

买入

2025年12月19日

领先的一站式美丽与健康管理服务提供商

- **首创“双美+双保健”协同商业模式，构建全链路美丽健康生态：**美丽田园以“生活美容+医疗美容+亚健康管理”为核心，打造“双美+双保健”协同生态，旗下拥有美丽田园、奈瑞儿、秀可儿、研源等多品牌，覆盖从高端生活美容与身体护理、智能中医美养到高端非手术医美、亚健康检测理疗及营养指导等全生命周期服务。该体系以生活美容为入口，逐步引导客户向高值医疗与健康服务转化，实现客户全生命周期管理。
- **内生外延双轮驱动，供应链、数字化与并购整合共筑高效增长模式：**公司通过“内生+外延”双轮驱动，持续提升运营与整合能力。内生层面，依托38个自研系统实现精细化运营，客户复购率稳定在80%以上，获客成本低于2%；通过规模化集采优化供应链，提升利润空间。外延层面，凭借充沛现金流完成对奈瑞儿、思妍丽等战略并购，推动会员规模显著增长与净利率提升，展现强协同整合能力。
- **紧抓行业三化趋势，美丽田园引领格局重塑：**面对美容行业品牌化、连锁化、数字化趋势，美丽田园凭借多品牌布局、全国门店网络及领先数字化系统，持续巩固高线城市优势，并通过“双美+双保健”生态拓展客户价值，有望持续引领行业从分散走向集约，实现“小散乱”向“大而强”的转型升级。
- **会员与收入双高增长，盈利韧性突显：**公司2025年上半年业绩表现强劲，直营门店客流量达92万人次，同比增长47.8%；直营门店活跃会员升至12万名，同比增长46.5%。会员增长有效驱动收入与利润再创新高：总收入实现人民币1,459百万元，同比增长28.2%；经调整净利润为人民币191百万元，经调整净利率达13.1%，创历史新高，在宏观压力下展现出卓越的盈利韧性。
- **目标价43.7港元，买入评级：**长期看无论是内生增长还是并购赋能，公司仍有较大发展空间。公司真正的增长边界在于其管理能力。我们以10%的折现率和3%的永续增长率为公司估值，得出公司的合理价值为103亿港币，目标价为43.7港元，较昨日收市价有65.4%的上升空间，对应公司25和26年PE分别为29.8和24.5倍PE，首次给予买入评级。

但玉翠
852-253219539
Tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	美容与健康
股价	26.4 港元
目标价	43.7 港元 (+65.4%)
股票代码	2373
已发行股本	2.35 亿股
总市值	61.2 亿港元
52 周高/低	41.6 港元/15.2 港元
每股净资产	4.1 港元
主要股东	LIFY Management Holdings Limited 17.98% LIY Management Holdings Limited 15.08% MeiYao Holdings Limited 14.85%

表：盈利摘要

截止12月31日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入 (人民币百万元)	2145.07	2572.20	3070.17	3972.53	4627.53
变动	31.2%	19.9%	19.4%	29.4%	16.5%
净利润 (人民币百万元)	215.66	228.46	312.72	408.64	527.98
EPS (元)	0.94	0.99	1.33	1.62	2.07
变动	80.8%	5.3%	34.5%	21.5%	28.2%
市盈率@26.43港元(倍)	25.5	24.2	18.0	14.8	11.6
每股股息	0.37	0.44	0.67	0.81	1.04
股息现价比	1.4%	1.7%	2.5%	3.1%	3.9%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

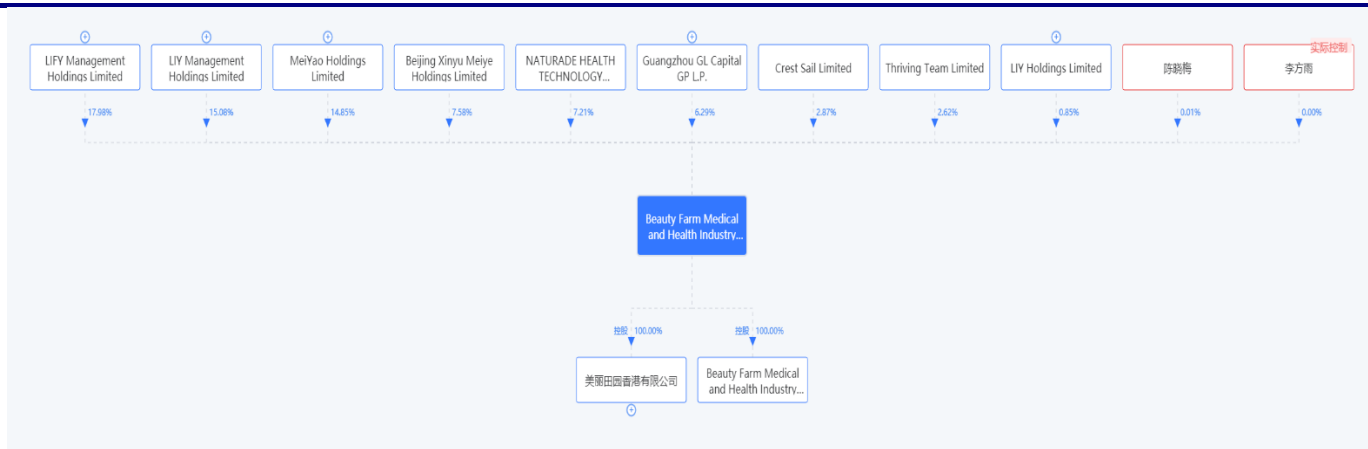
中国领先的一站式健康与美丽管理服务提供商

公司简介

美丽田园是中国领先的一站式美丽与健康管理服务平台。

美丽田园医疗健康 (02373.HK) 成立于 1993 年, 是中国领先的一站式美丽与健康管理服务提供商, 2023 年在香港联交所上市。公司以科技驱动的功能护肤加沉浸式的城市疗愈栖息地的双重价值体验, 重塑高端消费新场景, 并专注服务于中国高线城市的高端女性客群。为把握长期增长机遇, 公司在美容和保健基石业务上将推行多品牌战略, 通过差异化的品牌矩阵, 精准覆盖细分客群需求。目前集团旗下拥有丰富的品牌矩阵, 包括旗舰品牌美丽田园、贝黎诗、奈瑞儿、思妍丽、秀可儿及研源。

图表 1: 美丽田园的股权结构



资料来源: 万得

管理层介绍

图表 2: 美丽田园核心管理层成员

姓名	职位	介绍
李阳	董事会主席兼执行董事	李先生主要负责本集团的整体管理、业务及战略以及监督本集团的商业适用性和可持续性。加入本集团前, 李先生曾任海南省开发总公司的副总经理、海南省房地产总公司的总经理、海南省国有资产管理办公室的副局长。李先生考入北京大学后公派至德国亚琛工业大学就读并获得工程学硕士学位。
连松泳	董事会副主席, 首席执行官兼执行董事	连先生主要负责本集团的整体管理及整体战略等重大事项的决策。连先生于医美行业拥有 20 年经验。加入本集团前, 连先生曾创立欧华美科(天津)医学科技有限公司, 于 2021 年被昊海生物科技(HKEX: 06826; SSE STAR: 688366)收购。连先生曾任河南整形美容医院有限公司的副总经理、北京曼思美医疗技术有限公司的总经理。连先生在清华大学获取工商管理硕士学位。
周敏	首席财务官、董事会秘书、联席公司秘书	周女士主要负责管理本集团的财务、法律、并购以及投资者关系等部门。周女士有超过 20 年连锁企业财务管理、投资并购经验。加入本集团前, 周女士担任百联集团股份有限公司(SSE: 600827)超商事业部、联华超市股份有限公司(HKEX: 00980)财务部主管超过 10 年。周女士于获得亚利桑那州立大学凯瑞商学院颁发的工商管理硕士学位。周女士获得了中国注册会计师协会颁发的注册会计师和中国注册税务师协会颁发的注册税务师。

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

业务发展里程碑

- 1993 年美丽田园在海南创立，率先布局高端生活美容市场；
- 2011 年推出“秀可儿”品牌进入非手术类医疗美容领域，开辟第二成长曲线；
- 2016 年战略收购“贝黎诗”进一步完善身体护理服务，开启内生外延双轮驱动；
- 2018 年创立“研源”品牌，聚焦抗衰和健康管理等亚健康医疗服务，开启第三成长曲线；
- 2023 年成功在港交所成功上市；
- 2024 年 3 月，公司以人民币 3.5 亿元收购奈瑞儿 70% 股权，并在同年整合其余门店；2025 年 5 月 28 日，公司通过再出资 1 亿元人民币收购剩余 20% 股权，交易完成后，美丽田园持股比例提高至 90%；
- 2025 年 10 月 15 日，公司以 12.5 亿元人民币战略收购中国第三大美容服务品牌思妍丽 100% 股权。
-

图表 3: 美丽田园业务发展历程

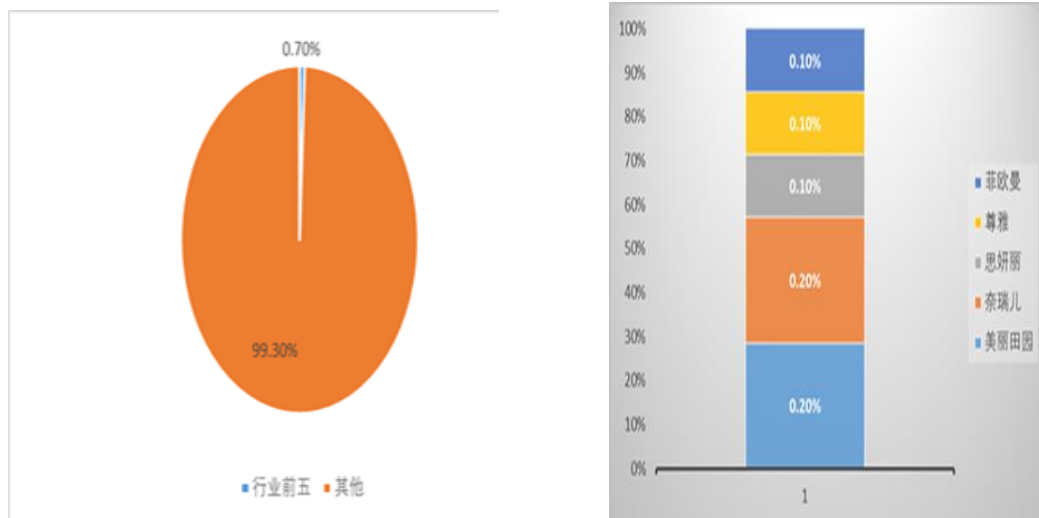


资料来源：公司资料

据弗若斯特沙利文数据，按 2024 年收入计算，美丽田园旗下的美丽田园、奈瑞儿和此次收购的思妍丽占据中国美容行业前三大席位。本次收购后，三大品牌齐聚美丽田园麾下，市占率实现跨越式提升，行业影响力和竞争力全面增强，龙头地位进一步巩固。

在门店布局上，截至 2025 年 6 月 30 日，集团门店总数达 552 家，其中直营门店 273 家，加盟及托管门店 279 家。作为聚焦中国高线市场的品牌，集团深耕高净值客群最集中的 20 个重点城市。其中，集团在北京、上海、广州、深圳四大一线城市的深度布局，构成了集团的核心护城河，一线城市直营门店达 157 家，占直营门店总数的 58%，贡献超 60% 的集团营业收入。高线城市的财富效应持续释放，2025 年上半年，四大一线城市营业收入同比增长超 52%。

图表 4: 美丽田园市场份额



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5: 美丽田园“超一线城市”门店数量与分布



资料来源：公司资料

公司业务及商业模式

首创“双美+双保健”协同商业模式

2011 年，公司在中国首创美容服务与医疗服务协同的独特商业模式—双美模式，并逐步迭代升级为双美加双保健的立体商业模式。依托全国超 500 家美容与保健门店，公司培养客户对品牌的深度信任，并以此为起点洞察客户美与健康深层需求，从而提供医疗美容和亚健康医疗全生命周期服务。

美容和保健服务

作为集团「双美+双保健」商业模式的核心流量入口，承担连接消费者多元需求的关键职能。为把握长期增长机遇，公司将在美容和保健基石业务上推行多品牌战略，通过差异化品牌矩阵精准覆盖细分客群需求。目前，已构建「美丽田园 — 高端旗舰美容服务」、「贝黎诗 — 高端专业美容连锁」、「奈瑞儿 — 中医智能美养服务」三大品牌矩阵，每个品牌均以其独特的价值主张引领市场。

2025 年上半年公司打造了 51 个专业护肤专家 Ko1 的形象，实现了从内容种草到销售转化的完整闭环。下半年公司感受邀请会员走到台前，引入 88 位真实的会员作为侦探官，以真实体验分享，继续放大品牌声量。

公司业务布局聚焦于国内 20 个一线及新一线城市，重点覆盖高端商场、CBD 区域及高端住宅区，精准触达中高收入客群。主要顾客年龄介于 31 至 50 岁之间，以白领专业人士、企业管理者、企业家及家庭主妇为主。目前拥有 238 家直营门店以及 276 家加盟门店。

图表 6:美容和保健业务门店及服务



资料来源：公司资料

医疗美容服务

医疗美容服务作为集团第二增长曲线，秀可儿医疗美容以引领中国高端医疗美容品质升级为使命。通过整合一流医生团队、前沿医疗技术、顶尖审美水准与有温度的服务体验，集团全力打造专业、安心的医疗美容体验。在医疗专业能力建设上，集

团持续强化人才优势，通过系统性地提炼大师级的审美能力与医疗技术精髓，实现优质医疗能力的标准化复制与输出。在行业权威认证层面，医生团队已累计通过超 700 项行业专业认证和培训，以硬核实力夯实医疗专业根基。

作为高端医疗美容服务的定义者，公司以“一流医生、一流审美、一流医术、一流服务”为核心，目前已有 200 余名医生及护士分布于全国 20 余个城市。公司始终坚持“正规医院、正规医生、正规药品”的三正规原则，以“微改变-大不同”为产品研发理念，致力于塑造原生自然之美。截至目前，公司已累计获得超过 150 项实用新型及发明专利，并拥有多项荣誉资质，持续引领医疗美容与健康养生的艺术融合。

截至 2025 年 6 月 30 日，医疗美容门诊达 27 家，包含 24 家直营门店及 3 家托管店，覆盖 24 个一线和新一线城市。2025 年 3 月完成秀可儿医美长沙门诊升级。

图表 7：医疗美容门店与服务



资料来源：公司资料

亚健康服务

研源医疗作为集团旗下亚健康医疗服务品牌，专注于功能医学和女性妇科抗衰领域，在市场发展初期精准把握机遇，加速业务版图扩张。对于高净值客户而说，功能医学和妇科抗衰是隐形刚需。产品方面，推出多色能量滴系列，覆盖女性内调、形象管理、代谢排毒、器官养护及免疫提升等多元场景。服务方面，公司以妇科理论为基础，结合专业医师团队与先进检测技术，提供卵巢抗衰、水润抗衰、紧致抗衰等一系列女性特护项目。公司在服务定位上形成差异化优势：相比公立医院以疾病治疗为主、医美机构侧重外观改善，公司聚焦健康预防与内在功能提升，满足客户从评估、调理到抗衰的全方位亚健康管理需求。干细胞抗衰方面，启研医疗作为海南博鳌地区首家涉足干细胞抗衰的医疗机构，为客户提供前沿抗衰老解决方案。

截至 2025 年 6 月 30 日，亚健康医疗门诊数量已拓展至 11 家。2025 年 8 月 1 日，研源门诊于广州正式启幕，作为大湾区首个中西医结合医疗抗衰门诊，特别设立中医特色诊室，精准响应大湾区客户对中医服务的多元需求，其落成也将进一步夯实集团“北上广深”的战略竞争优势。

图表 8：亚健康门店与服务



资料来源：公司资料

降本增效驱动下的内生增长

美丽田园作为美容行业的龙头，拥有着卓越的盈利能力，其 2025 上半年经调整净利率达到 13.1%，较去年同比增长 0.9pct。其内生增长的核心驱动力之一，是构建了一套以规模为基础、以数据为引擎、以降本增效为直接成果的现代化供应链管理体系。

规模效益下的供应链优化与议价能力增强

规模化集采与协同：公司在核心城市优质地段的密集布局形成了强大的集群效应。目前，公司已在 8 个城市打造出单城收入超 1 亿的经营体，其中上海和北京均超过 6 亿，并目标冲击 10 亿。公司将旗下美丽田园、思妍丽、奈瑞儿等品牌的采购需求整合，形成庞大的采购规模。这种统一的集采模式，是其实施高效供应链管理的基础，使其在与供应商谈判时占据绝对主动。公司预计在供应链端可降低 20% 以上的采购成本。

反向定制与联合研发：公司已利用其遍布全国高端门店的消费者数据与反馈，联合上游巨头（如欧莱雅、资生堂）及国内顶尖生物科技公司（如贝泰妮、巨子生物）进行反向定制与联合研发。这意味着供应链不再是标准品的输送线，而是根据其终端客户需求精准响应的“定制化生产线”。与此同时，很多物业也和公司重新调整了合作方式，共同开发客户的全方位体验空间。

自有品牌突破：在医美领域计划推出自有品牌的“童颜针、玻尿酸、水光针”等产品，是其供应链管理的最高形式。这将会减少对于部分上游厂商的依赖，将核心利润和产品定义权掌握在自己手中，构筑了更深层次的竞争壁垒。

“数字化”与“标准化”驱动经营效率提升

公司投入超 2 亿打造自研数字化团队，构建了诸多核心运营系统，实现了从客户预约、服务交付到数据跟踪的全流程线上化管理。这套系统支撑了超过 2500 个分人群包精准营销场景，显著提升了人效和运营效率。2022 年公司的数字化建设在门店运营管理系统、美田在线小程序、企业微信客户管理功能等重要系统实现研发和迭代，通过数字化系统建设了一个线上线下一体化的融合运营平台。截至 2024 年 9 月，公司已成功上线 33 个关键信息管理系统，其中 22 个为自主研发，是美容行业中数字化能力最强的企业。AI 赋能公司实现了客户分层、门店分型、项目分类的精细化管理，有效提升了对客户全生命周期的管理能力。同时公司拥有 200 项精细化的标准服务流程，确保了服务品质的统一与客户体验的优化。

AI 赋能客户精细化管理，有效促进公域流量向私域转化率

在客户精细化管理方面，每一个客户在系统中会被记录下约 200 个标签，这些标签将涵盖年龄例如客户年龄、皮肤上存在皱纹、痘痘等问题，热衷于清洁、美白等偏好。得益于数字化对消费者人物的精细刻画，公司能精准把握消费者的需求、喜好，从而大幅提升管理效率和经营决策能力，促进复购率。数据显示，2023 年美田集团的老客户复购率达到 80%以上。

公司依托遍布各地的生美服务网络，结合新美大等线上平台的运营优势，以及私域流量的精细化管理，有效降低了单一客户的获客成本。截至 2025 年 6 月 30 日，私域获客占比当年新会员例提至 46%，新活跃会员同比增加 35%，首充疗程客同比增加 45%。公司直营单店年均收入已突破人民币 1000 万元，其中医疗美容和亚健康医疗业务贡献了 45% 的营收。公司在获客相关费用上的投入仅占收入比例的 2%，远低于行业平均水平。

“双美+双保健”漏斗模式有效解决获客痛点，释放增值价值

“双美+双保健”模式的核心优势在于跨业务板块的高效协同。处于不同成长阶段的业务轮动为公司持续注入增长动能，有效分散了单一行业波动风险。同时，三大业务板块的高效联动能够提升渗透率，最大化挖掘单个会员的长期价值，在推动收入持续增长的过程中，成功破解行业普遍面临的高获客成本难题，使集团盈利能力显著超越行业平均水平。

基于已构建的“双美+双保健”模式，在客群年龄结构相近的背景下，美容渠道仍是医美等增值项目的重要获客来源。公司通过向海南启研干细胞抗衰老医院提供客户转介及咨询、物流安排、客户治疗后护理等服务，也在很大程度上促进了增值价值的释放。

依托客户对品牌的信任关系，生活美容与保健板块所积累的高质量会员持续向医美与亚健康服务渗透转化，2025 年上半年约有 20% 的生美及保健会员购买或消费了医美或亚健康医疗服务。未来，随着消费者对“美与健康”需求的进一步深化，转化率有望持续攀升。该转化路径有效控制了获客成本，从而高效释放会员资产价值，推动多业务协同增长。

图表 9：增值业务渗透率



资料来源：公司资料

外延并购持续赋能公司发展升级

公司自 2014 年以来已完成超过 30 项行业并购，形成了成熟的“内生增长+外延并购”双轮驱动战略。其并购史在 2024 年至 2025 年达到高潮，通过两笔关键交易，将行业第二奈瑞儿、第三大品牌思妍丽收入囊中，彻底改写了中国美容服务行业的市场格局。

2024 收购美容行业第二奈瑞儿，引领行业竞争的新格局

公司于 2024 年收购奈瑞儿 70% 股权，此次收购项目包括奈瑞儿旗下的 88 家优质门店，其中涵盖 80 家美容和保健服务门店、6 家医疗美容门诊，以及 2 家中医服务门诊。这也是美容健康行业在 2024 年迄今为止最大的一笔收购交易。奈瑞儿是中国市场占有率第二大的美容、美体和保健集团，也是广深地区第一大的美容品牌。此次收购标志着中国美业第一名和第二名的强强联合，进一步巩固和提升公司在美容和保健行业的市占率，行业龙头地位将进一步巩固。

奈瑞儿产品和服务以中医文化为基石，倡导东方美容健康理念，其服务与本集团旗下「美丽田园」品牌所提供的服务相辅相成，全方位满足日益精细的消费者需求及不断变化的市场趋势。2025 年 5 月份沙利文报告显示奈瑞儿在中国智能美养服务的第一品牌。公司将其打造为“智能美养 2.0 体系”的 AI 数字化标杆。公司联合了七大中医专家和权威机构，融合了中医理论和现代检测技术，通过体质、舌下、经络、脏腑、皮肤 5 大维度的检测生成 AI 算法报告，构建起数据驱动加效果可视的全周期健康管理闭环，引领行业智能培养的新趋势。基于整合调改的显著效果，公司于 2025 年 5 月进一步增持奈瑞儿 20% 股权，并增持至 90% 持股。2025 年上半年，奈瑞儿经调整净利率由 2023 年的 6.5% 跃升至 10.4%，以亮眼业绩印证了集团深度赋能的有效性。

2025 收购行业第三思妍丽，持续巩固竞争优势

继收购奈瑞儿之后，公司又于 2025 年 10 月完成对中国第三大美容服务品牌思妍丽的收购，进一步对高端美容市场格局进行重塑。本次收购完成后，思妍丽约 6 万名直营活跃会员将纳入集团会员体系，带动集团直营活跃会员规模实现超 44% 的跨越式增长，为“双美+双保健”商业模式打开高质量流量入口，进一步夯实基石业务。从业务拓展来看，集团和思妍丽门店城市布局高度协同，将加速同区域内医疗资源的深度整合和高效配置，推动医疗美容和亚健康医疗服务能力实现全方位跃升，驱动增值业务服务能级再上台阶。双方强强联合充分释放乘数效应，在驱动集团规模跨越式发展的同时，也引领了行业竞争的新格局。

思妍丽精准聚焦高净值女性客群，以重点商圈为中心构建高品质门店网络。据赢商网数据，在中国 20 个一线及新一线城市 456 家高端商业中，集团与思妍丽合计持有 191 家，占比 42%，已接近上述高线城市高端商业的“半壁江山”。本次收购完成后，集团在核心城市重点商业项目的门店覆盖比例将显著提升，未来通过旗下多品牌协同布局，会将进一步加密对一线及新一线城市优质商业物业的覆盖，持续巩固在高端美容服务领域的竞争优势。

图表 10：奈瑞儿收购后运营表现



资料来源：公司资料

围绕会员资产及战略协同两大重心开展并购

公司的并购并非简单的规模叠加，而是有一套经过验证的整合方法论，旨在实现“1+1>2”的协同效应。公司的并购政策围绕两大重心：一是会员资产并购，旨在通过并购生活美容、生活保健企业，扩充会员资源，实现收入增长。如收购思妍丽、成都幽兰、水仙之美等品牌，都在一定程度上增加了美丽田园的会员资源。二是重大战略并购，聚焦于增加集团重要业务品类，形成多业务协同发展的格局，同时保留并购对象的品牌和独立业务单元。如奈瑞儿专注于身体与保健领域的产品，与美丽田园现有业务品类形成良好互补，丰富了美丽田园的品牌矩阵。

公司现金流充沛，为其持续并购注入动能

公司展现出卓越的自身现金流生成能力，其核心业务被形容为“一头现金奶牛”，预计 2025 年的经营现金流量将高达 10 亿元人民币，这为并购活动提供了充沛且可持续的内部资金来源。同时，公司持有雄厚的现金储备，账面资金达 20 亿元人民币。这笔巨额储备确保了公司在面对并购机会时拥有强大的即时支付能力和财务灵活性，能够迅速抓住市场机遇。强大的现金流是为行业整合“打下非常强的基础”。正是凭借这一资金优势，公司立志成为行业整合的“推动者、引领者和受益者”，系统性地把握美容行业从分散走向集中的历史性机遇。

未来发展聚焦“超级城市”战略，奠定行业绝对领先地位

基于战略规划，公司未来的并购与发展将深度聚焦“超级城市”战略，通过系统化布局实现市场领导地位的强化。公司已精准锁定全国 20 个核心“超级城市”作为战略重心，这些城市占据中国美容行业总收入的 40%，是实现规模增长的关键战场。在此布局下，公司将通过“内生增长与外延并购”的双轮驱动模式快速扩张：一方面在核心城市的优质商业地段进行多品牌密集布点；另一方面持续收购目标客群相近的优质品牌，快速积累会员资产，并通过成熟的平台化整合能力对其赋能，提升经营效率。

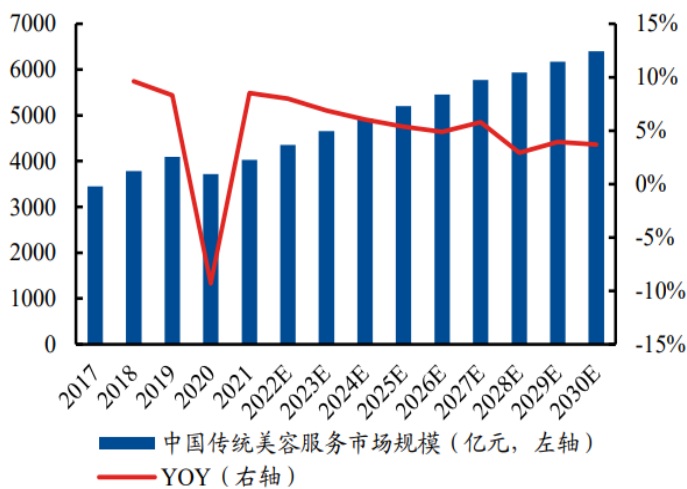
基于此战略，公司制定了清晰的量化目标：在 20 个超级城市中打造超过 1 亿元收入的经营体。目前已有 8 个城市达成此目标，其中上海、北京均突破 6 亿元营收。未来计划将上海、北京进一步发展为 10 亿级市场，并推动 12 个新城市加入“亿元俱乐部”，最终通过超级城市网络的集群效应，奠定在高端美容行业的绝对领先地位。

美容行业“存量竞争”与“增量拓展”并存，龙头企业将引领行业格局重塑

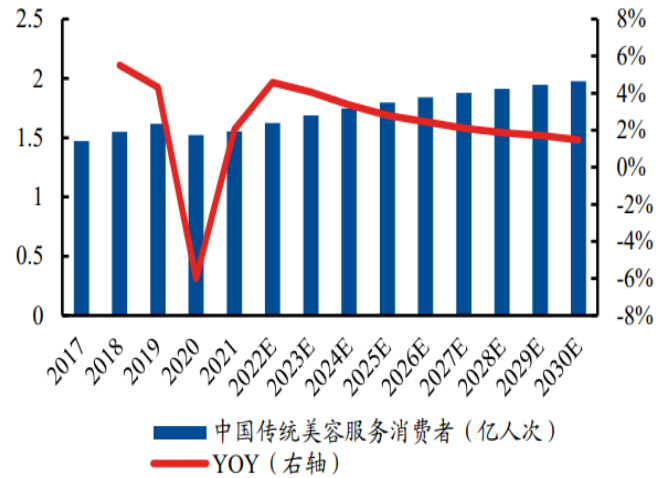
美容行业已步入成熟期，同质化竞争激烈、行业集中度低

从行业规模与增速来看，根据弗若斯特沙利文数据，2025 年传统美容行业规模达 4850 亿元，受疫情影响，17-21 年 4 年 CAGR 为 4.0%，疫情后有所恢复，至 2030 年未来 9 年 CAGR 为 5.27%。从传统美容消费者数量及渗透率角度来看，2021 年接受传统美容服务人数为 1.55 亿人次，17-21 年 4 年 CAGR 为 1.4%，未来 9 年 CAGR 为 2.71%。从渗透率来看，沙利文数据显示，传统美容中 21-50 岁消费者占整体传统美容消费者的比重为 83.5%，女性消费者占整体传统美容消费者的比重为 82.5%。

图表 11: 传统美容行业规模预测



图表 12: 传统美容行业服务人次预测



资料来源：公司资料，第一上海

从盈利模式来看，传统生活美容行业核心参与者分为“直营”与“加盟”两类：1、以直营模式为主，门店体量约 100-500 家，通过提供服务获得盈利（同时也有来自销售产品以及少部分加盟业务的收入），典型品牌如：美丽田园、贝黎诗、奈瑞儿、思妍丽等。2、以加盟模式为主，通过向加盟商销售产品以及收取加盟费以获得盈利（部分品牌有少部分直营门店提供的收入），门店体量过千家，典型品牌如：克丽缇娜、自然美、秀域等。相比于直营模式，加盟模式下的核心业务为销售自有护肤产品，其毛利率较高。以美丽田园为例，2025 上半年公司直营门店的毛利率约为 40.7%，而加盟门店的毛利率水平则达到 56.4%。

从行业集中度来看，传统美容行业呈现出高度分散的竞争格局。在这个规模近 5000 亿元的市场中，全国近百万家美容机构里 90%仍是单店经营，而门店数量超过 20 家的连锁品牌占比不足 1%。根据弗若斯特沙利文数据，若以 2021 年传统美容服务收入规模测算，生美机构端 CR5 仅 0.69%，美丽田园集团市占率为 0.23%，居市场首位。

这种高度分散的业态特征源于两方面因素：一方面，行业准入门槛较低，吸引了大量小型经营者进入；另一方面，企业规模化发展面临显著瓶颈。在实际经营中发现，客户满意度高度依赖于美容技师个人的专业技能与服务经验，而门店业绩又与店长的经营管理能力紧密相关。这两种关键资源均高度个性化、难以标准化复制，从而制约了经营范围的拓展和连锁模式的推广。正因如此，行业内单店经营效率普遍远低于连锁企业，形成了“门店数量多，但盈利门店少”的现状。以美丽田园为代表的规模化连锁企业，其盈利水平显著高于小型门店，也远超连锁化程度较低的竞争者，凸显出规模化经营在行业中的竞争优势。

图表 13：中国传统生活美容服务商排名 TOP5

排名	机构	2021 年收入（亿元）	市场份额
1	美丽田园	9.108	0.23%
2	广州奈瑞儿	6.749	0.17%
3	思妍丽美容	5.326	0.13%
4	上海尊雅实业	3.54	0.09%
5	Laboratoire Fillmed	3.11	0.08%

资料来源：第一上海整理

从供给端来看，未来行业将面向品牌化、连锁化及数字化发展，从分散走向集约

根据行业洞察，当前美容市场“小而散”的态势正面临品牌化浪潮的冲击。数据显示，拥有品牌背书的门店在流量获取上具备明显优势，其搜索量达到无品牌门店的 2.3 倍，获客成本则可降低约 40%，传统“单打独斗”的经营模式已难以适应市场竞争的要求。更重要的是，品牌化带来的信任溢价使得客户充值意愿显著提升，全国性品牌客户的单次充值金额可达小店的 2.1 倍。这种品牌溢价不仅体现在交易环节，更延伸到价值创造层面——行业正从单纯的功能性护理，向满足“悦己体验”和“情感需求”的高阶消费演进。

在连锁化维度，行业正在突破传统的发展瓶颈。过去制约行业规模化的人才依赖问题，正通过标准化的运营体系得到解决。领先企业通过建立数百个标准作业流程，将依赖美容技师个人能力的服务转化为可复制的组织能力。这种标准化不仅保证了服务品质的一致性，更带来了显著的规模效应——在供应链集采、人才培养、场地租赁等环节形成成本优势，使得连锁企业的盈利水平远远超越单店经营。以美丽田园为代表的龙头企业，正通过“内生增长+外延并购”的双轮驱动，在 20 个核心城市打造亿元级经营体，这种集中化布局将进一步强化头部企业的市场地位。

数字化则成为行业进化的“神经网络”。从前端的精准获客（通过客户标签体系实现分人群精准营销），到店内的个性化服务方案推荐，再到后续的客户关系维护，数字化已经渗透到经营的全流程。实践证明，深度数字化的企业能够将获客成本控制在极低水平，同时保持超过 80% 的会员留存率。随着 AI 技术的进一步应用，行业正从基础的信息化向智能化演进，通过人机协同不断提升服务效率和客户体验。

据预测，未来美容行业的门店总量将会有所减少，但市场集中度将显著提升。那些同时具备品牌影响力、连锁运营能力和数字化水平的企业，不仅能够在这场洗牌中扩大市场份额，更将率先开拓由体验经济和情感价值创造的新增长空间。

从需求端来看，高端美容行业将由功能型消费向情绪与体验型消费升级

当前以美丽田园为首的高端美容行业消费市场呈现出三类特征鲜明的客群趋势，她们共同推动着美容行业从功能型消费向情感与体验型消费升级：

一、单身贵族女性

- 经济自主、家庭负担较轻，拥有强大的可支配收入能力；
- 消费重心转向对自我的投资，聚焦“精致”与“悦己”两大方向；
- 注重外在颜值提升与内在情感满足，愿意为高品质美容与身心体验持续付费。

二、双高收入家庭女性

- 家庭经济结构变化带来消费主导权的提升；
- 在平衡家庭与事业的同时，更加注重个人形象与身心状态的管理；
- 追求在家庭责任之外实现个人价值，美容消费成为自我实现的重要方式。

三、成熟女性客群

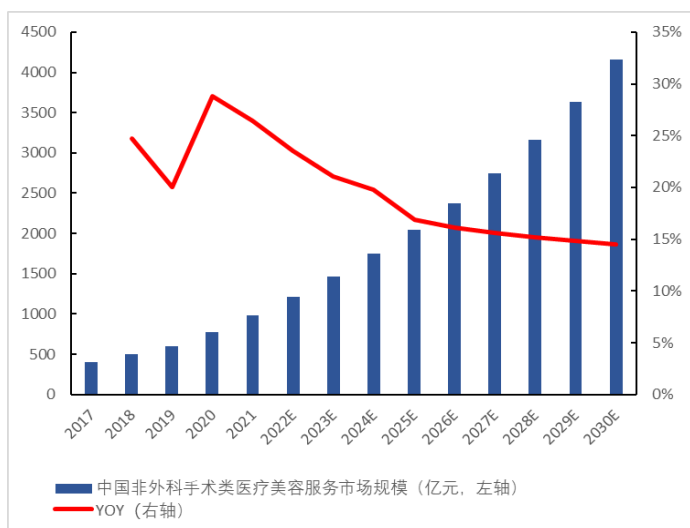
- 随着年龄增长与事业成就的积累，更加关注身心平衡与健康管理；
- 消费需求从外在物质追求转向内在安宁与疗愈体验；
- 注重美容服务带来的情绪价值与整体生活品质提升。

这三类高端女性客群的崛起，标志着美容消费正从“功能性护理”向“综合价值体验”跃迁，情绪满足与身心平衡成为驱动行业增长的新引擎。

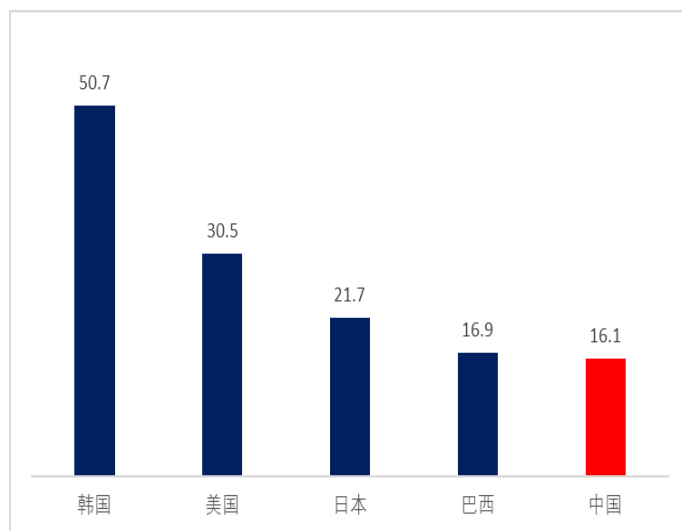
非外科手术类医疗美容快速发展，驱动未来价值释放

非外科手术类医疗美容目前正处于快速发展阶段，但整体市场渗透率仍处于较低水平。据统计，中国非外科手术类医疗美容服务市场的总收益已由 2017 年的人民币 401 亿元增长至 2021 年的人民币 977 亿元，年复合增长率为 24.9%。预测 2030 年总收益将达至人民币 4,157 亿元，2021 年至 2030 年的 CAGR 为 17.5%。中国每千人的非外科手术类医疗美容项目数由 2016 年的 6.4 次急升至 2020 年的 16.1 次，年复合增长率为 26.0%。然而，与其他主要市场相比，中国的非外科手术类医疗美容服务渗透率仍然偏低，例如于 2020 年，韩国每千人的非外科手术类医疗美容项目为 50.7 次，美国为 30.5 次。

图表 14: 非手术类医疗美容行业规模预测



图表 15: 每千人非外科手术医美项目数 (2020)



资料来源: 公司资料, 第一上海

从行业准入门槛来看，一方面，监管部门对机构资质（如《医疗机构执业许可证》）及医师执业资格提出严格要求，并持续通过多项法规强化行业规范；另一方面，新进入者面临品牌建设困难、消费者信任难以短期建立的问题。同时，市场对初始资金要求较高，需投入大量成本用于医疗设备采购、场地租赁及专业人才聘用，而符合资质的执业医师供给严重不足（2020 年实际医生数量仅占市场需求的

36%)。此外，行业普遍需要承担高额销售推广费用，线上渠道成本尤为突出。这些因素共同构成了新企业进入市场的重要障碍。

从行业集中度来看，中国的非外科手术类医疗美容服务市场仍然分散，预期于未来几年将经历一系列的整合。按 2021 年非外科手术类医疗美容服务的收益计，公司在中国市场参与者中排名第四，仅次于美莱医疗美容医院集团 (3.3%)、艺星医疗美容集团 (1.2%)、北京伊美尔医疗科技集团股份有限公司 (0.9%)、美丽田园集团 (0.6%)。

从行业趋势来看，非外科手术类医疗美容未来具备显著的价值释放空间。随着消费者对微创、高效美容服务的需求持续增长，非手术类项目因其风险低、恢复快、效果自然等特点受到市场青睐，成为推动医美市场扩容的重要动力。数据显示，以美丽田园为代表的龙头企业正通过供应链整合与创研合作，计划推出自有品牌的童颜针、玻尿酸等产品，旨在进一步提升该类业务的渗透率至 30% 以上，显示出行业对非手术类业务增长潜力的共识。

与此同时，该领域企业普遍面临上市难度加大的现实困境。由于行业监管趋严、业务合规性要求高，独立上市路径受阻，许多非手术类医美品牌转而选择通过被已上市平台并购的方式实现资本退出与资源整合，例如思妍丽、奈瑞儿等品牌被美丽田园收购的案例，正反映出这一趋势。

紧抓亚健康行业机遇，公司多元化产品助力抢占增量市场

功能医学

当前，功能医学在中国处于爆发初期。从市场驱动因素来看，功能医学市场的扩张主要得益于巨大的健康需求以及明确的增长路径：中国不断上升的慢性疾病患病率、迅速进展的人口老龄化进程，以及 Z 世代和都市白领对健康管理的迫切需求，共同构成了一个庞大的潜在市场。行业目前处于早期阶段，潜力巨大。功能医学检测作为该领域重要的组成部分，呈现出检测精准化、干预个性化发展趋势，2024 年中国市场规模达 1280 亿元，年均复合增长率 32.1%。血液检测、基因检测等高端服务占比突破 60%，肿瘤早筛产品年检测量超 500 万例次。未来随着检测技术的进一步普及和个性化健康干预服务的深化，市场渗透率和客单价均有显著的提升空间。从行业集中度来看，目前中国功能医学检测市场的集中度并不高，这意味着一方面市场竞争激烈，另一方面新进入者仍有差异化发展的机会。

研源医疗功能医学板块专注提供亚健康干预、早期疾病防治等专业医疗服务，在市场发展初期精准把握机遇，加速业务扩张。2025 年上半年，该板块收入同比大幅增长 122.0%，呈现强劲的增长势能。其中，定制化营养点滴「能量滴」的产品线拓展进一步满足了客户多元需求，旗下肝脏代谢排毒干预、NAD+ 精英能量源等服务因高度契合当代人群亚健康特征，客户复购表现稳定。此外，上半年新品体龄管理——定制益生元调理方案，通过调节代谢与免疫功能，进一步完善了公司健康管理产品矩阵。

政策方面，“健康中国”战略和《“十四五”国家科学技术发展规划》等顶层设计，强调了疾病预防和健康促进的重要性，为功能医学的发展指明了方向。地方探索方面，以上海和四川为代表的地方政府，正在功能医学的规范发展和产业融合方

面进行有益尝试。例如，上海市市场监管局明确回应将优化准入服务并加强科普宣传。

女性特护及抗衰

女性妇科抗衰市场的增长，一方面是因为健康认知的跃迁：现代女性不再满足于表面的美容护理，而是积极进行“主动健康管理”，追求从内而外的健康与活力。这推动需求从“被动治疗”转向“主动预防和系统调理”。另一方面得益于技术创新的赋能：生物科技的进步是行业发展的关键催化剂。例如，针对卵巢养护，品牌会运用专利成分（如 Estrobal®红石榴类黄酮、Crystal QH™还原型辅酶 Q10）和精准萃取技术来保障成分的活性与安全。新兴原料如 S-雌马酚，因其能精准调节雌激素受体且安全性高，市场增长迅猛。同时也伴随有消费升级与人群拓展：除了熟龄女性，Z 世代的消费群体也开始关注私密健康与内分泌平衡，为市场带来了持续的增长动力和细分机会。

研源医疗女性特护中心基于妇科理论，通过专业妇科医生的多维度评估，整合先进医疗技术，为女性客户提供个性化的妇科抗衰与保养综合解决方案。2025 年上半年，女性特护中心收入同比增长 172.8%，已成为亚健康医疗业务中最重要的板块。公司持续与前沿的医疗伙伴建立产学研合作关系，成立「妇科指定临床培训交流中心」和「妇科参研培训标杆基地」，通过科研成果共享与技术创新，共同推进女性妇科抗衰领域的专业发展。

干细胞治疗

干细胞治疗作为一种前沿的医疗技术，凭借其广泛的应用领域，为众多疾病的治疗开辟了新的途径。近年来，随着血液系统疾病、神经系统疾病、代谢性疾病等疾病发病率的持续攀升，以及部分干细胞治疗方案被纳入医保范畴，相关治疗需求呈现出显著上升趋势，进而推动了干细胞应用及治疗市场的快速扩张。数据显示，2023 年中国干细胞应用及治疗行业市场规模为 880.4 亿元，预计 2024 年中国干细胞应用及治疗行业市场规模将增长至 1002.1 亿元。同时，技术创新的赋能也为疾病建模、再生医学和个性化治疗开辟了新渠道，例如诱导性多能干细胞（iPSC）技术。全球范围内持续的资金投入也是市场增长的重要驱动力。例如，2023 年香港李兆基基金会曾向大学再生修复研究所捐赠超 1000 万美元用于干细胞研究。

当前中国对干细胞医疗行业的政策支持呈现出“鼓励创新”与“强化监管”双轨并行的清晰导向，旨在推动行业高质量、规范化发展（如下表）：

近年来，海南、深圳、云南、北京、天津等地的干细胞医疗技术准入“先行先试区”先后开放。《天津市生物医药产业发展“十四五”专项规划》提出，率先开展国家生物医药产业政策先行先试，放宽干细胞等前沿医疗技术准入，在天津自贸区内探索开展细胞治疗的“风险分级，准入分类”管理，允许相关政策在中日（天津）健康产业发展合作示范区落实。2024 年 9 月，中国抗衰老促进会细胞应用分会发布《自体干细胞作为第三类医疗技术管理的专家建议书》，54 位专家共同为自体干细胞作为第三类医疗技术管理的推行发声。

图表 16: 干细胞行业相关政策

强化生产质量监管	扩大开放, 吸引外资	明确产业方向与技术重点	提高生产规范要求
政策文件: 《细胞治疗产品生产检查指南》 (2025年发布)	政策文件: 《关于在医疗领域开展扩大开放试点工作的通知》 (2024年发布)	政策文件: 《“十四五”医药工业发展规划》 (2022年发布)	政策文件: 《药品生产质量管理规范-细胞治疗产品附录(征求意见稿)》
发布部门: 国家药监局 审核查验中心	发布部门: 商务部、 国家卫健委、国家药监局	发布部门: 工业和信息化部等九部门	发布部门: 国家药监局综合司
核心内容: 旨在指导检查员开展细胞治疗产品生产环节检查, 全面加强生产质量管理体系, 确保产品安全与质量可控。	核心内容: 允许北京、上海、广东、海南的外商投资企业从事人体干细胞技术开发与应用, 明确相关产品获批后可在全国范围内使用, 极大促进了技术引进与国际合作。	核心内容: 将干细胞治疗产品列为重点发展领域, 并强调需突破超大规模细胞培养技术等关键产业化制备技术, 从国家战略层面锁定发展赛道。	核心内容: 针对细胞治疗产品的特殊性, 在通用药品生产质量管理规范(GMP)基础上提出更严格、更具体的要求, 为行业设立高标准门槛。

资料来源: 第一上海整理

从干细胞品牌影响力来看, 中源协和、博雅干细胞的业务区域覆盖范围和品牌媒体声量均位于领先地位; 位列第一梯队的中源协和、博雅干细胞、北科生物、汉氏联合等具有品牌积累的老牌细胞存储机构先发优势显著, 在干细胞市场上具有更强号召力。

美丽田园集团旗下的启研干细胞医院, 凭借其在再生医学领域的前沿技术积累与专业医疗资质, 构建了差异化的核心竞争优势。作为集团“双美双健康”战略模式的关键组成部分, 该医院成功打通了从生活美容向干细胞治疗的协同路径, 实现了业务之间的高效导流与价值融合。

启研医院将亚健康管理 with 干细胞治疗进行深度整合, 形成了一体化健康服务体系。在运营层面, 集团依托生活美容业务所构建的长期客户信任关系, 通过专业顾问在服务过程中精准识别并引导客户的亚健康管理 with 抗衰老需求, 逐步将其导入干细胞等高端医疗解决方案。基于统一的会员体系, 集团构建了“美容—健康—医疗”的消费升级路径, 为启研医院持续输送高价值精准客源。

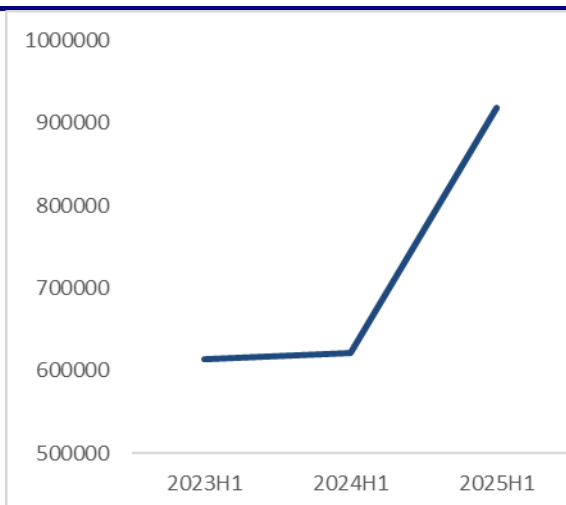
这一模式不仅实现了客户全生命周期价值的深度挖掘, 更凸显了美丽田园在“美丽与健康”生态布局中的战略协同能力, 为美容健康产业从外在护理向内在健康管理的转型升级提供了可复制的商业范本。

财务回顾与盈利预测

总体业绩

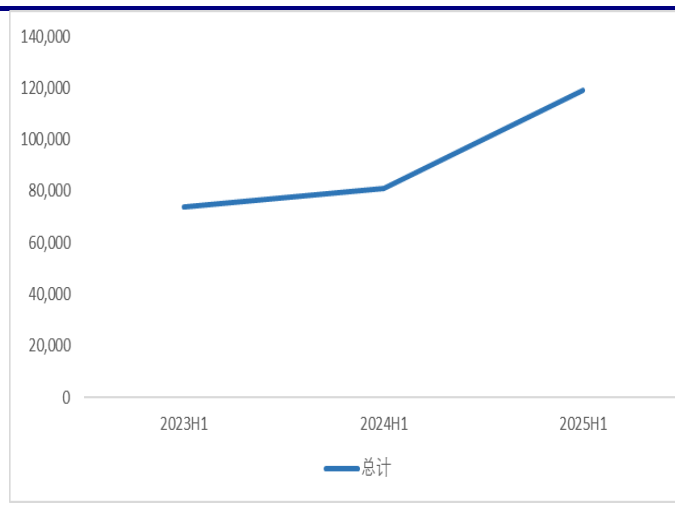
2025年上半年，公司直营门店客流量达92万人次，同比增长47.8%。公司直营门店活跃会员总数达到约12万人，同比增长46.5%。会员数量增长驱动公司收入和利润再创新高。2025年上半年总收入达到人民币1,459百万元，同比增长28.2%。随着收入的稳步提升，规模效应日益显著，推动毛利率同比提升2.3个百分点，达49.3%。净利润升至人民币171百万元，同比大幅增长35.5%。值得关注的是，经调整净利润升至人民币191百万元，经调整净利率达13.1%，创下历史新高，在宏观经济承压的背景下，集团展现出强劲的盈利能力。

图表 17: 直营门店客流人次



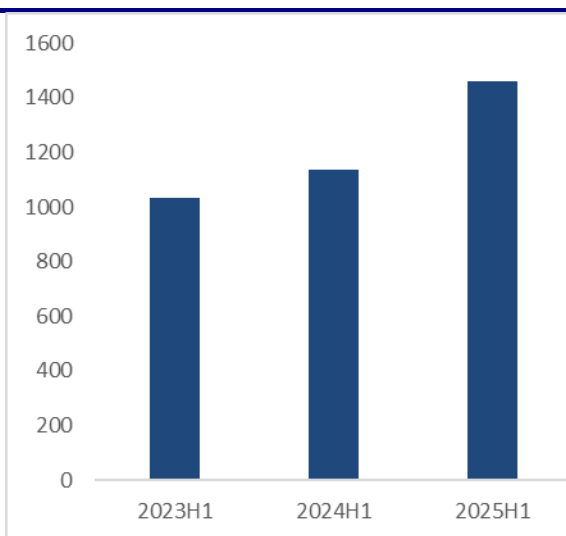
资料来源：公司资料，第一上海

图表 18: 直营门店活跃会员人数



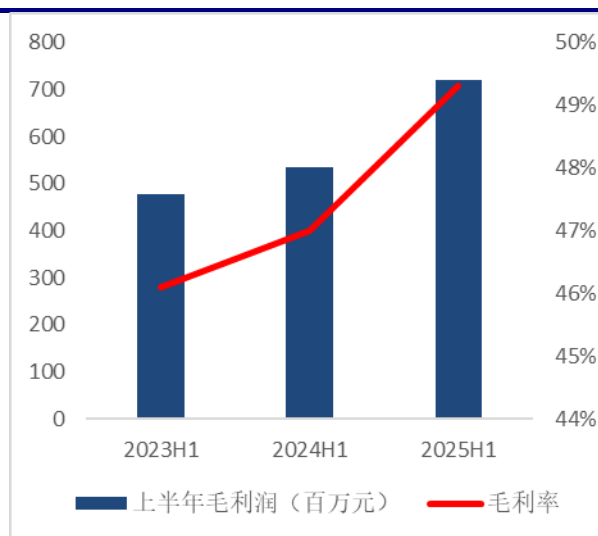
资料来源：公司资料，第一上海

图表 19: 收入（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 20: 毛利润（百万元）及毛利率



资料来源：公司资料，第一上海

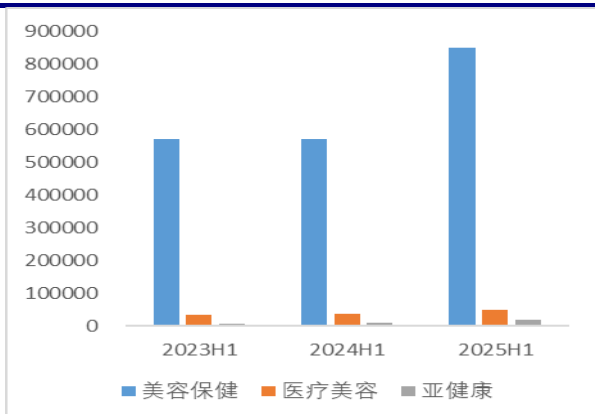
按业务板块

美容和保健服务实现收入人民币 807 百万元，同比增长 29.6%。收入规模增长的主要驱动力来自客户数量的提升，上半年美容和保健服务直营门店客流达 85 万人次，同比增长 48.6%；美容和保健服务直营门店活跃会员数增至 11.2 万名，同比增长 45.7%。上半年，美容和保健服务加盟门店会员规模超过 5.3 万名，同比增长 70.1%，展现出与合作伙伴共同成长的健康态势。美丽田园坚持持续以全球视野严选院线产品，通过私域精细化运营（如客户分层营销、老带新），上半年新会员中 46% 来自私域，显著降低获客成本。

作为集团第二增长曲线，医疗美容服务展现出强劲的增长韧性。2025 年上半年实现收入人民币 499 百万元，同比增长 13.0%。公司持续吸引基石业务客户来到医疗美容门诊，上半年医疗美容直营门店接待客流达 5.0 万人次，同比增长 28.0%；活跃会员数上升至 2.4 万名，同比增长 27.6%。

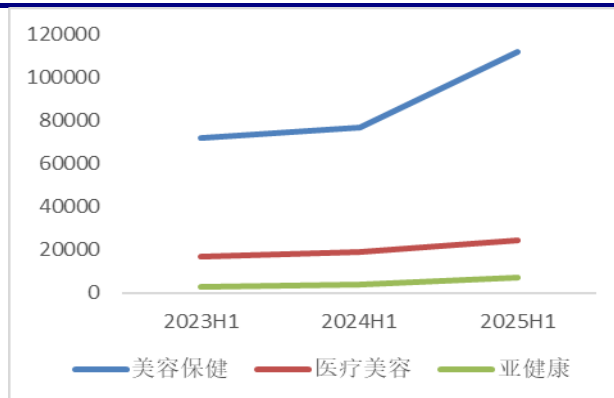
亚健康医疗直营门店客流量达 1.9 万人次，同比增长 75.5%；活跃会员人数达 7,014 名，同比增长 93.4%。在此推动下，亚健康医疗服务实现跨越式发展，2025 年上半年收入达人民币 154 百万元，同比增加 107.8%，占收入比例首次突破 10%。功能医学板块收入同比增长 122%。女性特护中心收入同比增长 173%。

图表 21: 直营门店客流 (人次)



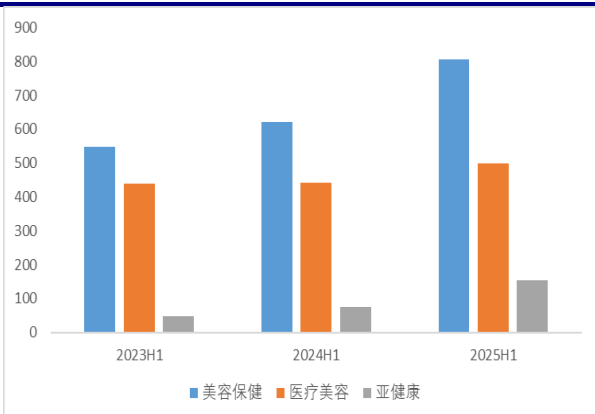
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 22: 公司活跃会员人数变化



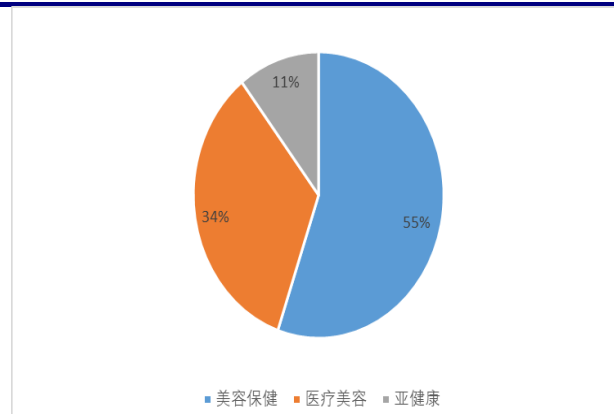
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 23: 收入 (百万元) 情况



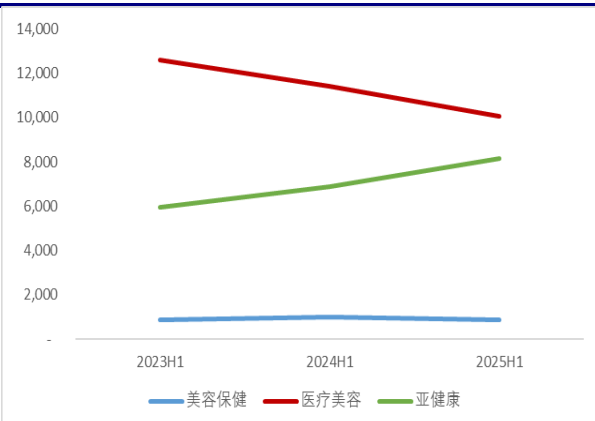
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 24: 收入构成



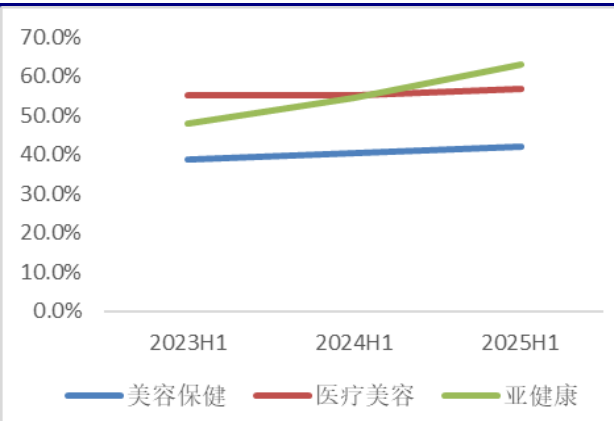
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 25: 客单价 (人次, 元) 变化



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 26: 毛利率变动



资料来源: 公司资料, 第一上海

盈利预测

由于公司品牌影响力的持续深化与并购后的协同效应，将加速集团高质量会员资产的积累。通过“双美+双保健”业务的交叉导流机制，以及持续的新产品研发投入，集团将有效挖掘并释放客户全生命周期的增值价值，共同推动主营业务收入的可持续增长。

与此同时，受益于公司规模经济效益的显现，供应链体系将持续优化，上游议价能力随之增强。同时，深度应用 AI 技术赋能服务流程标准化与客户精细化管理，预计将有效降低采购、获客等成本，从而带动整体毛利率的改善。

对思妍丽的并购整合将在短期内推高销售费用率与行政费用率，对净利率形成一定压力。但预计经过公司的系统性业务整合与运营效率修复后，相关费用率将逐步回落并趋于优化，最终实现利润率的企稳回升。

综上所述我们预计 25 年-27 年集团收入分别增长 19.4%、29.4%、16.5%至 30.7 亿、39.7 亿、46.3 亿元。毛利率有所上升至 49.3%、50.1%和 50.2%。销售费率先上升后下降至 17.8%、18.0%和 17.6%，行政费用率先上升后下降至 16.2%、16.5%和 15.8%，导致公司归母净利润同比增长 36.9%、30.7%和 29.2%至 3.1 亿、4.1 亿和 5.3 亿元。

目标价 43.7 港元，买入评级

长期看无论是内生增长还是并购赋能，公司仍有较大发展空间，增长边界在于其管理能力。我们以 10%的折现率和 3%的永续增长率为公司估值，得出公司的合理价值为 103 亿港币，目标价为 43.7 港元，较昨日收市价有 65.4%的上升空间，对应公司 25 和 26 年 PE 分别为 29.8 和 24.5 倍 PE，首次覆盖并给予买入评级。

图表 27: 公司 DCF 预测

Free CashFlow forecast (RMB million)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Net Revenue	2,145.1	2,572.2	3,070.2	3,972.5	4,627.5	5,166.7	5,665.2	6,149.3	6,675.5	7,233.6	7,839.0	8,495.8	9,226.2
yoy	31.2%	19.9%	19.4%	29.4%	16.5%	11.7%	9.7%	8.5%	8.6%	8.4%	8.4%	8.4%	8.6%
EBITDA	622.9	704.4	821.7	931.8	1069.4	1185.6	1262.1	1302.4	1371.8	1444.1	1545.3	1655.9	1780.7
tax	-58.1	-65.4	-99.9	-130.6	-168.7	-199.8	-220.6	-232.4	-250.4	-268.7	-293.6	-320.4	-350.5
change in work capita	34.9	142.2	118.4	228.3	147.3	92.3	88.8	64.2	74.4	64.5	71.5	64.3	70.9
capex	-159.2	-114.2	-264.9	-1270.2	-303.6	-307.0	-310.5	-314.1	-317.7	-321.4	-325.2	-329.1	-333.0
Free Cashflow	440.4	667.0	575.3	-240.8	744.4	771.1	819.9	820.2	878.1	918.5	998.1	1070.8	1168.0
yoy		51%	-14% /	/		4%	6%	0%	7%	5%	9%	7%	9%
折现年数			0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
FCF现值			368.8	-218.9	615.2	579.3	560.0	509.3	495.7	471.3	465.6	454.1	450.3
PV of FCF	4750.7												
PV of terminal value	6626.1												
Enterprise Value	11376.9												
Net Cash/(Debt), Minority interest:	-1194.5												
Equity value(RMB' 000)	9316.9												
Equity value (HKD' 000)	10271.0												
TP (HKD)	43.7												
当前价格	26.4												
上升空间	65.4%												
WACC	10%												
Perpetual Growth	3%												
HKD/RMB汇率	1.1												

资料来源：第一上海预测

风险因素

增长驱动力弱化风险

若品牌影响力扩张或并购协同效应不及预期，可能导致会员增长与增值服务挖掘受阻，核心收入假设无法兑现。同时，规模效应带来的成本优化可能被激烈的市场竞争或技术投入回报延迟所抵消。

后续并购的整合与地域风险

未来对区域龙头标的的并购，其整合难度可能高于全国性标的。可能受制于地方市场保护、地域文化差异及本地化运营惯性，难以快速复制前期并购的成功经验，导致整合周期拉长、协同效益低于预期。

外部环境与运营风险

宏观经济波动或消费降级将直接影响客户需求；而行业监管趋严或潜在的医疗事故，可能对品牌声誉与合规成本造成双重打击。此外，市场竞争白热化可能侵蚀服务溢价，并推高获客成本。

并购整合执行风险

对思妍丽的整合若不及预期，可能使销售与管理费用率持续承压，拖累整体利润率修复进程。

主要财务报表

财务报表摘要

损益表					
百万元, 财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	2145.07	2572.20	3070.17	3972.53	4627.53
毛利	977.10	1190.00	1513.59	1989.93	2324.65
销售费用	(378.35)	(461.75)	(546.49)	(715.06)	(814.45)
研发费用	(34.07)	(36.03)	(40.00)	(43.00)	(45.00)
行政费用	(318.35)	(388.09)	(498.10)	(655.47)	(731.15)
其他收入	44.79	17.70	12.84	12.84	12.84
营业利润	291.11	321.82	441.84	589.25	746.90
财务开支	(2.97)	(3.94)	(0.12)	(12.05)	(1.12)
联营公司收益	(0.05)	-	-	-	-
税前盈利	288.09	317.88	441.72	577.20	745.78
所得税	(58.13)	(65.41)	(99.95)	(130.60)	(168.75)
利润	14.35	24.02	29.05	37.96	49.05
净利润	215.66	228.46	312.72	408.64	527.98
EBITDA	622.85	704.40	821.74	931.75	1069.41
EPS	0.94	0.99	1.33	1.62	2.07
EPS增长	80.8%	5.3%	34.5%	21.5%	28.2%
总收入YOY (%)	31.2%	19.9%	19.4%	29.4%	16.5%
净利润 YOY (%)	108.1%	9.8%	35.4%	30.7%	29.2%

资产负债表					
百万元, 财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	224.28	456.16	906.13	1409.00	1888.31
应收账款	31.01	48.89	46.48	76.92	66.83
存货	187.59	151.83	230.41	256.44	309.05
其他流动资产	1493.03	1529.15	1568.39	1568.90	1588.34
总流动资产	1935.90	2186.02	2751.40	3311.26	3852.53
固定资产	370.97	364.67	355.27	348.69	344.08
使用权资产	515.53	535.19	464.57	428.33	411.39
商誉	217.53	653.95	653.95	1645.20	1666.44
其他固定资产	262.07	536.65	501.60	480.89	462.25
总非流动资产	1366.10	2090.46	1975.40	2903.10	2884.16
总资产	3302.01	4276.48	4726.80	6214.36	6736.69
应付账款	21.42	29.89	35.08	35.08	35.08
其他应付账款	224.66	325.53	319.95	319.95	319.95
其他短期负债	1805.93	2383.45	2616.37	2941.65	3150.95
总短期负债	2052.01	2738.86	2971.40	3296.68	3505.97
租赁负债	393.78	360.48	328.68	328.68	328.68
其他负债	21.98	201.90	283.46	793.46	793.46
总负债	2467.77	3301.24	3583.54	4418.82	4628.11
少数股东权益	32.34	30.60	47.99	47.99	47.99
股东权益	834.23	975.24	1144.99	1797.31	2110.30
每股账面值	3.65	4.25	4.87	7.11	8.29

财务分析					
百万元, 财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率	45.6%	46.3%	49.3%	50.1%	50.2%
EBITDA 利率	29.0%	27.4%	26.8%	23.5%	23.1%
净利率	10.1%	8.9%	10.2%	10.3%	11.4%
ROE	41.6%	25.3%	29.5%	27.8%	27.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	19.2%	19.4%	19.1%	19.1%	18.6%
实际税率 (%)	20.2%	20.6%	22.6%	22.6%	22.6%
股息支付率 (%)	39.0%	44.3%	50.0%	50.0%	50.0%
存货周转天数	45	45	45	45	45
贸易应收款项周转天数	6	6	6	6	6
预付款项周转天数	34	34	34	34	34
财务状况					
净负债/股本	3.0	3.4	3.1	2.5	2.2
收入/总资产	0.65	0.60	0.65	0.64	0.69
总资产/股本	3.96	4.39	4.13	3.46	3.19
盈利对利息倍数	97.9	81.7	3,557.8	48.9	667.0

现金流量表					
百万元, 财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
EBITDA	623	704	822	932	1,069
融资成本	3	4	0	12	1
营运资金变化	142	456	118	228	147
所得税	-28	-35	-100	-131	-169
营运现金流	626	797	840	1,029	1,048
资本开支	-159	-114	-265	-1,270	-304
其他投资活动	-552	-227	-17	0	0
投资活动现金流	-711	-341	-282	-1,270	-304
负债变化 (租赁负债)	-232	-266	-51	0	0
股本变化 (与非控股权益的交易)	-16	8	0	0	0
股息	-87	-112	-166	-204	-264
其他融资活动	469	147	99	948	-1
融资活动现金流	134	-223	-108	744	-265
现金变化	48.1	232.4	450.0	502.9	479.3
期初持有现金	164.1	224.3	456.2	906.1	1,409.0
期末持有现金	224.3	456.2	906.1	1,409.0	1,888.3

资料来源: 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。