



港股研究 | 公司深度 | 美丽田园医疗健康 (02373.HK)

美丽田园：美业领航，双驱致远

报告要点

公司作为稀缺的一站式美业服务龙头，以独特双美+双保健模式下的“强业务协同性”，以及高效数智化 AI 系统赋能下的“强模式可复制性”，实现了全国超 700 家门店覆盖，内生及外延增长兼备。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004

SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



曾维朵

美丽田园：美业领航，双驱致远

美丽田园：一站式美与健康服务龙头，内生+外延增长兼备

公司为一站式美业服务龙头，三大业务中美容保健、医疗美容业务近年增速稳健，亚健康医疗业务快速放量，驱动整体营收提速，2025年运营有512家美容保健、27家医疗美容及11家亚健康医疗门店。**发展阶段来看：1) 品牌初创期 (1993-2010年)**，开设海口首店后逐步完善会员服务及人才培养体系，1998年开放加盟、开启全国化布局；**2) 多品牌孵化期 (2011-2022年)**，创立医美品牌秀可儿，战略投资高端美容品牌贝黎诗；**3) 外延扩张期 (2023年至今)**，2023年上市后加速外延扩张，陆续收购奈瑞儿、思妍丽，商业模式升级为“双美+双保健”。

生活美容：精细化运营，标准化复制

行业维度，消费者普遍以服务体验感为决策核心，行业过往存在标准化难度高、连锁化率低的特点，近年因线下市场环境波动，大量长尾单店闭店，生美行业连锁化迎来新机遇。公司旗下品牌包括美丽田园、贝黎诗、奈瑞儿及思妍丽，近年来通过直营+加盟的形式，持续输出标准化服务，实现了门店数及会员数的快速增长，门店主要分布于一线及新一线地区，单店模型成熟。其核心优势有三：1) 高效的数智化与AI系统，以精细化运营、实现中台费用规模经济；2) 通过规范制定、内部控制及员工培训，最大程度实现服务标准化；3) 高化品牌合作资源。

医疗美容：双美融合降低获客成本，产品成本规模效益显现

行业维度，受限于政策监管趋严及增值税优惠政策取消，民营小机构生存难度提升，头部合规机构市占率有望提升。**公司维度**，公司具备较强获客及产品成本优势，有望脱颖而出：一方面，公司以生美为医美导流、有效降低医美获客成本，2021年以来跨业务会员转化率持续提升；另一方面，伴随公司医疗美容业务销售额提升，机构上游议价力提升，成本端有望持续改善。

亚健康医疗：快速增长的新兴市场，潜在需求庞大

亚健康评估及干预，指通过调节及增强顾客身体器官系统的功能，以改善顾客身体健康状况，2025年中国亚健康评估及干预市场规模预计达139亿元，5年复合增速19.5%，为快速增长的新兴市场。截至2025年，公司已开设11家亚健康医疗门店，客流及客均价均实现高速增长，驱动营收端快速放量。公司对该业务的布局，有望实现客户全生命周期需求覆盖。

投资建议：业务协同性+模式可复制性，打造稀缺美业服务龙头

公司作为稀缺的一站式美业服务龙头，以独特双美+双保健模式下的“强业务协同性”，以及高效数智化AI系统赋能下的“强模式可复制性”，实现了全国超700家门店覆盖，内生及外延增长兼备。具体来看：1) **美容与保健业务**，公司以详尽的执业规范制定、以及高效的数智化与AI系统，解决了生美行业标准化难、规模不经济的痛点，以内生扩店+外延并购实现模式的快速复制。2) **医疗美容业务**，行业监管趋严+税收调整加速市场出清，公司作为合规龙头企业，以稀缺的“双美+双保健”模式，借由业务协同极大降低获客成本的同时，不断提升上游耗材议价权。3) **亚健康医疗业务**，需求蓬勃增长，营收高速增长，有望打造公司第三增长极，预计2026-2028年归母净利润4.2、5.1、5.9亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

1、行业竞争加剧风险；2、医美监管规范进一步趋严；3、品牌声誉风险；4、新产品或品牌推新不及预期。

公司基础数据

当前股价 (HKD)	21.46
------------	-------

注：股价为2026年4月27日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

美丽田园：一站式美与健康服务龙头，内生+外延增长兼备	6
生活美容：精细化运营，标准化复制	9
医疗美容：双美融合降低获客成本，产品成本规模效益显现	17
亚健康医疗：快速增长的新兴市场，潜在需求庞大	21
投资建议：业务协同性+模式可复制性，打造稀缺美业服务龙头	23
风险提示	24

图表目录

图 1：三大主营业务中，美容保健、医疗美容稳健，亚健康医疗高增	6
图 2：公司三大业务营收占比	6
图 3：公司净利润规模及增速趋势向好	7
图 4：公司毛利率及净利率近年持续优化	7
图 5：公司发展历程	8
图 6：公司股权结构（截至 2025 年报）	8
图 7：2021 年中国生活美容市场规模占比（按项目）	10
图 8：中国生活美容行业规模及增速	10
图 9：2022 年美容美体各星级商家评论占比（按评论标签）	10
图 10：2022 年美甲美睫各星级商家评论占比（按评论标签）	10
图 11：2017 年美团+大众点评星级门店分布	11
图 12：2021 年美业门店评论关键词统计（美团+大众点评）	11
图 13：中国生美行业连锁化率	11
图 14：头部生美机构，以美丽田园为例近年持续推进门店扩张（个）	11
图 15：中国餐饮连锁化率持续提升	12
图 16：2025 年公司美容与保健业务中，直营及加盟门店数达 512 家	14
图 17：2022 年至今公司整体直营门店分布	14
图 18：公司美容与保健业务直营店所服务活跃会员数持续提升	14
图 19：公司美容保健业务，直营店均营收及增速	15
图 20：公司美容保健业务，加盟店均营收及增速	15
图 21：奈瑞儿品牌单店营收及增速（万元）	15
图 22：思妍丽品牌单店营收（万元）	15
图 23：公司销售费用中差旅办公开支、客户服务杂项及员工成本占营收比重整体有所改善	16
图 24：奈瑞儿收购以来，经调净利率由 6.5% 大幅提升至 10.5%	16
图 25：公司平均月净推荐值处于较高水平	16
图 26：中国医美服务市场规模及增速（按手术和非手术）	17
图 27：2019 年主要国家医美渗透率	17
图 28：医美产业链图谱	18
图 29：2021 年中国非外科手术医疗美容服务市场竞争格局	18
图 30：公立&民营医美机构市场规模（亿元）及民营机构规模占比	19
图 31：2019 年全国医美机构数量占比（按是否合法合规经营）	19

图 32: 公司秀可儿品牌活跃会员数增势良好	19
图 33: 公司秀可儿品牌店均营收整体平稳	19
图 34: 主要城市秀可儿门店的位置及周围美丽田园生美门店分布情况	20
图 35: 公司美容保健与医疗美容、亚健康服务跨业务会员转化率	20
图 36: 医美项目术后存在皮肤护理精细化需求	20
图 37: 美丽田园生美和医美形成客户导流正循环	20
图 38: 2025 年公司产品成本占营收比重同比优化	21
图 39: 主要亚健康医学评估及干预方法	21
图 40: 中国亚健康评估及干预服务市场规模及增速	22
图 41: 2021 年中国不同年龄段亚健康人口数量及占比	22
图 42: 截至 2025 年, 公司已开设 11 家亚健康医疗门店	22
图 43: 公司亚健康医疗中客流及客均价均实现快速增长	22
图 44: 公司美容保健、医疗美容及亚健康医疗三大业务, 实现客户全生命周期需求覆盖	23
表 1: 美丽田园旗下六大品牌 (截至 2025 年)	6
表 2: 公司核心高管履历 (截至 2026 年 4 月)	9
表 3: 生活美容机构与医美机构行业特征对比	9
表 4: 公司旗下美丽田园、贝黎诗及奈瑞儿品牌主要服务项目及定价	12
表 5: 公司旗下思妍丽品牌主要服务项目及定价	13

美丽田园：一站式美与健康服务龙头，内生+外延增长兼备

公司为中国最大的美与健康连锁服务集团之一。美丽田园公司创立于 1993 年，经过三十余年发展，其提供的多元化服务涵盖传统“美容和保健服务”、“医疗美容服务”以及“亚健康评估及干预服务”三大业务。2025 年，公司分别完成了对行业第二大品牌奈瑞儿，以及第三大品牌思妍丽 90%、100%的股权收购，结合公司已有的美丽田园、贝黎诗、秀可儿、研源医疗四大品牌，正式确立了“双美+双保健”的立体商业模式，行业龙头地位进一步巩固。

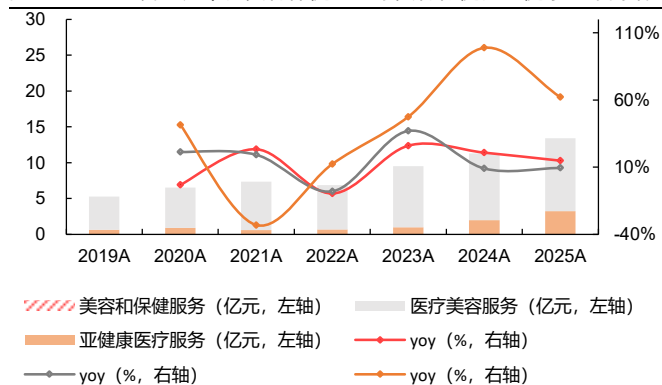
表 1：美丽田园旗下六大品牌（截至 2025 年）

品牌名称	美丽田园	贝黎诗	奈瑞儿	思妍丽	秀可儿	研源医疗
品牌标识						
所属业务	美容和保健服务				医疗美容服务	亚健康医疗服务
服务内容	高端美容服务	高端美容服务	高端智能美养	高端院线护肤	高端医疗美容	功能医学和女性妇科抗衰 中西医结合医疗抗衰
门店数量	512 家			163 家生活美容门店， 19 家医疗美容门诊 ¹	27 家	11 家

资料来源：公司公告，长江证券研究所

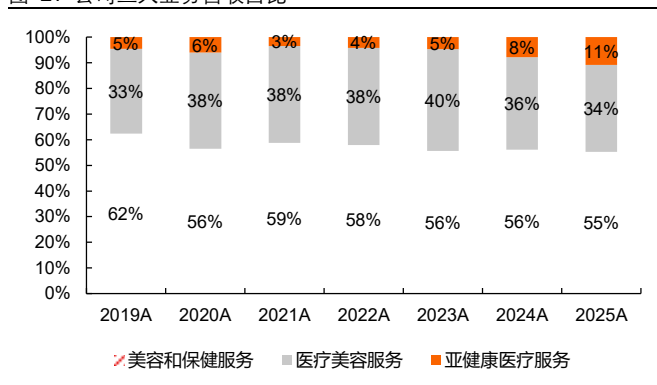
美容和保健、医疗美容业务增势稳健，亚健康医疗业务高速增长，驱动营收提速及盈利改善。公司三大业务中，美容和保健服务、医疗美容业务近年增速稳健，2025 年营收规模分别达 16.6、10.2 亿元，2019-2025 年复合增速分别为 11.2%、13.9%；亚健康医疗业务快速放量，2025 年营收规模达 3.3 亿元，2019-2025 年复合增速达 31.0%，驱动公司整体营收增势改善。盈利端，2025 年公司实现净利润 3.4 亿元，2019-2025 年复合增速为 15%，近年毛利率及净利率均有显著改善。

图 1：三大主营业务中，美容保健、医疗美容稳健，亚健康医疗高增



资料来源：公司公告，长江证券研究所

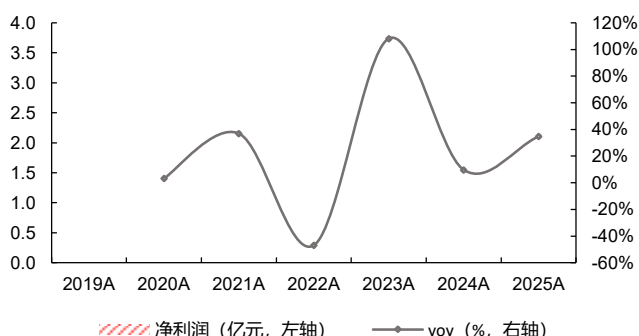
图 2：公司三大业务营收占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

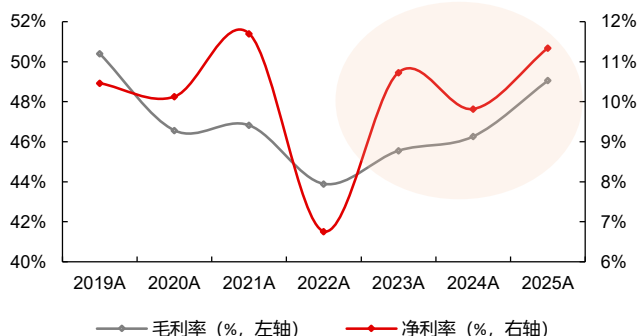
¹ 截至 2025H1 数据。

图 3：公司净利润规模及增速趋势向好



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：公司毛利率及净利率近年持续优化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

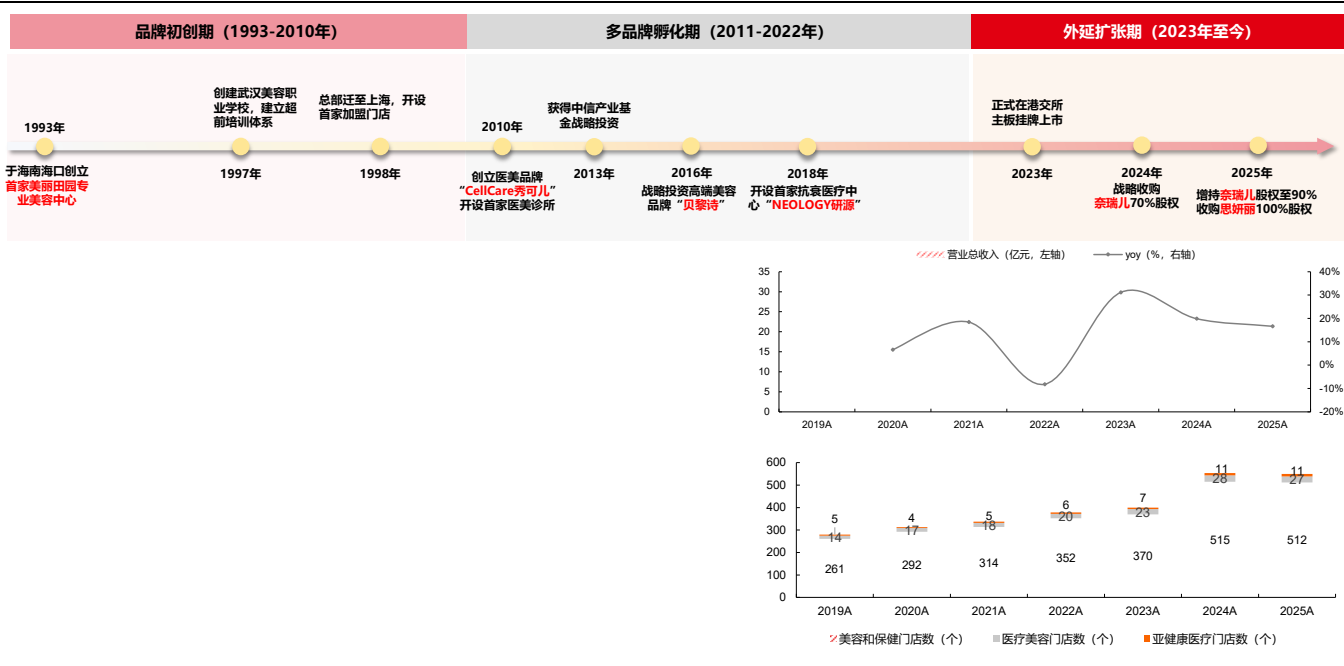
公司依托内生+外延并购，实现从单一生美到全周期、全场景的一站式美与健康服务，具体来看：

品牌初创期 (1993-2010 年)：1993 年，公司于海南海口成立首家美丽田园专业美容中心，并引入欧洲健康美容理念及先进美容技术，开创了定制化美容方案先河。1997 年创建武汉美丽田园美容职业学校，通过建立超前的培训体系、为连锁扩张储备力量。1998 年集团总部迁至上海，并开设首家加盟门店，此后逐步进驻北京、深圳、成都等核心城市，正式开启全国化布局。

多品牌孵化期 (2011-2022 年)：2010 年，公司创立医美品牌“CellCare 秀可儿”，于上海恒隆广场开设首家医美诊所，建立行业首个双美运营模式。2013 年，公司获得中信产业基金战略投资。2016 年，公司战略投资高端美容品牌“贝黎诗”，2018 年开设首家抗衰医疗中心“NEOLOGY 研源”，业务从“双美”向“美+健康”延伸。

外延扩张期 (2023 年至今)：2023 年 1 月，美丽田园正式于港交所主板挂牌上市，上市后公司加速业务外延扩张，包括：2024 年以 3.5 亿元战略收购广州奈瑞儿 70% 股权，2025 年增持奈瑞儿股权至 90%，并以 12.5 亿元收购高端美容品牌思妍丽。至此，公司商业模式升级为“双美+双保健”，进一步巩固国内美业与健康领域龙头地位。

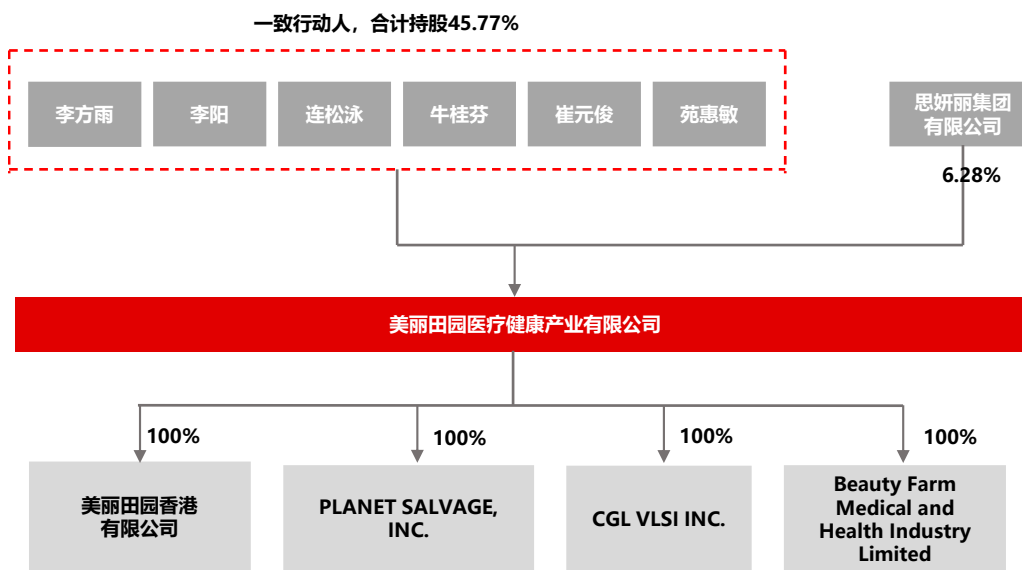
图 5：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

实控人控制权稳定，核心高管从业经验丰富。截至 2025 年年报，公司一致行动人（董事长李阳、李方雨、连松泳、牛桂芬、崔元俊及苑惠敏）作为实控人，合计持股 45.77%，控制权稳定。高管层面，核心高管于相关专业领域具备长期从业经验，如首席执行官连松泳先生曾任河南整形美容医院有限公司副总经理、北京曼思美医疗技术有限公司总经理，于医疗美容行业拥有逾 20 年经验。

图 6：公司股权结构（截至 2025 年报）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 2: 公司核心高管履历 (截至 2026 年 4 月)

姓名	职务	年龄	简介
李阳	董事会主席 执行董事	67	李阳先生于 2003 年 1 月加入本集团, 当前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副总经理、海南省房地产总公司总经理、海南省国有资产管理办公室副局长。1987 年 5 月, 李先生获取德国亚琛的亚琛工业大学电子工程系工学硕士学位。
连松泳	副主席 执行董事 首席执行官	55	连松泳先生于 2015 年 11 月加入本集团, 担任上海美丽田园董事兼总经理, 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。连先生于医疗美容行业拥有逾 20 年经验, 加入本集团前曾任河南整形美容医院有限公司副总经理、北京曼思美医疗技术有限公司总经理。连先生于 2003 年 1 月取得清华大学工商管理硕士学位。
周敏	首席财务官 董事会秘书	57	周敏女士于 2015 年 3 月加入本集团, 担任首席财务官, 并自 2021 年 3 月起担任联席公司秘书, 主要负责本集团的财务管理, 包括: 财务会计, 内部审计, 法律事务, 投资并购和投资者关系。周女士有超过 30 年连锁企业财务管理、投资及并购经验, 加入本集团前曾任百联集团超商业部以及联华超市财务部主管超过 15 年。周女士于 2013 年 7 月获亚利桑那州立大学凯瑞商学院工商管理硕士学位, 具备注册会计师、高级会计师、注册税务师资格。
李方雨	非执行董事 业务经理	36	李方雨女士于 2016 年 5 月加入本集团, 担任业务经理, 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。李女士为本公司董事长李阳先生的女儿。
郭兆莹	公司秘书	42	郭兆莹女士, 于 2022 年 3 月 24 日获委任为本公司联席公司秘书, 现任 Vistra Corporate Services(HK)Limited 企业服务经理, 于企业服务方面积逾八年经验。

资料来源: Wind, 长江证券研究所

生活美容: 精细化运营, 标准化复制

根据服务的提供方式, 美容行业可以分为生活美容(生美²)和医疗美容(医美)两大类。

参考沙利文预测数据, 2025 年中国生活美容、(非手术类)医疗美容市场规模分别达 5200、2268 亿元, 5 年复合增速分别为 7.0%、17.9%。商业模式上也有所差异, 生活美容表现为高频、低单次客单, 医疗美容则表现为低频、高单次客单。

表 3: 生活美容机构与医美机构行业特征对比

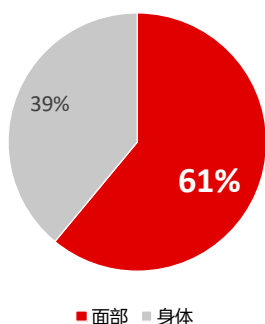
	生活美容机构	医疗美容机构
2025 年行业规模 (亿元)	5200	3529
2020-2025 CAGR	7.0%	17.9%
当前品牌集中度	低	较低
消费频次	月均 2-3 次为主	年均 1-4 次为主
单次消费金额 (元)	100-1000 元为主	0.5-1.5 万元为主
代表品牌	美丽田园、奈瑞儿、思妍丽、丽妍雅集	美莱、艺星、伊美尔、秀可儿

资料来源: 弗若斯特沙利文, 中国国际美博会, 美丽加, 艾瑞咨询, 艾媒咨询, 长江证券研究所

² 注: 广义的生活美容包含美发、美容美体、美甲美睫三种业态, 本文主要聚焦狭义的生活美容行业, 即以生美机构为主要消费场景, 以护肤养生为主要消费目的的美容美体行业。

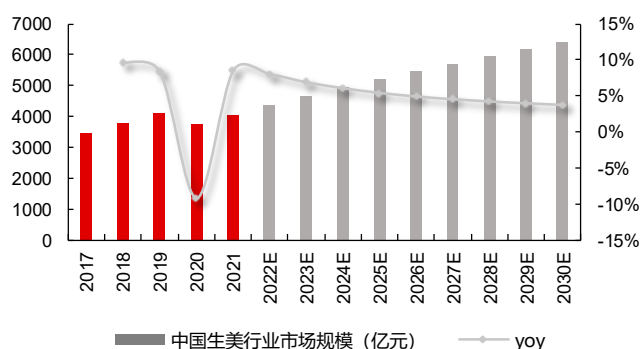
中国生美行业于 1980 年代合资品牌进入内地后启动扩张，粗放增长放缓后，品质升级推动优胜劣汰，近年来头部机构在过往下游低集中度的背景下，凭借资金优势、加速对行业同业机构的并购整合。**伴随近年悦己消费的兴起，生美行业迎来良好发展**：根据沙利文测算，2021 年中国生美行业规模约 4032 亿元，同比增长 8.5%，预计 2022-2030 年 CAGR 为 4.9%，实现年复合中个位数增长。

图 7：2021 年中国生活美容市场规模占比（按项目）



资料来源：美丽田园招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

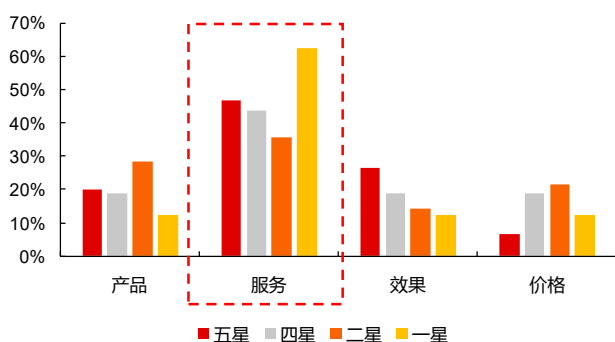
图 8：中国生活美容行业规模及增速



资料来源：美丽田园招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

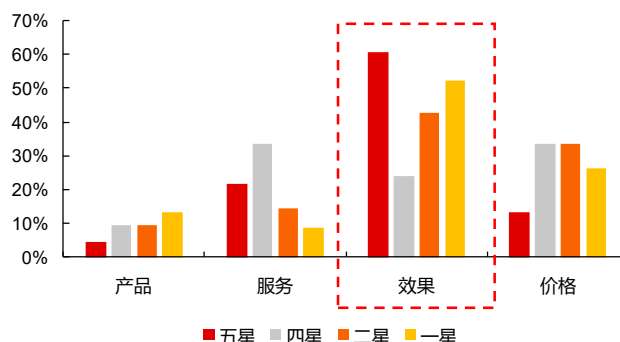
受制于较高的项目同质化，以及较弱的功效识别度，消费者普遍以服务体验感为核心考量因素，行业过往存在标准化难度高、连锁化率偏低的特点。相较于家用护肤品而言，生美具有体验时间长（一般单个项目时长 1h 以上）、功能识别性偏弱（单次项目较难产生显著的即时效果）、附加提供休憩型第三空间的属性，因此消费者以服务体验感为首要考量，而中小机构由于缺乏体系化的管理、培训机制，在人员流动性较大的生美行业难以做到服务标准化，优质机构扩张受阻，导致全行业服务质量参差不齐，过往并未形成真正有效的充分供给。

图 9：2022 年美容美体各星级商家评论占比（按评论标签）



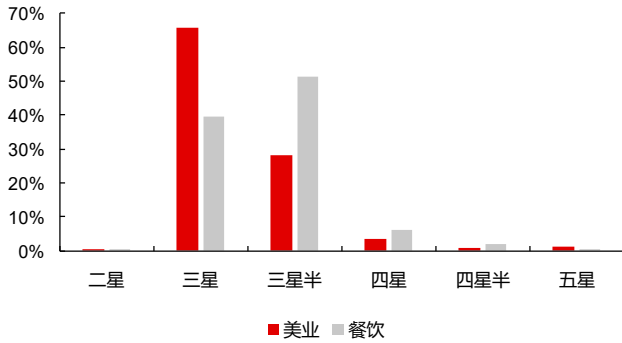
资料来源：美业新纬度《2022 年中国美业白皮书》，长江证券研究所

图 10：2022 年美甲美睫各星级商家评论占比（按评论标签）



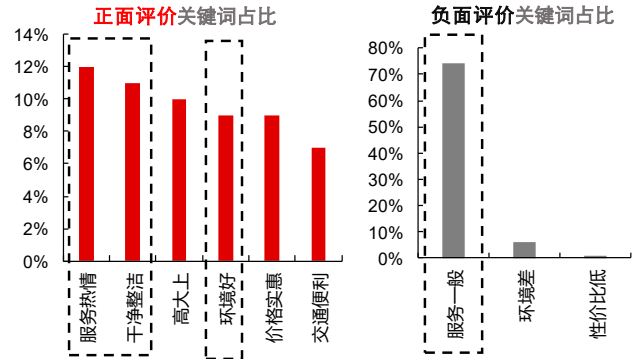
资料来源：美业新纬度《2022 年中国美业白皮书》，长江证券研究所

图 11: 2017 年美团+大众点评星级门店分布



资料来源: 美业观察&大众点评《中国美业报告 2017》, 长江证券研究所

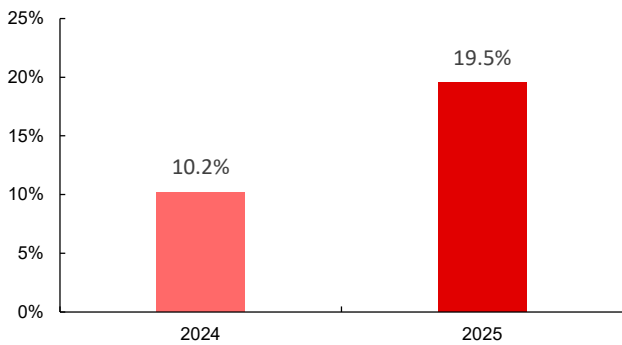
图 12: 2021 年美业门店评论关键词统计 (美团+大众点评)



资料来源: 美业颜究院&CIBE 中国国际美博会《2020-2021 生活美容行业报告》, 长江证券研究所 (虚线框中指与服务相关的关键词)

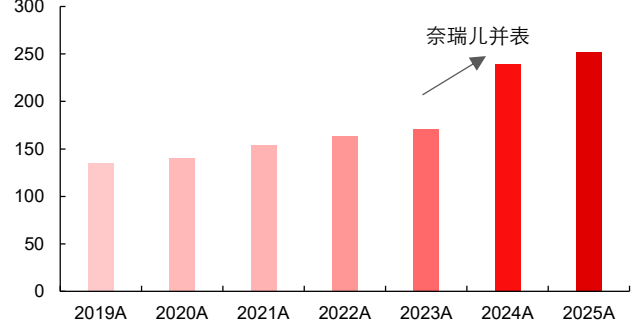
从高度分散走向规模连锁, 近年因线下市场环境波动, 大量长尾单店闭店, 生美行业连锁化迎来新机遇。 2025 年, 受线下市场环境波动影响, 大量生美单店闭店, 与此同时头部生美机构持续推进门店扩张, 助推中国生美连锁化率由 2024 年的 10.2%, 大幅提升至 2025 年的 19.5%。跨行业来看, 考虑到“以线下消费场景为主、高频次、强区域性、高人力占比”的相似特征, 餐饮行业或有一定可比性: 2018-2025 年, 中国餐饮业完成了连锁化率由 12%到 25%的跃迁, 核心源于头部连锁机构的采购规模效益、数字化运营下较优的人效和坪效、以及标准化服务带来的稳定客单价与复购, 上述三点对于生美行业同样适用, 因而我们认为, 中长期维度生美行业的连锁化率将进一步提升。

图 13: 中国生美行业连锁化率



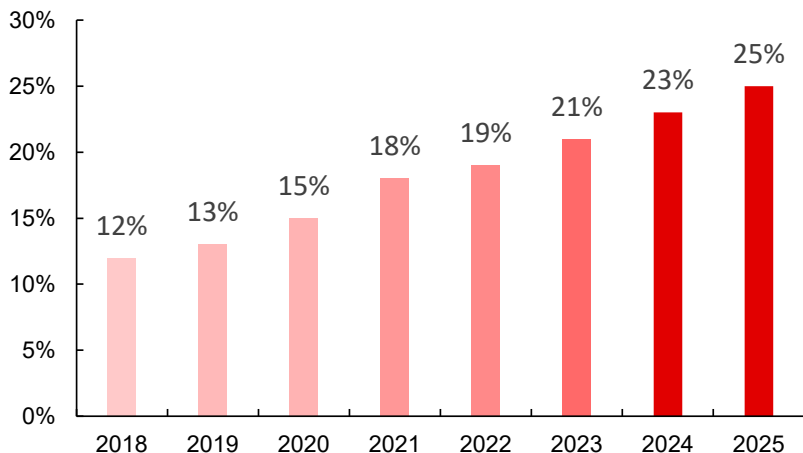
资料来源: 美业新纬度《2025 年中国美业白皮书》, 长江证券研究所

图 14: 头部生美机构, 以美丽田园为例近年持续推进门店扩张 (个)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 中国餐饮连锁化率持续提升



资料来源: 美团《2024 中国餐饮加盟行业白皮书》, 美业新纬度, 长江证券研究所

美丽田园当前为国内生活美容服务龙头企业, 旗下包括美丽田园、贝黎诗、奈瑞儿及思妍丽四大品牌, 当前已实现全国性门店布局, 活跃会员数持续提升。2025 年, 公司美容与保健业务直营及加盟合计门店数达 512 家³, 伴随后续思妍丽并表, 综合门店数量预计超 700 家, 已实现全国性门店布局, 其中: 公司整体直营门店分布以一线城市及新一线城市为主, 近年加速对非一线、新一线城市的扩张, 新开店有望持续贡献增量。会员维度, 公司当前美容与保健业务直营店活跃会员数持续提升, 2025 年已达 14.6 万人, 同比提升 12%, 5 年⁴复合增速达 17%。我们认为, 公司通过直营+加盟的形式, 在现有版图基础上加速拓展非一线、新一线市场, 会员数稳步提升, 有望实现业务规模的持续扩张。

表 4: 公司旗下美丽田园、贝黎诗及奈瑞儿品牌主要服务项目及定价

美丽田园&贝黎诗			奈瑞儿		
服务项目	说明	项目价格	服务项目	说明	项目价格
					
身体保健	促进新陈代谢及排毒、恢复体力及改善身体状况的身体疗程	190-760 元	身体护理	黄金嫩肤肌底嫩肤、胶原嘭嘭肌等	860-1680 元
纤体塑形	通过加热、按摩及非侵入性塑形设备塑形	240-1900 元	身材管理	四肢、紧腹等运动塑形	1280 元
美体水疗	通过沐浴、身体裹敷、身体去角质调整及按摩等多种服务来缓解疼痛和紧张	140-390 元	身体放松	易堵点全身放松、出痧深放松	398-960 元
女性养护	为女性客户的特定需求提供额外的	190-840 元	痛症调理	痛点松松乐、天应穴痛症调理	996-1280 元

³ 未含思妍丽。

⁴ 即 2020-2025 年。

肤质管理	使用高质护肤品，结合领先的无创伤皮肤护理技术，提供全面的皮肤护理，并达致皮肤的水份及水份平衡，例如保湿、营养、深层洁净及抗过敏修复。	190-840 元	健康调养	十二经络智能调养、免疫提升 正气养护、原动力脏腑平衡等	796-2980 元
肤色调理	使用各类抗氧化产品改善肤色，包括皮肤蜡黄或暗哑，并达到亮肤效果。	490-990 元	女性养护	大热透暖宫养护等	960-1280 元
肤龄护理	使用先进设备配合肌肤营养品以修复肌肤胶原蛋白组织，并保持肌肤丰盈紧致及软化细纹、皱纹及皮肤松弛的外观。	490-1990 元	叠加护理	美颈疏通、好眠头疗、四季灸、胶原灌注等	198-1196 元
局部护理	提供专业眼部或颈部相关护理。	170-950 元	定制美妆	定制眉形等	6800 元以上

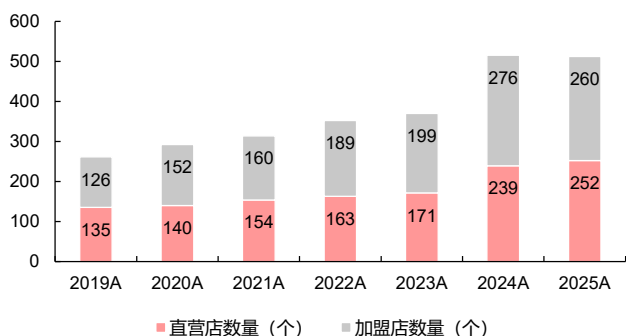
资料来源：品牌官方微信公众号，招股说明书，青眼号外，长江证券研究所

表 5：公司旗下思妍丽品牌主要服务项目及定价

思妍丽		
服务项目	说明	项目价格
		
皮肤管理	深层清洁、多肽莹润皮肤护理等	980-2580 元
SPA 按摩	全身精油、法式焕亮身体护理、肩颈按摩舒压护理	480-1380 元
减肥塑形	日本美人鱼塑形护理	1280 元

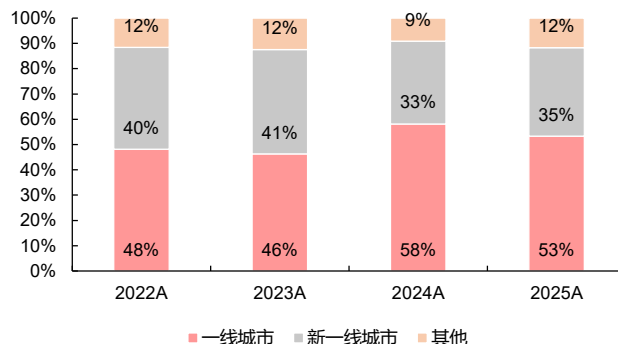
资料来源：品牌官方微信公众号，公司官网，长江证券研究所

图 16: 2025 年公司美容与保健业务中, 直营及加盟门店数达 512 家



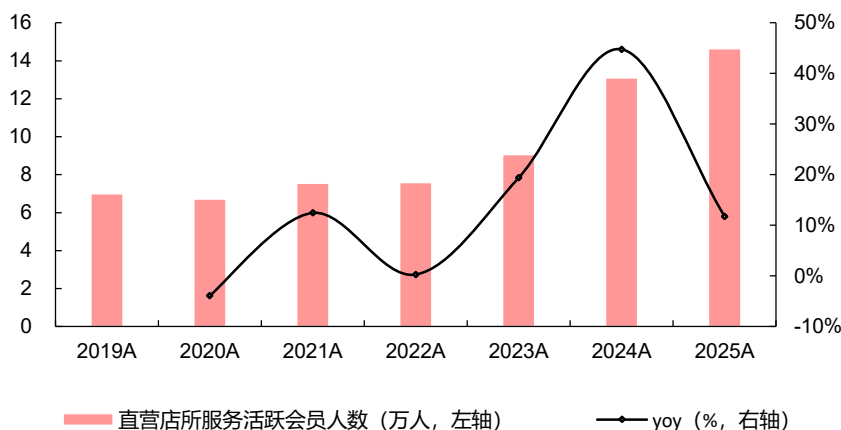
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 17: 2022 年至今公司整体⁵直营门店分布



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 18: 公司美容与保健业务直营店所服务活跃会员数持续提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

单店模型成熟, 店均营收基本稳定。店均维度, 公司 2025 年美容保健直营店、加盟店⁶店均营收分别在 600 万元、56 万元, 5 年复合增速分别为 2.1%、-1.3%, 基本保持稳定。同店增速来看, 内生及外延均有增长: 1) 内生维度, 2025 年公司内生业务⁷ (不含奈瑞儿) 同店合计增长约 6.9%, 主因直营店客流及活跃会员数增加; 2) 外延维度, 奈瑞儿单店⁸营收从收购前的 575 万元提升至 810 万元, 同比增长 41%。

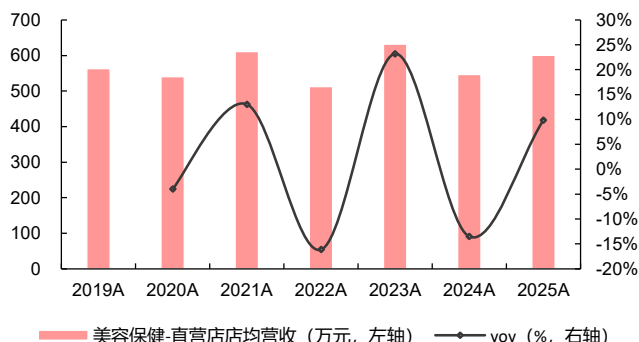
⁵ 含美容与保健、医疗美容、亚健康三大块业务门店, 其中美容与保健业务应占大头。

⁶ 加盟店收益贡献主要来自“产品及设备采购额、加盟费、培训费、POS 系统费、营运及行政费”, 与直营模式有差异。

⁷ 剔除奈瑞儿影响后, 公司美容保健、医疗美容及亚健康医疗合计同店增速, 其中美容保健应占大头。

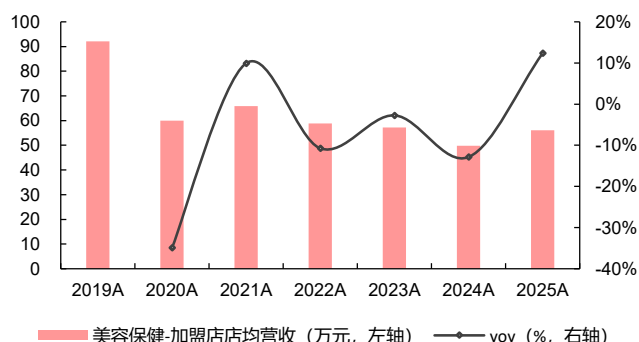
⁸ 此处奈瑞儿单店同样包含美容保健、医疗美容及亚健康医疗三大业务, 其中美容保健应占大头。

图 19: 公司美容保健业务, 直营店均营收及增速



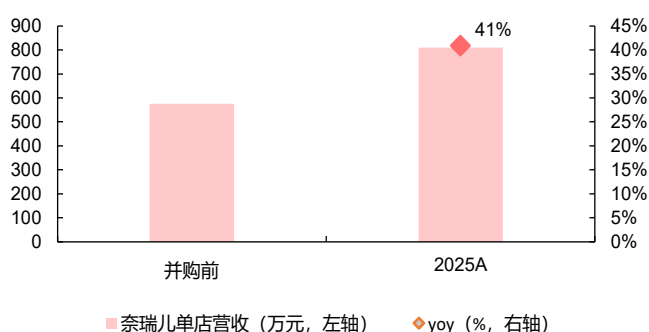
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 20: 公司美容保健业务, 加盟店均营收及增速



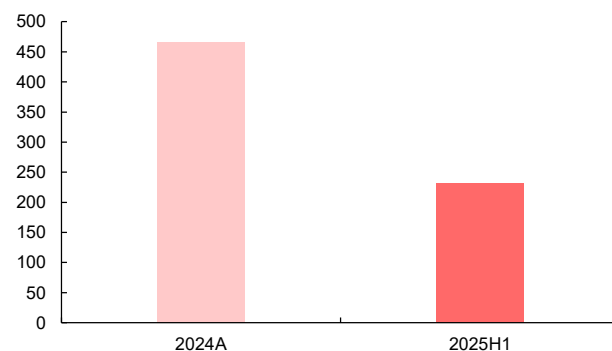
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 21: 奈瑞儿品牌单店营收及增速 (万元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

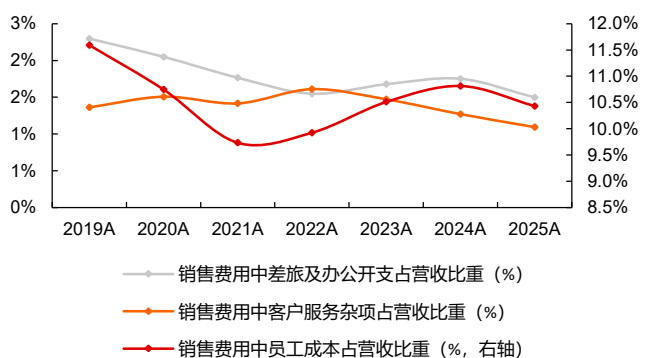
图 22: 思妍丽品牌单店营收 (万元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

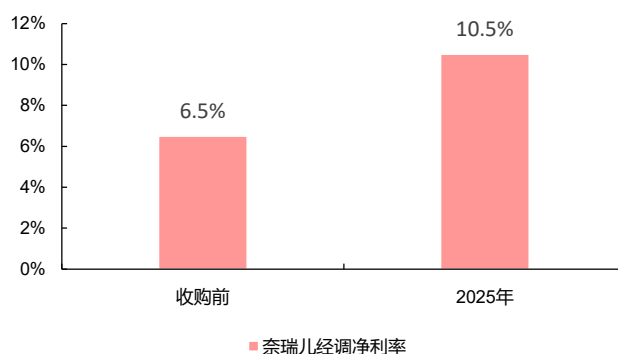
核心竞争力一: 公司已建立高效的数智化与 AI 系统, 以精细化运营、驱动中台费用实现规模经济。公司当前已建立数智化驱动的管理体系, 包括业财一体化信息平台等, 通过内部精细化管理, 驱动整体销售费用中差旅办公支、客户服务杂项及员工成本占营收比重整体有所改善, 即中台人均产出逐步提升、规模经济效益凸显, 且已形成可复制的方法论: 以奈瑞儿品牌为例, 2024 年外延收购以来, 通过平台能力赋能, 实现了品牌经调净利率由 6.5%至 10.5%的大幅提升。

图 23：公司销售费用中差旅及办公开支、客户服务杂项及员工成本占营收比重整体有所改善



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：奈瑞儿收购以来，经调净利率由 6.5% 大幅提升至 10.5%



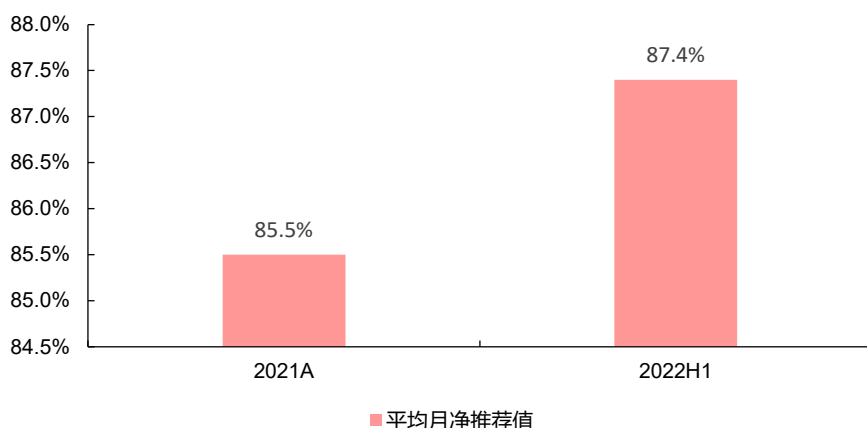
资料来源：公司公告，长江证券研究所

核心竞争力二：通过规范制定、内部控制及员工培训，实现服务标准化；同时建立员工晋升体系、降低人员流失所带来的摩擦成本。如上文所述，人力成本占比高导致的规模不经济、以及标准化难度高，是生美行业过往长期低连锁化率的核心原因。针对此：

1) **建立严格内控及培训体系，输出标准化服务以提升客户满意度。**公司建立了完整服务标准、内部管控及质量控制体系，就门店超过 100 项关键运营层面建立标准及规范，包括存货管理、服务准备、服务过程、标准、员工操守、员工培训及门店卫生，并于上海及武汉设立培训中心，所有员工均需参与及晋升/新服务岗前培训。终端反馈来看，2021 年及 2022 年上半年，公司的平均月净推荐值（定义为客户推荐公司产品及服务的意愿）分别达 85.5% 及 87.4%，即客户满意度处于较高水平。

2) **建立晋升机制，降低人员流失。**公司建立晋升体系，优秀员工可逐级晋升为店长，较大程度降低人员流失所带来的摩擦成本。2021 年，公司服务人员留任率达到 74%，在美丽与健康管理服务行业服务人员留任率最高的少数公司之一。

图 25：公司平均月净推荐值处于较高水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所

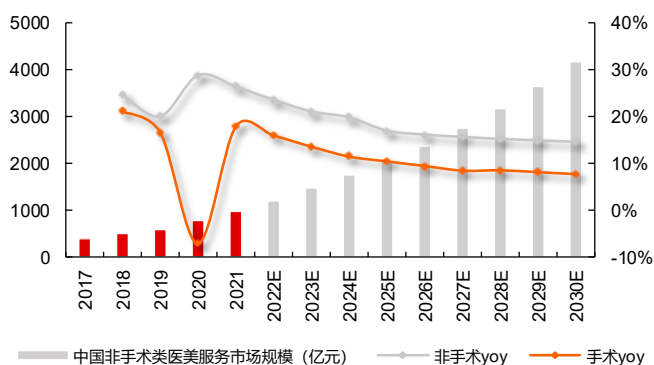
核心竞争力三：利用头部优势，建立与高化品牌间合作，夯实高端品牌心智。作为线下服务型业态，生美门店为天然的产品展示及体验场所，公司作为行业龙头、持续吸引高

化品牌的合作，逐步夯实高端心智。具体来看，2026年2月公司宣布与资生堂中国的战略合作，美丽田园成为资生堂中国旗下首个专为亚洲肌肤打造的科技美肤品牌 RQ PYOLOGY 律曜的院线战略首发平台，推出“光感透白三重智滤”护理项目。

医疗美容：双美融合降低获客成本，产品成本规模效益显现

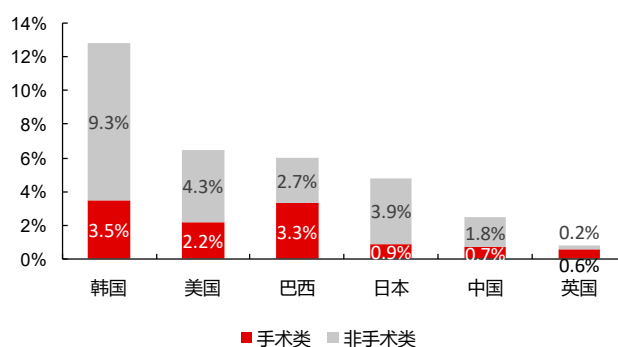
中国医美行业渗透率仍处低位，近年微创及无创的非手术轻医美增速良好、有望驱动渗透率的整体提升。据沙利文预测，2021-2030 年轻医美行业规模 CAGR 达 14.5%，高于手术类医美的 10.4%，预计轻医美以安全性高、即时效果强、无/微创优势，或能为行业增长贡献主力。

图 26：中国医美服务市场规模及增速（按手术和非手术）



资料来源：美丽田园招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 27：2019 年主要国家医美渗透率



资料来源：伊美尔招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

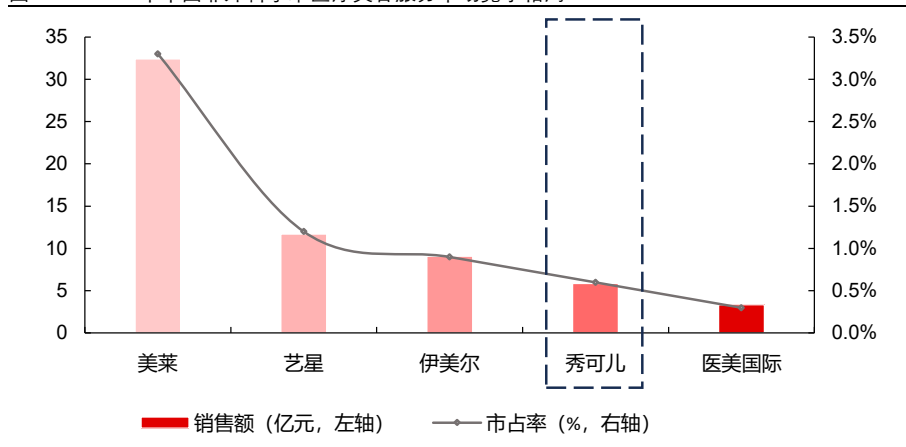
医美产业链可简要分为上游产品和器械、中游服务机构、下游获客平台。其中中游环节以私立民营机构为主，格局较为分散，当前仍处群雄逐鹿的品牌力迸发期。本文聚焦的中游医美机构，主要经营手术类（整形医美）和非手术类（轻医美）项目，以私立民营机构为主，仍处群雄逐鹿的品牌力迸发期：以非外科手术医疗美容服务市场为例，2021 年该市场 TOP5 机构合计市占率仅 6.3%，竞争格局高度分散，其中公司旗下秀可儿医疗美容品牌排名第四、市占率仅为 0.6%，仍有较大提升空间。

图 28：医美产业链图谱



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

图 29：2021 年中国非外科手术医疗美容服务市场竞争格局



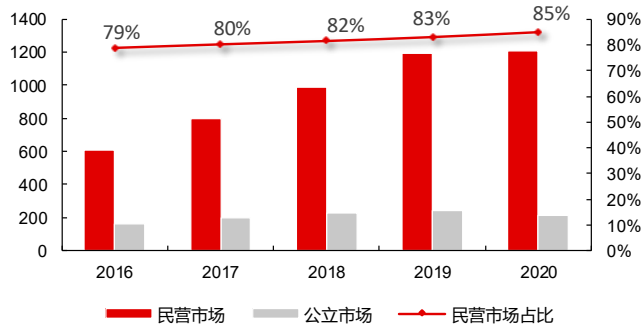
资料来源：美丽田园招股书，长江证券研究所

政策监管趋严及增值税优惠取消，致使民营小机构生存难度提升，头部合规机构有望迎来市占率提升：

1) 由于前期私立民营机构入场速度快于监管体系完善成型，使得违法违规存量机构数占比超八成，伴随监管政策的趋严、头部合规机构有望受益。2020 年，民营医美机构市场规模为 964 亿元，占比超八成，近年公立机构规模相对稳定，民营机构粗放扩张，但监管制度完善相对滞后，使得 2019 年违法违规医美机构数量占比高达 86%，非正规供给亟待出清，行业秩序有待改善。2019 年后，较为密集的医美监管政策陆续出台，主要规范人员执业、产品器械使用以及广告宣传三个层面，随着不达标机构逐步清退，头部合规机构有望迎来市占率提升。

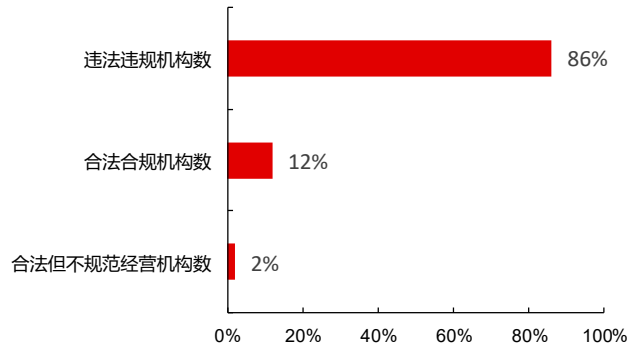
2) 营利性美容医疗机构取消增值税优惠，成本优势不足、获客渠道偏少的中小民营机构盈利空间进一步被挤压，或推动行业出清。2026 年 1 月 1 日，《中华人民共和国增值税法》正式生效，营利性医美机构正式纳入增值税征收范围，使得缺乏成本规模优势、获客渠道偏少的中小民营医美机构盈利空间被进一步压缩，有望驱动行业格局出清。

图 30：公立&民营医美机构市场规模（亿元）及民营机构规模占比



资料来源：艾媒咨询《2021 年中国医美机构市场竞争态势及企业营销模式分析报告》，长江证券研究所

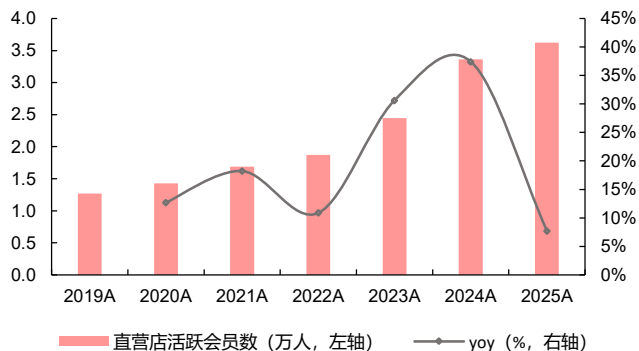
图 31：2019 全国医美机构数量占比（按是否合法合规经营）



资料来源：艾瑞咨询《2020 年中国医疗美容行业洞察白皮书》，长江证券研究所

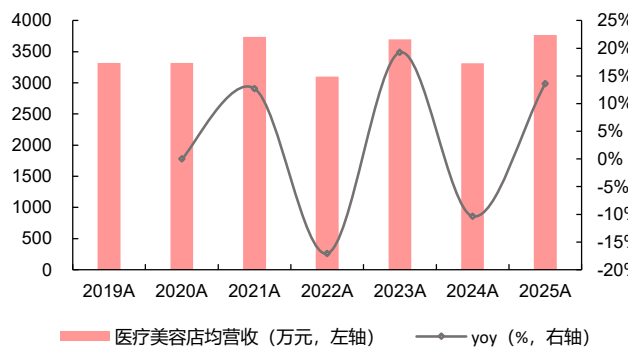
公司医疗美容业务稳步扩张，美丽田园旗下医疗美容品牌“秀可儿 Cellcare”，2025 年已于国内开设 27 家直营门诊，主要分布于一线及新一线城市，活跃会员数实现良好增长：2020-2025 年，秀可儿品牌活跃会员数由 1.4 万人增加至 3.6 万人，年复合增速 20.4%。店均营收平稳增长，2020-2025 年，秀可儿品牌店均营收由 3318 万元提升至 3765 万元，年复合增速 2.6%。

图 32：公司秀可儿品牌活跃会员数增势良好



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 33：公司秀可儿品牌店均营收整体平稳

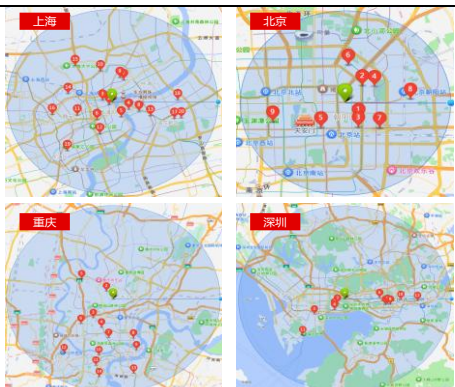


资料来源：公司公告，长江证券研究所

核心优势一：获客成本优势。基于低频次+高试错成本的消费特点，医美消费决策链路较长，加之中游机构竞争较为激烈，引流-进店-消费各阶段转化成本高企，其运营核心在于降低获客成本。而美丽田园作为一站式美业服务龙头，在医美获客上具备天然优势。以美丽田园旗下秀可儿医美在北京、上海、重庆、深圳的门店布局为例，生美门店紧密围绕秀可儿门店错落排布，在偏高端的生美定位与医美用户的客群定位高度契合下，从生美获客并引流至医美，生美客户高粘性增强消费者信任感，选址相近提高品牌识别度，能有效降低医美获客成本，提高医美机构利润率。以会员人数为例，2021-2024 年公司分别有 21.7%、23.7%、25%、24.9%的美容保健会员购买了医疗美容及亚健康增值服务，跨业务会员转化率呈整体提升趋势。2025 年，公司医疗美容活跃会员数达 3.6 万人，5 年⁹复合增速达 20.3%。

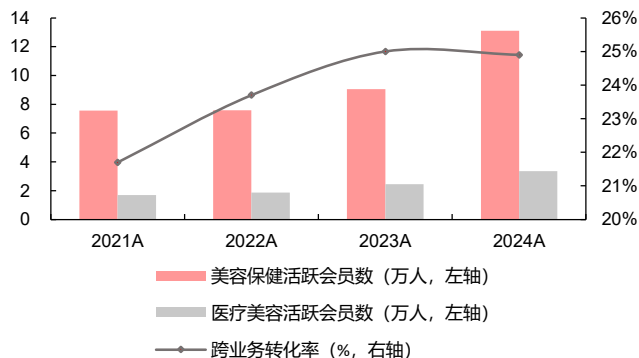
⁹ 2020-2025 年。

图 34：主要城市秀可儿门店的位置及周围美丽田园生美门店分布情况



资料来源：高德地图，长江证券研究所（红色标注为美丽田园门店，绿色标注为秀可儿门店，统计于 2026.4）

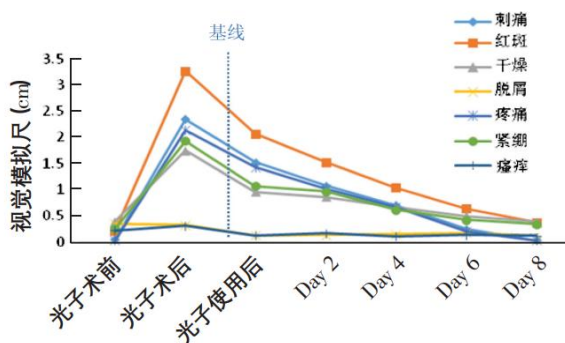
图 35：公司美容保健与医疗美容、亚健康服务跨业务会员转化率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

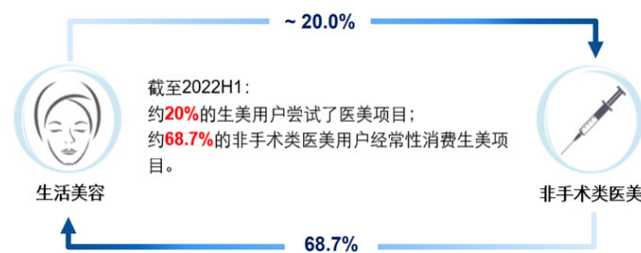
此外，由于医美机构以医护人员为主，难以兼顾术后护理，而医美术后的皮肤通常更为敏感脆弱，需加大补水力度或采取消炎措施，因此秀可儿用户有较大动力回流至生美门店进行专业术后护理，据美丽田园统计，约 68.7% 的秀可儿用户回流至生美门店，形成正向循环，客户粘性得以增强。

图 36：医美项目术后存在皮肤护理精细化需求



资料来源：王莹等，《医美面部冷敷贴对光子嫩肤术后面部护理的有效性研究》中国中西医结合皮肤性病学杂志 2020 年第 19 卷第 6 期，长江证券研究所

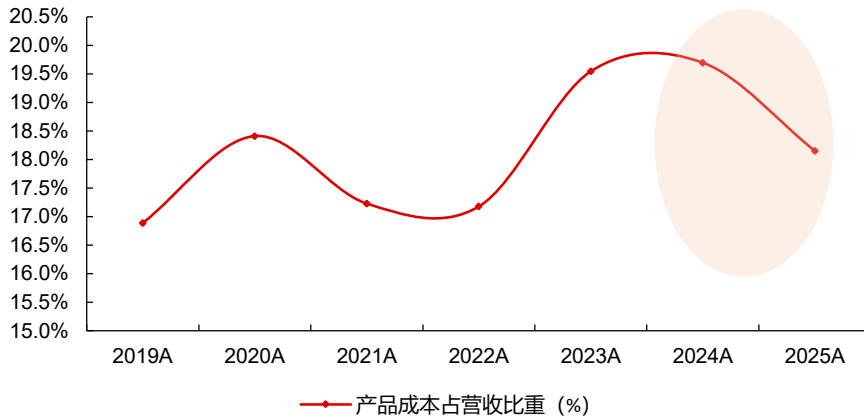
图 37：美丽田园生美和医美形成客户导流正循环



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

核心优势二：产品成本优势。伴随公司医疗美容业务销售额提升，机构上游议价力提升，成本端有望持续改善。具体来看，公司产品成本占营收的比重，在 2023-2024 年医疗美容及亚健康医疗业务快速扩张阶段大幅提升，但 2025 年出现边际改善，核心在于通过规模效益、提升上游耗材议价权，进而实现了成本节余。我们认为，后续伴随公司医疗美容业务营收的增长，产品成本具备持续优化空间。

图 38：2025 年公司产品成本占营收比重同比优化

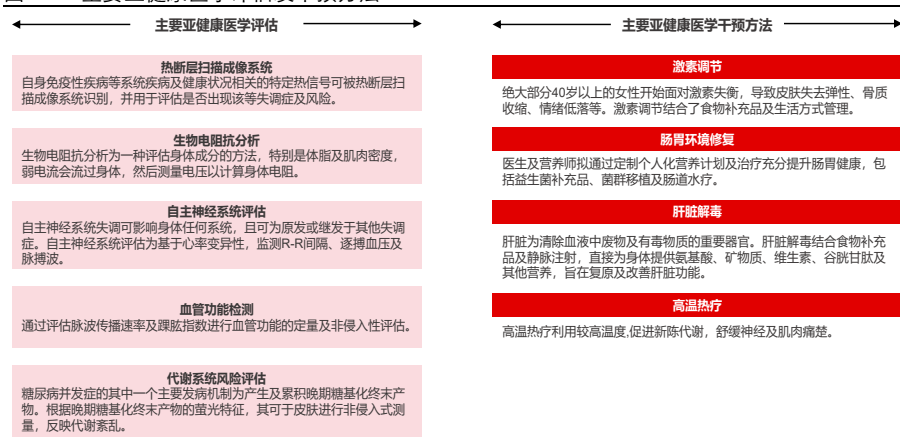


资料来源：公司公告，长江证券研究所

亚健康医疗：快速增长的新兴市场，潜在需求庞大

亚健康评估及干预，指通过调节及增强顾客身体器官系统的功能，旨在改善顾客身体健康状况的医疗服务，一般包括：1) 评估人体内若干器官系统¹⁰功能状态；2) 测试后咨询医生；3) 通过应用功能医学定制干预措施。与疾病治疗不同，亚健康评估及干预服务聚焦疾病预防及长期健康监测护理。市场规模维度，2025 年中国亚健康评估及干预市场规模预计达 139 亿元，5 年¹¹复合增速 19.5%，为快速增长的新兴市场。考虑到中国亚健康人口基数较高，尤其在 25 岁至 55 岁年龄段亚健康人口比例近 58%，潜在客户数量庞大，伴随后续人群渗透率的提升、市场规模有望持续扩容。

图 39：主要亚健康医学评估及干预方法

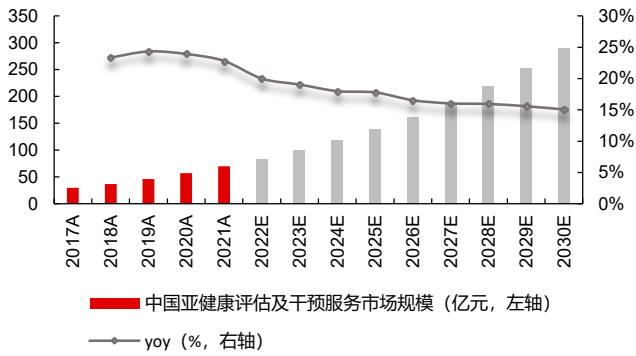


资料来源：招股说明书，长江证券研究所

¹⁰ 包括但不限于内分泌系统、免疫系统及消化系统等。

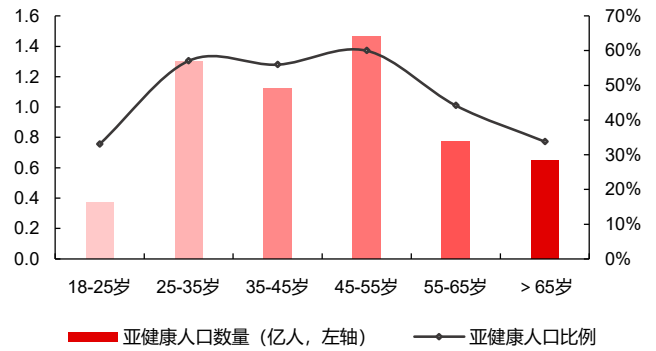
¹¹ 即 2020-2025 年。

图 40：中国亚健康评估及干预服务市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

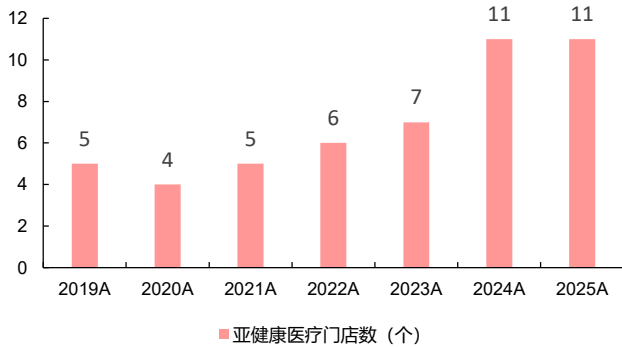
图 41：2021 年中国不同年龄段亚健康人口数量及占比



资料来源：弗若斯特沙利文，长江证券研究所

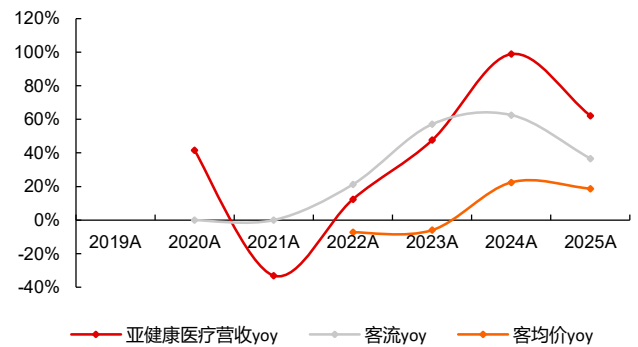
承接美容保健客群进阶需求，实现客户全生命周期需求覆盖。与医疗美容类似，亚健康医疗服务的客源同样可以自美容保健客群转化而来，进而减少获客成本。同时该业务的布局、能够实现对客户全生命周期需求的覆盖，尤其是 45 岁以后年龄段的客户，对亚健康干预的需求将显著上升。截至 2025 年，公司已开设 11 家亚健康医疗门店，门店客流及客均价均实现高速增长，驱动营收端快速放量，未来具备较大增长空间。

图 42：截至 2025 年，公司已开设 11 家亚健康医疗门店



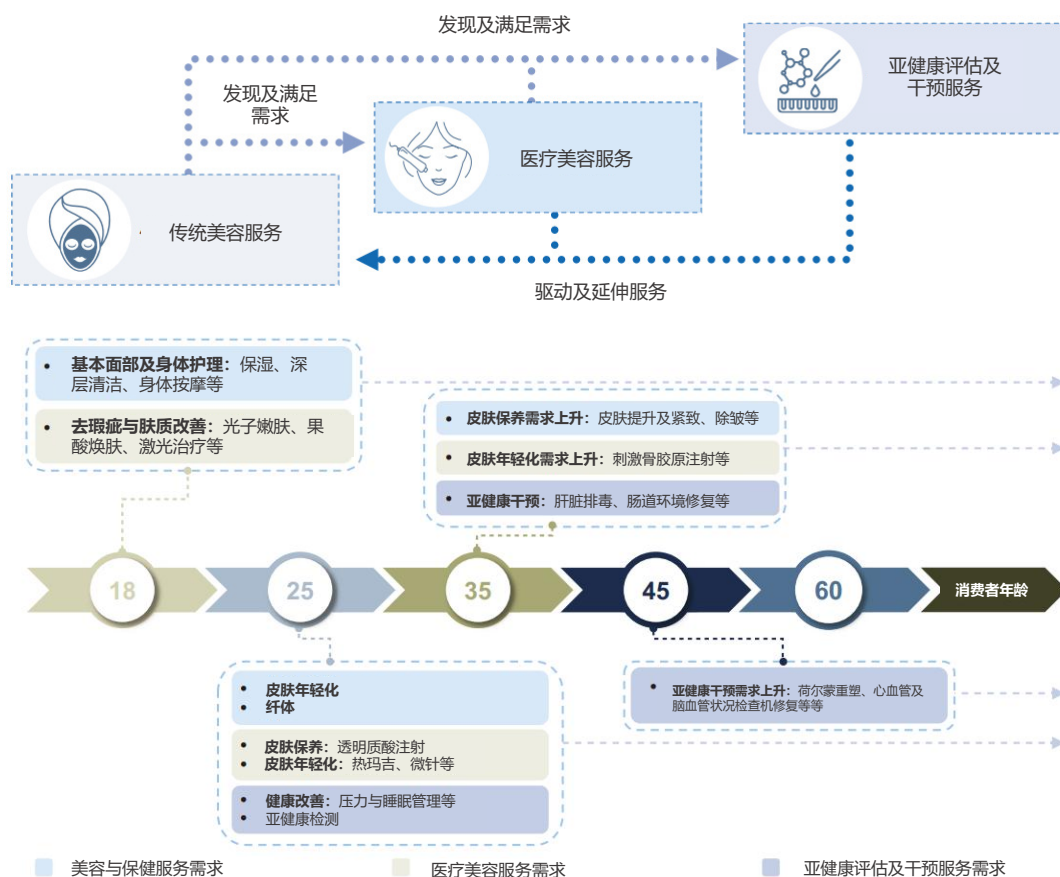
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 43：公司亚健康医疗中客流及客均价均实现快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 44：公司美容保健、医疗美容及亚健康医疗三大业务，实现客户全生命周期需求覆盖



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

投资建议：业务协同性+模式可复制性，打造稀缺美业服务龙头

公司作为稀缺的一站式美业服务龙头，以独特双美+双保健模式下的“强业务协同性”，以及高效数智化 AI 系统赋能下的“强模式可复制性”，实现了全国超 700 家门店覆盖，内生及外延增长兼备。具体来看：

- 1) **美容与保健业务**，公司以详尽的执业规范制定、以及高效的数智化与 AI 系统，解决了生美行业标准化难、规模不经济的痛点，以内生扩店+外延并购实现模式的快速复制。
- 2) **医疗美容业务**，行业监管趋严+税收调整加速市场出清，公司作为合规龙头企业，以稀缺的“双美+双保健”模式，借由业务协同极大降低获客成本的同时，不断提升上游耗材议价权。
- 3) **亚健康医疗业务**，需求蓬勃增长，营收高速增长，有望打造公司第三增长极，预计 2026-2028 年归母净利润 4.2、5.1、5.9 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、行业竞争加剧风险：无论是生美还是医美机构，低集中度反映出实际上并不存在较高行业入局门槛，新进者竞争威胁持续存在，尤其是近年来频出的针对细分领域的年轻独立生美品牌，生美机构需警惕此类品牌带来的客群分流，医美机构则需抢占核心且稀缺的医护人力资源。
- 2、医美监管规范进一步趋严：当前监管主要集中于宣传推广、执业规范方面，不能排除监管政策引导进一步趋严的可能性，由此或影响医美行业未来的增长预期。
- 3、品牌声誉风险：媒体、客户、前员工或公众于媒体或在线社交网络上有关本公司、门店、员工、服务或产品的任何负面评价、意见或指控可能损害品牌、公众形象及声誉，从而可能导致客户、加盟商及业务伙伴流失。
- 4、新产品或品牌推新不及预期：鉴于竞争激烈且多变的环境，公司的增长取决于能否继续扩大及丰富服务及产品组合以及品牌组合。推出新服务或产品系列或品牌及进入新服务或产品品类均涉及固有风险，例如与不断变化的消费者偏好、市场需求及新品牌形象以及定价有关的风险。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
 P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
 P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
 P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
 P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。