


2024年03月28日  
美丽田园医疗健康(02373.HK)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

## 2023 业绩高增，拟收购奈瑞儿提高市场份额

目 公司发布 2023 年度全年业绩公告：

- 2023 年，公司实现收入人民币 21.45 亿元/+31.2%，，净利润 2.30 亿元/+108.2%，经调整净利润人民币 2.41 亿元/+53.2%。另外，现金及类现金资产人民币 15.7 亿元/+72.9%，分红 1.1 亿港元。
- 2023 年下半年，公司实现收入人民币 11.08 亿元/+23.0%，，净利润 1.09 亿元/+20.2%，经调整净利润人民币 1.10 亿元/+2.9%。

目 盈利能力显著提升，费用管控良好：

- 2023 年，公司净利率达 10.7%/+4.0pcts，经调整净利率达 11.2%/+1.6pcts，毛利率 45.6%/+1.7pcts，销售费用率 17.6%/+0.1pct，管理费用率 14.8%/-3.2pcts，研发费用率 1.6%/-0.3pct。毛利率增长主要源于高毛利业务占比提升，而管理费用率下降源于上市费用剔除。
- 2023 年下半年，公司净利率达 9.8%/-1.8pcts，经调整净利率达 9.9%/-2.7pcts，毛利率 45.0%/-1.1pcts，销售费用率 19.1%/+0.5pct，管理费用率 13.8%/-0.5pct，研发费用率 1.5%/-0.3pct。

目 会员人数持续扩大，门店数量快速扩张，：

2023 年，公司直营活跃会员数达 9.37 万人/+19.6%，活跃会员年平均消费 2.07 万元/同比+2109 元，直营门店客流 12.60 亿/+33.1%。截至 2023 年底，公司门店总数 400 家，净新增 22 家；直营门店 201 家，净新增 12 家，其中传统美容门店新开 15 家+升级 15 家，医美门店新开 3 家+升级 2 家，亚健康门店新开 1 家；加盟门店 199 家，净新增 10 家。

目 内生增长，医美及亚健康业务保持高增：

分业务来看，2023 年美容和保健服务收入 11.94 亿元/+26.1%，占比 55.6%，毛利率 39.6%/+2.8pcts。其中直营店收入 10.80 亿元/+29.2%，占比 50.3%，毛利率 37.6%/+4.1pcts；加盟商及其他收入 1.14 亿元/+2.4%，占比 5.3%，毛利率 58.2%/-3.4pcts。医疗美容服务收入 8.50 亿元/+37.1%，占比 39.7%，毛利率 53.8%/-1.5pcts。亚健康评估与干预服务收入 1.01 亿元/+47.6%，占比 4.7%，毛利率 46.7%/+8.2pcts。

目 外延并购，拟收购奈瑞儿有望提高市占率：

医疗及医学美容服务(HS)

投资评级 **买入-A**  
**维持评级**

6 个月目标价 17.33 元  
股价 (2024-03-27) 15.44 元

交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 3,640.68     |
| 流通市值(百万元) | 3,640.68     |
| 总股本(百万股)  | 235.80       |
| 流通股本(百万股) | 235.80       |
| 12 个月价格区间 | 9.42/31.85 元 |

股价表现



| 升幅%  | 1M   | 3M   | 12M   |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 31.7 | 34.9 | -33.2 |
| 绝对收益 | 32.0 | 39.9 | -45.9 |

王朔 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030005

wangshuo2@essence.com.cn

都春竹 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123070047

ducz@essence.com.cn

相关报告

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 业绩恢复高速增长，经营指标持续改善 | 2023-08-25 |
| 深耕生美三十年，二次挖掘轻医美   | 2023-07-03 |

公司公告拟收购主营美容保健业务的奈瑞儿品牌核心资产的 70% 股权，涉及位于广深地区的 80 家美容及保健服务门店、6 家医疗美容门诊及 2 家中医门诊。奈瑞儿品牌为中国市场份额第二的传统美容服务商，2023 年收入 5.14 亿元，净利润 0.34 亿元。我们认为，收购奈瑞儿可帮助公司扩大市场份额，以及补充美容品牌矩阵，进一步实现品牌协同。

#### 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 17.33 港元。暂不考虑收购奈瑞儿的合并报表，我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 +21.3%/+17.0%/+15.6%，净利润的增速分别为 +22.8%/+19.1%/+16.4%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，按照 2024 年 3 月 27 日的汇率 1.0837 港元/人民币，6 个月目标价为 17.33 港元，相当于 2023 年 15 倍的动态市盈率。

风险提示：市场需求不及预期，新品牌发展不及预期，开店速度不及预期等。

| (百万元)    | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入     | 1,635 | 2,145 | 2,602 | 3,046 | 3,521 |
| 净利润      | 111   | 230   | 282   | 336   | 391   |
| 每股收益(元)  | 0.40  | 0.85  | 1.07  | 1.28  | 1.49  |
| 每股净资产(元) | 0.02  | 0.08  | 0.35  | 0.36  | 0.40  |

| 盈利和估值  | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 36.9  | 17.6  | 14.0  | 11.7  | 10.0  |
| 市净率(倍) | 729.4 | 178.4 | 42.9  | 41.3  | 37.0  |
| 净利润率   | 2.1   | 1.6   | 1.3   | 1.2   | 1.0   |
| 净资产收益率 | 6.8%  | 10.7% | 10.9% | 11.0% | 11.1% |
| 股息收益率  | 50.5% | 25.9% | 7.9%  | 9.0%  | 9.5%  |
| ROIC   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

表1：利润表

| 单位：(人民币百万元)          | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|----------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入                 | 1,503 | 1,781 | 1,635 | 2,145  | 2,602  | 3,046  | 3,521  |
| -传统美容服务-直营           | 757   | 941   | 836   | 1,080  | 1,270  | 1,453  | 1,651  |
| -传统美容服务-加盟           | 91    | 105   | 111   | 114    | 139    | 165    | 180    |
| -医疗美容服务              | 564   | 673   | 620   | 850    | 1,057  | 1,257  | 1,481  |
| -亚健康评估及干预服务          | 91    | 61    | 68    | 101    | 136    | 172    | 209    |
| 营业成本                 | -803  | -947  | -918  | -1,168 | -1,405 | -1,645 | -1,902 |
| 毛利                   | 700   | 834   | 717   | 977    | 1,197  | 1,401  | 1,620  |
| 销售费用                 | -271  | -299  | -287  | -378   | -450   | -527   | -602   |
| 研发费用                 | -13   | -18   | -31   | -34    | -39    | -51    | -56    |
| 管理费用                 | -224  | -272  | -295  | -318   | -383   | -436   | -504   |
| 其他收入-经营              | 12    | 21    | 29    | 30     | 27     | 29     | 28     |
| 其他支出-其他              | 0     | -3    | -3    | -3     | -3     | -3     | -3     |
| 其他经营净收益              | 7     | 18    | 23    | 19     | 20     | 21     | 20     |
| 可供出售金融资产之减值拨回/(减值亏损) | 2     | -1    | 0     | -1     | -1     | -1     | -1     |
| 营业利润                 | 213   | 278   | 152   | 291    | 368    | 434    | 503    |
| 财务收入/(费用)净额          | -25   | -23   | -22   | -3     | -24    | -24    | -22    |
| 除税前溢利                | 189   | 255   | 130   | 288    | 344    | 409    | 481    |
| 所得税                  | -36   | -47   | -20   | -58    | -62    | -73    | -90    |
| 净利润(含少数股东权益)         | 152   | 208   | 111   | 230    | 282    | 336    | 391    |
| 少数股东损益               | 1     | 15    | 8     | 14     | 10     | 10     | 10     |
| 净利润(不含少数股东权益)        | 151   | 193   | 103   | 216    | 272    | 326    | 381    |
| 归母净利率                | 10.0% | 10.8% | 6.3%  | 10.1%  | 10.5%  | 10.7%  | 10.8%  |

资料来源：公司财报，国投证券研究中心

表2：现金流量表

| 单位：(人民币百万元)   | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润           | 152   | 208   | 111   | 230   | 282   | 336   | 391   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 681   | 670   | 382   | 626   | 559   | 522   | 569   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -369  | -385  | 54    | -711  | -347  | -335  | -464  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -273  | -271  | -433  | 134   | -190  | -163  | -73   |
| 现金及现金等价物净增加额  | 38    | 14    | 3     | 60    | 22    | 25    | 32    |
| 期初现金及现金等价物余额  | 105   | 144   | 157   | 164   | 224   | 246   | 271   |
| 汇率变动对现金的影响    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     |

|                  |     |     |     |     |     |     |     |
|------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 期末现金及现金等价物<br>余额 | 144 | 157 | 164 | 224 | 246 | 271 | 303 |
|------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|

资料来源：公司财报，国投证券研究中心

表3：资产负债表

| 单位：(人民币百万元)                 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>资产合计</b>                 | 2,103 | 2,477 | 2,496 | 3,302 | 3,150 | 3,225 | 3,307 |
| <b>非流动资产合计</b>              | 1,116 | 1,168 | 1,248 | 1,366 | 1,514 | 1,512 | 1,513 |
| 固定资产                        | 217   | 260   | 308   | 371   | 420   | 420   | 420   |
| 投资性房地产                      | 78    | 75    | 71    | 68    | 71    | 70    | 70    |
| 有使用权资产                      | 466   | 452   | 481   | 516   | 530   | 530   | 530   |
| 无形资产                        | 90    | 90    | 83    | 80    | 84    | 82    | 82    |
| 商誉                          | 176   | 194   | 196   | 218   | 300   | 300   | 300   |
| 预付款项及其它应收款<br>项-非流动资产       | 47    | 55    | 61    | 70    | 62    | 64    | 65    |
| 其他非流动资产                     | 5     | 7     | 3     | 2     | 4     | 3     | 3     |
| 按公允价值计入损益的金<br>融资产-非流动资产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税资产-非流动<br>资产           | 36    | 35    | 44    | 42    | 42    | 42    | 42    |
| <b>流动资产合计</b>               | 987   | 1,309 | 1,248 | 1,936 | 1,636 | 1,713 | 1,794 |
| 存货                          | 65    | 97    | 142   | 188   | 250   | 284   | 328   |
| 应收账款                        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款及应收票据                   | 37    | 31    | 37    | 31    | 43    | 50    | 58    |
| 预付款项及其它应收款<br>项-流动资产        | 83    | 87    | 147   | 133   | 122   | 134   | 130   |
| 按公允价值计入损益的金<br>融资产          | 658   | 926   | 627   | 965   | 965   | 965   | 965   |
| 受限制现金                       | 0     | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 货币资金                        | 144   | 157   | 284   | 609   | 246   | 271   | 303   |
| <b>负债合计</b>                 | 1,962 | 2,215 | 2,292 | 2,468 | 2,325 | 2,362 | 2,385 |
| 非流动负债合计                     | 374   | 361   | 383   | 416   | 387   | 395   | 399   |
| 流动负债合计                      | 1,588 | 1,854 | 1,909 | 2,052 | 1,938 | 1,966 | 1,986 |
| <b>股东权益合计(含少数股<br/>东权益)</b> | 141   | 262   | 204   | 834   | 825   | 864   | 922   |
| 股东权益合计(不含少数<br>股东权益)        | 141   | 257   | 189   | 802   | 812   | 822   | 832   |
| 少数股东权益                      | 0     | 5     | 14    | 32    | 13    | 42    | 90    |

资料来源：公司财报，国投证券研究中心

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034