

美容和保健业务稳健增长，全面收购奈瑞儿升级商业模式

2024 年 08 月 30 日

➤ **事件概述。**美丽田园医疗健康发布 2024 年半年度报告。24H1，实现收入 11.38 亿元，同比+9.7%，毛利率为 47.0%，同比+0.84 pct，经调整净利润为 1.32 亿元，同比+0.5%。

➤ **美容和保健业务稳健增长，亚健康业务收入增速喜人。**1) **美容和保健服务：**24H1，美容和保健服务收入 6.22 亿元，同比+13.6%，其中，直营店收入 5.64 亿元，同比+11.2%，主要因单店收入增长提高门店运营效率，加盟商及其他收入 0.58 亿元，同比+43.8%，主要因加盟店网络扩张及年初推出新的仪器设备，24H1，美容与健康业务直营活跃会员数量同比+9.9%，达 7.9 万，每位活跃会员平均到店 6 次，消费金额人民币 6771 元，展现中高端市场强劲的消费能力。同时，美丽田园战略性拓展保健品类 SKU，丰富保健产品矩阵。今年，集团与法国 LPG 达成战略合作，为客户量身定制了 LPG® BF+ 计划。2) **医疗美容服务：**24H1，医疗美容服务收入 4.41 亿元，同比+0.3%。其中，医疗美容业务的活跃会员数量同比+12.1%达到 1.9 万名，每位医美业务活跃会员的平均消费达到 2.3 万元人民币，平均到店 2 次。有 24.3%的美容与保健客户购买医疗美容或亚健康医疗服务，同比+0.9 pct。3) **亚健康医疗服务：**24H1，亚健康业务收入 0.74 亿元，同比+50.0%。活跃会员的人均消费达到 1.5 万元，同比增加 2835 元。女性特护中心表现尤为亮眼，收入同比增长超过 200%。

➤ **截至 24H1 末，门店数量共 409 个。**截至 24H1 末，美容和保健服务门店共 376 家，其中直营店 169 家、加盟商 207 家，医疗美容服务门店数量为 24 家，亚健康医疗服务门店数量为 9 家。

➤ **毛利率稳中有升，销售费率同比上行。**1) **毛利率：**24H1，毛利率为 46.95%，同比+0.84 pct。2) **费用率：**24H1，销售费用率、管理费用率、研发费用率为 16.67%、15.92%、1.43%，分别同比+0.58、-0.08、-0.23 pct。3) **净利率：**24H1，净利率为 11.08%，同比-0.60 pct。

➤ **全面收购奈瑞儿，引领商业模式升级。**今年 3 月，美丽田园宣布以 3.5 亿元人民币收购行业奈瑞儿核心资产的 70% 股权；8 月，集团进一步宣布以特许经营方式将奈瑞儿余下 75 家门店纳入麾下。交易完成后，美丽田园将奈瑞儿品牌及其 150 家门店全面融入，美丽田园门店总数已超过 550 家。将扩大覆盖面、品牌影响力及市场份额；共享医疗资源、通过规模经济提升运营效率；提高利润及收益水平（特许经营安排大幅扩大美丽田园门店覆盖率及会员基数，产生包括加盟费用、系统使用费用、培训费用及产品供应采购成本等）。随着奈瑞儿智能美养品牌的加入，美丽田园由原来的“三美模式”向“双美+双健康”的立体商业模式升级。

➤ **投资建议：**预计公司 24-26 年实现营收 26.05、31.28、35.76 亿元，同比+21.4%、+20.1%、+14.3%，实现归母净利润 2.38、2.85、3.30 亿元，同比+10.2%、+20.0%、+15.8%，8 月 30 日收盘价对应 PE 为 15、12、11x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新产品/品牌失败风险、医疗事故风险、终端需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,145	2,605	3,128	3,576
增长率(%)	31.2	21.4	20.1	14.3
归母净利润	216	238	285	330
增长率(%)	109.2	10.2	20.0	15.8
EPS	0.91	1.01	1.21	1.40
P/E	16	15	12	11
P/B	4.4	3.4	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

16.30 港元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

- 美丽田园医疗健康 (2373.HK) 2023 年年报点评：23 年净利润同比+108%，战略投资中国第二名美容品牌奈瑞儿-2024/03/27
- 美丽田园医疗健康 (2373.HK) 2023 年中报点评：生美基本盘稳健，医美与亚健康业务收入快速增长-2023/08/27
- 美丽田园医疗健康 (2373.HK) 首次覆盖报告：美与健康连锁龙头，未来发展潜力可观-2023/05/29

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,936	2,849	3,649	4,413
现金及现金等价物	224	967	1,699	2,460
应收账款及票据	31	96	60	118
存货	188	186	270	252
其他	1,493	1,600	1,619	1,582
非流动资产合计	1,366	1,504	1,568	1,602
固定资产	371	475	517	549
商誉及无形资产	813	845	865	865
其他	182	184	186	188
资产合计	3,302	4,353	5,217	6,015
流动负债合计	2,052	2,848	3,409	3,858
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	21	35	62	68
其他	2,031	2,813	3,347	3,790
非流动负债合计	416	416	416	416
长期借贷	0	0	0	0
其他	416	416	416	416
负债合计	2,468	3,264	3,825	4,274
普通股股本	0	0	0	0
储备	809	1,046	1,331	1,661
归属母公司股东权益	802	1,039	1,324	1,655
少数股东权益	32	50	67	86
股东权益合计	834	1,089	1,392	1,741
负债和股东权益合计	3,302	4,353	5,217	6,015

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	626	1,157	1,097	1,123
净利润	216	238	285	330
少数股东权益	14	17	18	19
折旧摊销	332	314	338	368
营运资金变动及其他	64	589	456	406
投资活动现金流	-711	-407	-357	-357
资本支出	-159	-450	-400	-400
其他投资	-552	43	43	43
筹资活动现金流	134	-8	-8	-6
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	495	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-361	-8	-8	-6
现金净增加额	60	743	732	761

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,145	2,605	3,128	3,576
其他收入	8	0	0	0
营业成本	1,168	1,420	1,711	1,960
销售费用	378	463	555	634
管理费用	318	393	472	536
研发费用	34	41	51	58
财务费用	3	5	-4	-13
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	37	37	37	37
除税前利润	288	319	378	436
所得税	58	64	76	87
净利润	230	255	303	349
少数股东损益	14	17	18	19
归属母公司净利润	216	238	285	330
EBIT	291	324	375	424
EBITDA	623	638	713	792
EPS (元)	0.91	1.01	1.21	1.40

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	31.16	21.42	20.09	14.32
归属母公司净利润	109.15	10.15	19.98	15.83
盈利能力(%)				
毛利率	45.55	45.49	45.29	45.18
净利率	10.05	9.12	9.11	9.23
ROE	26.89	22.85	21.52	19.95
ROIC	27.87	23.79	21.53	19.47
偿债能力				
资产负债率(%)	74.74	74.98	73.32	71.06
净负债比率(%)	-26.88	-88.79	-122.08	-141.30
流动比率	0.94	1.00	1.07	1.14
速动比率	0.66	0.79	0.87	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.68	0.65	0.64
应收账款周转率	62.75	41.00	40.00	40.00
应付账款周转率	79.78	50.00	35.00	30.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.91	1.01	1.21	1.40
每股经营现金流	2.65	4.91	4.65	4.76
每股净资产	3.40	4.41	5.62	7.02
估值比率				
P/E	16	15	12	11
P/B	4.4	3.4	2.6	2.1
EV/EBITDA	5.40	5.27	4.72	4.25

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026