

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

美丽田园医疗健康 (2373.HK)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
执业编号: S1500522110002
邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师
执业编号: S1500522110001
邮箱: zhouzixin@cindasc.com

李文静 美护行业研究助理
邮箱: liwenjing@cindasc.com

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) 23 年年报点评: 会员积累&提升增值业务转化驱动收入增长, 收购奈瑞儿继续巩固双美龙头地位

2024 年 03 月 27 日

事件: 公司发布 2023 年年报: 2023 年实现收入 21.45 亿元/yoy+31.16%, 实现归母净利润 2.16 亿元/yoy+109.15%。H2 来看, 23H2 实现收入 11.08 亿元/yoy+22.98%, 实现归母净利润 1.04 亿元/yoy+18.00%。**2) 收购奈瑞儿核心业务 70% 股权。**本次公司以 3.5 亿元对价收购奈瑞儿核心业务 70% 股份, 2023 年奈瑞儿收入/净利润分别为 5.14/0.33 亿元。

- **生美业务稳健增长, 盈利能力显著恢复。**23 年生美实现收入 11.9 亿元/yoy+26.1%, 23H2 实现收入 6.5 亿元/yoy+24.5%; 拆分 23 年活跃会员人数/活跃会员平均消费分别同比+19.4%/+8.7%, 客户拓展依然为核心增长驱动。23 年生美直营/生美加盟收入分别 10.8/1.1 亿元, 同比分别增长 29.2%/2.4%。2023 年毛利率为 39.6%/yoy+2.8pct, 盈利能力恢复至较优水平, 其中直营/加盟业务毛利率分别+4.1/-3.4pct。
- **受益于三美转化率持续提升, 医美继续兑现优异增长。**23 年医美实现收入 8.5 亿元/yoy+37.1%, 23H2 实现收入 4.10 亿元/yoy+19.1%; 2023 年毛利率为 53.8%/yoy-1.5pct, 或源于公司提升渗透之下价格带偏低的项目&注射类占比提升, 未来毛利率有望回到上升轨道; 23 年活跃会员人数/活跃会员平均消费分别同比增长+30.6%/+4.5%。公司通过继续优化服务组合(如三美搭配项目疗程或营销搭配)实现三美转化提升, 23 年转化率达 25%/yoy+1.3pct。
- **洞察妇科抗衰需求, 亚健康服务收入增长&盈利能力显著向好。**23 年亚健康服务实现收入 1.0 亿元/yoy+47.6%, 23H2 实现收入 0.5 亿元/yoy+37.1%, 2023 年毛利率为 46.7%/yoy+8.2pct; 23 年活跃会员人数/活跃会员平均消费分别同比增 36.5%/5.4%。
- **把握终端消费需求趋势, 数字化灵活运营驱动各业务增长。**在生美端, 23 年公司注意到消费者对于保健品类的需求增长, 战略性提升保健品类重要性并丰富品项, 推动保健类项目增速达 36%; 在亚健康业务端, 公司精准洞悉到女性妇科抗衰市场的需求空白, 于全国门诊推出女性特护中心业务, 推动女性特护中心收入同增超 200%, 亦推动亚健康客流增长有较好表现。公司以数字化优势赋能消费者洞察, 帮助公司及时把握终端消费趋势以推动各业务持续增长之外, 亦推动获客效率优化, 通过提升私域获客能力有效降低获客成本, 提升盈利能力。
- **收购生美 TOP2 品牌奈瑞儿, 实现优势互补&市占率领先进一步稳固。**根据弗若斯特沙利文, 2021 年美丽田园及奈瑞儿品牌分别为中国最大及第二大传统美容服务提供商, 本次收购可显著提升公司市占率领先优势, 2023 年奈瑞儿收入/净利润分别为 5.14/0.33 亿元, 净利率为 6.5%; 本次公司以 3.5 亿元对价收购奈瑞儿 70% 股份, 对应估值 5 亿元、PS 为 1X, PE 为 15X, 未来可帮助公司增厚收入利润。

业务方面, 公司与奈瑞儿可相互补充: (1) 区位互补: 公司超一线城市核心布局北京、上海, 而奈瑞儿品牌深耕大湾区, 收购后公司于广州、深圳的直营店数量将增加 88 家(生美 80 家+医美 6 家+中医门诊 2 家), 完善公司于华南一线城市的布局。**(2) 业务互补:** 公司优势在于美容业务, 而奈瑞儿优势在于健康业务, 且前瞻性布局智能诊断&科技保健, 未来发展潜力充足。**(3) 客户互补:** 奈瑞儿直营活跃会员数可观, 亦对于公司会员资产进行较好充实。**综合来看,**除了业务定位方面的相互补充, 公司可通过优异的数字化体系与运营管理输出赋能奈瑞儿品牌的门店运营与综合管理, 推动生美向医美与健康业务的高效转化, 进一步推动奈瑞儿品牌的盈利能力提升。

- **盈利预测与投资评级:** 公司为双美领域龙头, 内生+外延增长逻辑持续兑现, 收购奈瑞儿核心资产继续稳固行业领先地位, 在前瞻性策略、数字化系统的加持之下, 叠加规模效应持续体现, 盈利能力亦有向上空间。假设奈瑞儿于 24H2 并表, 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 2.7/3.4/4.0 亿元, 同比分别增长 26%/25%/17%, 对应 PE 分别为 12/9/8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费力恢复不及预期、品牌整合进度不及预期。

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2145	2701	3370	3790
(+/-)(%)	31.2%	25.9%	24.7%	12.5%
归母净利润(百万元)	216	272	341	400
(+/-)(%)	109.2%	26.3%	25.3%	17.3%
EPS	0.94	1.16	1.45	1.70
P/E	10.78	11.77	9.40	8.01

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 3 月 26 日收盘价

附录：公司财务预测表

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,936	3,042	3,992	4,699
现金	224	972	1,711	2,249
应收账款及票据	31	68	80	89
存货	188	224	279	311
其他	1,493	1,778	1,922	2,050
非流动资产	1,366	1,304	1,259	1,223
固定资产	371	387	399	410
无形资产	813	740	682	636
其他	182	177	177	177
资产总计	3,302	4,346	5,251	5,921
流动负债	2,052	2,799	3,323	3,549
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	21	22	28	31
其他	2,031	2,777	3,296	3,518
非流动负债	416	416	416	416
长期债务	0	0	0	0
其他	416	416	416	416
负债合计	2,468	3,215	3,739	3,964
普通股股本	0	0	0	0
储备	809	1,081	1,422	1,823
归属母公司股东权益	802	1,074	1,416	1,816
少数股东权益	32	57	96	141
股东权益合计	834	1,131	1,511	1,957
负债和股东权益	3,302	4,346	5,251	5,921
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	626	1,147	992	791
净利润	216	272	341	400
少数股东权益	14	24	39	45
折旧摊销	0	257	245	236
营运资金变动及其他	395	593	366	109
投资活动现金流	-711	-399	-253	-253
资本支出	0	-200	-200	-200
其他投资	-711	-199	-53	-53
筹资活动现金流	134	0	0	0
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	134	0	0	0
现金净增加额	60	748	739	537

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,145	2,701	3,370	3,790
其他收入	8	0	0	0
营业成本	1,168	1,466	1,824	2,033
销售费用	378	473	583	650
管理费用	318	403	499	559
研发费用	34	41	53	63
财务费用	3	-3	-15	-26
除税前溢利	288	362	463	547
所得税	58	65	82	102
净利润	230	297	380	445
少数股东损益	14	24	39	45
归属母公司净利润	216	272	341	400
EBIT	291	358	448	522
EBITDA	291	615	693	758
EPS (元)	0.94	1.16	1.45	1.70

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	31.16%	25.93%	24.74%	12.49%
归属母公司净利润	109.15%	26.33%	25.26%	17.28%
获利能力				
毛利率	45.55%	45.73%	45.87%	46.37%
销售净利率	10.05%	10.09%	10.13%	10.56%
ROE	26.89%	25.36%	24.11%	22.04%
ROIC	27.87%	26.01%	24.37%	21.70%
偿债能力				
资产负债率	74.74%	73.97%	71.21%	66.95%
净负债比率	-26.88%	-85.96%	-113.22%	-114.91%
流动比率	0.94	1.09	1.20	1.32
速动比率	0.85	1.00	1.11	1.23
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.71	0.70	0.68
应收账款周转率	62.75	54.83	45.82	44.84
应付账款周转率	79.78	66.91	72.58	69.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.94	1.16	1.45	1.70
每股经营现金流	2.65	4.86	4.21	3.35
每股净资产	3.39	4.56	6.00	7.70
估值比率				
P/E	10.78	11.77	9.40	8.01
P/B	2.99	2.99	2.27	1.77
EV/EBITDA	7.45	3.63	2.16	1.27

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。

李文静，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15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	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。