

2024年3月29日

美丽田园医疗健康 (2373.HK)

公司动态

证券研究报告

医美

收入利润再创新高，收购奈瑞儿巩固龙头地位

2023年公司业绩再创新高，净利润翻一倍。2024年3月，公司收购中国医美第二名奈瑞儿，增厚公司业绩。我们认为，公司凭借成熟的“双美”模式和运营能力，不断扩张门店网络，龙头地位稳固，故维持“买入”评级。

报告摘要

收入及利润再创新高，净利润翻一倍。

2023年公司实现收入21.5亿元，同比增长31.2%，净利润为2.3亿元，同比增长108.2%，经调整净利润为2.4亿元，同比增长53.2%，业绩强势的表现得益于公司产品影响力、产品、服务竞争力及运营能力的提升。随着规模效应逐步显现，2023年经营费用率（销售、管理、研发费用总和）为34.1%，较2022年同期下滑3.4个百分点。由于客流增长带来收入增加且毛利率较高的医美和亚健康服务业务收入占比提升，公司整体盈利水平进一步提高，2023年毛利率和净利率分别为45.6%和10.7%，分别较2022年同期提升1.7和3.9个百分点。

客流：2023年美丽田园直营门店客流126.0万，同比增长33.1%。值得注意的是，医美服务客流同比增长41.5%，亚健康医疗服务客流同比增长57.0%。2023年，25.0%的美容和保健会员购买了医疗美容或亚健康医疗服务，同比提升了1.3个百分点，体现出双美业务模式的成功及消费者对公司的认可。

会员：公司纳客能力及客户粘性持续增强，新会员及活跃会员数增加。2023年直营活跃会员数达9.4万，同比增长19.6%；每名直营门店会员年平均消费2.1万元，同比增2,109元；活跃会员年平均到店10.6次，同比提升1.1次。

门店数量突破400家，内生增长及外延扩张并举。

截至2023年，集团门店数量突破400家，其中直营店201家和加盟店199家；全年新开及收购门店50家。2023年，在成都，公司对地域龙头幽兰进行战略投资，成都秀可儿医美门诊扩容迁址，成都研源门诊正式开业；在杭州，公司收购妍工房门店；在长沙，公司收购长沙加盟门店，长沙成为直营城市。2024年，公司计划扩容长沙秀可儿门诊，发挥长沙区域双美模式的协同效应。

龙一龙二强强联合，龙头地位进一步夯实。

2024年3月，公司正式收购广州奈瑞儿70%的股权，交易涉及80家美容院、6家医疗美容门诊和2家中医服务门诊。根据Frost & Sullivan测算，奈瑞儿品牌已成立17年，是中国市占率第二、广东省第一的双美品牌。我们认为，此次收购，奈瑞儿广深区域布局与公司现有地域形成互补，进一步加深大湾区的业务覆盖；会员数量大幅提升，助力三美协同；奈瑞儿以中医文化为基石，在痛症调理等方面有明显优势，和公司产品研发相辅相成。

投资建议：我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为2.9亿元/3.7亿元/4.5亿元，对应PE分别为11.8x/9.2x/7.6x，调整目标价至19.6港元，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险；门店扩张不及预期风险；疫情反复；行业竞争加剧；疫后消费复苏不及预期。

(31/12 年结；人民币百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,145	2,710	3,385	3,827
增长率(%)	31.2%	26.4%	24.9%	13.1%
归母净利润	216	286	368	445
增长率(%)	109.2%	32.4%	28.8%	20.9%
毛利率(%)	45.6%	45.8%	46.1%	46.9%
每股收益(元)	0.94	1.21	1.56	1.89
市盈率	15.1	11.8	9.2	7.6

数据来源：Wind、安信国际预测

投资评级：

买入

目标价格：

19.6 港元

现价(2024-3-28)：

15.46 港元

总市值(百万港元)	3,645.40
总股本(百万股)	235.80
12个月低/高(港元)	9.4/31.9
平均成交(百万港元)	1.20

股东结构

一致行动人	50%
其他	50%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	33.62	42.50	-26.09
绝对收益	32.14	39.53	-44.17

数据来源：Wind、港交所、安信国际

谢欣洳 医药行业分析师

xiexr1@essence.com.cn

+86-0755-8168 2613

附表：财务报表预测

利润表					资产负债表				
(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,145	2,710	3,385	3,827	现金及现金等价物	224	522	815	1,115
销售成本	-1,168	-1,468	-1,826	-2,033	应收账款	31	34	36	38
毛利	977	1,242	1,559	1,793	存货	188	206	227	250
销售费用	-378	-473	-586	-657	其他流动资产	1,493	1,394	1,373	1,442
管理费用	-318	-398	-493	-543	流动资产总额	1,936	2,156	2,451	2,844
财务成本净额	-3	-3	-2	-2	固定资产	371	408	449	449
税前盈利	288	380	490	592	无形资产	80	80	80	80
所得税	-58	-77	-99	-119	其他非流动资产	915	1,006	1,107	1,218
净利润	230	303	391	473	非流动资产总额	1,366	1,494	1,636	1,747
归母净利润	216	286	368	445	总资产	3,302	3,651	4,087	4,591
EPS (元, 最新摊薄)	0.94	1.21	1.56	1.89	应付账款	21	26	31	37
同比增长率					短期银行贷款	0	0	0	0
收入 (%)	31.2%	26.4%	24.9%	13.1%	其他流动负债	2,031	2,044	2,056	2,061
归母净利润 (%)	109.2%	32.4%	28.8%	20.9%	流动负债总额	2,052	2,070	2,087	2,098
财务指标					长期贷款	0	0	0	0
盈利能力					递延税项负债	22	22	22	22
毛利率	45.6%	45.8%	46.1%	46.9%	其他非流动负债	394	433	476	524
净利率	10.1%	11.2%	11.5%	12.4%	非流动负债总额	416	455	498	546
ROE	26.9%	26.3%	25.3%	25.8%	总负债	2,468	2,525	2,585	2,644
营运能力					现金流量表				
行销费用/收入 (%)	32.5%	32.1%	31.9%	31.3%	经营活动现金流	626	668	629	621
存货周转天数	51	48	43	43	投资活动现金流	-711	-398	-361	-325
资本结构					融资活动现金流	134	16	13	-9
资产负债率	74.7%	69.2%	63.3%	57.6%	现金净增加额	60	298	293	299
					期初持有现金	164	224	522	815
					期末持有现金	224	522	815	1,115

数据来源: Wind、安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010