

公司研究

深化“内生+外延”双轮驱动，“双美+双保健”业务模式焕发光彩

——美丽田园医疗健康（2373.HK）2024 年年报点评

买入（维持）

当前价：18.10 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

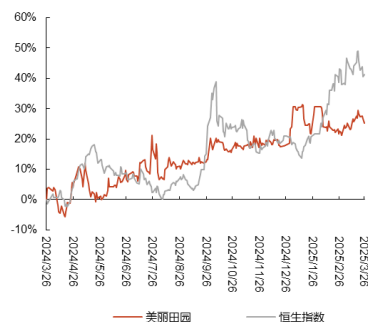
联系人：吴子倩

wuziqian@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.36
总市值(亿港元):	42.68
一年最低/最高(港元):	13.03/19.88
近 3 月换手率:	11.66%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.60	-12.75	24.88
绝对	2.77	7.61	25.30

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 年报，2024 全年实现营业收入为 25.72 亿元，同比增长 19.9%，剔除奈瑞儿影响后收入同比增长 6.5%；归母净利润为 2.28 亿元，同比增长 5.9%。2024 年公司计划每股派息 0.48 元，公司承诺未来三年将不低于年度归母净利润的 50% 用于分红。

点评：

“内生+外延”双轮驱动下，活跃会员人数大幅增长：分业务板块看，2024 年美容和保健服务/医疗美容服务/亚健康医疗服务分别实现营收 14.4/9.3/2.0 亿元，分别同比+20.9%/+9.1%/+98.9%。

美容和保健服务板块，在“内生+外延”双轮驱动下，实现逆势增长。分业务模式看，2024 年直营/加盟分别实现营收 13.1/1.4 亿元，分别同比+20.9%/+20.9%。直营业务上，一方面，公司以客户需求为核心，持续增强客户黏性，活跃客户数量持续增长，2024 年直营门店到店客流达 140 万人次，同比增长 19.5%，活跃会员人数达到 13.1 万名，同比增长 44.8%，受益于客流增长和单店收入提升，公司高端美容服务实现营收 11.4 亿元，同比+5.9%；另一方面，伴随着对高端智能美养品牌奈瑞儿的收购完成，公司新增高端智能美养服务业务收入 1.6 亿元。加盟业务上，2024 年公司美容和保健加盟门店会员数量达到 6.1 万名，同比+57.9%。

医疗美容服务板块，依托“双美+双保健”的独特模式，“生美”向“医美”的客户转化率持续提升，2024 年美容和保健客户中有 24.9%选择购买了医美或亚健康医疗服务，其中 28.7%的高端美容服务会员购买了增值服务，渗透率同比+3.7pcts，医疗美容直营门店到店客流达 9.1 万人次，同比增长 26.2%，直营门店活跃会员人数达到 3.4 万名，同比增长 37.4%。

亚健康医疗服务板块，专注于功能医学和女性妇科抗衰领域，业务版图加速扩张。2024 年亚健康医疗直营门店到店客流达到 2.7 万人次，同比增长 62.5%，活跃会员人数达到 7552 人次，同比增长 80.2%，亚健康医疗活跃会员对直营美容和保健业务的渗透率提升至 6.1%，其中高端美容服务会员购买的亚健康医疗服务渗透率提升至 7.2%，同比+2.8pcts。公司加快推进一站式妇科抗衰和保养医疗服务，2024 年女性特护中心收入突破 1 亿元，同比增长超过 300%，活跃会员人数同比增长超 200%。

截至 2024 年末，公司门店总数为 554 家，同比+154 家。其中，美容和保健服务直营店总数为 239 家，同比+68 家，加盟店总数为 276 家，同比+77 家；医疗美容服务门店数为 28 家，同比+5 家；亚健康医疗服务门店数为 11 家，同比+4 家。

经营持续提效，公司毛利率有所提升，归母净利率受税收政策调整以及并购活动影响小幅下滑：2024 年，公司毛利率同比+0.7pcts 至 46.3%，归母净利率同比-1.2pcts 至 8.9%。

2024 年，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 40.7%/52.3%/58.2%，分别同比+1.1/-1.5/+11.5pcts。聚焦至美容保健服务板块，分业务模式看，2024 年直营/加盟的毛利率分别为 39.1%/55.4%，分别同比+1.5/-2.8pcts，受益于下半年新增高毛利率的高端智能美养服务业务拉动，美容保健服务毛利率有所提升，亚健康业务板块的毛利率大幅提升则受益于规模效应的释放。

2024 年，分项目看，公司销售/管理/研发费用率分别为 18.0%/15.1%/1.4%，分别同比+0.3/+0.2/-0.2pcts。销售费用率的增加主要原因系并购活动带来的销售和营销人员人数增加，以及并购后客户资源摊销金额增加；管理费用率的增加主要原因系并购带来的员工成本增加所致。

此外，2024 年公司其他收入为 1900 万元，同比减少 1100 万元，主要原因系增值税优惠政策到期，对公司利润端产生负面影响。

深化“内生+外延”双轮驱动，未来成长可期：展望未来，内生维度，公司将持续扩大客户基数、深化精细化运营、前瞻性产品研发及数字化能力跃迁，医疗美容业务和亚健康业务有望在转化率提升的逻辑下加速成长；外延维度，持续推进收购项目，并以奈瑞儿品牌为支点，搭建大型项目收购整合模型，促进协同效应释放，提升整体利润率水平。

“双美+双保健”模式焕发光彩，维持“买入”评级：考虑到市场需求不及预期，行业竞争压力超预期，且并购整合需要一定的磨合期，我们下调公司 2025-2026 年营收预测分别至 29.5/33.8 亿元（下调幅度分别为 7%/9%），下调公司归母净利润分别至 2.7/3.2 亿元（下调幅度分别为 13%/10%），并新增 2027 年营收和归母净利润预测分别为 38.3/3.8 亿元，对应 EPS 分别是 1.15/1.37/1.61 元，当前股价对应 PE 分别是 15、12、10 倍。公司作为中国生活美容与医疗美容的连锁企业，业务模式不断升级迭代，未来成长空间可期，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,145	2,572	2,951	3,375	3,832
营业收入增长率	31.16%	19.91%	14.74%	14.36%	13.53%
归母净利润（百万元）	216	228	272	323	381
归母净利润增长率	109.15%	5.94%	19.01%	18.70%	17.97%
EPS（元）	0.91	0.97	1.15	1.37	1.61
P/E	18	17	15	12	10
P/B	5	4	4	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-26；3 月 26 日港币兑人民币汇率为 0.93
 注：EPS 按最新股本摊薄

财务报表与盈利预测

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,936	2,186	2,499	3,014	3,596
现金	235	485	659	1,053	1,495
应收票据及应收账款	31	49	55	63	72
预付账款	133	126	198	226	257
存货	188	152	250	274	308
其他	1,350	1,375	1,337	1,398	1,464
非流动资产	1,366	2,090	2,107	2,093	2,056
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	371	365	392	460	459
无形资产	596	885	759	642	507
其他	399	840	957	992	1,089
资产总计	3,302	4,276	4,607	5,107	5,652
流动负债	2,052	2,739	2,998	3,414	3,860
短期借款	0	20	0	0	0
应付票据及应付账款	21	30	25	29	33
其他	2,031	2,689	2,973	3,385	3,828
非流动负债	416	562	562	562	562
长期借款	0	130	130	130	130
其他	416	432	432	432	432
负债合计	2,468	3,301	3,561	3,976	4,423
少数股东权益	32	31	45	64	85
股本	0	0	0	0	0
资本公积与留存收益	802	945	1,000	1,067	1,145
归属母公司股东权益	802	945	1,000	1,067	1,145
负债和股东权益	3,302	4,276	4,607	5,107	5,652

现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	626	797	665	905	999
净利润	230	252	287	341	401
折旧摊销	332	/	233	267	291
财务费用	3	4	5	3	2
其他经营现金流	61	540	141	293	305
投资活动现金流	-711	-341	-250	-251	-252
资本支出	127	-17	250	252	254
其他投资现金流	-838	-324	-500	-503	-506
筹资活动现金流	134	-223	-241	-260	-304
短期借款	0	20	-20	0	0
长期借款	0	130	0	0	0
其他筹资现金流	134	-373	-221	-260	-304
现金净增加额	48	232	175	394	442

注：2024 年折旧与摊销未披露

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,145	2,572	2,951	3,375	3,832
营业成本	1,168	1,382	1,574	1,785	2,011
销售费用	378	462	531	608	690
管理费用	352	424	481	550	625
研发费用	3	4	5	3	2
财务费用	0	0	7	7	7
营业利润	240	295	361	429	503
利润总额	288	318	361	429	503
所得税	58	65	74	87	102
净利润	230	252	287	341	401
少数股东损益	14	24	15	19	21
归属母公司净利润	216	228	272	323	381
EBITDA	623	322	599	699	796
EPS (元)	0.91	0.97	1.15	1.37	1.61

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 同比增速(%)	31	20	15	14	14
净利润 同比增速(%)	108	10	14	19	18
获利能力					
毛利率 (%)	46	46	47	47	48
净利率 (%)	11	10	10	10	10
ROE (%)	27	24	27	30	33
偿债能力					
资产负债率(%)	75	77	77	78	78
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	69	53	53	53	53
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.91	0.97	1.15	1.37	1.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.65	3.38	2.82	3.84	4.24
每股净资产 (最新摊薄)	3.40	4.01	4.24	4.52	4.85
估值比率					
P/E	18	17	15	12	10
P/B	5	4	4	4	3
EV/EBITDA	4.86	4.48	4.79	3.63	2.71

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的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