

公司研究

上半年营收利润逆势双增，三美模式协同性彰显

——美丽田园医疗健康（2373.HK）2024 年中报点评

买入（维持）

当前价：15.92 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebcn.com

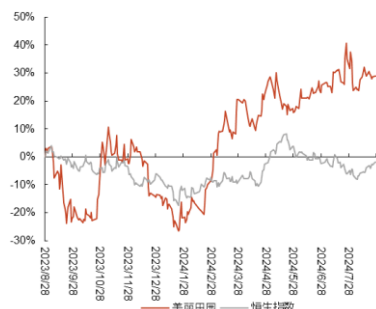
联系人：吴子倩

wuziqian@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.36
总市值(亿港元):	37.54
一年最低/最高(港元):	9.11/17.50
近 3 月换手率:	5.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.82	14.25	28.90
绝对	-2.73	11.87	28.88

资料来源：Wind

相关研报

中国双美模式龙头企业，稳扎稳打开拓美与健康大市场——美丽田园医疗健康（2373.HK）首次覆盖报告（2023-06-02）

要点

事件：

公司发布 2024 年中报，营业收入为 11.38 亿元，同比增长 9.7%；归母净利润为 1.15 亿元，同比增长 3.2%；经调整净利润为 1.32 亿元，同比增长 0.5%。

点评：

基本盘美容与保健业务逆势增长，亚健康管理业务高速发展：分业务板块看，1H2024 美容和保健服务/医疗美容服务/亚健康医疗服务分别实现营收 6.2/4.4/0.7 亿元，分别同比+13.6%/+0.3%/+50.0%。聚焦至美容和保健服务板块，分业务模式看，1H2024 直营/加盟分别实现营收 5.6/0.6 亿元，分别同比+11.2%/+43.8%。受益于单店会员数量的增长、以及数字化运营带来的私域流量提升，美容保健服务逆势增长，其中直营业务上，公司积极提升单店收入，2024H1 直营门店到店客流达 63.5 万人次，同比增长 11.3%，活跃会员人数达到 7.9 万名，同比增长 9.9%，同店收入同比增长 9.3%；加盟业务上，得益于加盟网络的扩张及新的仪器设备的推出，收入增速突出。医疗美容服务板块，公司通过数字化能力进行客户分层制定有效的精细化运营策略，2024H1 由“生美”向“医美”的客户转化率明显提升，美容和保健客户中有 24.3%选择购买了医美或亚健康医疗服务，占比同比增加 0.9pcts，医疗美容到店客流达 3.9 万人次，同比增长 11.1%，活跃会员人数达到 1.9 万名，同比增长 12.1%。亚健康医疗服务板块，2024H1 亚健康医疗到店客流达到 1.1 万人次，同比增长 30.1%，活跃会员人数达到 3627 人次，同比增长 33.8%，每名活跃会员平均消费 15180 元，同比增加 2835 元，其中，女性特护中心产品布局初见成效，2024H1 收入同比增长超过 200%，目前已有累计超过 3600 名客户体验女性特护中心项目，首次就诊后的会员转化率达到 83.6%，会员复购率达到 70%，成为新的业绩增长引擎。

1H2024，公司门店总数为 409 家，同比+14 家。其中，美容和保健服务直营店总数为 169 家，同比+1 家，加盟店总数为 207 家，同比+8 家；医疗美容服务门店数为 24 家，同比+3 家，亚健康医疗服务门店数为 9 家，同比+2 家。

运营效率提升&规模效应释放，公司毛利率有所提升，归母净利率受线上推广力度增大影响小幅下滑：1H2024，公司毛利率同比+0.9pcts 至 47.0%，归母净利率同比-0.6pcts 至 10.1%。

1H2024，分业务板块看，美容和保健/医美/亚健康业务板块的毛利率分别为 40.3%/55.1%/54.4%，分别同比+1.6pcts/持平/+6.3pcts。聚焦至美容保健服务板块，分业务模式看，1H2024 直营/加盟的毛利率分别为 38.8%/55.4%，分别同比+1.6/-1.3pcts，美容保健服务受益于直营门店单店收入的提升对人工成本、折旧等的摊薄，毛利率有所提升，亚健康业务板块的毛利率大幅提升亦受益于规模效应的释放。

1H2024，分项目看，公司销售/管理/研发费用率分别为 16.7%/15.9%/1.4%，分别同比+0.6/-0.1/-0.2pcts。销售费用率的增加主要原因系公司持续扩大线上平台的推广力度所致。

内生外延驱动规模扩张，数字化营销工具提升运营效率：一方面，公司积极推动加盟网点的扩大，借助加盟业务拓展二三线市场，另一方面，公司外延并购步伐不止步，去年 5 月公司收购成都幽兰 20% 股权，扩展西南市场，今年上半年成功收购国内第二大传统美容服务提供商——奈瑞儿，实现大湾区的战略布局，“内生+外延”双轮驱动公司业绩长期成长。此外，公司持续强化市场领先的数字化能力，对客户分层并制定有效的精细化运营策略，私域流量明显提升，长期来看，数字化的发展战略将助力公司的运营管理能力更上一层，也能在并购整合的过程中辅助投资决策、最大化地释放协同效应。

双美连锁龙头企业，维持“买入”评级：由于经济复苏不及预期，且我们预计公司会延续外延并购策略，因此上调 2024-2025 年期间费用率，相应下调 2024-2025 年公司盈利预测，预计 2024-2025 年公司归母净利润分别是 2.50、3.12 亿元（下调幅度分别为 18%/18%），并新增 2026 年归母净利润预测为 3.60 亿元，对应 EPS 分别是 1.06/1.32/1.53 元，当前股价对应 PE 分别是 14、11、9 倍。公司作为中国生活美容与医疗美容的连锁企业，通过一系列收并购不断扩大业内的影响力，提升运营效率，我们看好公司未来的发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：客流与客单价增长不及预期、开店进度不及预期、医疗事故风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,635	2,145	2,596	3,178	3,699
营业收入增长率	-8.16%	31.16%	21.03%	22.42%	16.37%
归母净利润（百万元）	103	216	250	312	360
归母净利润增长率	-46.71%	109.15%	15.91%	24.65%	15.50%
EPS（元）	0.44	0.91	1.06	1.32	1.53
P/E	33	16	14	11	9
P/B	18	4	4	4	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-08-27；8 月 27 日港币兑人民币汇率为 0.91

财务报表与盈利预测

资产负债表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,248	1,936	2,485	3,063	3,626
现金	174	235	863	1,306	1,737
应收票据及应收账款	37	31	47	58	68
预付账款	147	133	174	213	248
存货	142	188	217	254	297
其他	747	1,350	1,184	1,233	1,276
非流动资产	1,248	1,366	1,430	1,462	1,472
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	308	371	397	464	462
无形资产	564	596	517	448	362
其他	376	399	515	549	647
资产总计	2,495	3,302	3,915	4,526	5,098
流动负债	1,909	2,052	2,641	3,214	3,743
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8	21	20	24	28
其他	1,901	2,031	2,621	3,190	3,715
非流动负债	383	416	416	416	416
长期借款	0	0	0	0	0
其他	383	416	416	416	416
负债合计	2,292	2,468	3,057	3,630	4,159
少数股东权益	14	32	40	57	77
股本	0	0	0	0	0
资本公积与留存收益	189	802	818	839	862
归属母公司股东权益	189	802	818	839	862
负债和股东权益	2,495	3,302	3,915	4,526	5,098

现金流量表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	382	626	1110	982	1014
净利润	111	230	257	329	380
折旧摊销	297	332	186	220	244
财务费用	22	3	-2	-4	-5
其他经营现金流	-47	61	668	437	396
投资活动现金流	54	-711	-250	-251	-252
资本支出	119	127	250	252	254
其他投资现金流	-65	-838	-500	-503	-506
筹资活动现金流	-433	134	-232	-287	-331
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-433	134	-232	-287	-331
现金净增加额	3	48	628	443	431

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

利润表 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,635	2,145	2,596	3,178	3,699
营业成本	918	1,168	1,367	1,655	1,935
销售费用	3	3	5	7	8
管理费用	287	378	485	594	684
研发费用	327	352	436	534	621
财务费用	22	3	-2	-4	-5
营业利润	79	240	323	411	473
利润总额	130	288	323	411	473
所得税	20	58	65	82	94
净利润	111	230	257	329	380
少数股东损益	7	14	8	17	20
归属母公司净利润	103	216	250	311	360
EBITDA	449	623	507	627	712
EPS (元)	0.44	0.91	1.06	1.32	1.53

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-8	31	21	22	16
净利润(%)	-47	108	12	28	16
获利能力					
毛利率	44	46	47	48	48
净利率	7	11	10	10	10
ROE	55	27	31	37	42
ROIC	-13	-45	-170	-46	-36
偿债能力					
资产负债率(%)	92	75	78	80	82
净负债比率(%)	-86	-28	-101	-146	-185
流动比率(%)	1	1	1	1	1
速动比率(%)	1	1	1	1	1
营运能力					
总资产周转率	1	1	1	1	1
应收账款周转率	44	69	55	55	55
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.91	1.06	1.32	1.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.62	2.65	4.71	4.16	4.30
每股净资产 (最新摊薄)	0.80	3.40	3.47	3.56	3.66
估值比率					
P/E	33	16	14	11	9
P/B	18.10	4.26	4.17	4.07	3.96
EV/EBITDA	-1.39	-1.53	-3.01	-3.03	-3.17

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP