

买入

2026年4月15日

三大业务协同发力，亚健康板块爆发式增长

► **25年公司业绩全面增长**：总收入达30亿元，同比增长16.7%；归母净利润3.2亿元，同比增长39.0%；经调整净利润达3.8亿元，同比大增41.0%，经调整净利率升至12.7%，同比提高2.2个百分点，盈利能力实现跨越式跃升。规模效应持续释放，毛利率同比提升2.8个百分点至49.1%。从城市贡献看，20个一线及新一线城市贡献了直营收入的93.2%，其中北上广深四大超一线城市占比64.9%。门店网络方面，截至年末公司门店总数达550家。

► **生美板块实现收入与会员“双增长”**作为集团的核心基石业务，美容和保健服务2025年实现收入16.6亿元，同比增长14.9%，毛利率提升1.2个百分点至41.9%。直营活跃会员增至14.6万名，同比增长11.8%，活跃会员年均消费金额达9738元，同比提升320元，实现了活跃会员规模与年均消费的“双增长”。在并购整合方面，思妍丽整合借鉴了并购奈瑞儿的经验，采用中后台整合先行、消费医疗托举、基础业务升级的路径，目前各项整合推进顺利，未来将优化20家门店选址、升级门店体验，整合效果预计优于奈瑞儿。奈瑞儿自收购后经调整净利率已从2023年的6.5%跃升至10.5%，单店收入提升41%，为思妍丽的后续整合提供了可复制的成功范本。

► **医美板块逆势高质量增长，高端差异化显成效** 2025年医疗美容服务（秀可儿医美）实现收入10.2亿元，同比增长9.6%，在行业整体承压的背景下实现了逆势高质量增长。毛利率同比大幅提升3.6个百分点至55.9%，彰显出高端差异化路线的定价韧性与效率优化成效。活跃会员攀升至3.6万名，同比增长7.7%，活跃会员年均消费达27,862元，同比增加490元。公司坚持高端差异化竞争，聚焦高净值客群的价值深耕。在并购协同方面，思妍丽本身拥有19家医美门诊，其医美客群与秀可儿存在高度重合，公司将系统性输出医美及亚健康医疗服务的成熟能力，推动医美板块在更广的会员池中实现转化率提升。

► **亚健康板块爆发式增长成新引擎** 亚健康医疗服务（研源医疗）作为集团增速最快的增长引擎，2025年迎来爆发式增长，全年收入3.3亿元，同比大增62.2%，收入占比首次突破10%，成为公司业绩增长的重要一极。毛利率提升至64.3%，同比大幅提高6.1个百分点，高毛利属性进一步凸显。客流量达3.7万人次，同比增长35.7%；活跃会员人数同比大增37.9%至约1.0万人，活跃会员年均消费达28,032元，同比增加6,287元，客单价的快速提升充分体现了高端健康管理服务的价值认可度。

► **目标价至32.5港元，买入评级**：基于公司“超级品牌、超级连锁、超级数字化”三大战略，叠加思妍丽并表及奈瑞儿整合经验（并购后经调整净利率大幅提升），预计2026年公司整体收入与利润分别同比增长30%，其中生美、医美、亚健康分别增长30%、20%和50%，公司有望持续释放利润弹性。采用17倍PE为公司估值，得出目标价32.5港元，较现价有60.1%的上升空间，维持买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	美容与健康
股价	20.3 港元
目标价	32.5 港元 (+60.1%)
股票代码	2373.HK
已发行股本	2.5 亿股
市值	50.7 亿港元
52 周高/低	41.6 港元/15.2 港元
每股净现值	4.8 港元
主要股东	LIFY Management Holdings Limited 17.98% LIY Management Holdings Limited 15.08% MeiYao Holdings Limited 14.85%

盈利摘要

截止12月31日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入 (人民币百万元)	2572.20	3000.54	3900.70	4290.77	4934.39
变动	19.9%	16.7%	30.0%	10.0%	15.0%
归母净利润 (人民币百万元)	228.46	317.56	410.71	502.78	649.46
EPS (元)	0.99	1.38	1.66	2.02	2.60
变动	5.3%	39.4%	20.4%	21.4%	28.8%
市盈率@20.28港元(倍)	17.8	12.8	10.6	8.7	6.8
每股股息	0.44	0.69	0.83	1.01	1.30
股息现价比	2.2%	3.4%	4.1%	5.0%	6.4%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

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					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	2572.20	3000.54	3900.70	4290.77	4934.39
毛利	1190.00	1471.88	1950.35	2188.29	2580.25
销售费用	(461.75)	(514.71)	(690.42)	(755.18)	(863.52)
研发费用	(36.03)	(41.94)	(44.94)	(46.94)	(48.94)
行政费用	(388.09)	(476.95)	(620.21)	(677.94)	(754.96)
其他收入	17.70	21.24	21.24	21.24	0.00
营业利润	321.82	459.52	616.01	729.47	912.83
财务开支	(3.94)	(9.45)	(33.93)	(16.91)	(13.61)
联营公司收益	-	-	-	-	0.00
税前盈利	317.88	450.07	582.08	712.57	899.22
所得税	(65.41)	(109.79)	(141.99)	(173.83)	(224.54)
汇	24.02	22.71	29.38	35.96	46.45
净利润	228.46	317.56	410.71	502.78	649.46
EBITDA	704.40	842.80	958.52	1051.98	1245.88
EPS	0.99	1.38	1.66	2.02	2.60
BPS增长	5.3%	39.4%	20.4%	21.4%	28.8%
总收入YOY (%)	19.9%	16.7%	30.0%	10.0%	15.0%
净利润 YOY (%)	9.8%	34.8%	29.3%	22.4%	0.0%

资产负债表					
百万元，财务年度截至12月31日					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	456.16	1109.87	270.43	1009.76	1132.64
应收账款	48.89	50.80	70.37	62.91	90.36
存货	151.83	107.66	371.27	145.02	433.06
其他流动资产	1529.15	1589.58	1657.53	1578.06	1704.64
总流动资产	2186.02	2857.91	2369.59	2795.76	3360.71
固定资产	364.67	287.00	348.69	344.08	340.86
使用权资产	535.19	523.20	428.33	411.39	405.34
商誉	653.95	709.87	1645.20	1666.44	1687.68
其他固定资产	536.65	668.23	623.68	605.05	588.27
总非流动资产	2090.46	2188.30	3045.89	3026.95	3022.14
总资产	4276.48	5046.21	5415.48	5822.71	6382.85
应付账款	29.89	36.37	36.37	36.37	36.37
其他应付账款	325.53	280.71	280.71	280.71	280.71
其他短期负债	2383.45	2592.45	2906.60	3027.02	3216.68
总短期负债	2738.86	2909.54	3223.68	3344.10	3533.77
租赁负债	360.48	352.69	352.69	352.69	352.69
其他负债	201.90	717.05	717.05	717.05	717.05
总负债	3301.24	3979.28	4293.42	4413.84	4603.51
少数股东权益	30.60	44.91	44.91	44.91	44.91
股东权益	975.24	1066.93	1719.84	2019.68	2343.71
每股账面值	4.25	4.65	6.96	8.10	9.38

现金流量表					
百万元，财务年度截至12月31日					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
EBITDA	704	843	959	1,052	1,246
融资成本	4	9	34	17	14
营运资金变化	456	156	(77)	434	(252)
所得税	(35)	(110)	(142)	(174)	(225)
营运现金流	797	889	740	1,312	769
资本开支	(114)	(265)	(1,270)	(304)	(307)
其他投资活动	(227)	(132)	0	0	0
投资活动现金流	(341)	(396)	(1,270)	(304)	(307)
负债变化 (租赁负债)	(266)	(19)	0	0	0
股本变化 (与非控股股东的交易)	8	0	0	0	0
股息	(112)	(159)	(206)	(252)	(325)
其他融资活动	147	229	6	(17)	(14)
融资活动现金流	(223)	52	(200)	(269)	(339)
现金变化	232.4	544.7	(730.4)	739.3	122.9
期初持有现金	224.3	456.2	1,000.8	270.4	1,009.8
期末持有现金	456.2	1,000.8	270.4	1,009.8	1,132.6

财务分析					
百万元，财务年度截至12月31日					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率	46.3%	49.1%	50.0%	51.0%	52.3%
EBITDA 利率	27.4%	28.1%	24.6%	24.5%	25.2%
净利率	8.9%	10.6%	10.5%	11.7%	13.2%
ROE	25.3%	31.1%	29.5%	26.9%	0.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	19.4%	18.6%	18.9%	18.7%	18.5%
实际税率 (%)	20.6%	24.4%	24.4%	24.4%	25.0%
股息支付率 (%)	44.3%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
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	3.4	3.7	2.5	2.2	2.0
收入/总资产	0.60	0.59	0.72	0.74	0.77
总资产/股本	4.39	4.73	3.15	2.88	2.72
盈利对利息倍数	81.7	48.6	18.2	43.1	67.1

资料来源：公司资料，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。