 进行纳客、带动客流、获取利润的三级分层，通过引进数款用于拓客的项目，与原有的线下项目保持一定区隔的同时又保证线下项目可以对拓客品相有所承接，有助于较大限度的解决线上纳新与线下门店运营的矛盾（线上线下同品相价格不统一）。②项目包装策略兼顾维护获客频次、渗透更多服务：公司通过推出更多消费次卡的形式锁定客户到店频率、保证客户的持续稳定触达，建立持久的客户信任感与消费粘性；并且通过生美+基础医美的打包服务等方式，推动生美客户向其他进阶消费的渗透效率。③打通项目置换提升消耗频率：系统优化打通项目之间的置换调整，客户提供更多的消费选择空间，有助于提升消耗效率，提升机构收入确认速度。
- **渠道方面：**公司积极通过公域+私域平台进行消费者引流，①公域方面：在大众点评、抖音等渠道持续投入，并在小红书、高德地图、微信视频号&公众号进行积极尝试，丰富获客渠道。②私域方面：对于已有会员通过企业微信、小程序进行二次运营触达&二次促活，如通过：提醒客户天气变化、定期询问客户是否有预约需求、更新近期优惠项目等方式提高转化；并为会员提供“闺蜜券”，可以分享给非会员客户进行免费项目体验，进行“老带新”，更高效的私域运营亦有助于提升会员贡献效率，同时优化获客成本，打开盈利空间。

图49、美丽田园提供“闺蜜券”供会员给其他非会员、非疗程客，进行“老带新”



资料来源：美丽田园小程序，信达证券研发中心

- **门店策略方面：**针对不同成长阶段的门店进行差异化运营，如：①针对新

开门店更多销售“畅做卡”，以较少的项目锁定部分客户消费；**②针对成长中门店**，则更多使用消费点卡锁定客户在一定时间段内的到店消费频次；**③针对较为成熟的大型门店**，核心策略则是推进生美与进阶服务（医美、亚健康）项目的搭配，提升机构的盈利空间。更加精细化、差异化的运营策略有助于帮助不同发展阶段的门店更快完成其当前阶段的首要目标，如：客户积累/盈利爬坡/拓展盈利来源等

- **客户运营方面**：针对客户的不同消费价值/频次进行分层，针对到店相对低频的客户通过私域（企微和小程序）进行定点的二次激活，提升客户的到店频率。

在消费力恢复放缓的背景下，引流更多会员进行数据收集沉淀助力长期发展。在消费力恢复趋缓的情况下，提升生美消费单次消费价值的难度有所提升，因此公司将经营策略重心转向获客以及守住客户触点，将更多会员沉淀在数据系统内，持续跟踪收集会员的消费需求与偏好，提升品牌对于客户的了解以及客户对于品牌的信任与忠诚度。长期来看，若未来经济恢复速度加快，则已有的会员资产有望通过持续运营&二次促活拓展更多销售额。

高效策略调整离不开管理层的前瞻判断以及数字化系统的辅助加持。在外部环境不断变化的背景下，公司通过经营策略的及时调整提升增长确定性，并为品牌的长期会员积累、可持续成长蓄能，正如我们前文所述，（1）管理层深耕美业多年，对于行业发展趋势与机会具备较为敏锐的洞察，因而能在整体经济、行业发展情况发生变化时较快调整策略；（2）数字化系统的搭建以及更新迭代帮助公司以更小的粒度，更精细化的逻辑对于项目、门店进行管理，打通项目之间的替换、梳理三级 SKU 并针对不同门店经营阶段提供项目组合策略等方面都是数字化系统辅助能力的体现。

3.3.2 生美充分竞争格局下，公司精细化运营策略有望打开长期市占率提升空间

直营继续加密高线城市布局，通过投资&收并购持续渗透新一线城市。公司持续通过开设直营门店已经收并购同业门店/集团加盟门店以推动市占率提升，在部分高线城市较好区位采取直营开店模式（这类门店即使自建也爬坡较快），部分新一线城市则营取直营+收购并重的策略，通过自有团队在数字化、供应链、门店运营调整策略等多方位进行赋能以提升盈利效率，成熟门店的翻牌则可以更好地兼顾盈利爬坡效率而无需进行前期的客户积累。同时公司亦在进行通过投资&收并购等形式加强高线城市布局，如：今年通过长沙加盟转直营&杭州同业收购形式提升生美业务市占率。

表12、今年以来公司持续通过收并购等方式加强在新一线城市的布局

| 城市 | 时间 | 收购投资情况 | 具体情况 |
|----|---------|--------|--|
| 成都 | 2023年5月 | 同业投资 | 对于成都幽兰9家生美门店进行投资，并与美丽田园成都直营团队进行整合，目前已成为成都双美业务第一，年底计划升级医美门诊 |
| 长沙 | 2023年6月 | 加盟转直营 | 长沙4家加盟门店转为直营（已有3家直营门店），年底计划升级长沙医美门诊 |
| 杭州 | 2023年9月 | 同业收购 | 收购杭州妍工坊3家生美门店，进一步强化杭州直营布局 |

资料来源：美丽田园投资者关系公众号，信达证券研发中心

匹配客户需求不断拓展、升级医美&亚健康门店。 医美&亚健康业务作为公司重要的盈利贡献来源，公司在区域内积累一定活跃客群后即会开设秀可儿、研源门店以承接消费者存在的医疗美容以及亚健康检测需求，具体来看：

➤ **从秀可儿单店活跃会员数测算**，从 2019-23H1，单店活跃会员数稳定在 800-950 人左右，若以 23H1 年生美向医美平均 23.7% 的渗透率（医美活跃会员/生美活跃会员）测算，则需要 3376~4008 名生美门店活跃客户，从生美直营业务店均活跃客户数平均位于 450~520 人之间，则平均需要约 7-8 家生美门店便足以支持一家成熟秀可儿医美门诊的稳定客流及盈利，后续随着医美业务渗透率提升，秀可儿门店有望加速拓店。

生美业务的拓展可带动秀可儿医美业务持续发展，除开设自有品牌生美直营或加盟门店外，公司亦通过：（1）投资区域生美机构品牌（如：投资成都幽兰）、（2）合作区域连锁生美机构（如：合作上海生美机构 Wakeme）、（3）与泛美业头部机构合作（如：合作毛发健康养护龙头品牌丝域养发）向自有医美&亚健康业务导客，我们认为随着未来客户来源不断丰富，医美&亚健康业务发展潜力亦有望得到充分释放。

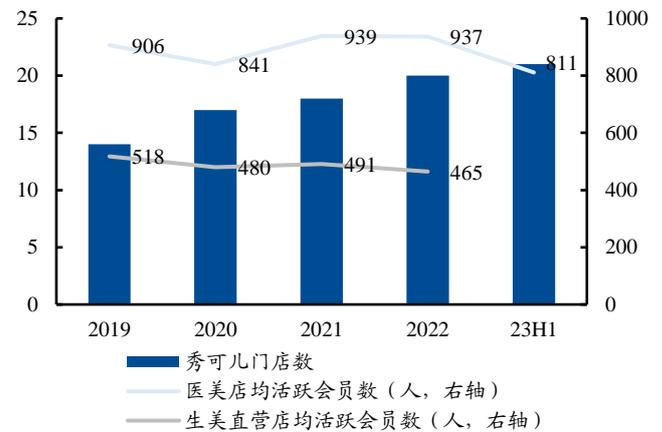
图50、有直营店的情况下总店数>4 的区域基本有秀可儿医美门店布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：橙色点标注的城市/省份为有秀可儿机构布局的区域

图51、秀可儿店均活跃会员数约 800-100 人



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

加盟商严格准入以及集团持续经营支持确保经营质量。 根据贝黎诗官网，公司对于加盟商提出了较高标准，包括“三年以上商业运营管理经营”、“高端购物中心/商务区/社区 200 平方米以上独立店面”、“大学本科或同等学历，医疗或化妆品行业背景优先”，可见公司对于加盟商背景亦有充分准入审核，尽量保证加盟端的经营质量统一。在加盟全流程中，公司亦提供了全方位的支持，包括加盟前中期的选址分析、设计装修、人员培训、产品设备配送，加盟后日常运营中提供业务支持平台、品牌推广&服务技术指导、运营管理支持、数据分析以及品牌会员共享以保证门店稳定运营，其中全国通用的会员卡以及会员体系有助于增强消费者对于品牌、门店的信任感，统一的店铺、会员、门店销售 POS 管理系统亦可帮助集团对于加盟店服务与经营质量进行更好把控。

门店稳定投资回报增强加盟商选择偏好。前文已有提及，2014-2022H1 数据显示，首次盈亏平衡期/投资回报期分别为第 11/21 个月，从加盟商角度看，上市公司集团品牌背书、集团持续经营指导、稳定投资回报周期有助于加强加盟商在选择加盟品牌时的偏好。

图52、美丽田园为加盟商提供全方位的开店以及经营支持



资料来源：美丽田园官网，信达证券研发中心

图53、贝黎诗严格加盟条件以确保经营质量

加盟条件

- 1.认同贝黎诗的品牌理念和价值，爱美爱人的服务准则；
- 2.投资者能够全身心投入日常运营工作；
- 3.足够的资金实力，对投资回报有客观、合理的判断；
- 4.有3年以上商业运营和管理经验；
- 5.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；
- 6.在所在城市拥有较好的人脉关系；
- 7.具有大学本科或同等学历，医疗或化妆品行业背景者优先。

资料来源：贝黎诗官网，信达证券研发中心

门店网络扩张目标清晰。公司将围绕现有覆盖的城市进一步渗透，持续扩张及升级门店网络，针对传统美容业务直营体系，2023-2026 年，公司计划将美丽田园品牌于一线城市分别增设 10/11/13/12 家门店，于新一线以及其他城市分别增加 13/16/16/16 家新店；贝黎诗扩张节奏相对平缓，公司计划于一线城市分别新设门店 2/3/1/2 家。同时考虑针对生美业务的加盟店进行战略性收购，对于拟收购的加盟门店，公司亦对于门店区位、经营情况有所要求，包括（1）区位：所处城市位于一线，或在设有加盟店的所有城市中的年 GDP 排名前 10；（2）门店经营：门店处于发展阶段；服务活跃会员 ≥ 800 名；最近期财政年度的收益 ≥ 1000 万元，或于所有加盟店中收益位居前列，未来公司计划 2023-2026 年分别收购 8/8/6/6 家加盟店来扩大市场影响力，与直营店网络缔造协同效应。针对秀可儿与研源医疗中心，计划分别于 2023-2026 年新建 4/4/4/-家门店、-/2/2/2 家门店，基于传统美容业务积累的会员资源继续放大客户价值。

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司的收入主要来自三大业务：传统美容、医疗美容以及亚健康评估与干预，后续将根据不同业务进行盈利预测：

● 传统美容服务：

收入端：传统美容服务业务包含“美丽田园”、“贝黎诗”两个品牌，并通过直营+加盟模式开展业务，直营模式下收入来源主要包括：提供服务&销售产品及其他，加盟模式下收入来源主要包括：加盟费&销售产品，具体假设测算如下：

表13、生美业务核心假设以及收入预测

| 单位：百万元 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 生美业务收入 | 848.1 | 1046.8 | 946.8 | 1222.5 | 1424.4 | 1663.9 |
| YOY | -3.2% | 23.4% | -9.6% | 29.1% | 16.5% | 16.8% |
| 直营业务收入 | 757.0 | 941.4 | 835.6 | 1089.6 | 1257.3 | 1451.8 |
| YOY | -0.4% | 24.4% | -11.2% | 30.4% | 15.4% | 15.5% |
| 提供服务收入 | 680.7 | 857.3 | 767.1 | 1004.0 | 1158.4 | 1335.3 |
| YOY | -5.1% | 25.9% | -10.5% | 30.9% | 15.4% | 15.3% |
| 销售产品收入 | 76.3 | 84.1 | 68.5 | 85.6 | 98.9 | 116.5 |
| YOY | 79.6% | 10.2% | -18.5% | 25.0% | 15.6% | 17.7% |
| 门店情况： | | | | | | |
| 生美直营门店 | 140 | 154 | 163 | 173 | 188 | 198 |
| 门店净增 | 5 | 14 | 9 | 10 | 18 | 15 |
| 加盟业务收入 | 91.1 | 105.4 | 111.1 | 133.0 | 167.0 | 212.1 |
| YOY | -21.5% | 15.7% | 5.4% | 19.6% | 25.6% | 27.0% |
| 加盟费收入 | 4.3 | 3.6 | 4.8 | 4.2 | 4.7 | 5.0 |
| YOY | -21.5% | -16.0% | 31.9% | -12.0% | 12.5% | 5.0% |
| 单店加盟费收入（万元） | 13.0 | 15.7 | 13.6 | 15.0 | 15.7 | 16.5 |
| YOY | | 20.6% | -13.3% | 10.0% | 5.0% | 5.0% |
| 销售产品收入 | 86.8 | 101.8 | 106.4 | 128.8 | 162.3 | 207.1 |
| YOY | -21.5% | 17.3% | 4.5% | 21.1% | 26.1% | 27.6% |
| 单店产品收入（万元） | 57.1 | 63.6 | 56.3 | 61.9 | 71.2 | 81.9 |
| YOY | -34.9% | 11.4% | -11.6% | 10.0% | 15.0% | 15.0% |
| 门店情况： | | | | | | |
| 生美加盟门店 | 152 | 160 | 189 | 208 | 228 | 253 |
| 门店新增 | 33 | 23 | 35 | 28 | 30 | 30 |
| 门店关闭 | 7 | 15 | 6 | 9 | 10 | 5 |

资料来源：公司公告、招股说明书，信达证券研发中心预测

注：2023-2025年蓝色斜体数据为假设预测数据，其余数据为根据假设数据推算得出

盈利端：直营业务方面，生美机构主要销售外采产品+小部分自有品牌，由于产品为多来自欧洲的高端品牌，预计其毛利率相对较高，但考虑存在向品牌方采购的成本，假设销售产品毛利率约为65%，并据此测算提供服务毛利率水平约30-40%，假设23-25年毛利率回归正常趋势后，保持稳健提升。加盟业务方面，考虑到加盟费对应的成本相对较少，假设其毛利率稳定在95%，据此测算向加盟商销售产品毛利率约55-60%，23-35年毛利率保持稳定微增趋势。

表14、生美业务毛利率核心假设预测

| | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 生美业务毛利率 | 39.0% | 40.2% | 36.8% | 40.2% | 40.9% | 41.4% |
| 直营业务收入毛利率 | 36.8% | 38.3% | 33.5% | 38.3% | 38.9% | 39.2% |
| 提供服务收入毛利率 | 33.6% | 35.7% | 30.7% | 36.0% | 36.7% | 37.0% |
| 销售产品收入毛利率 | 65.0% | 65.0% | 65.0% | 65.0% | 65.0% | 65.0% |
| 加盟业务收入毛利率 | 57.7% | 57.5% | 61.6% | 56.3% | 56.1% | 55.9% |
| 加盟费收入毛利率 | 95.0% | 95.0% | 95.0% | 95.0% | 95.0% | 95.0% |
| 销售产品收入毛利率 | 55.9% | 56.2% | 60.1% | 55.0% | 55.0% | 55.0% |

资料来源：公司公告、招股说明书，信达证券研发中心预测

注：蓝色斜体数据为假设预测数据，其余数据为根据假设数据推算得出

● 医疗美容服务&亚健康评估与干预服务

公司分别以“秀可儿”、“研源”品牌提供医疗美容服务、亚健康评估与干预服务，通过直营模式开展业务，考虑到：直营服务收入=门店数×单店客流×单客消费，故针对直营服务收入按照门店数、活跃客流、活跃客流单客消费三个维度进行拆分，具体假设如下：

表15、医疗美容服务&亚健康评估与干预服务核心假设以及盈利预测

| 单位：百万元 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 医美业务收入 | 564.1 | 673.0 | 620.2 | 833.2 | 1016.4 | 1195.0 |
| YOY | 21.4% | 19.3% | -7.8% | 34.3% | 22.0% | 17.6% |
| 门店情况： | | | | | | |
| 秀可儿门店数 | 17 | 18 | 20 | 23 | 28 | 33 |
| 门店净增 | 3 | 1 | 2 | 3 | 5 | 5 |
| 客流情况： | | | | | | |
| 活跃客户客流（万人） | 4.57 | 5.24 | 5.06 | 6.9 | 8.2 | 9.5 |
| YOY | 6.1% | 14.5% | -3.4% | 35.7% | 19.6% | 15.3% |
| 消费情况： | | | | | | |
| 医美活跃会员次均消费（元） | 12335 | 12849 | 12261 | 12138.1 | 12380.9 | 12628.5 |
| YOY | 14.5% | 4.2% | -4.6% | -1.0% | 2.0% | 2.0% |
| 亚健康业务收入 | 91.1 | 60.9 | 68.5 | 101.7 | 127.1 | 153.8 |
| YOY | 41.6% | -33.1% | 12.4% | 48.5% | 25.0% | 21.0% |
| 门店情况： | | | | | | |
| 研源门店数 | 4 | 5 | 5 | 6 | 6 | 8 |
| 门店净增 | -1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 2 |
| 客流&客单价情况： | | | | | | |
| 亚健康客流 | 1.00 | 0.88 | 1.06 | 1.75 | 2.19 | 2.41 |
| YOY | 100.6% | -12.9% | 21.2% | 65.0% | 25.0% | 10.0% |
| 平均客单价（元） | 9067 | 6959 | 6452 | 5807 | 5807 | 6388 |
| YOY | -29.4% | -23.2% | -7.3% | -10.0% | 0.0% | 10.0% |

资料来源：公司公告、招股说明书，信达证券研发中心预测

注：2023-2025年蓝色斜体数据为假设预测数据，其余数据为根据假设数据推算得出

综合来看，我们预测 2023-2025 年公司收入分别为 21.57/25.68/30.13 亿元，同比分别增长 32%/19%/17%，净利润分别为 2.30/2.78/3.33 亿元，同比分别增长 123%/21%/20%。

表16、公司整体盈利预测

| 单位：百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入 | 1635 | 2157 | 2568 | 3013 |
| 收入同比增速 | -8% | 32% | 19% | 17% |
| 毛利率 | 43.89% | 46.69% | 47.30% | 47.56% |
| 净利润 | 103 | 230 | 278 | 333 |
| 净利润同比增速 | -47% | 123% | 21% | 20% |

资料来源：公司公告、招股说明书，信达证券研发中心预测

4.2 相对估值

公司作为双美领域龙头，在管理层前瞻性策略以及数字化系统的加持之下，依靠标准化、高质量的服务在实现门店高效连锁化的同时塑造了较强品牌力，积累了丰富的传统美容活跃客群，并通过私域运营发掘客户需求引流至盈利能力更强的医美、亚健康评估干预业务，有效降低获客成本。当前传统美容行业集中度尚处于较低水平，通过自主开店/收并购等方式提升市占率的空间充裕，未来随着医美&亚健康业务规模持续扩张，盈利能力亦有向上空间。

由于已上市的生美品牌克丽缇娜、自然美盈利模式与公司有所差异，故：（1）选取港股上市公司中以提供医美或其他消费医疗的下游服务商医思健康、完美医疗、雍禾股份作为可比公司，2023-2025 年平均 PE 分别为 4/11/7X；（2）参考潮宏基 2018 年拟收购思妍丽（与公司同为以直营模式为主的生美连锁品牌）的估值，以 2018 年思妍丽承诺净利润的测算的 PE 为 18.06X。我们预测公司 2023-2025 年净利润分别为 2.30/2.78/3.33 亿元，EPS 分别为 0.97/1.18/1.41 元，对应 PE 分别为 11/9/7X，首次覆盖给予“买入”评级。

表17、可比公司 PE 估值（股价为 2023 年 12 月 20 日收盘价，EPS 为 wind 一致预期）

| 公司 | 代码 | 总市值 (亿元) | 股价 (元) | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|---------|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 医思健康 | 2138.HK | 18.87 | 1.59 | 0.05 | 0.2 | 0.28 | 0.38 | 32 | 8 | 6 | 4 |
| 完美医疗 | 1830.HK | 36.81 | 2.93 | 0.23 | 0.29 | 0.36 | 0.44 | 13 | 10 | 8 | 7 |
| 雍禾医疗 | 2279.HK | 11.80 | 2.24 | -0.16 | -0.31 | 0.12 | 0.24 | -14 | -7 | 19 | 9 |
| 可比公司平均 PE | | | | | | | | 4 | 11 | 7 | |

资料来源：wind，信达证券研发中心

注：由于医思健康、完美医疗以 3 月 31 日截止的财年计算，考虑时间周期的可比性，22/23 财年在表中为 2022 年

5、风险提示

消费力恢复不及预期。当前消费力正处于恢复阶段，若未来一段时间居民消费依旧相对保守，可能对于公司门店客流、客均消费的恢复造成一定影响，进而导致公司开店节奏放缓。

细分赛道竞争加剧。医美机构端竞争相对激烈，部分直播电商平台中存在“价格战”情况，若未来竞争加剧，可能对于公司医美业务的客户留存以及盈利能力造成一定负面影响。

舆情风险。若公司旗下品牌发生舆情未得到妥善解决可能导致消费者信任度下降，发生客户流失。

单位：百万元

| 资产负债表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 1,248 | 1,797 | 2,432 | 3,112 |
| 现金 | 164 | 203 | 629 | 1,094 |
| 应收账款及票据 | 37 | 54 | 61 | 71 |
| 存货 | 142 | 208 | 226 | 241 |
| 其他 | 904 | 1,332 | 1,517 | 1,706 |
| 非流动资产 | 1,248 | 1,211 | 1,184 | 1,163 |
| 固定资产 | 308 | 336 | 359 | 377 |
| 无形资产 | 761 | 698 | 649 | 609 |
| 其他 | 179 | 177 | 177 | 177 |
| 资产总计 | 2,495 | 3,008 | 3,616 | 4,275 |
| 流动负债 | 1,909 | 2,235 | 2,532 | 2,820 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 8 | 18 | 21 | 24 |
| 其他 | 1,901 | 2,218 | 2,511 | 2,796 |
| 非流动负债 | 383 | 380 | 380 | 380 |
| 长期债务 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 383 | 380 | 380 | 380 |
| 负债合计 | 2,292 | 2,616 | 2,912 | 3,200 |
| 普通股股本 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 储备 | 189 | 361 | 652 | 997 |
| 归属母公司股东权益 | 189 | 361 | 652 | 997 |
| 少数股东权益 | 14 | 32 | 53 | 78 |
| 股东权益合计 | 203 | 393 | 704 | 1,075 |
| 负债和股东权益 | 2,495 | 3,008 | 3,616 | 4,275 |
| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 382 | 671 | 737 | 776 |
| 净利润 | 103 | 230 | 278 | 333 |
| 少数股东权益 | 7 | 17 | 21 | 25 |
| 折旧摊销 | 297 | 234 | 227 | 222 |
| 营运资金变动及其他 | -26 | 190 | 210 | 197 |
| 投资活动现金流 | 54 | -574 | -324 | -323 |
| 资本支出 | -141 | -200 | -200 | -200 |
| 其他投资 | 194 | -374 | -124 | -123 |
| 筹资活动现金流 | -433 | -70 | 0 | 0 |
| 借款增加 | -231 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | 0 | -70 | 0 | 0 |
| 其他 | -195 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 7 | 39 | 425 | 465 |

| 利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,635 | 2,157 | 2,568 | 3,013 |
| 其他收入 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 918 | 1,150 | 1,353 | 1,580 |
| 销售费用 | 287 | 352 | 424 | 497 |
| 管理费用 | 295 | 356 | 426 | 500 |
| 研发费用 | 31 | 22 | 26 | 33 |
| 财务费用 | 22 | -2 | -3 | -9 |
| 除税前溢利 | 130 | 300 | 361 | 430 |
| 所得税 | 20 | 53 | 62 | 72 |
| 净利润 | 111 | 247 | 299 | 358 |
| 少数股东损益 | 7 | 17 | 21 | 25 |
| 归属母公司净利润 | 103 | 230 | 278 | 333 |
| EBIT | 152 | 298 | 358 | 420 |
| EBITDA | 449 | 531 | 585 | 642 |
| EPS (元) | 0.52 | 0.97 | 1.18 | 1.41 |

| 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------|---------|---------|----------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | -8.16% | 31.92% | 19.03% | 17.32% |
| 归属母公司净利润 | -46.71% | 123.03% | 20.96% | 19.69% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 43.89% | 46.69% | 47.30% | 47.56% |
| 销售净利率 | 6.30% | 10.66% | 10.83% | 11.05% |
| ROE | 54.63% | 63.69% | 42.68% | 33.39% |
| ROIC | 63.44% | 62.45% | 42.11% | 32.58% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 91.86% | 86.94% | 80.53% | 74.86% |
| 净负债比率 | -80.80% | -51.79% | -89.27% | -101.78% |
| 流动比率 | 0.65 | 0.80 | 0.96 | 1.10 |
| 速动比率 | 0.57 | 0.71 | 0.87 | 1.01 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.66 | 0.78 | 0.78 | 0.76 |
| 应收账款周转率 | 41.13 | 47.26 | 44.83 | 45.73 |
| 应付账款周转率 | 78.79 | 90.46 | 70.76 | 70.51 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.52 | 0.97 | 1.18 | 1.41 |
| 每股经营现金流 | 1.85 | 2.84 | 3.12 | 3.28 |
| 每股净资产 | 0.92 | 1.53 | 2.76 | 4.22 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 0.00 | 10.75 | 8.89 | 7.43 |
| P/B | 0.00 | 6.85 | 3.79 | 2.48 |
| EV/EBITDA | -0.37 | 4.27 | 3.15 | 2.15 |

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。