

美丽田园医疗健康 (02373.HK)

双美+双保健生态成型,内生外延驱动高成长
买入 (首次)

2026年01月08日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书: S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,145	2,572	3,037	3,915	4,578
同比(%)	31.16	19.91	18.07	28.92	16.93
归母净利润(百万元)	215.66	228.46	312.24	411.49	517.92
同比(%)	109.15	5.94	36.67	31.79	25.86
EPS-最新摊薄(元/股)	0.86	0.91	1.24	1.64	2.06
P/E(现价&最新摊薄)	26.84	25.33	18.54	14.07	11.17

股价走势



投资要点

- **高端美业龙头,“双美+双保健”生态布局完善。**公司成立于1993年,以生活美容业务起家,现已构建覆盖传统美容、医疗美容及亚健康评估干预的一站式美丽与健康管理服务体系。旗下拥有美丽田园、贝黎诗、秀可儿、研源四大品牌,并通过收购奈瑞儿、思妍丽进一步巩固行业地位,形成“生活美容+医疗美容+传统保健+亚健康医疗”的协同生态闭环。
- **业绩持续增长,盈利能力稳步提升。**公司展现强劲的增长韧性,营收从2020年的15.03亿元增长至2024年的25.72亿元,年复合增长率达11.3%。2025年上半年增长加速,实现营收14.59亿元,同比大增28.2%。盈利水平同步改善,归母净利润从2020年的1.51亿元增长至2024年的2.28亿元;2025年上半年归母净利润达1.56亿元,同比增速高达34.9%。毛利率稳中有升,2025H1提升至49.33%,净利率亦优化至10.67%,反映出公司良好的费用控制与高毛利业务占比提升带来的结构优化。同时,公司宣布三年分红比例不低于归母净利润50%,分红水平优秀。
- **行业层面,多赛道释放长期增长红利,公司多点布局接力成长。**从公司目前所在的传统生美、轻医美、亚健康行业看,三者整体市场规模均持续扩大,据弗若斯特沙利文预计,2030年分别达6402亿元/4157亿元/290亿元规模。由于年轻消费者逐渐更注重服务规范化、体验更稳定,大企业龙头优势显著,集中度有望进一步提升。生美、轻医美消费群体大量重合,企业化的机构相互引流,进店客群转化率更高,公司在传统生美业务通过收并购龙二、龙三,并提供标杆化服务,进一步提升竞争优势。亚健康业务不断完善门店及热门服务,契合当下年轻人需求。
- **业务协同效应显著,内生外延双轮驱动。**公司核心商业模式具备强大的协同效应:以覆盖面广、信任度高的生活美容业务作为前端流量入口,向高客单价、高粘性的医疗美容和亚健康服务进行高效转化,2024年跨业务转化率已提升至28.7%。内生增长方面,通过“直营树标杆、加盟扩覆盖”的策略,门店网络快速扩张,截至2024年末总数达554家。外延扩张能力突出,公司拥有成熟的标的筛选体系和投后数字化整合能力,收购“奈瑞儿”后其净利率短期内显著提升,验证了公司强大的整合赋能实力,为未来行业整合提供可复制范本。
- **盈利预测与投资评级:**公司作为中国美丽与健康管理服务行业稀缺的龙头标的,其独特的“双美+双保健”生态模式、已验证的并购整合能力及卓越的运营效率,有望使其持续领跑行业,实现跨越式增长。我们预计公司2025-2027年分别实现归母净利润3.1/4.1/5.2亿元,分别同增36.67%/31.79%/25.86%,当前市值对应PE分别为19/14/11X,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**国内消费市场复苏不及预期,行业竞争加剧,并购整合风险等。

市场数据

收盘价(港元)	25.56
一年最低/最高价	15.20/41.60
市净率(倍)	6.17
港股流通市值(百万港元)	6430.64

基础数据

每股净资产(元)	3.74
资产负债率(%)	78.45
总股本(百万股)	251.59
流通股本(百万股)	251.59

相关研究

内容目录

1. 美丽田园：高端美业龙头，内生+外延快速扩张	4
1.1. 公司概况：高端生美起家，布局“双美+双保健”业务.....	4
1.2. 发展历程：风雨兼程三十载，从单一美容到多元生态.....	5
1.3. 公司治理：股权集中，管理层经验丰富.....	5
1.4. 财务分析：业绩反弹势能强劲，结构优化驱动利润高增.....	7
2. 行业：多赛道释放长期增长红利，美丽田园多点开花驱动跃迁	10
2.1. 规模和空间：规模、市占率双端发力，想象空间广阔.....	10
2.1.1. 生美市场：市场体量大，复购频率高，规模稳定增长.....	10
2.1.2. 轻医美市场：行业规模扩张迅速.....	11
2.1.3. 亚健康医疗服务市场：高潜力蓝海市场，潜在客户多.....	11
2.2. 行业趋势：市场高端化，客群年轻化趋势明显.....	12
2.3. 政策驱动：行业监管趋严，龙头有望受益于合规化.....	14
2.4. 竞争格局：市场参与者众多，集中度低，龙头优势显著.....	15
3. 核心竞争力：“双美+双保健”模式构建生态闭环，内生+外延驱动规模增长	17
3.1. 双美融合形成闭环链路，与规模效应联动进入良性循环.....	18
3.2. 内生：直营+加盟双线并进，单店水平亮眼.....	20
3.3. 外延：并购能力突出，供应链赋能效果显著.....	22
4. 盈利预测与估值	24
4.1. 盈利预测.....	24
4.2. 投资建议.....	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1:	美丽田园“双美+双保健”的业务布局	4
图 2:	美丽田园历年发展大事件	5
图 3:	股权结构图（截至 2026 年 1 月 6 日）	6
图 4:	2020-2025 H1 公司营业收入及增速	8
图 5:	2020-2025 H1 公司归母净利润及增速	8
图 6:	2020-2025 H1 公司毛利率及销售净利率	8
图 7:	2020-2025 H1 公司费用率情况	9
图 8:	2022-2024 年公司各业务占比	9
图 9:	2022-2024 年公司各业务毛利率变化情况	9
图 10:	美容和保健服务的内涵	10
图 11:	传统美容服务市场规模水平	10
图 12:	非外科手术类医疗美容服务市场规模水平	11
图 13:	亚健康医疗服务业务内容	12
图 14:	2021 年中国亚健康人群规模	12
图 15:	亚健康医疗服务市场规模水平	12
图 16:	2024 年中国美容服务市场规模分布	13
图 17:	2023 至 2024 年轻医美诊疗量消费者性别占比	13
图 18:	2022 年生美市场参与者的连锁规模占比	16
图 19:	2019-2024 年公司生美门店数量水平	18
图 20:	公司对全国高端商业点位的覆盖率（截至 2025 年 10 月）	18
图 21:	2021-2024 年公司跨业务转化率	19
图 22:	2021-2024 年公司分业务营收水平及增速	19
图 23:	秀可儿医美小程序提供众多个性化选择	20
图 24:	2020-2024 年公司生美业务不同模式门店营收情况	21
图 25:	2020-2024 年分业务营收及增速	21
图 26:	美丽田园筛选潜在标的的六大标准	23
图 27:	美丽田园数字化信息系统矩阵	23
表 1:	高管团队介绍	7
表 2:	生美和轻医美项目的目标客群画像对比	14
表 3:	轻医美行业政策梳理	15
表 4:	2024 年中国传统美容服务市场主要参与者收入	16
表 5:	参考 2021 年轻医美市场主要参与者收入排名	17
表 6:	参考 2021 年亚健康医疗市场主要参与者收入排名	17
表 7:	2020-2023 年公司直营/加盟门店数量变化（单位：家）	22
表 8:	公司 2020 年后主要收购的地方性连锁美容机构（截至 2023 年末）	23
表 9:	2025-2027 年美丽田园盈利预测	25
表 10:	美丽田园与可比公司估值比较	26

1. 美丽田园：高端美业龙头，内生+外延快速扩张

1.1. 公司概况：高端生美起家，布局“双美+双保健”业务

美丽田园是全国领先的一站式美丽与健康管理服务机构。秉承提供以客为本优质服务理念，公司于1993年建立旗舰品牌美丽田园，率先布局高端生活美容市场，并于2023年在港交所主板上市。除了美丽田园之外，公司还建立了三个新兴品牌，即贝黎诗、秀可儿及研源，分别提供传统美容服务、医疗美容服务和亚健康评估及干预服务。公司分别于2025年5月、2025年10月完成对奈瑞儿90%股权、思妍丽100%股权的收购，前者聚焦智能中医美养与身体调理，涵盖针灸、艾灸、推拿等服务；后者针对东方女性肌肤问题，提供多方位皮肤管理方案。以2021年收入计，美丽田园全公司整合后市占率达到0.5%。2024年公司实现营收25.72亿元，同比增长19.91%，归母净利润2.28亿元，同比增长5.94%，并购战略效果显著。

图1：美丽田园“双美+双保健”的业务布局



数据来源：公司招股书，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 发展历程：风雨兼程三十载，从单一美容到多元生态

美丽田园从高端生美起家，依靠内生+外延扩张形成多元美容健康生态。美丽田园1993年在海南创立，创立初期，公司引进了德国丹妮嘉 (DEYNIQUE)公司的美容院线，借鉴其先进经验，建立了标准化的服务流程和以会员制为核心的客户管理理念，奠定了公司的高端定位和精细化运营基础。

- **自有品牌发展：**1998年，公司将总部迁至上海。2011年，美丽田园通过第二个品牌“秀可儿”开始提供医疗美容服务，主要为能量仪器与注射服务。
- **内生孵化多品牌：**2016年战略收购“贝黎诗”进一步完善身体护理服务；2018年起，美丽田园通过“研源”品牌开始提供亚健康评估和干预服务。2022年，公司合作护肤品牌“芭宝”，布局天猫电商渠道。
- **外延式扩张：**2024年，公司以人民币3.5亿元的对价收购了奈瑞儿70%股权，并整合了奈瑞儿旗下80余家美容门店或门诊，后续于2025年5月又出资人民币1亿元收购其剩余20%股权，总计持股90%。收购完成后，公司形成“双美+双保健”的业务布局。同年10月完成对思妍丽100%股权的收购，夯实高端生美龙头地位。

图2：美丽田园历年发展大事件



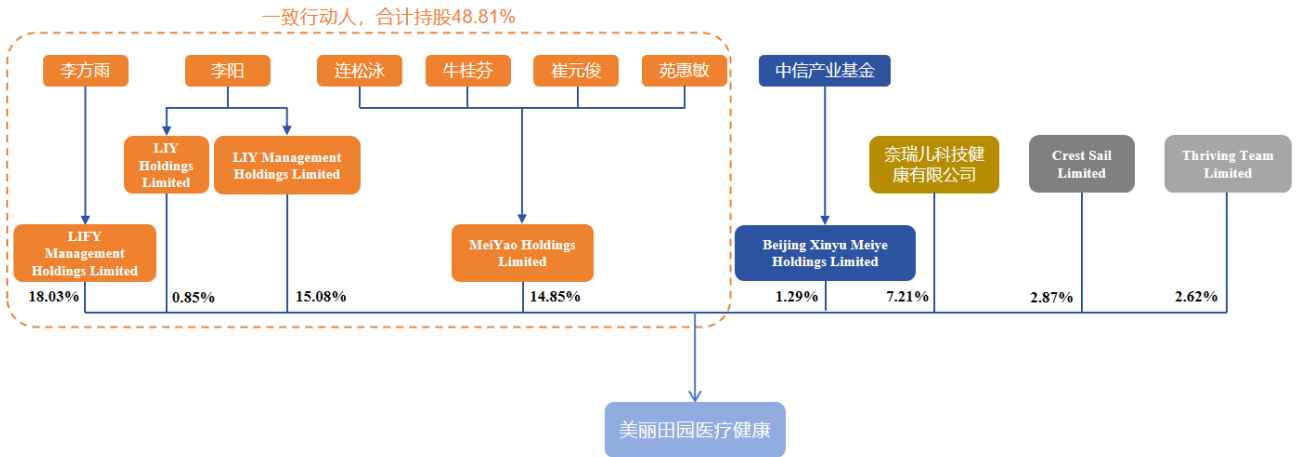
数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.3. 公司治理：股权集中，管理层经验丰富

控股股东合计持股48.81%，股权集中、结构稳定。截至2026年1月6日，公司董事长李阳、李方雨、连松泳、牛桂芬、崔元俊和苑惠敏等一致行动人作为控股股东合计

持股约 48.81%，其中，李方雨为李阳之女，连松泳为牛桂芬之子。截至 2026 年 1 月 6 日，董事长李阳合计持股约 15.93%，李方雨持股约 18.03%；此外，中信产业基金持股 1.29%，奈瑞儿健康科技持股 7.21%，员工激励平台 Crest Sail Limited 持股约 2.87%，股份激励计划 Thriving Team Limited 持股 2.62%。

图3：股权结构图（截至 2026 年 1 月 6 日）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

公司高管团队管理经验丰富，富有远见，执行能力强。团队核心成员长期深耕于医疗美容与连锁服务行业，积累了跨领域运营的深厚底蕴，对行业趋势有着深刻洞察。在此基础上，团队展现出清晰的战略规划与稳健的落地执行能力：基于对业务协同与长期价值的判断，近两年主导了对奈瑞儿、思妍丽的并购与整合，后续在运营体系、服务标准等方面的完善提升，则体现了其将战略部署转化为实际经营成果的系统化执行力。高管团队的整体经验与能力，是公司实现稳步扩张与持续运营优化的关键支撑。

表1: 高管团队介绍

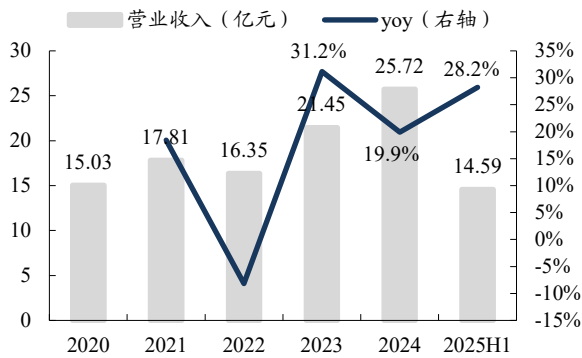
姓名	入职时间	职位	履历
李阳	2003	董事会主席、 执行董事	李先生主要负责集团的整体管理、业务及战略以及监督本集团的商业适用性和可持续性。加入本集团前，李先生曾任海南省开发总公司的副总经理、海南省房地产总公司的总经理、海南省国有资产管理办公室的副局长。李先生考入北京大学后公派至德国亚琛工业大学就读并获得工程学硕士学位。
连松泳	2015	董事会副主席、 执行董事、 首席执行官	连先生主要负责集团的整体管理及整体战略等重大事项的决策。连先生于医美行业拥有 20 年经验。加入本集团前，连先生曾创立欧华美科（天津）医学科技有限公司，于 2021 年被昊海生物科技收购。连先生曾任河南整形美容医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	2015	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超商业事业部、联华超市股份有限公司财务部主管超过 10 年。周女士于获得亚利桑那州立大学凯瑞商学院颁授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。
李方雨	2016	非执行董事	李方雨女士于 2016 年 5 月加入集团担任业务经理，于 2022 年 2 月获委任为董事，于 2022 年 3 月获调任为非执行董事，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。李女士于 2012 年 7 月在英国伦敦的伦敦政治经济学院获取理学学士学位，主修管理学。
易琳	2025	非执行董事	易琳女士，现任德福资本合伙人，拥有近 20 年投融资、投资者关系及财务管理经验，并具备广泛的医疗行业资源网络。易女士所在的德福资本曾投资或收购锦欣生殖、高视医疗、百利天恒、苑东生物、归创通桥等医疗行业公司。易女士曾任职于普华永道中天会计师事务所，负责审计及鉴证服务。易女士拥有中国对外经济贸易大学学士学位及北京大学工商管理硕士学位。
高建明	2025	非执行董事、 薪酬委员会委员	高建明先生，现任上海弘信股权投资基金管理有限公司董事长，奈瑞儿健康科技有限公司股东、兼任乐舒适有限公司独立非执行董事。高先生拥有 30 余年资本市场与投资管理经验，兼具深厚的学术积淀、丰富的企业战略管理经验与卓越的资本市场洞察力。高先生曾于科达制造及昊志机电担任多项董事职务。高先生拥有上海财经大学经济学学士、硕士及复旦大学政治经济学博士学位。

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.4. 财务分析：业绩反弹势能强劲，结构优化驱动利润高增

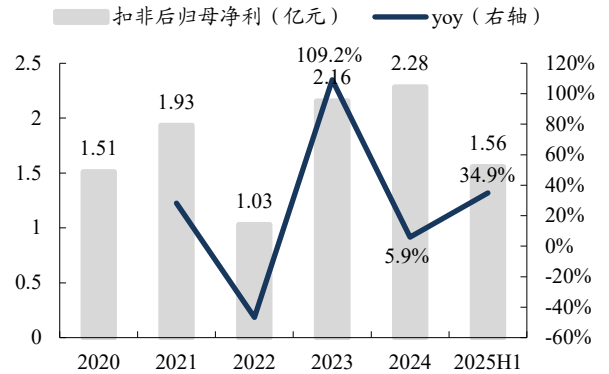
2023 年后业绩强势反弹，营收与利润增长势能强劲。公司营业收入从 2020 年的 15.03 亿元增长至 2024 年的 25.72 亿元，CAGR 为 11.3%，23/24 年分别同比增长 31.2%/19.9%。归母净利润从 2020 年的 1.51 亿元增长至 2024 年的 2.28 亿元，CAGR 为 8.6%。2025H1 保持了强劲的增长势头，营业收入达 14.59 亿元，同比+28.2%，归母净利润达 1.56 亿元，同比+34.9%，业绩弹性凸显。

图4：2020-2025 H1 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

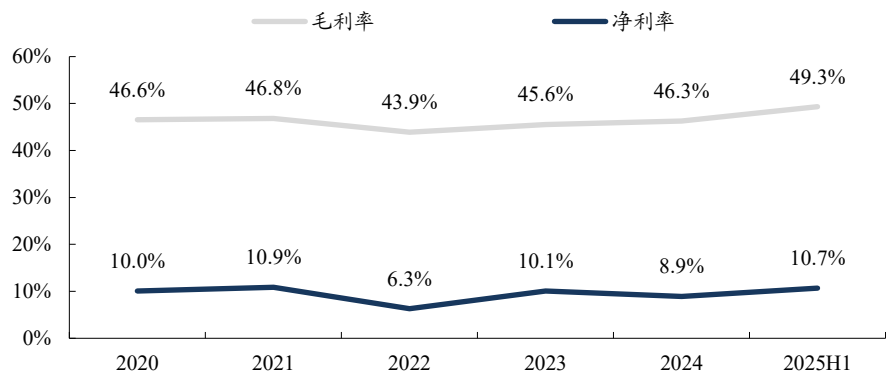
图5：2020-2025 H1 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司业务经营情况稳健，毛利率、净利率稳中略升。公司毛利率从2020年的46.57%提升至2025H1的49.33%，2025年H1同比增长2.38pct，主要得益于亚健康医疗服务的高毛利叠加其营收占比的扩大；销售净利率从2020年的10.04%微增至2025H1的10.67%，2025H1同比增长0.53pct。

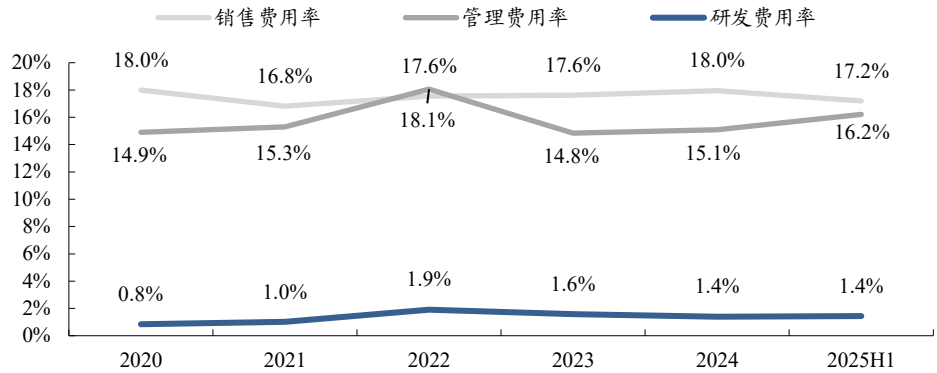
图6：2020-2025 H1 公司毛利率及销售净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

各项费用率持续优化，销售费用率随并购略有增加。2023/2024/2025H1公司销售费用率分别同比增加0.07pct/0.32pct/0.52pct，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；2023/2024/2025H1公司管理费用率分别同比-3.22pct/+0.25pct/+0.30pct，近年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；2023/2024/2025H1公司研发费用率分别同比-0.32pct/-0.19pct/0.01pct，整体保持稳定。

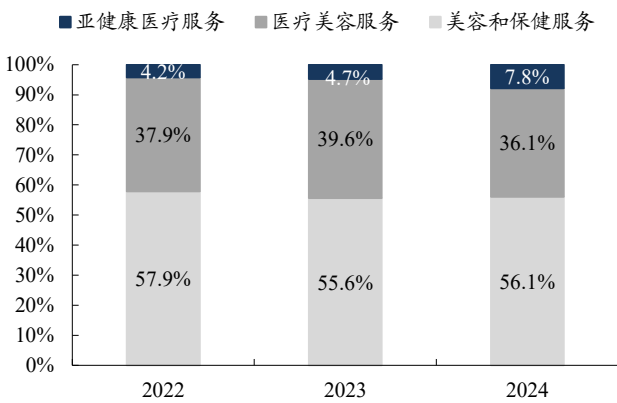
图7：2020-2025 H1 公司费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

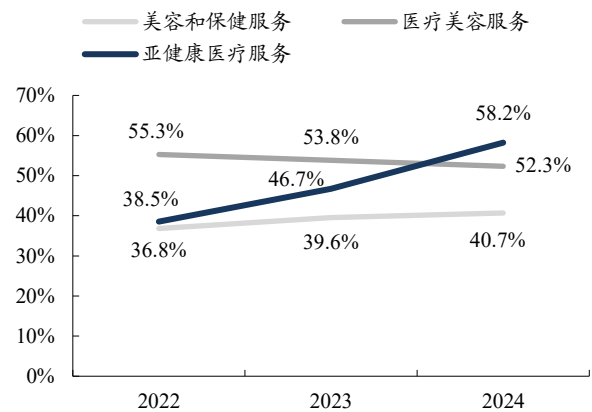
分业务来看，1) 美容和保健服务是营收主力，23/24 年美容和保健服务分别贡献营收 11.94 亿元/14.43 亿元，占总营收比重 55.6%/56.1%；贡献毛利 4.72 亿元/5.87 亿元，毛利率稳定在 40%左右。其中直营店营收 10.79 亿元/13.05 亿元，占比远超加盟店，稳定在 90%左右。2) 医疗美容服务占比基本稳定，23/24 年医疗美容服务分别贡献营收 8.50 亿元/9.28 亿元，占总营收比重 39.6%/36.1%；贡献毛利 4.58 亿元/4.86 亿元，毛利率保持在 50%以上。3) 亚健康医疗服务业务规模持续扩大，23/24 年亚健康医疗服务分别贡献营收 1.01 亿元/2.01 亿元，占总营收比重 4.7%/7.8%；贡献毛利 0.47 亿元/1.17 亿元，毛利率持续增长，从 22 年的 38.5%增长至 24 年的 58.2%。

图8：2022-2024 年公司各业务占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2022-2024 年公司各业务毛利率变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

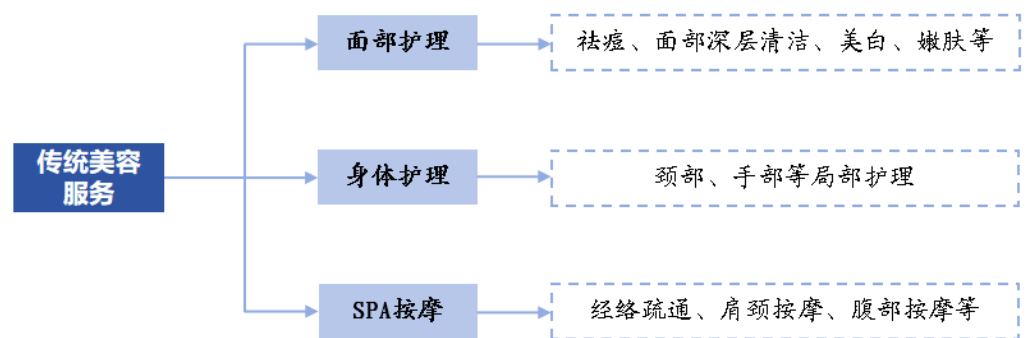
2. 行业：多赛道释放长期增长红利，美丽田园多点开花驱动跃迁

2.1. 规模和空间：规模、市占率双端发力，想象空间广阔

2.1.1. 生美市场：市场体量大，复购频率高，规模稳定增长

美容和保健服务包含身体护理、面部护理及 SPA 按摩三大类，消费者复购频繁。身体护理主要涵盖瘦身塑形及体态管理服务；面部护理则以清洁保湿、美白焕肤及肌肤年轻化服务为主。由于传统美容服务能缓解皮肤和身体状况，效果适中，消费者往往定期接受服务来放松身心、释放压力。

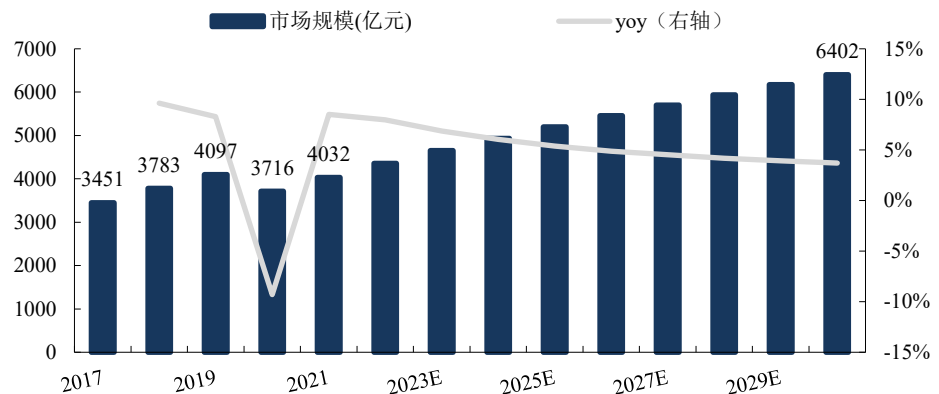
图10：美容和保健服务的内涵



数据来源：中金普华产业研究院，公司官网，东吴证券研究所

传统美容服务市场规模持续扩大，有望在 2030 年达到 6402 亿元。据公司招股说明书援引弗若斯特沙利文数据，中国传统美容服务市场总收入从 2017 年的 3451 亿元增长至 2021 年的 4032 亿元，年复合增长率达 4.0%。在 2020 年受疫情影响规模有所萎缩之后，2021 年回升至 4032 亿元，2024 年市场规模达 4850 亿元，展现出稳定的增长动能。

图11：传统美容服务市场规模水平



数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

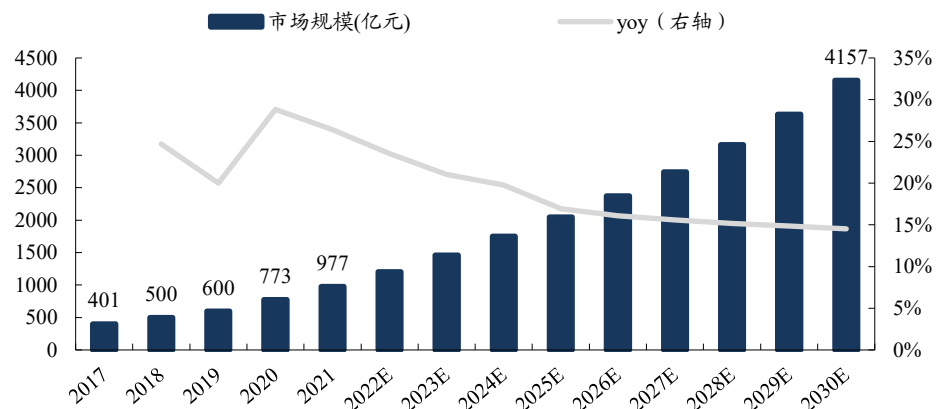
消费者数量呈现稳定增长态势。2017年至2021年间，中国接受传统美容服务的人口从1.474亿增至1.552亿。根据美团研究院测算，2023年这一人数达到1.8亿，相比2021年大幅增加，年均复合增长率3.39%。

2.1.2. 轻医美市场：行业规模扩张迅速

非外科手术类医疗美容服务有能量仪器服务及注射类服务两类。能量仪器服务主要借助激光、射频、强脉冲光等多种能量形式的设备进行皮肤护理与塑形；注射类服务主要涉及对人体组织进行微创穿刺，在面部或身体注入A型肉毒杆菌素、胶原蛋白等填充剂。

中国轻医美行业迅速发展，预计2030年规模将达4157亿元。据弗若斯特沙利文数据分析，2021-2025E中国轻医美市场规模将从977亿元人民币增至2046亿元人民币，CAGR高达20.3%，到2030年，中国轻医美市场规模将达到4157亿元人民币。其快速增长主要归因于轻医美项目风险低、恢复快、价格门槛相对较低的特点，使其受众更广，消费频次更高。消费者倾向于从创伤更小、更自然的轻医美项目开始尝试，轻医美已成为医美消费的绝对入口和主流。

图12：非外科手术类医疗美容服务市场规模水平



数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

2.1.3. 亚健康医疗服务市场：高潜力蓝海市场，潜在客户多

亚健康医疗服务是指通过调节和增强客户身体器官系统的功能，以改善客户身体健康状况的医疗服务，其通常包含三个服务步骤：(i)功能性健康评估；(ii)医生检测后咨询；(iii)运用功能医学制定个性化干预方案。与疾病治疗不同，亚健康评估与干预服务侧重疾病预防，并基于检测评估结果进行长期健康监测与维护。我国亚健康医疗服务市场仍处于相对初期的成长阶段，在未来数年具有高增长潜力。

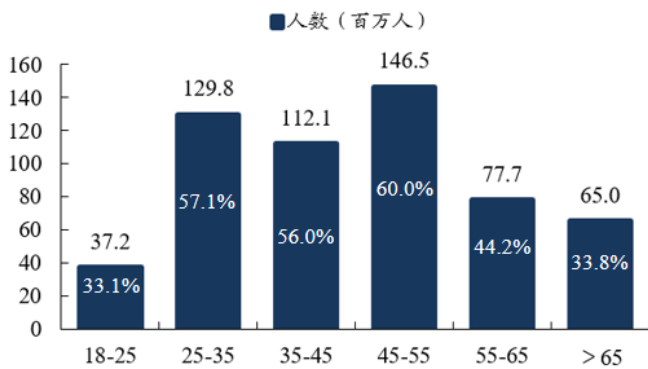
图13: 亚健康医疗服务业务内容



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

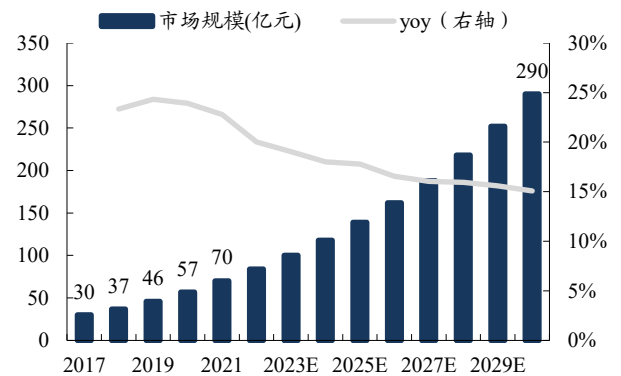
中国亚健康人群规模日益显著, 催生了巨大的亚健康评估与干预需求。亚健康已成为中国居民面临的主要问题, 困扰着广泛年龄段的人群。据公司招股书, 中国亚健康人群规模从2017年的5.579亿人增至2021年的5.684亿人, 到2030年将达到5.831亿人, 与此同时, 2021年25至55岁人群中亚健康比例已超过50%。巨大的人群基数和需求缺位催动亚健康医疗服务市场规模快速扩张, 2017年中国亚健康医疗服务市场总收入约为30亿元, 2021年增至70亿元, 复合年增长率高达23.9%。

图14: 2021年中国亚健康人群规模



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图15: 亚健康医疗服务市场规模水平



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

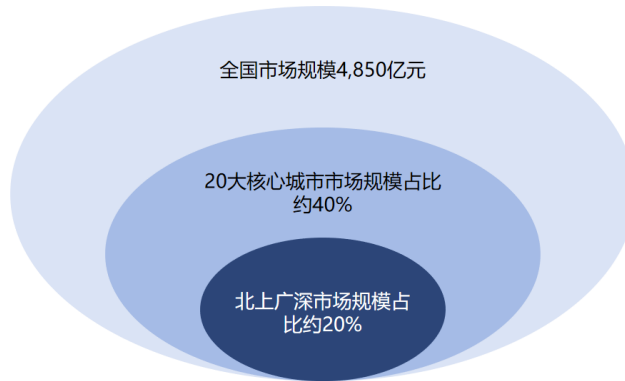
2.2. 行业趋势: 市场高端化, 客群年轻化趋势明显

➤ 市场高端化

高端市场占美容服务总规模半壁江山, 公司积极布局核心城市。据美丽田园援引自弗若斯特沙利文数据, 按2024年收入规模口径计算, 全国前20大核心城市美容服务市

场规模占比约 40%，高端趋势明显。美丽田园积极布局高价值城市，截至 2025H1，集团及思妍丽 20 大核心城市门店收入贡献均超 90%，20 大核心城市门店数量 491 家，占总门店数量比重超 60%。

图16：2024年中国美容服务市场规模分布

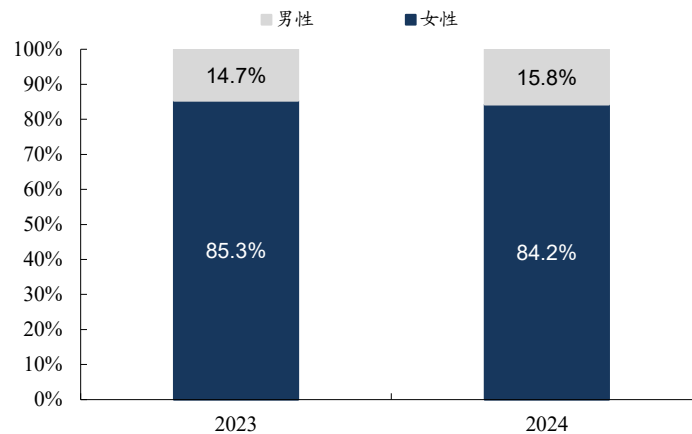


数据来源：弗若斯特沙利文，美丽田园，东吴证券研究所

➤ 客群年轻化，现有客群转化可能性高

年轻化趋势显著，女性悦己消费意愿不断增强。目前轻医美市场 90 后、95 后消费者仍占据绝对的主力，合计占比超过 50%，这部分消费者也是高客单价项目的主要贡献者；00 后也日益成为不可忽视的新生力量，他们更早地接触医美信息，具有更强的早期抗衰和皮肤管理意识。除此以外，虽然女性仍然是主要消费群体，但男性消费者的增长速度同样可观，2023 至 2024 年全球男性轻医美诊疗量分布占比从 14.7% 上升至 15.8%。男性医美需求主要集中在皮肤管理、植发、除皱和轮廓清晰化等方面。

图17：2023至2024年轻医美诊疗量消费者性别占比



数据来源：ISAPS，头豹，东吴证券研究所

生美与轻医美客户群体大量重合，转化可能性高。生美的主要客群年龄在 31 至 50 岁之间，多为白领专业人士、管理人员、企业家及家庭主妇，其中 82.5% 为居住于城市

的女性；轻医美的主要客群年龄在 21 至 40 岁之间，多为具备强劲购买力及变美需求的女性，约 67%居住于一线及新一线城市，两类人群分布高度重合，加之核心求美诉求相似，生美与轻医美业务协同性高，客群能高效转化。

表2: 生美和轻医美项目的目标客群画像对比

	客群画像			消费者诉求	消费者关注点
	年龄	职业	居住地		
生美项目	31-50 岁	白领专业人士、管理人员、企业家及家庭主妇 (多为具备强劲购买力且有求美需求的女性)	82.5%为居住于城市的女性	缓解皮肤及身体状况，恢复精神，释放压力，维持良好外观	服务及产品质量、品牌声誉、综合服务、从业人员熟练程度、性价比、机构位置及环境
轻医美项目	21-40 岁	(多为具备强劲购买力且有求美需求的女性)	约 67%居住于一线及新一线城市	缓解皮肤老化或皱纹，追求外观改善或个性化	机构声誉、过往服务情况、服务效果及安全性、服务多样性及安全性

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.3. 政策驱动：行业监管趋严，龙头有望受益于合规化

中国轻医美行业监管规范政策频繁出台，行业趋于规范化。根据公司招股说明书援引《医疗美容服务管理法》，非外科手术类医疗美容服务提供商须申请医疗机构执业许可证。此外，非外科手术类医疗美容服务医生应具备相关领域的执业资格及工作经验。除有关资格规定外，近年来，中国政府制定多项法律法规，规范及监督非外科手术类医疗美容服务行业的业务。例如，2020 年 4 月发布的《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》旨在规范行业的发展。

表3: 轻医美行业政策梳理

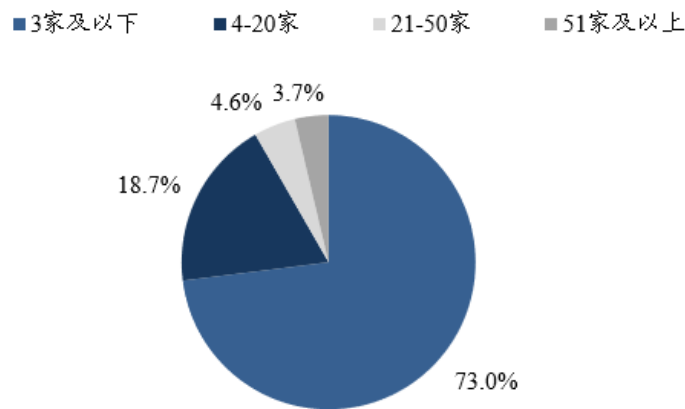
年份	政策法规	具体内容
2002	卫生部《医疗美容服务管理办法》 卫生部《美容医疗机构、医疗美容科(室)基本标准(试行)》	规定医疗美容科为一级诊疗科目,美容外科、美容牙科、美容皮肤科和美容中医科为二级诊疗科目。 规定了美容医院、医疗美容门诊部、医疗美容诊所及医疗美容科室应符合的基本标准。
2009	卫生部《医疗美容项目分级管理目录》	依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小将美容外科项目分为四级进行分级管理。
2013	国务院《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	鼓励民营企业通过新设、参与重组等多种方式投资健康服务业,提出放宽对中外合资、合作医疗机构的要求,逐步扩大外商独资医疗机构试点资格。
2016	国家卫生计生委《国家卫生计生委关于印发医疗机构设置规划指导原则(2016-2020年)的通知》	鼓励社会资本举办医疗机构,并规定加快推进社会办医成规模、上水平发展,将社会办医纳入相关规划。
2020	国家市场监督管理总局等部门《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	医疗美容服务应当在依法设置医疗美容相关科目的医疗机构内,按照备案的医疗美容服务项目,由主诊医师或者在主诊医师指导下的执业医师负责实施,任何单位和个人,不具备法定条件,不得开展医疗美容服务。
2021	国家市场监督管理总局等部门《关于印发打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》	国家市场监督管理总局、国家中医药管理局、国家卫健委、国家药品监管局、中央网信办等单位将于2021年6月至12月在全国范围内开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。
2023	国市监广发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	明确医疗美容属于医疗活动,未取得《医疗机构执业许可证》或诊所备案凭证不得开展;严禁无资质人员从事诊疗咨询/就医引导。
2025	国家医保局《美容整形类医疗服务价格项目立项指南(试行)》	将常用医美服务统一规范为101项,按技术原理映射命名;实行市场调节价,倡导明码标价与公开公示;允许有条件机构设立加收/扩展项并备案。

数据来源: 公司招股书, 公开政策文件, 东吴证券研究所

2.4. 竞争格局: 市场参与者众多, 集中度低, 龙头优势显著

公司所处美护终端市场企业数量多, 规模小, 集中度普遍偏低。生美市场上大多数参与者是仅拥有数家门店的小微美容院, 据抽样调查估计, 2022年连锁规模在3家及以下的美容院门店数量占比高达73%, 而51家及以上的美容院这一数据仅有3.7%。

图18: 2022 年生美市场参与者的连锁规模占比



数据来源: 美业颜究院, 东吴证券研究所

美护市场本地化与社区属性明显, 竞对包括地方性连锁美容机构。美丽田园的竞争对手主要为包括东森自然美、克丽缇娜在内的一众全国连锁美容机构, 这些机构大多拥有强劲的营销网络以及较广的分布范围。除此以外, 我国多数美容院为社区店或商圈店, 覆盖周边 3 公里左右区域, 本地流量是美容院的重要客源基础。

表4: 2024 年中国传统美容服务市场主要参与者收入

序号	机构	公司背景	收入 (百万元)	市场份额
1	美丽田园 (收购奈瑞儿后)	/	1443.3	0.3%
2	思妍丽 (现已被美丽田园收购)	1996 年成立的私营美容服务集团, 总部位于中国上海。主要提供传统美容医疗服务及非手术美容。	850.0	0.2%
3	克丽缇娜	1989 年在中国台湾省创立的美容品牌, 1997 年进入中国大陆市场, 主营护肤产品研发、生产及连锁加盟业务。	-	-
4	东森自然美	1972 年成立的护肤品牌, 一直为全球美容专业 SPA 中心的消费者提供服务。	约 354.0 (连同加盟店的总销售额)	-

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

消费者更注重服务体验的大环境下, 企业转型趋势显现。生美行业的参与者可以分为两类: (i) 以直营模式为主, 最典型的有美丽田园以及近两年被收购的奈瑞儿和思妍丽。这类品牌主要通过提供服务盈利, 少部分收入来自加盟费和产品销售, 门店数量约 100-500 家; (ii) 以加盟模式为主, 典型品牌如克丽缇娜。这类品牌业务本质是产品销售, 营收主要来自销售自有护肤产品以及加盟费, 门店规模一般远大于直营模式玩家, 可以达到上千家。近五年以加盟为主的品牌业绩增长普遍承压, 可能原因一方面系加盟开店速度放缓, 另一方面系线下消费更偏好享受服务而非购买产品, 克丽缇娜、自然美等以加盟为主的品牌也正积极开拓自营业务。

轻医美龙头优势显著，集中度有望进一步提升。轻医美市场参与者主要包括公立及私立医院、连锁及独立美容医疗机构，2021年行业CR5为6.3%，公司在这一市场的份额约占0.6%，位列第四。前三名分别为美莱医疗、艺星医疗、北京伊美尔医疗，三者均为私营医疗美容连锁医院，业务涉及外科手术类医美项目，其中美莱医疗的市场份额断崖式领先，以35家门店撑起32.4亿元营收（数据截至2021年）。参考21年的竞争格局情况，随着以美田为首的头部公司整合进度加速，我们认为2026年以后轻医美行业规模有望进一步集中。

表5: 参考2021年轻医美市场主要参与者收入排名

排名	机构	收入（百万元）	市场份额
1	美莱医疗美容医院集团	3240.0	3.3%
2	艺星医疗美容集团	1170.0	1.2%
3	北京伊美尔医疗科技集团股份有限公司	907.0	0.9%
4	美丽田园	586.9	0.6%
5	医美国际控股集团	334.3	0.3%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

亚健康医疗服务市场处于相对初期的成长阶段，2021年行业CR5约24.2%。据公司招股书援引自弗若斯特沙利文的数据，2021年行业规模约70亿元，公司的市场份额约为0.9%，到2024年份额已提升至1.7%，增幅显著。行业内龙头企业主要是私营医院集团，业务聚焦于生命养护、延寿抗衰、精准医疗等，公司有望开辟女性抗衰的差异化赛道。

表6: 参考2021年亚健康医疗市场主要参与者收入排名

排名	机构	收入（百万元）	市场份额
1	一龄医院管理集团	638.0	9.1%
2	上海细胞治疗集团	475.0	6.8%
3	深圳施为必医疗科技有限公司	233.0	3.3%
4	深圳中旭医学集团	218.0	3.1%
5	华夏源细胞工程集团	135.0	1.9%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3. 核心竞争力：“双美+双保健”模式构建生态闭环，内生+外延驱动规模增长

“三美”模式焕新升级为“双美+双保健”业务模式，生态闭环构筑核心竞争力。随着奈瑞儿品牌的加入，美丽田园从过去的“三美模式”全面升级为“双美+双保健”的立体商业模式，这一变革大大拓宽了流量入口，为增值业务打下坚实基础。预期新增流量将持续为公司的收入与利润贡献增量，驱动业绩稳步上扬。

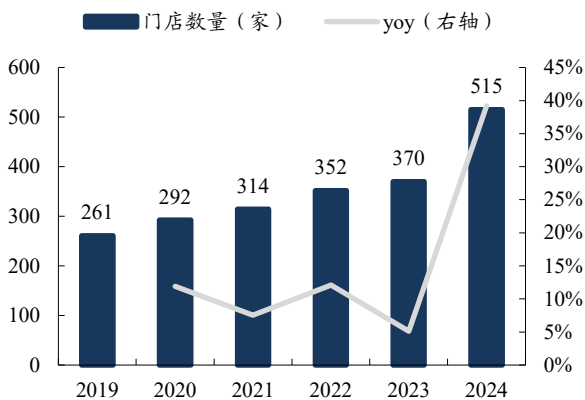
3.1. 双美融合形成闭环链路，与规模效应联动进入良性循环

公司业务生态完善，双美融合发展形成求美者需求的闭环供给。目前，医美机构多采用线上线下全渠道整合的获客模式，线上，机构一方面依托新氧、美团、大众点评等垂直平台获取明确消费意向的客户，另一方面通过小红书、抖音等社交媒体进行内容“种草”，激发潜在需求并引流至线下；线下，则在自然客流之外，拓展与美容院、美发店、养生会所等女性高频消费场所的渠道合作，通过分成模式实现精准引流。因此，生美与医美可以形成高度协同的业务闭环：生美不仅为轻医美输送了客户群体高度重叠的优质客源，还能承接术后的修复护理，从而一站式满足客户从日常保养到医疗美容的完整变美需求，既提升了客户粘性与终身价值，也显著降低了渠道的重复建设成本。

➤ 协同效应一：生美主业引流，医美转化率整体提升

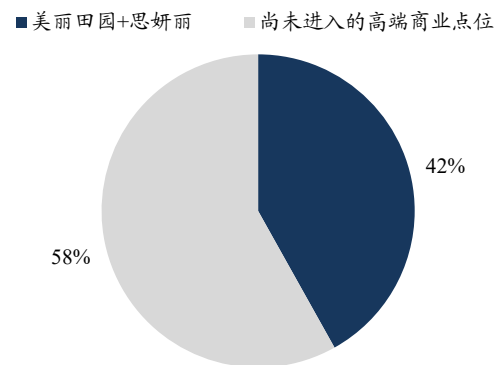
生美业务作为前端流量入口，广泛布局全国高端商圈。公司的生活美容业务在过去五年持续扩大，门店数量保持较快增长，从2019年的261家增长至2024年的515家，在收购思妍丽后业务进一步扩张，截至2025年10月，全国高端商业点位约456个，在思妍丽并入之后合计已覆盖191个点位，覆盖率达到42%。

图19：2019-2024年公司生美门店数量水平



数据来源：公司公告，公司招股书，东吴证券研究所

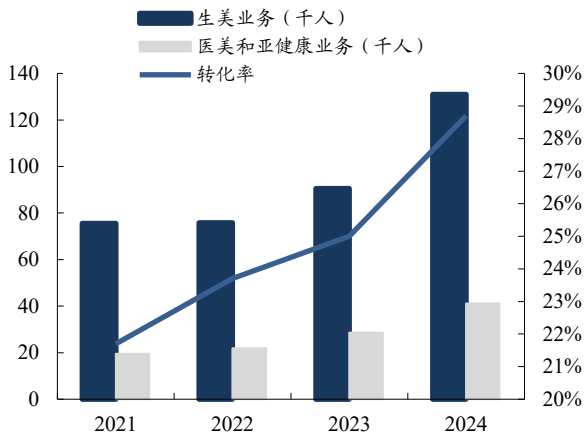
图20：公司对全国高端商业点位的覆盖率（截至2025年10月）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

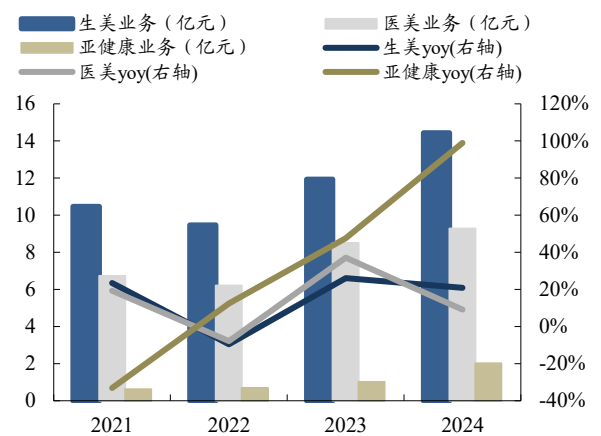
跨业务转化率呈上升趋势，带动营收高增长。医美消费门槛较高，消费者选择机构时相对谨慎，因此初次建立机构与消费者之间的触达或信任较难，获客成本较高。公司凭借品牌力与优质的服务，通过传统生美服务赢得顾客信任，实现由生美到医美、亚健康领域的渗透。2023、2024年，公司分别有25%、28.7%的美容和保健会员购买了医疗美容或亚健康医疗增值服务，较2021/2022年的21.7%/23.7%有一定提升。在生活美容业务的助力下，公司在医疗美容、亚健康服务等高客单业务展现更高的增长速度，截至24年，公司美容与保健、医疗美容服务、亚健康医疗服务的收入分别达到14.4/9.3/2.0亿元，19-24年间的年均复合增速分别为9.2%/14.9%/25.7%。

图21: 2021-2024 年公司跨业务转化率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 2021-2024 年公司分业务营收水平及增速



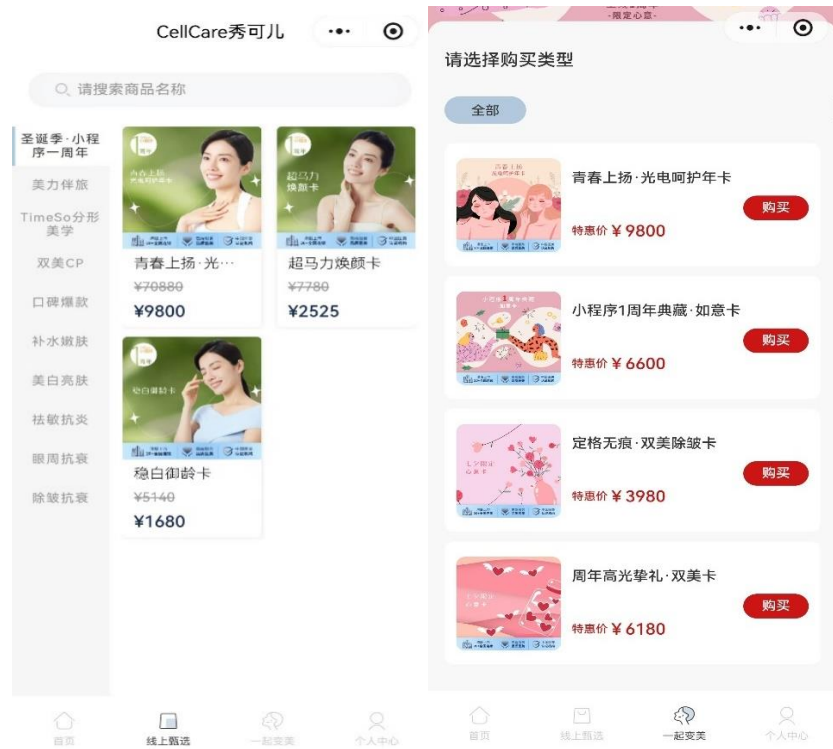
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ 协同效应二: 精细化运营降低获客成本

长期关注效率提升, 活跃会员纳客成本下降。公司于 2023 年构建了全新的分品项的营销策略, 在渠道上覆盖了各大公域和私域营销场景, 并积极布局直播电商。2024 年, 线上私域数字化纳新实现突破式增长, 通过客户分层营销、老带新营销裂变、视频号直播等多样的私域运营方式, 集团 (不包含奈瑞儿) 私域新会员数量占总新会员比例提升到 34%, 有效拉低了获客成本, 2024 年直营活跃会员平均纳客成本同比下降 8.9%。

建立数字化平台, 提升业务&管理协同能力, 降本增效。公司坚持数字化转型, 于 2024 年 5 月正式上线了自主研发的“CellCare”医疗美容业务管理系统, 实现了生活美容与医疗美容双业务线的全流程无缝对接与高效协同, 显著提升了门店、员工及客户维度的运营效率。24 年 12 月, 医美小程序上线, 该小程序具备智能的用户分析能力, 可以通过积累的消费数据分析客户消费习惯等信息, 为满足客户“千人千面”的个性化需求奠定了坚实基础。

图23: 秀可儿医美小程序提供众多个性化选择



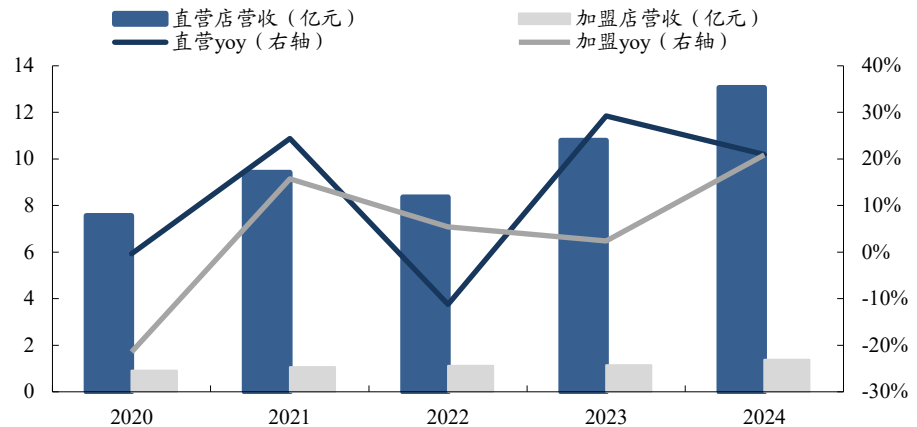
数据来源: 秀可儿医美小程序, 东吴证券研究所

3.2. 内生: 直营+加盟双线并进, 单店水平亮眼

直营加盟双模式协同发展, 直营贡献大部分收入。公司同时采用直营和加盟两种方式来扩张门店, 其中生美业务以直营店+加盟店模式经营, 医美和亚健康医疗业务仅采用直营店方式经营。2024年, 公司直营店/加盟店门店数量达到 278/276 家, 数量相比 2019 年分别同比增加 80.5%/119.0%。

直营门店贡献公司大部分收入, 年均复合增长率高于加盟店。直营门店的优势在于受到统一指挥, 服务质量有所保障, 有助于塑造企业品牌力。美丽田园的生美业务营业收入主要来自直营店, 2020 年生美业务直营店/加盟店总营收为 7.57/0.91 亿元, 2024 年增长为 13.06/1.38 亿元, 年均复合增速分别达到 14.6%/10.9%。

图24：2020-2024年公司生美业务不同模式门店营收情况

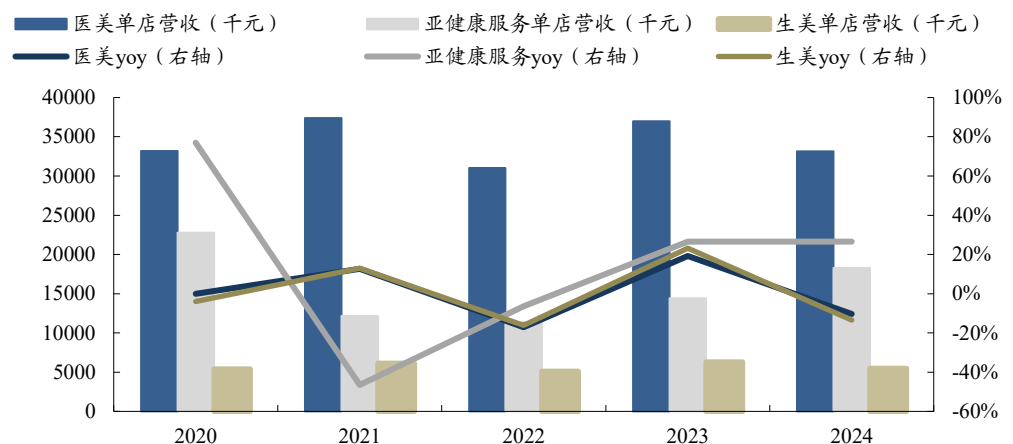


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在地域分布上，美丽田园系在全国各层级城市均有渗透。公司生美业务主打高端路线，门店城市布局多集中在一线、新一线及二线城市，经济发达省份的门店数量明显高于其他省，如北京市、上海市、广东省的直营店/加盟店门店数量总计 157/92 家，占比达 57.1%/33.0%（数据截至 2024 年），加盟店占比略低是因为公司主要通过加盟模式对更低线级的城市进行布局。

单店模型成熟，直营门店店效基本保持稳定。2020-2024 年，生美/医美业务直营店单店营收基本稳定在 550/3500 万元左右，每年略有波动；亚健康医疗服务近两年有较大幅度上升，系行业规模扩大及渗透率提高推动。据公司招股说明书，2014 年至 2022 年 6 月 30 日所开设的门店中，平均初始盈亏平衡期为 11 个月，平均现金投资回收期为 21 个月。

图25：2020-2024 年分业务营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

加盟模式快速拓店，抢占市场先机。公司引入特许经营模式已逾 18 年，主要收入来源为特许经营费及特许门店产品销售。后者又包括产品和设备采购、培训费、POS 系

统费以及运营和管理费用等。在 2019-2021 年期间，特许门店收入贡献分别为 8450/7090/8750 万元，占总收入的 6.0%/4.7%/4.9%。其中：(i) 特许经营费收入分别为 550/430/360 万元，占总收入比重 0.4%/0.3%/0.2%；(ii) 特许经营商产品销售收入分别为 7900/6660/8380 万元，占总收入比重 5.6%/4.4%/4.7%。相比单纯的直营模式，特许经营模式能够带来更快的扩张、客户获取、区域渗透和市场份额增长的优势。截至 2024 年，公司加盟店贡献收入已快速增长至 1.38 亿元，门店数也扩张至 276 家。

表7：2020-2023 年公司直营/加盟门店数量变化（单位：家）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
直营店				
期初	154	161	177	189
新门店开张	12	15	20	16
收购新门店	4	1	0	3
关闭门店	9	0	8	7
净增加	7	16	12	12
加盟店				
期初	126	152	160	189
新门店开张	33	23	35	31
收购新门店	0	0	0	0
关闭门店	7	15	6	21
净增加	26	8	29	10

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 外延：并购能力突出，供应链赋能效果显著

持续收并购推进门店扩张，相关经验丰富。公司早在 2016 年就战略收购了美容品牌贝黎诗，并将其打造成了旗下的高端美容连锁标志性品牌。2020 年，公司收购了多家地方性连锁美容机构，包括山西丽行、成都锦春、西安曼泽莲，又于 2021 年收购了武汉英格蜜儿，于 2022 年收购重庆薇薇的两家美容院和三家关联美容院。从 2014 年到 2022 年 6 月 30 日，美丽田园共完成了 20 次美容和健康管理服务行业的收购，积累了丰富的经验。

上市之后，公司并未停止收购的步伐，于 2023 年战略投资成都幽兰，同年 8 月杭州妍工房也被纳入麾下。2024-2025 年，公司逐步收购了生美行业规模排名第二、第三的奈瑞儿和思妍丽。截至 24 年末，公司的门店数量已突破 554 家，在 2025 年整合思妍丽旗下门店后数量将达到 734 家。

表8: 公司 2020 年后主要收购的地方性连锁美容机构 (截至 2023 年末)

收购标的	时间	股份占比	收购净资产 (千元)
山西丽行天下美容有限公司	2020	51.0%	4000
成都锦春	2020	100.0%	1516
西安曼泽莲美容服务有限公司	2020	100.0%	7000
武汉英格蜜儿	2021	100.0%	4797
重庆薇薇美容有限公司	2022	100.0%	3970
杭州妍工房美容有限公司	2023	100.0%	8000

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

标准化选择收购标的, 数字智能平台赋能投后管理。公司在大量的收并购经历中积累了充足的经验, 通过多项标准系统化地筛选潜在的收购标的, 包括目标品牌的声望及客户网络、与公司增长战略的一致性、实现协同效应地潜力等共六项, 确保买入目标资产后能最大化自身效益。此外, 在投后管理方面, 公司也有完善的数字化信息管理系统, 例如企业资源规划系统 (ERP)、SPA 服务管家系统, 能够通过平台整合及处理门店网络体系中的业务数据, 实现业财一体化管理, 对新收购门店持续赋能。

图26: 美丽田园筛选潜在标的的六大标准



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图27: 美丽田园数字化信息系统矩阵



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司拥有成熟的供应链体系, 长期保持稳定合作。美丽田园从全球范围供应商处挑选服务流程中使用的产品, 其中约 90% 为进口产品, 已成为多个国际护肤品牌的中国首选商业伙伴。除此以外, 公司与多元化供应商建立了稳固的长期合作关系, 例如德国专业护肤品牌芭宝 (BABOR)、中国医药集团 (进口产品的国内代理商) 等, 与部分供应商保持稳定合作已逾十年。随着收购带来的规模扩大, 采购成本可能进一步降低, 有利于公司扩张, 吸引国际品牌签约进入良性循环。

提供统一员工培训，保证收购门店服务质量。公司在上海、武汉设有美丽田园培训中心，专门为服务人员提供岗前和持续培训，公司的员工在上岗/晋升前均需完成统一培训。截至2022年6月30日，美丽田园培训中心已为服务人员提供了超过13,000次培训。成熟的员工培训体系保证在并购扩大规模的同时仍能提供高质量的服务。

奈瑞儿亮眼业绩验证公司并购整合能力，打开成长空间。自2024年7月公司收购奈瑞儿以来，近一年的整合调改产生了显著的成效。2025年上半年，奈瑞儿实现收入人民币2.77亿元，经调整净利率从收购前的6.5%跃升至10.4%，迅速向公司的盈利水平看齐。未来，公司通过系统性复制奈瑞儿收购整合的成功经验，有望彻底打开行业整合空间，推动公司持续壮大。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

➤ 收入结构假设

(1) 美容和保健服务：作为公司的基本盘和核心流量入口，我们预计该业务将保持稳健的内生增长。增长驱动力主要来自于：1) 门店网络的持续扩张；2) 运营效率提升；3) 协同引流效应。我们预计2025-2027年业务营收分别为16.05/20.78/23.11亿元，同比增速分别为11.23%/29.48%/11.20%，其中既包含同店的自然增长，也包含了并表带来的贡献。

(2) 医疗美容服务：中国轻医美市场渗透率远低于韩国、美国等成熟市场，未来提升空间巨大。公司旗下“秀可儿”品牌定位清晰，有望受益于行业整体扩容。公司生美业务向医美业务的转化率已从2021年的21.7%提升至2024年的28.7%，且仍在上升通道。随着“双美融合”战略深化，这一高效的内部导流模式将持续为医美板块输送优质客源。我们预计2025-2027年业务营收分别为10.82/12.79/14.47亿元，同比增速分别为16.61%/18.21%/13.12%。

(3) 亚健康医疗服务：亚健康医疗业务作为公司布局的未来蓝海和差异化竞争领域，其爆发性增长源于：1) 市场处于早期爆发阶段，公司“研源”品牌已抢占先机。2) 业务毛利率显著高于传统生美业务，且服务具有长期性和系统性，客户生命周期价值高。3) 客户对“外表的美丽”与“内在的健康”需求天然契合，业务间可形成深度交叉。我们预计2025-2027年业务营收分别为3.50/5.58/8.20亿元，同比增速分别为74.00%/59.50%/47.00%。

➤ 毛利率及费用率假设

(1) 毛利率：随着公司收入结构优化，高毛利业务占比提高，我们预计公司毛利率将呈现上升趋势。我们预计2025-2027年公司毛利率分别为45.21%/45.99%/46.82%。

(2) 费用率：销售费用率、管理费用率可能因品牌市场投入和并购初期整合而短期承压，我们预计销售费用率、管理费用率将有所提升；随公司营收规模扩大，规模效应有助节省部分开支，我们预计研发费用率有所下降，公司费用率预计总体有所上升。

由于公司内生外延表现突出，业绩高增持续兑现，我们预计公司 2025-2027 年营收 30.37/39.15/45.78 亿元，同比增长 18.07%/28.92%/16.93%；2025-2027 年归母净利润预测 3.12/4.11/5.18 亿元，同比 36.67%/31.79%/25.86%。

表9：2025-2027 年美丽田园盈利预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	25.72	30.37	39.15	45.78
yoy	19.91%	18.07%	28.92%	16.93%
毛利率	46.26%	45.21%	45.99%	46.82%
归母净利（亿元）	2.28	3.12	4.11	5.18
yoy	5.94%	36.67%	31.79%	25.86%
营业总收入（亿元）	25.72	30.37	39.15	45.78
美容和保健服务收入（亿元）	14.43	16.05	20.78	23.11
yoy	20.91%	11.23%	29.48%	11.20%
占比	56.11%	52.86%	53.09%	50.48%
医疗美容服务收入（亿元）	9.28	10.82	12.79	14.47
yoy	9.12%	16.61%	18.21%	13.12%
占比	36.07%	35.63%	32.67%	31.60%
亚健康医疗服务收入（亿元）	2.01	3.50	5.58	8.20
yoy	98.92%	74.00%	59.50%	47.00%
占比	7.81%	11.51%	14.25%	17.91%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

我们认为，美丽田园是中国美丽与健康管理服务行业中，具备独特生态布局和强劲整合能力的稀缺龙头标的。公司以超过三十年的行业积淀为基础，构建了“生活美容+医疗美容+亚健康管理”的协同业务闭环，不仅打通了客户从日常保养到医疗级抗衰、再到内在健康管理的全生命周期价值，更在实践中验证了其高效的内生增长与外延并购双轮驱动模式。当前，公司正处于市场份额加速提升、盈利能力持续优化的关键阶段。

考虑公司处于美容服务以及保健护理赛道，我们选择美容服务赛道的朗姿股份，以及医疗保健行业的平安好医生、通策医疗、爱尔眼科作为可比公司。截至 2026 年 1 月 7 日，可比公司朗姿股份、平安好医生、通策医疗、爱尔眼科 2025 年归母净利润对应 PE 平均值为 48 倍，高于美丽田园 25 年 PE 估值 19 倍，同时考虑美丽田园成长确定性较强、内生外延稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10: 美丽田园与可比公司估值比较

股票代码	股票名称	市值 (亿元, 人民币)	归母净利润 (亿元, 人民币)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2373.HK	美丽田园	58	2.28	3.12	4.11	5.18	25	19	14	11
可比公司平均估值							124	48	41	32
002612.SZ	朗姿股份	91	2.57	6.65	3.49	3.92	35	14	26	23
1833.HK	平安好医生	320	0.81	2.71	3.9	5.64	395	118	82	57
600763.SH	通策医疗	185	5.01	5.31	5.79	6.38	37	35	32	29
300015.SZ	爱尔眼科	1063	35.56	40.98	46.8	53.5	30	26	23	20

数据来源: Choice, 东吴证券研究所预测, 采用 2026/1/7 行情数据, 港元汇率为 2026 年 1 月 7 日的 0.90。朗姿股份、平安好医生采取 2026 年 1 月 7 日的 Choice 一致预期, 通策医疗和爱尔眼科来自东吴证券研究所预测。

5. 风险提示

国内消费市场复苏不及预期: 由于消费降级和经济压力, 整体消费回暖速度低于预期, 可能影响市场需求。

行业竞争加剧: 国内生美、医美市场竞争日益激烈, 可能影响公司的市场份额。

并购整合风险: 公司外延扩张战略持续推进, 若对新收购品牌的整合进度或效果不及预期, 可能影响短期业绩。

单店模型波动风险: 新增门店及收购门店需要一定爬坡期, 若单店营收或利润率恢复不及预期, 将影响整体盈利能力。

美丽田园医疗健康三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,186.02	2,946.65	4,147.01	5,459.00	营业总收入	2,572.20	3,037.09	3,915.34	4,578.02
现金及现金等价物	456.16	903.69	1,742.43	2,823.83	营业成本	1,382.20	1,664.12	2,114.78	2,434.74
应收账款及票据	48.89	57.00	68.17	84.21	销售费用	461.75	555.79	724.34	846.93
存货	151.83	236.04	290.64	315.80	管理费用	388.09	434.30	548.15	640.92
其他流动资产	1,529.15	1,749.92	2,045.78	2,235.16	研发费用	36.03	41.00	52.07	60.28
非流动资产	2,090.46	2,151.09	2,205.04	2,258.84	其他费用	8.14	6.07	9.01	11.39
固定资产	364.67	442.84	497.61	552.13	经营利润	295.98	335.80	467.00	583.76
商誉及无形资产	1,539.26	1,538.36	1,537.55	1,536.83	利息收入	23.62	13.68	27.11	52.27
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	27.56	5.06	5.44	5.96
其他长期投资	71.96	71.96	71.96	71.96	其他收益	25.84	72.89	78.31	82.48
其他非流动资产	114.58	97.93	97.93	97.93	利润总额	317.88	417.32	566.98	712.55
资产总计	4,276.48	5,097.74	6,352.05	7,717.84	所得税	65.41	77.94	112.29	140.27
流动负债	2,738.86	3,247.02	4,047.14	4,841.14	净利润	252.48	339.39	454.69	572.28
短期借款	19.84	26.45	35.26	47.02	少数股东损益	24.02	27.15	43.20	54.37
应付账款及票据	29.89	26.92	39.57	45.86	归属母公司净利润	228.46	312.24	411.49	517.92
其他	2,689.14	3,193.65	3,972.30	4,748.26	EBIT	321.82	408.69	545.31	666.23
非流动负债	562.38	536.59	536.59	536.59	EBITDA	704.40	451.42	591.35	712.43
长期借款	129.94	129.94	129.94	129.94					
其他	432.44	406.65	406.65	406.65					
负债合计	3,301.24	3,783.60	4,583.72	5,377.72					
股本	0.01	0.01	0.01	0.01	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	30.60	57.76	100.95	155.32	每股收益(元)	0.91	1.24	1.64	2.06
归属母公司股东权益	944.64	1,256.38	1,667.38	2,184.80	每股净资产(元)	4.01	4.99	6.63	8.68
负债和股东权益	4,276.48	5,097.74	6,352.05	7,717.84	发行在外股份(百万股)	251.59	251.59	251.59	251.59
					ROIC(%)	26.09	25.61	25.69	24.05
					ROE(%)	24.18	24.85	24.68	23.71
					毛利率(%)	46.26	45.21	45.99	46.82
					销售净利率(%)	8.88	10.28	10.51	11.31
					资产负债率(%)	77.20	74.22	72.16	69.68
					收入增长率(%)	19.91	18.07	28.92	16.93
					净利润增长率(%)	5.94	36.67	31.79	25.86
					P/E	25.33	18.54	14.07	11.17
					P/B	5.74	4.61	3.47	2.65
					EV/EBITDA	4.93	11.17	7.12	4.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年1月7日的0.90,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>