

双美模式持续验证

核心观点

公司精耕生美+双美模式，通过三十余年的内生+外延会员体系积累实现了目标客群精准转化，获客成本远低于行业平均水平。通过对奈瑞儿的并购和整合，快速实现经营效益提升，公司目前 552 家门店布局全国高端商业场所，高端化品牌形象已然树立，规模效应逐渐体现，各项业务的毛利率均取得稳步增长，门店利润率水平仍充足的提升空间。

事件

公司 2025 年上半年实现收入 14.59 亿元，同比增长 28.2%；实现净利润 1.71 亿元，同比增长 35.5%；实现经调整净利润 1.91 亿元，同比增长 37.8%。

简评

双美+双保健模式竞争优势逐渐显现

公司自去年收购奈瑞儿之后，全国门店数达到 552 家，其中生美直营店 238 家、加盟店 276，医美 27 家、亚健康管理 11 家。公司凭借双美模式实现高效客流转化的，在私域运营、分层营销的带动下，上半年贡献了 46% 的新会员，获客相关费用占收入比例不足 2%，大幅低于行业平均水平。上半年直营门店年均收入超过 1000 万，客流同比增长 47.8%，活跃会员同比增长 46.5%，自去年 7 月收购奈瑞儿后，公司整合迅速，今年上半年经调整净利率已经环比从 6.5% 提升到 10.4%，因此公司于今年 5 月进一步增持奈瑞儿 20% 股份至 90%。

规模效应持续释放，利润率水平逐步提升

得益于会员体系的不断壮大，公司 91% 收入来自会员，生美业务毛利率提升 1.8pct 至 42.1%；医美业务毛利率提升 1.8pct 至 56.9%；亚健康管理业务毛利率大幅提升 8.7pct 至 63.1%。伴随人员增长，公司费用率略有提升，但整体净利率依旧达到 11.70%，同比提升 0.66pct，恢复到 2023 年上半年水平。公司将复制西安成都等地快速起量的经验，通过内生+外延的模式，继续聚焦加密高线城市布局，稳步提升市占率水平。

美丽田园医疗健康 (2373. HK)

首次评级

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期： 2025 年 08 月 30 日

当前股价： 35.10 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
27.64/29.53	89.52/81.70	119.10/77.36
12 月最高/最低价（港元）		35.40/16.00
总股本（万股）		23,579.56
流通 H 股（万股）		23,579.56
总市值（亿港元）		82.76
流通市值（亿港元）		82.76
近 3 月日均成交量（万）		98.94
主要股东		
Beijing Xinyu Meiye Holdings Limited		24.57%

股价表现



投资建议：公司于 2025 年 8 月 18 日公告通过引入新的产业投资方式承接中信产业基金所持股份，优化股东结构，我们预计公司凭借内生+外延模式拓展过程中业务模式还有继续优化的空间，预测公司 2025-2027 年净利润分别为 3.06/3.55/4.25 亿元，对应 PE 分别为 27X/23X/19X，首次覆盖，予以“增持”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,145.07	2,572.20	3,150.37	3,529.16	3,923.86
YoY(%)	31.16	19.91	22.48	12.02	11.18
净利润（百万元）	215.66	228.46	306.28	355.38	425.38
YoY(%)	109.15	5.94	34.06	16.03	19.70
毛利率(%)	45.55	46.26	48.50	49.77	51.05
销售净利率(%)	10.73	9.82	10.57	10.83	11.66
ROE(%)	26.89	24.18	27.90	27.84	28.53
EPS(摊薄/元)	0.91	0.97	1.30	1.51	1.80
P/E(倍)	38.38	36.23	27.02	23.29	19.46
P/B(倍)	10.32	8.76	7.54	6.48	5.55

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1. 由于获批的械三字号产品数量不断增长，导致终端竞争不断激烈，医美机构的价格战依旧持续，可能影响到公司产品及服务价格体系的稳定性，进而影响到单店模型。

2. 现有生活美容竞争对手中不乏全国门店数量众多者，公司生活美容服务的获客并转化到医美及亚健康管理的管理模式可能存在后来跟进者，导致客群转化效率的下降。

3. 生美及医美门店运营过程中可能存在各类客诉进而引发舆情事件，造成品牌声誉的影响，对公司后续经营造成潜在风险。

4. 敏感性测试，以 2025 年预测毛利率 48.5%为基准，假设受运营成本（价格战、人工/货品价格成本波动等）影响导致毛利率分别下降 1pct/2pct/3pct，净利润分别为 2.84/2.61/2.38 亿元，对应分别下滑 7.4%/14.8%/22.1%

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk