

从美丽田园看中国健康与美丽服务行业

——健康与美丽服务行业深度报告

强于大市 (维持)

2022 年 06 月 30 日

投资要点:

行业分析: 中国健康与美丽服务市场规模庞大, 细分赛道竞争格局分散。得益于居民可支配收入的增加、中产群体的日益扩大以及对健康与美丽意识的日渐提升, 中国健康与美丽服务市场的整体规模在 2020 年达到 11506 亿元。①身体及皮肤护理服务 (包含日常面部及身体护理服务和能量仪器与注射服务): 市场规模增速可观, 2016-2019 年市场规模由 3440 亿元增至 4697 亿元 (CAGR10.90%), 预计 2030 年将增至 10567 亿元 (CAGR8.90%)。竞争格局高度分散, 身体及皮肤护理服务领域 2021 年 CR5 为 1.50%, 美丽田园以 15 亿元的收入位居第二; 日常面部及身体护理服务领域 2021 年 CR5 约为 0.70%, 美丽田园以 0.20% 的市占率位居第一; 能量仪器与注射服务领域中, 美丽田园市占率排名第四。②抗衰医学服务: 市场增速强劲, 2016-2020 年市场规模由 24 亿元增至 57 亿元 (CAGR24.90%), 预计 2030 年将达 290 亿元 (CAGR17.60%)。

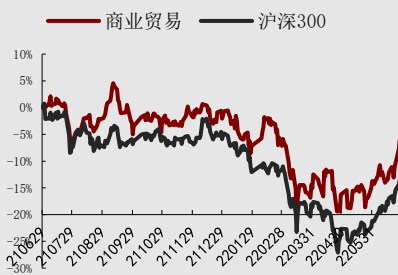
公司概况: 中国领先的健康与美丽管理服务提供商。美丽田园专注美与健康服务二十余年, 以美丽田园、贝黎诗及秀可儿品牌提供身体及皮肤护理服务以及以研源品牌提供抗衰医学服务, 覆盖中国广泛的身体及皮肤护理服务中高端消费者。公司股权相对集中, 6 名一致行动人合计持股 56.77%, 管理团队业务经验丰富。近年来公司业务规模增长迅速, 2019-2021 年营收 CAGR 为 12.6%, 净利润 CAGR 为 18.9%。

公司分析: 品牌服务协同, 高效管理助力门店网络扩张。①品牌&服务: 4 大品牌覆盖日常面部及身体护理服务、能量仪器与注射服务及抗衰医学服务。作为主力的日常面部及身体护理服务拥有 7.6 万活跃会员人数, 每名活跃会员平均消费为 1.2 万元。47 个服务项目、800+个 SKU 可向不同年龄阶段客户、客户生命周期提供服务。②渠道&营销: 线下: 公司建立起了遍布全国的门店网络。截止 2021 年末, 公司在中国拥有 177 家直营门店和 160 家加盟门店, 门店集中在最繁华的黄金地段, 高客流量及出色的运营效率使公司得以建立庞大的会员库。线上: 公司与天猫、抖音、大众点评等电商平台、社交媒体及本地服务平台开展合作投放广告, 还通过直播、视频、赞助活动等方式提升品牌知名度。③运营管理: 公司借助“数字化平台+成熟门店管理体系”高效运营, 目前已开发 32 个专有信息管理体系, 并设立“美丽田园培训中心”保证服务人员的高度专业性。

募资情况: 公司本次所募集资金将主要用于: (1) 扩张及升级服务网络; (2) 进行战略并购加盟店, 其庞大市场潜力将与直营店网络缔造协同效应; (3) 投资 IT 系统以发展内部数字化能力, 精简日常营运及提高营运效率; (4) 营运资金及其他一般公司用途。

风险因素: 疫情反复风险、政策风险、竞争加剧风险、扩张不达预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

618 全网护肤彩妆成交额负增长, 花西子领跑国货彩妆

5 月美妆行业线上数据欠佳, 但部分头部品牌表现较好

贝泰妮领投方里, 拼多多 618 美妆产品拼单量同比增长 122%

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

正文目录

1 健康与美丽服务行业：规模庞大，细分赛道竞争格局分散	4
1.1 概况：中国健康与美丽服务市场规模庞大	4
1.2 身体及皮肤护理服务：市场规模增速客观，市场格局高度分散	5
1.2.1 日常面部及身体护理服务：市场空间稳步增长，市场集中度低	6
1.2.2 能量仪器与注射服务：市场增长快，渗透率有待提升	7
1.3 抗衰医学服务：处于早期快速增长阶段	10
2 公司概况：中国领先的健康与美丽管理服务提供商	11
2.1 业务历程：生活美容服务起家，专注美与健康二十余年	11
2.2 股权结构：股权架构相对集中，管理团队业务娴熟	11
2.3 财务概览：业务规模增长迅速，营收净利增长亮眼	13
3 竞争要素：品牌服务协同，高效管理助力门店网络扩张	14
3.1 品牌&服务：“四大品牌+一站式服务”抢占客户心智	14
3.1.1 品牌：四大品牌矩阵全面布局健康与美丽管理服务市场	14
3.1.2 服务：面部及身体护理服务拉动各项服务协同发展	14
3.2 渠道：门店销售策略重点明确，营销方式多方位通达	17
3.2.1 线下门店渠道：“一线城市+主要品牌”为布局主线，同店销售向好	17
3.2.2 线上、线下推广渠道：“大型平台+繁华地段”的广告展示战略	20
3.3 运营管理：借助“数字化平台+成熟门店管理体系”高效运营	20
4 募资情况：扩张升级服务网络，战略并购加盟店铺	22
5 风险因素	22
图表 1：健康与美丽服务细分市场概况	4
图表 2：居民人均可支配收入及同比增速	4
图表 3：中国中产阶级占比	4
图表 4：中国身体及皮肤护理服务行业发展的主要驱动力	5
图表 5：2016-2030 年中国身体及皮肤护理服务市场规模（十亿元）	5
图表 6：2021 年中国身体及皮肤护理服务市场的主要参与者	6
图表 7：身体及皮肤护理服务行业的两组市场参与者	6
图表 8：2016-2030 年中国日常面部及身体护理服务市场规模（十亿元）	7
图表 9：2021 年中国日常面部及身体护理服务市场的主要参与者	7
图表 10：注射类项目及能量仪器项目的主要类别	8
图表 11：2016-2030 年中国能量仪器与注射服务市场规模（十亿元）	8
图表 12：2020 年主要国家每千人的能量仪器与注射服务项目数(次)	9
图表 13：2021 年中国能量仪器与注射服务市场的主要参与者	9
图表 14：2020 年我国激光治疗设备市场份额	9
图表 15：2020 年我国医美行业执业医师供需对比	10
图表 16：2016-2030 年中国抗衰医学服务市场规模（十亿元）	10
图表 17：公司业务历程	11
图表 18：公司股权架构	12
图表 19：公司高级管理层	12
图表 20：公司营收及同比增速	13
图表 21：公司净利润及同比增速	13
图表 22：公司近年来毛利率&净利率	13

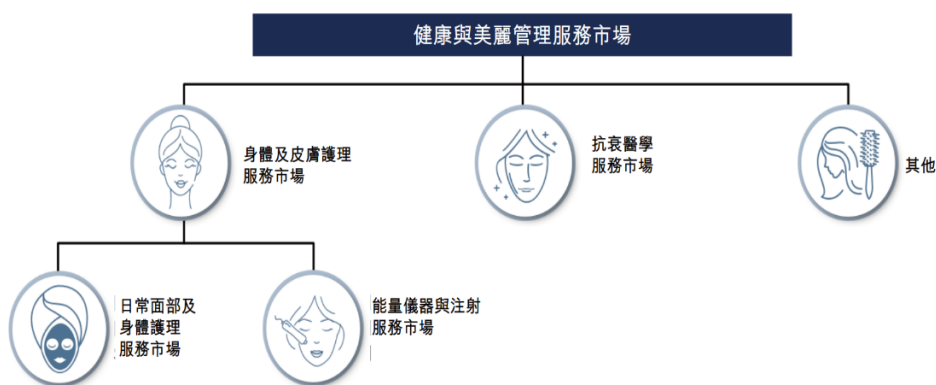
图表 23: 公司近年来费用率情况	13
图表 24: 公司各品牌情况	14
图表 25: 公司分业务收入占比	15
图表 26: 公司分业务毛利率	15
图表 27: 公司主要服务项目	15
图表 28: 公司各服务的协同效应	16
图表 29: 公司门店活跃会员人数	17
图表 30: 公司门店平均消费情况 (元)	17
图表 31: 公司直营及加盟模式收入情况	17
图表 32: 公司门店城市分布情况	17
图表 33: 公司门店网络情况	18
图表 34: 公司各品牌直营门店数量情况	18
图表 35: 公司各品牌直营店营收情况	18
图表 36: 公司各品牌直营店门店平均客流量情况	19
图表 37: 日常面部及身体护理服务门店阶段情况	19
图表 38: 日常面部及身体护理服务门店平均收入	19
图表 39: 日常面部及身体护理服务门店客户流量情况	19
图表 40: 日常面部及身体护理服务门店活跃客户消费情况	19
图表 41: 公司各品牌同店销售增长率	20
图表 42: 公司的数字化信息管理体系	21
图表 43: 公司整体员工结构	21
图表 44: 公司专业服务人员结构	21

1 健康与美丽服务行业：规模庞大，细分赛道竞争格局分散

1.1 概况：中国健康与美丽服务市场规模庞大

健康与美丽管理服务指的是协助消费者维持及改善身体健康与外形的一系列广泛服务,其中包括身体及皮肤护理服务(日常面部及身体护理服务、能量仪器与注射服务)、抗衰医学服务、个人健身训练、健康咨询、整形外科、美发美甲等。根据弗若斯特沙利文的数据显示,2020年中国健康与美丽服务市场的整体规模达到11506亿元,其细分市场即身体及皮肤护理服务市场、抗衰医学服务市场的规模分别达到4489亿元、57亿元。

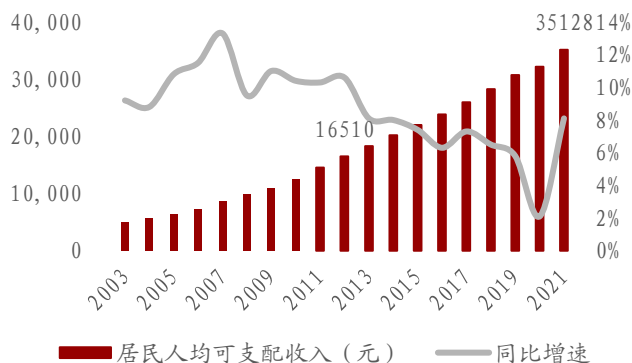
图表1: 健康与美丽服务细分市场概况



资料来源：弗若斯特沙利文、美丽田园招股书、万联证券研究所

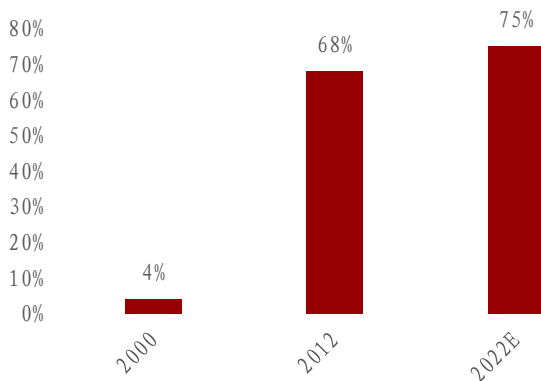
中国健康与美丽服务行业的发展受到多因素的推动:(1)居民可支配收入增加与中产群体日益扩大:近年来,我国居民人均可支配收入稳步扩大,在2012-2021年这十年间,居民年度人均可支配收入从1.65万元提升至3.51万元,CAGR为8.75%。根据麦肯锡的报告显示,中国的中产阶级占比从2000年的4%飞速提升至2012年的68%,预计2022年将达到75%。在经济迅速发展背景之下,居民也愿意为消费支出更多。(2)对健康与美丽的意识日渐提升:随着环境的改变和工作生活压力的增加,城市亚健康人口数量增长,居民改善健康与美丽的意识也在日渐提升。

图表2: 居民人均可支配收入及同比增速



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表3: 中国中产阶级占比



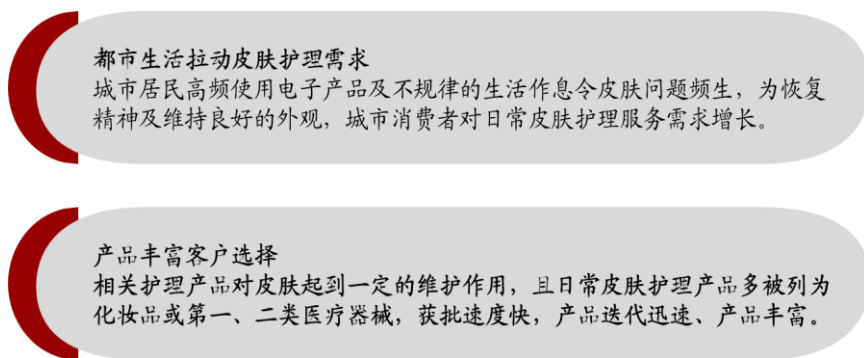
资料来源：麦肯锡、万联证券研究所

注：麦肯锡对中产阶级划分区间为中国城市家庭年收入在6万—22.9万元人民币之间

1.2 身体及皮肤护理服务：市场规模增速客观，市场格局高度分散

身体及皮肤护理服务可分为日常面部及身体护理服务以及能量仪器与注射服务两大类，后者采用射频项目等医学方式提升消费者的身体及皮肤状况。在我国，高压、快节奏的都市生活带来的护理需求以及品种丰富的护理产品的不断推出，已成为身体及皮肤护理服务行业发展的主要推动力。

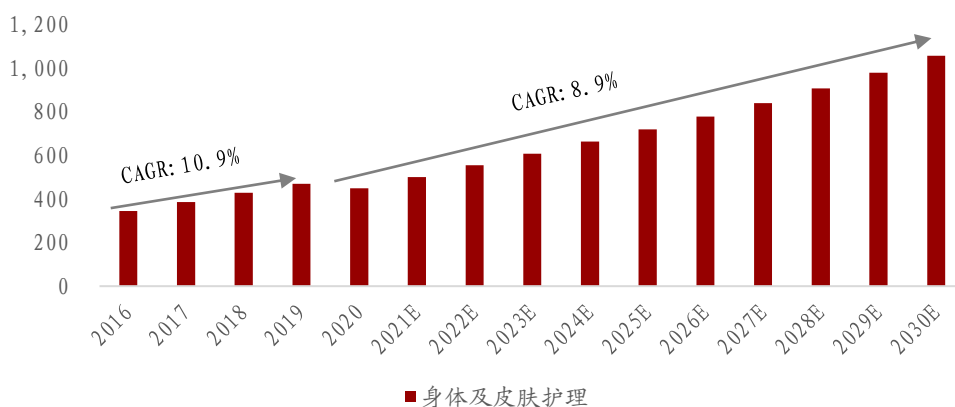
图表4：中国身体及皮肤护理服务行业发展的主要驱动力



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

中国身体及皮肤护理服务市场规模增速可观，预计2030年体量可达万亿。近年来，受到经济增长和消费升级的推动，中国身体及皮肤护理服务市场规模由2016年的3440亿元增至2019年的4697亿元（CAGR=10.9%）。受疫情影响，2020年的市场规模缩减至4489亿元。随着经济从疫情的影响中逐渐恢复，预计2030年中国身体及皮肤护理服务市场将增至10567亿元（CAGR=8.9%）。

图表5：2016-2030年中国身体及皮肤护理服务市场规模（十亿元）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、年报、专家访谈、弗若斯特沙利文、美丽田园招股书、万联证券研究所

竞争格局：中国的身体及皮肤护理服务市场高度分散，2021年市场前五大参与者的市场份额约为1.5%，美丽田园以15亿元的收入位居第二。预计中国身体及皮肤护理服务市场的未来趋势为：①服务更趋专业化及差异化；②数字化服务提高行业透明度，能够满足顾客的定制化需求；③行业加速整合，领先企业快速扩张，服务质量和执业标准更高。

图表6: 2021年中国身体及皮肤护理服务市场的主要参与者

排名	机构	公司背景	收益 (十亿元)	市场份额 (%)
1	A 公司	一家于 1999 年创立的私营美丽服务集团	3.2	0.6
2	本集团		1.5	0.3
3	B 公司	一家于 2009 年创立的私营美丽服务集团	1.2	0.2
4	C 公司	一家于 1997 年创立的私营美丽服务集团	0.9	0.2
5	D 公司	一家于 2007 年创立的健康与美丽连锁店	0.8	0.2

资料来源: 专家访谈、弗若斯特沙利文、美丽田园招股书、万联证券研究所

身体及皮肤护理服务行业的市场参与者可分为两组: ①拥有1-4家门店的单门店运营商及小型连锁机构; ②拥有5家门店及以上的中型及大型连锁机构。两组参与者各有优缺点, 单门店及小型连锁机构易于管理, 但服务范围有限; 中型和大型连锁机构的覆盖地域范围广, 获客渠道更广泛, 能够提供更优质的服务, 并且有更多行业整合机会。

图表7: 身体及皮肤护理服务行业的两组市场参与者

类别	门店数目	特色
中型、大型连锁机构	≥ 5	<ul style="list-style-type: none"> ● 个性化、全面、优质的服务 ● 声誉度高 ● 地域范围覆盖广 ● 全面的客户管理 ● 更多获客渠道 ● 更多行业整合机会
小型连锁机构及单门店	1-4	<ul style="list-style-type: none"> ● 服务范围有限 ● 社区网络 ● 更低资本需求 ● 易于管理

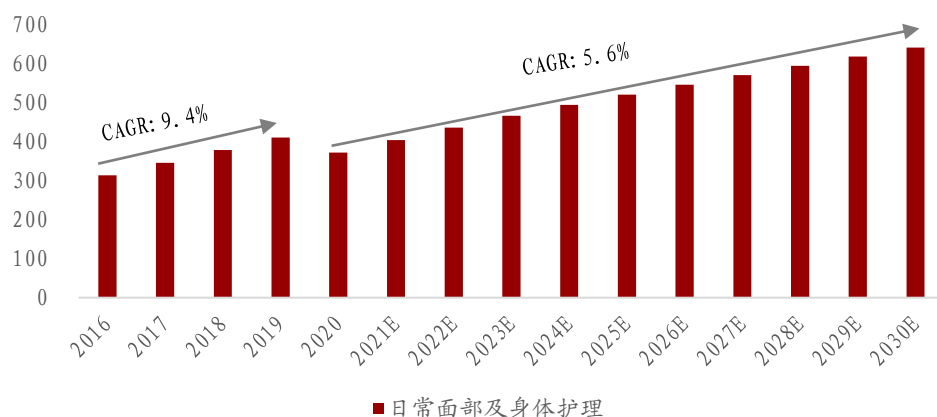
资料来源: 中国整形美容协会、中国国际美博会、专家访谈、弗若斯特沙利文分析、美丽田园招股书、万联证券研究所

1.2.1 日常面部及身体护理服务: 市场空间稳步增长, 市场集中度低

日常面部及身体护理服务包括身体服务及面部服务。身体服务主要包括纤体及身体护理服务; 面部服务主要包括清洁、保湿、皮肤美白及皮肤年轻化服务。中国日常面部及身体护理服务的客户群体主要是31-50岁的女性, 服务均价处于400-1500元之间。

日常面部及身体护理服务市场稳步增长。中国日常面部及身体护理服务的市场规模由2016年的3132亿元增至2019年的4097亿元 (CAGR=9.4%)。受疫情影响, 2020年的市场规模缩减至人民币3716亿元。随着城市居民对该服务需求的增加及产品类型的多样化, 市场规模将继续增长, 预计2030年将达6402亿元 (CAGR=5.6%)。2020年中国接受日常面部及身体护理服务的人数约为1.5亿人, 预计2030年将达到约2亿人。

图表8: 2016-2030年中国日常面部及身体护理服务市场规模（十亿元）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、年报、专家访谈、弗若斯特沙利文、美丽田园招股书、万联证券研究所

竞争格局：中国的日常面部及身体护理服务市场集中度很低，2021年市场前五大参与者的市场份额约为0.7%，美丽田园以0.2%的市占率位居第一。未来新进入者面临的进入壁垒主要有：①难以在短时间内建立良好的品牌声誉并获得稳定的顾客流量；②难以扩大个性化服务的规模；③租用大面积门店并装修需要大量的资本投资。

图表9: 2021年中国日常面部及身体护理服务市场的主要参与者

排名	机构	公司背景	收益（亿元）	市场份额（%）
1	美丽田园		9.41	0.2
2	D公司	一家于2007年创立的私营健康与美丽连锁店	6.75	0.2
3	E公司	一家于1996年创立的私营健康与美丽连锁店	5.33	0.1
4	F公司	一家于1999年创立的私营健康与美丽连锁店	3.54	0.1
5	G公司	一家于2017年进入中国市场的私营美丽服务提供商	3.11	0.1

资料来源：专家访谈、弗若斯特沙利文、美丽田园招股书、万联证券研究所

1.2.2 能量仪器与注射服务：市场增长快，渗透率有待提升

能量仪器与注射服务包括能量仪器服务及注射类服务。该服务具有顾客粘性高、相对外科项目风险低以及服务多样化的特点。能量仪器项目借助激光、射频、超声波等各种能量设备进行皮肤护理及塑身，如痤疮及色素治疗、嫩肤及紧肤。注射类项目主要包括对身体组织进行极低侵入度的美容，如面部或身体A型肉毒杆菌素注射、胶原蛋白及透明质酸皮肤填充物注射等。

中国能量仪器与注射服务的客户群体主要是21-40岁的女性，服务均价较高，能量仪器和注射类项目均价分别在4000-20000元和2000-10000元之间。

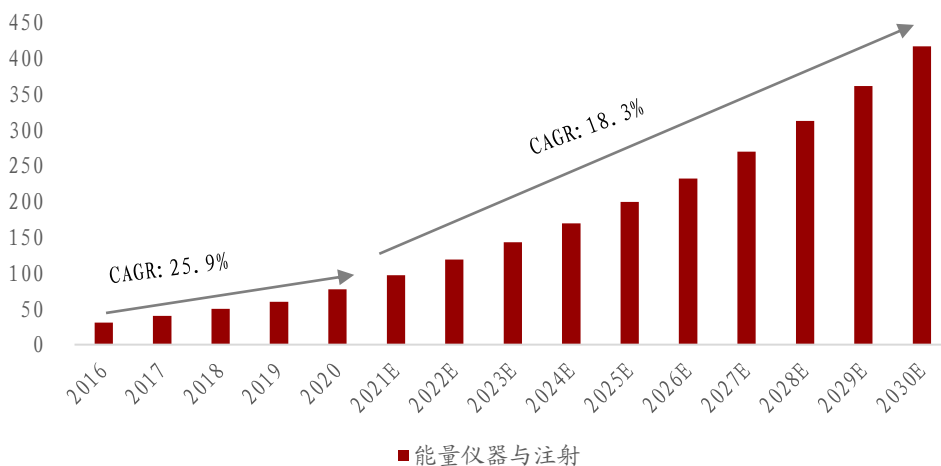
图表10: 注射类项目及能量仪器项目的主要类别



资料来源：弗若斯特沙利文、美丽田园招股书、万联证券研究所

能量仪器与注射服务市场增长较快。由于人们美容意识的增强以及能量仪器与注射服务技术的进步，中国能量仪器与注射服务的市场规模由2016年的308亿元增至2020年的773亿元（CAGR25.9%），预计2030年的市场规模将达4166亿元（CAGR18.3%）。

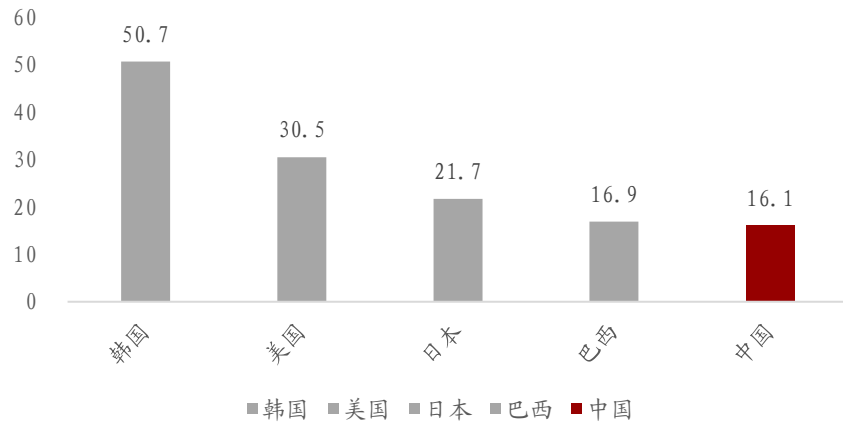
图表11: 2016-2030年中国能量仪器与注射服务市场规模（十亿元）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、中国整形美容协会、年报、专家访谈、弗若斯特沙利文、美丽田园招股书、万联证券研究所

中国的能量仪器与注射服务渗透率有较大提升空间。2016-2020年中国每千人的能量仪器与注射服务项目数CAGR为26%，但是与其他主要市场相比，中国的能量仪器与注射服务渗透率仍然较低。2020年，韩国每千人的能量仪器项目为50.7次，美国为30.5次，中国为16.1次。

图表12: 2020年主要国家每千人的能量仪器与注射服务项目数(次)



资料来源: 国际美容整形外科学会、美国美容整形外科学会、美丽田园招股书、世界银行、弗若斯特沙利文分析、万联证券研究所

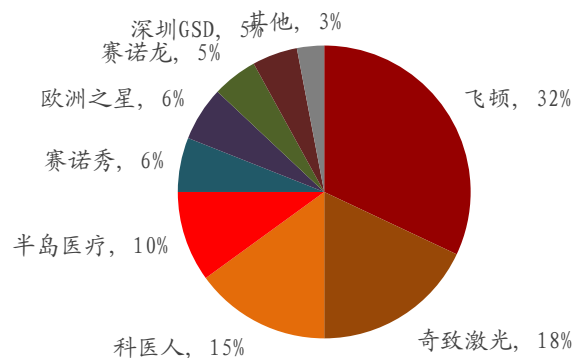
竞争格局: 中国的能量仪器与注射服务市场分散, 2021年美丽田园在中国市场的众多参与者中排名第4。而处于能量仪器服务市场上游的光电医美设备服务市场则具有垄断性较强的特点, 我国激光医美设备市场前四名依次为飞顿、奇致激光、科医人和半岛医疗, 份额集中度为75%。

图表13: 2021年中国能量仪器与注射服务市场的主要参与者

排名	机构	公司背景	收益(亿元)	市场份额(%)
1	A公司	一家于1999年创立的私营美丽服务集团	32.40	3.30
2	B公司	一家于2009年创立的私营美丽服务集团	11.70	1.20
3	C公司	一家于1997年创立的私营美丽服务集团	9.07	0.90
4	美丽田园		5.87	0.60
5	H公司	一家于1997年成立的美丽服务上市集团, 于2019年在纳斯达克上市	4.68	0.50

资料来源: 年报、专家访谈、弗若斯特沙利文、美丽田园招股书、万联证券研究所

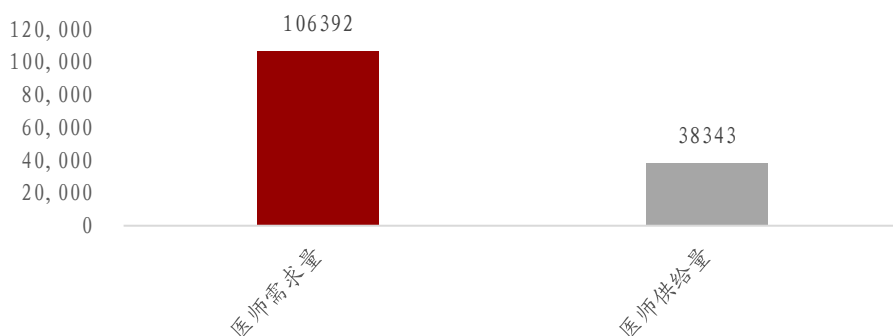
图表14: 2020年我国激光治疗设备市场份额



资料来源: 《2021医美行业白皮书》, 万联证券研究所

新进入者将面临以下进入壁垒：①中国能量仪器与注射服务行业的监管标准严格；②新进入者难以在短期内建立良好的品牌声誉；③需要充足的资金支持能量仪器与注射服务业务早期的运营；④难以招聘执业医师；⑤须承担高额的销售开支。《2021医美行业白皮书》提出相关人才短缺是制约该行业发展的关键因素之一。2020年我国认证的医师总数约为38000人，仅占同年市场预测所需执业医师人数的36.04%

图表15：2020年我国医美行业执业医师供需对比



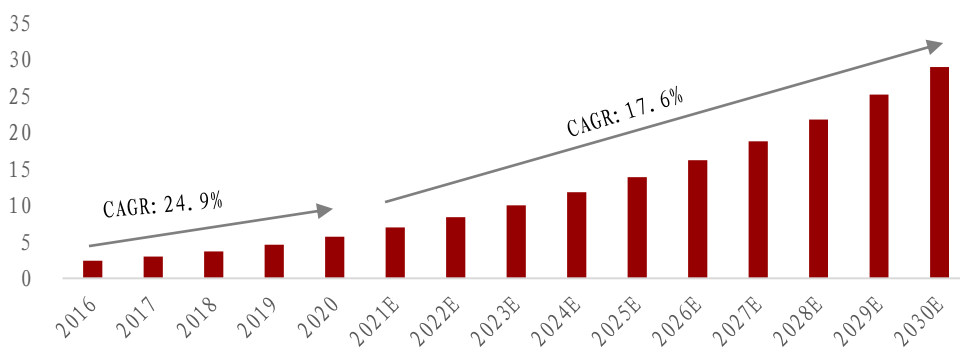
资料来源：《2021医美行业白皮书》，新氧数据颜研究院、万联证券研究所

1.3 抗衰老医学服务：处于早期快速增长阶段

抗衰老医学服务指的是一系列定制的综合健康管理解决方案，包括健康检查、咨询及干预。抗衰老医学服务专注于潜在疾病预防，以及基于顾客个人健康状况的长期健康监测及护理。主要检查及干预包括激素调节、肝脏排毒及胃肠道环境修复。抗衰老医学服务的**客户群体**主要是处于亚健康状态的中年人，每名客户每年用于该服务的支出在10000-200000元之间。

抗衰老医学服务市场增速强劲。随着中国亚健康人口日益增加，更先进的技术引入抗衰老医学服务市场，中国抗衰老医学服务的市场规模快速增长，由2016年的24亿元增至2020年的57亿元（CAGR=24.9%），预计2030年将达290亿元（CAGR=17.6%）。

图表16：2016-2030年中国抗衰老医学服务市场规模（十亿元）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，专家访谈，弗若斯特沙利文，美丽田园招股书，万联证券研究所

抗衰老医学服务市场是一个处于相对早期阶段的新兴市场，在未来几年有巨大的市场增长潜力。预期中国抗衰老医学服务行业将受以下趋势的影响：①数字化和技术进步有助于提升亚健康评估专业度，提高运营效率；②未来目标顾客更广泛促进市场发展；③市场参与者利用协同效应扩展业务线提升竞争力。如日常面部及身体护理服务市场或能量仪器与注射服务市场的现有参与者在服务组合中增加抗衰老医学服务。

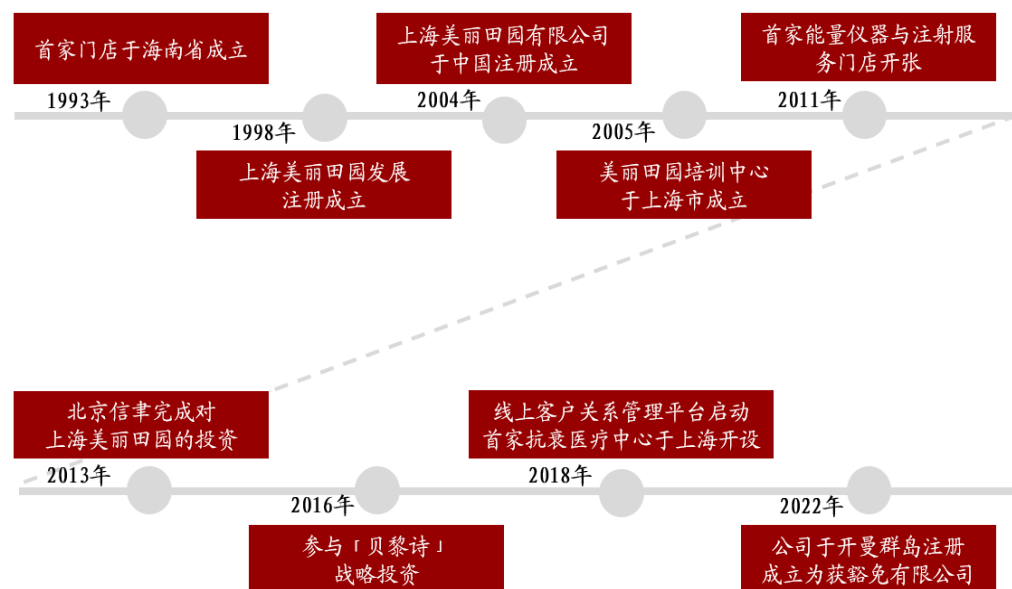
2 公司概况：中国领先的健康与美丽管理服务提供商

2.1 业务历程：生活美容服务起家，专注美与健康二十余年

美丽田园是一站式健康与美丽管理服务提供商，在中国居于领先地位。公司自1993年在海南省成立首家门店起，专注于提供身体及皮肤护理服务，并于2018年扩展至抗衰老医学服务。一站式服务从客户个人需求出发，满足客户保持健康及具吸引力仪容的愿望。公司以美丽田园、贝黎诗及秀可儿品牌提供身体及皮肤护理服务以及以研源品牌提供抗衰老医学服务，覆盖中国广泛的身体及皮肤护理服务中高端消费者。

按2021年收益计，美丽田园是中国最大的日常面部及身体护理服务和第二大的身体及皮肤护理服务提供商，截至2021年12月31日，公司已建立由177家直营门店组成的全国门店网络，包括位于一线城市的87家门店及位于新一线城市的70家门店。另外，还有160家加盟门店。

图表17：公司业务历程

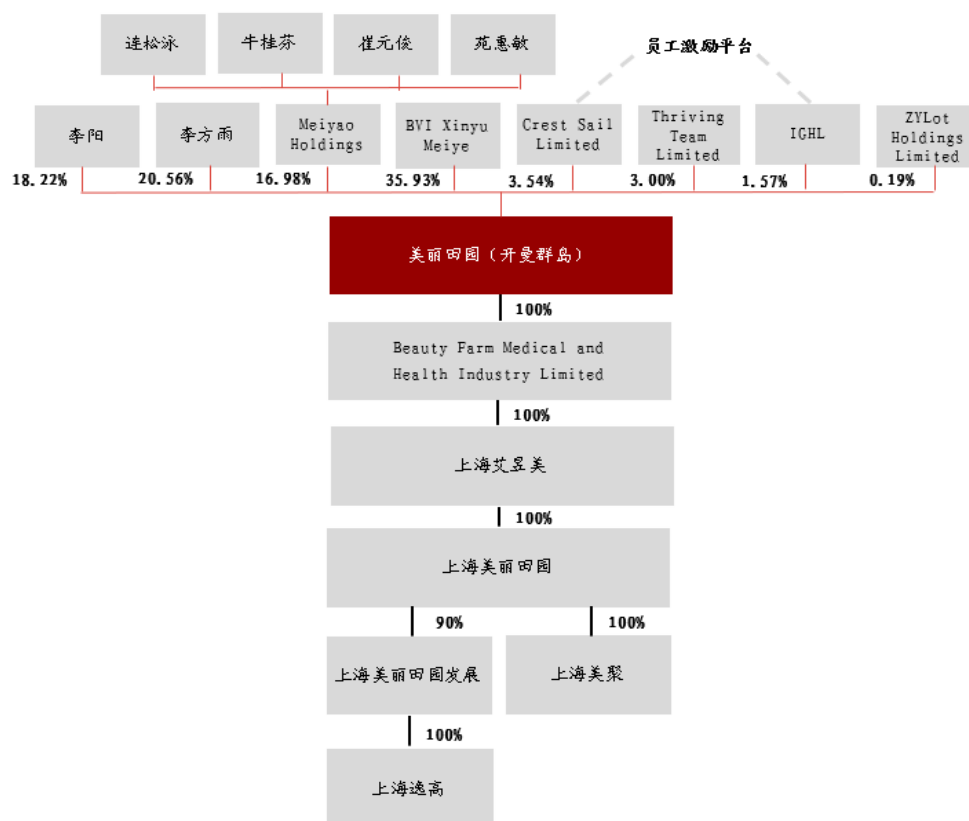


资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

2.2 股权结构：股权架构相对集中，管理团队业务娴熟

6名一致行动人合计持股56.77%，股权集中架构稳定。李阳、李方雨、连松泳、牛桂芬、崔元俊及苑惠敏于2022年3月10日订立一致行动协议，其中董事长李阳持股约18.22%，李阳之女李方雨持股约20.56%。作为员工激励平台的Crest Sail Limited和IGHL分别持股约3.54%和1.57%。

图表18: 公司股权架构



资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

高级管理层业务经验丰富，董事会成员多元化。董事长李阳加入本集团前，先后任职于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。董事会目前由八名董事组成，当中包括两名执行董事、三名非执行董事及三名独立非执行董事。董事具备各方面的知识及技能，包括但不限于整体业务管理、财务及会计、研发及投资，彼等已获多项专业学位，包括工程、工商管理、科学、会计及金融、国际法以及临床医学。

图表19: 公司高级管理层

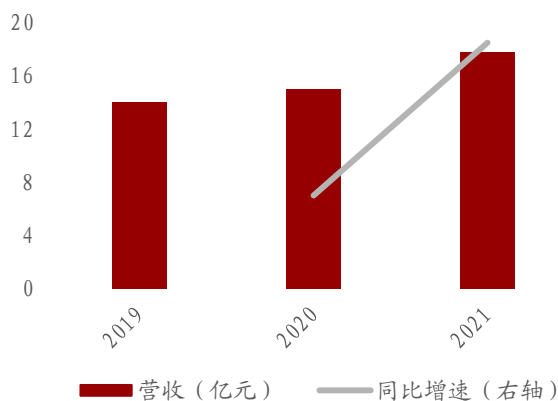
姓名	职位	年龄	加入集团时间	角色与职责
李阳	执行董事 董事会主席	62	2003 年 1 月	负责集团整体管理业务及战略以及监督集团的商业适用性及可持续性
连松泳	执行董事 首席执行官 董事会副主席 执行董事	50	2015 年 11 月	负责集团的整体管理及整体战略等重大事项的决策
周敏	首席财务官 董事会秘书 联席公司秘书	52	2015 年 3 月	负责集团的财务规划

资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

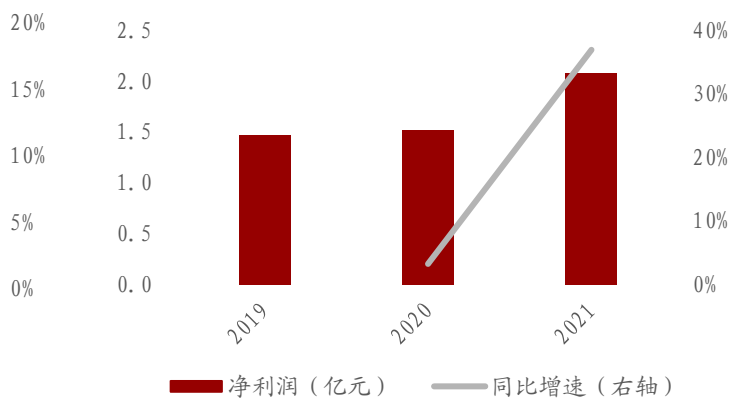
2.3 财务概览：业务规模增长迅速，营收净利增长亮眼

近年美丽田园公司业务增长迅速。公司营收近年来稳步增加，2021年营收为17.81亿元，较2020年上升18.5%，主要得益于直营门店网络扩大和同店销售增长。公司净利润从2019年1.47亿元升至2021年2.08亿元，CAGR为18.9%，净利润增速明显。

图表20：公司营收及同比增速



图表21：公司净利润及同比增速

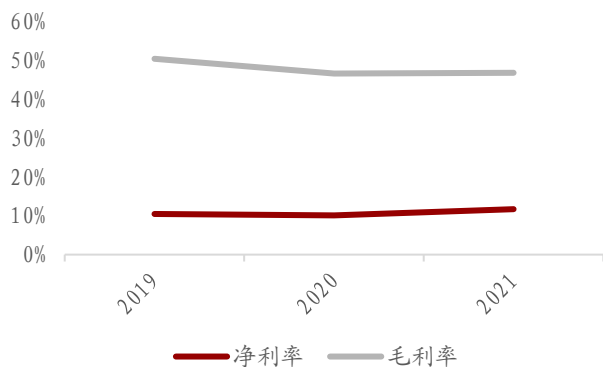


资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

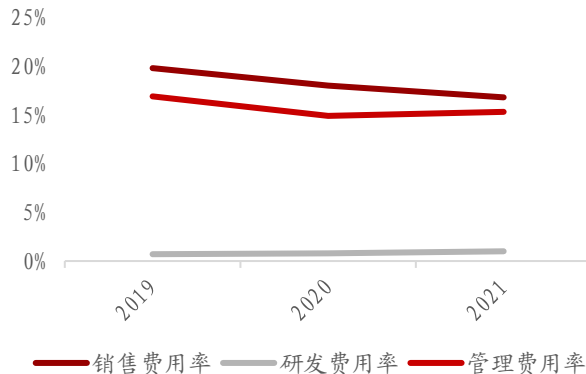
资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

公司毛利率略有下降，净利率稳中向上。公司2021年毛利率为46.8%，较2019年略有下降，主要是由于受疫情影响；净利率为11.7%，较前两年有所提升。各项费用率中，得益于公司经营效率的提高及业务规模效应的利用，销售费用率由2019年的19.8%下降至2021年的16.8%，管理费用率由2019年的16.9%下降至2021年的15.3%。

图表22：公司近年来毛利率&净利率



图表23：公司近年来费用率情况



资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

3 竞争要素：品牌服务协同，高效管理助力门店网络扩张

3.1 品牌&服务：“四大品牌+一站式服务”抢占客户心智

3.1.1 品牌：四大品牌矩阵全面布局健康与美丽管理服务市场

公司是健康与美丽管理服务行业的领先营运商，服务范围全面。根据弗若斯特沙利文的数据显示，公司是中国最大的日常面部及身体护理服务提供商、第二大身体及皮肤护理服务提供商。通过旗舰品牌美丽田园以及新品牌贝黎诗、秀可儿、研源等品牌组合为客户提供一站式健康与美丽管理服务。美丽田园品牌于1993年建立，是所在行业历史最悠久的国内连锁品牌之一；公司于2016年起参与贝黎诗战略投资，以上两个品牌均以日常面部及身体护理服务作为服务重点。2011年起，公司以秀可儿品牌提供能量仪器与注射服务，并于2018年起以研源品牌提供抗衰医学服务。

图表24：公司各品牌情况

公司品牌	直营店数目	服务重点	业务模式
 美丽田园 Beauty Farm	138	日常面部及身体护理服务	直营店及加盟店
 贝黎诗 BELLE'S	16	日常面部及身体护理服务	直营店及加盟店
 秀可儿 CellCore	18	能量仪器与注射服务	直营店
 研源 NEOLOGY	5	抗衰医学服务	直营店

资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

3.1.2 服务：面部及身体护理服务拉动各项服务协同发展

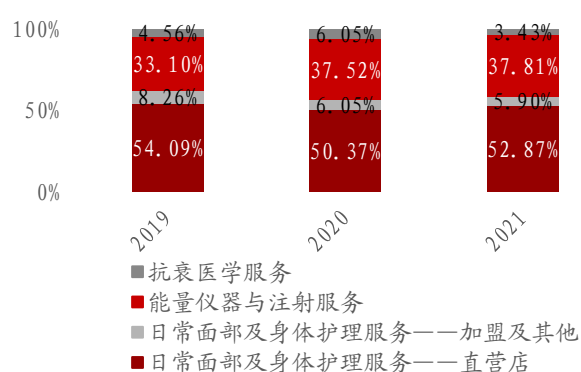
公司的服务涵盖所有个性化身体及皮肤护理服务（包括日常面部及身体护理服务及能量仪器与注射服务）以及抗衰医学服务。

- **日常面部及身体护理服务：**主要包括面部及身体服务项目，旨在改善客户的皮肤状况和整体身体健康，属非医疗及无创伤性质。该服务主要由美丽田园及贝黎诗门店提供，包括31种服务项目，涵盖130+个SKU。2019-2021年该类服务收入占比为62.3%/56.4%/58.8%。
- **能量仪器与注射服务：**能量仪器服务旨在改善外观及皮肤状况，如面部及身体塑形、去除痣及疣、黄褐斑、酒糟鼻、皮脂腺增生、脂溢性角化病及皮肤过敏。公司就各种目的提供广泛的优质能量仪器美容服务，如皮肤年轻化、色素改善、皮肤紧致、胶原蛋白刺激、提升、皮肤去角质、脱毛及局部脂肪细胞破坏。能量仪器美容服务涉及使用能量设备，例如激光、射频、强冲光及冷冻溶脂。所有能量仪器设备均获国家药品监督管理局有关其安全性及有效性的批准。注射类服务以微创的方式渗透至身体组织，帮助客户改善外表。能量仪器与注射服务由

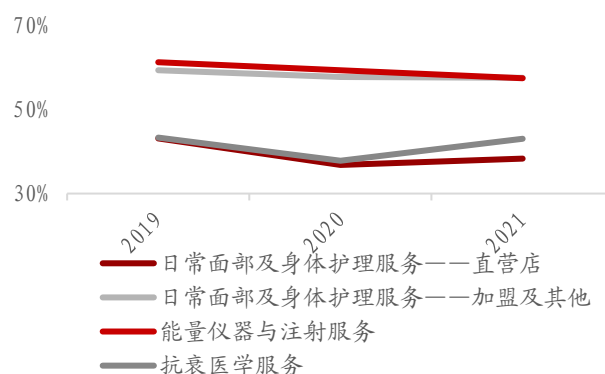
秀可儿门店提供，包括10类服务项目，涵盖300+个SKU。2019-2021年该类服务收入占比为33.1%/37.5%/37.8%。

- **抗衰医学服务：**旨在就亚健康评估及干预项目，使用专门技术及各类测试以评估健康状况并提供干预护理。该服务主要由研源医疗中心门店提供，包括六类抗衰医学服务项目，涵盖近400个SKU。2019-2021年该类服务收入占比为4.6%/6.0%/3.4%。

图表25：公司分业务收入占比



图表26：公司分业务毛利率



资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

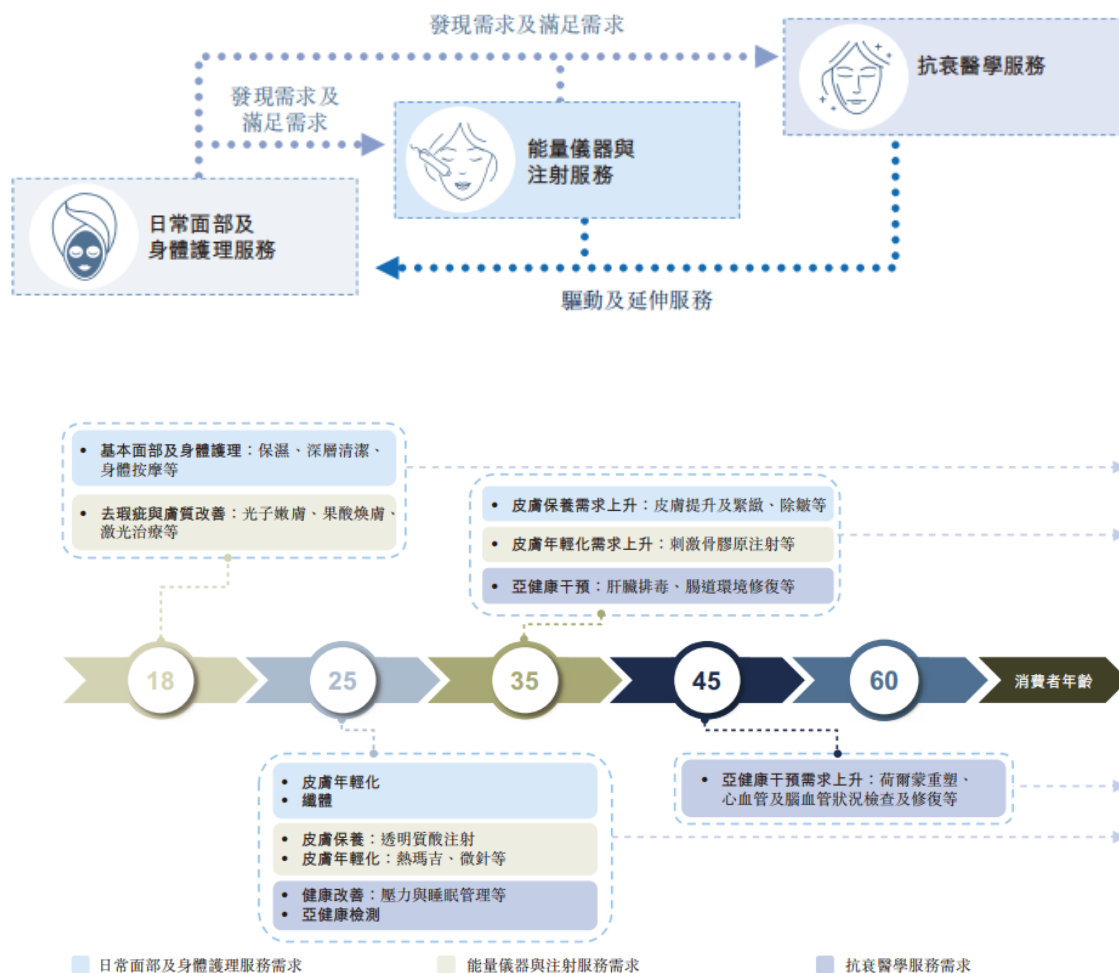
图表27：公司主要服务项目

服务类型	主要项目	价格范围（元）
日常面部及身体护理服务	身体保健	190-760
	纤体塑形	240-1,900
	美体水疗	140-390
	女性养护	190-840
	肤质管理	190-840
	肤色调理	490-990
	肤龄护理	490-1,990
	局部护理	170-950
能量仪器美容服务	热塑疗法	6,800-66,000
	光子嫩肤	890-9540
	Fotona4D	4,600-18,800
	皮秒激光	800-12,800
注射类服务	低温体雕术	1,990-29,800
	注射A型肉毒杆菌素	800-22,800
	注射填充物	3,000-19,800
	童颜针	6,600-19,800
抗衰医学服务	雪花针	800-3,800
	幸福眼	13,800-19,800
	功能医学检测	1,000-38,000
	亚健康评估	1,100-12,000
	干预护理	1,000-9,600

资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

精准、多样且相互协同的一站式服务满足客户生命周期的多变需求。公司以日常面部及身体护理服务作为引流获客的开始，再发现并驱动客户对于能量仪器与注射服务、抗衰医学服务的需求。公司涵盖47个服务项目、730+个SKU，可向不同年龄阶段客户、客户生命周期提供服务，提高客户活跃度及客户留存率，并进一步提升客户消费水平。

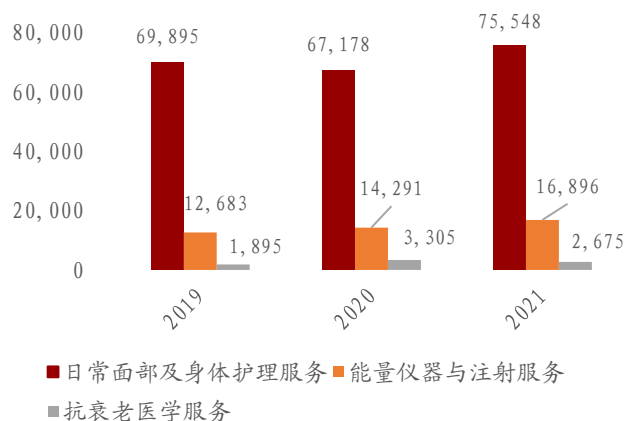
图表28: 公司各服务的协同效应



资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

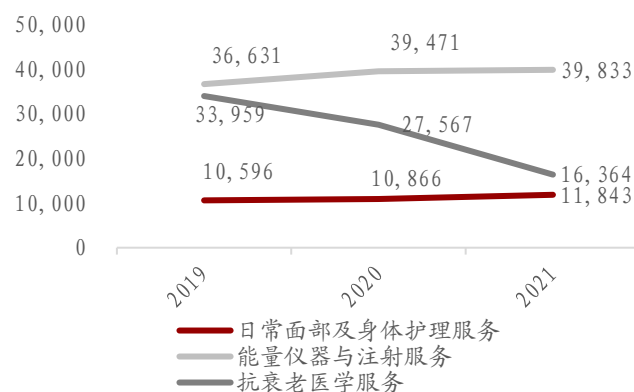
日常面部及身体护理活跃会员最多，能量仪器与注射服务人均消费最高，客户粘性不断提高。日常面部及身体护理的活跃会员人数从2019年的约7万人上升至2021年的7.6万人；2021年，该服务下每名活跃会员平均消费为1.2万元，成熟门店达到42.86%。能量仪器与注射服务活跃会员人数从2019年的约1.3万人上升至2021年的1.7万人；2021年，该服务下每名活跃会员平均消费为4.0万元。抗衰医学服务提供6类服务项目，涵盖近400个SKU，活跃会员人数从2019年的1895人上升至2021年的2675人；2021年，该服务下每名活跃会员平均消费为1.6万元（注：2021年抗衰医学服务运营数据有所下降，系出售海南启研所致）。

图表29: 公司门店活跃会员人数



资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

图表30: 公司门店平均消费情况 (元)



资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

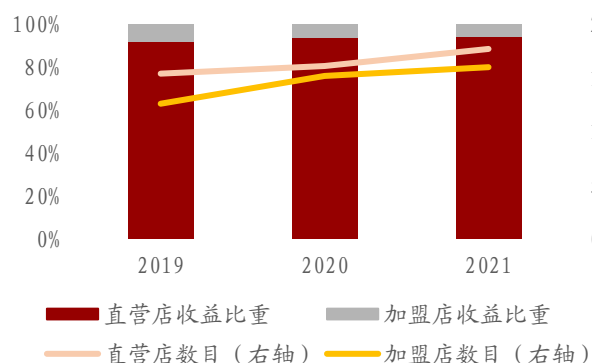
3.2 渠道: 门店销售策略重点明确, 营销方式多方位通达

3.2.1 线下门店渠道: “一线城市+主要品牌”为布局主线, 同店销售向好

经营模式: 公司采用“直营+加盟”的经营模式铺设门店网络, 直营店收入占比超九成。公司自1993年起不断扩展门店网络, 凭借门店网络的高度标准化, 公司在品牌中广泛采用直营店模式, 该模式不仅有利于提高门店运营效率、安全性及盈利能力, 还使公司充分控制其服务质量。此外, 公司还引入加盟店模式, 大大提升了客户覆盖面, 在非公司运营的情况下, 通过相同的运营系统及相同的标准, 确保客户获得一致服务。截至2021年12月31日, 公司门店网络涵盖177家直营店及160家加盟店。其中, 美丽田园及贝黎诗门店均以直营店模式及加盟店模式经营, 秀儿儿门店及研源医疗中心仅以直营店模式经营。直营店于总收益中占比较大, 于2019、2020及2021年分别贡献了总收益的91.7%、93.9%及94.1%。

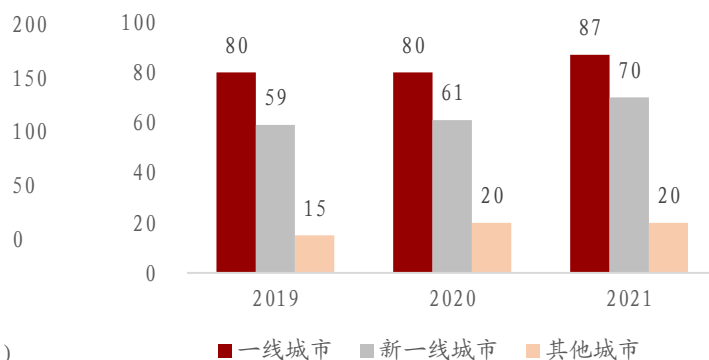
地区分布: 以一线城市为据点, 布局覆盖21座城市。截至2021年12月31日, 公司门店覆盖中国内地18个省、自治区及直辖市的21座城市, 并率先于人口众多及人均收入高的一线城市建立据点, 大多数门店位于战略性黄金地段。公司已于三个一线城市(即北京、上海及深圳)拥有87家门店, 另在新一线城市拥有额外70家门店, 占总门店数的88.7%。对于高客流量、高曝光铺位, 公司具备较强的议价能力, 有利于进一步扩张。

图表31: 公司直营及加盟模式收入情况



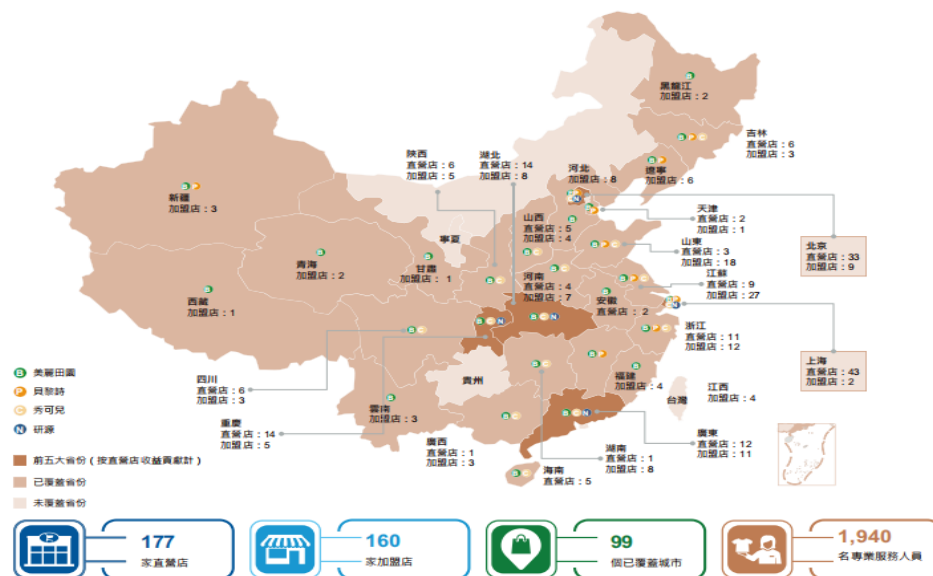
资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

图表32: 公司门店城市分布情况



资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

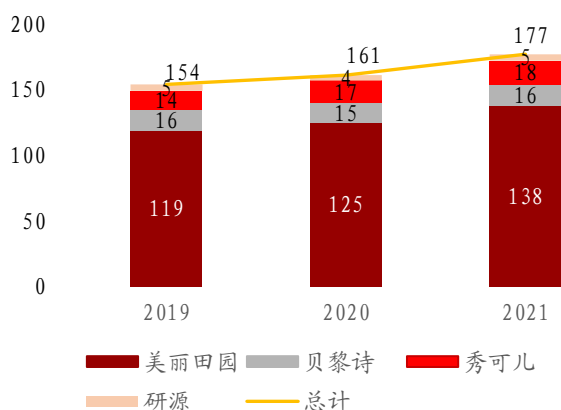
图表33: 公司门店网络情况



资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

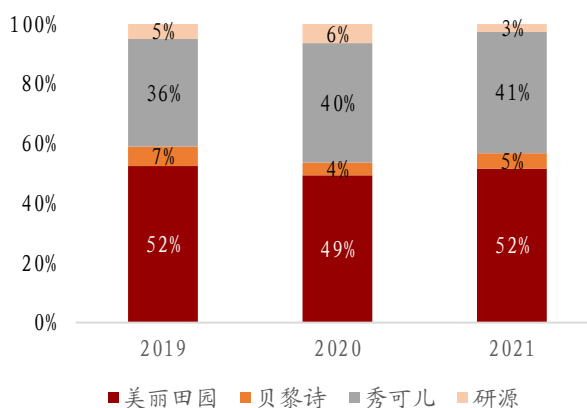
品牌服务分布：美丽田园、秀可儿品牌收入占比约90%。在门店方面，美丽田园、秀可儿门店呈扩张趋势，贝黎诗、研源门店相对稳定；旗舰品牌美丽田园的直营店数量最多，占总门店数超77%。在营收方面，美丽田园、秀可儿品牌为两大收入来源，2019-2021年收入占比共为88%/89%/93%，呈上升趋势；而贝黎诗、研源的营收占比较低。在客流量方面，美丽田园、贝黎诗客流量较大，2019-2021年美丽田园直营店平均客流量分别为5852/5683/6526人次，贝黎诗直营店平均客流量分别为4669/5337/5788人次。综合而言，日常面部及身体护理服务的门店客流量大，而其单位门店盈利能力不及能量仪器与注射服务及抗衰医学服务。

图表34: 公司各品牌直营门店数量情况



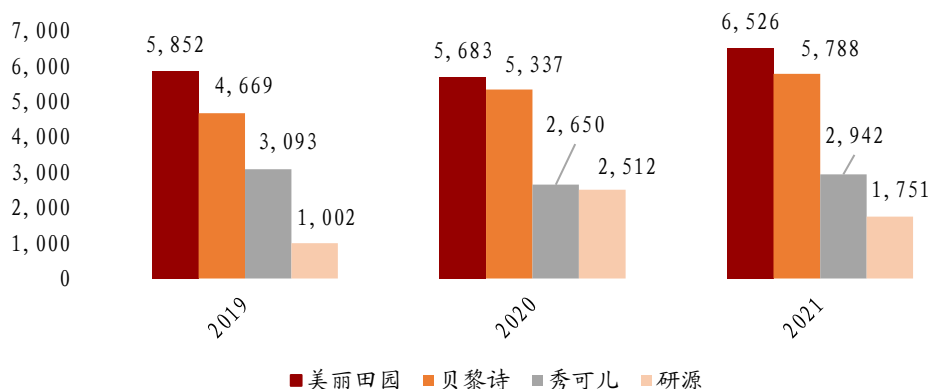
资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

图表35: 公司各品牌直营店营收情况



资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

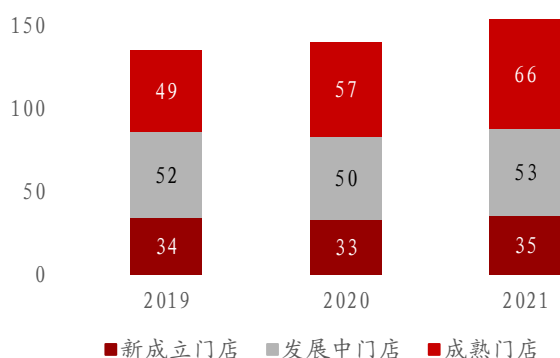
图表36: 公司各品牌直营店门店平均客流量情况



资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

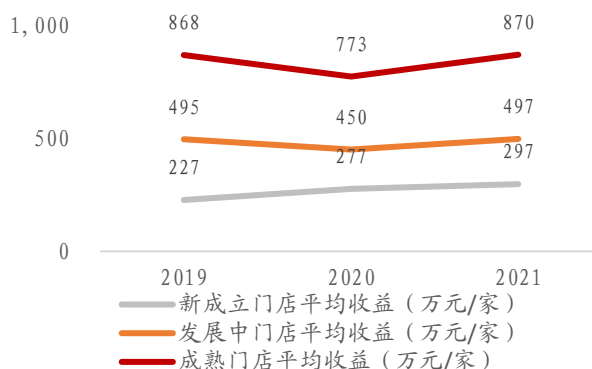
门店阶段分布: 门店阶段发展稳健, 成熟门店表现较好。日常面部及身体护理服务门店按成立时长划分为新成立门店(3年以下)、发展中门店(3-8年)及成熟门店(8年以上), 截至2021年门店数量分别为35/53/66家, 成熟门店占比达43%。在门店平均收入、平均客流量、活跃客户人均消费水平方面来看, 成立时长越长, 表现越好。

图表37: 日常面部及身体护理服务门店阶段情况



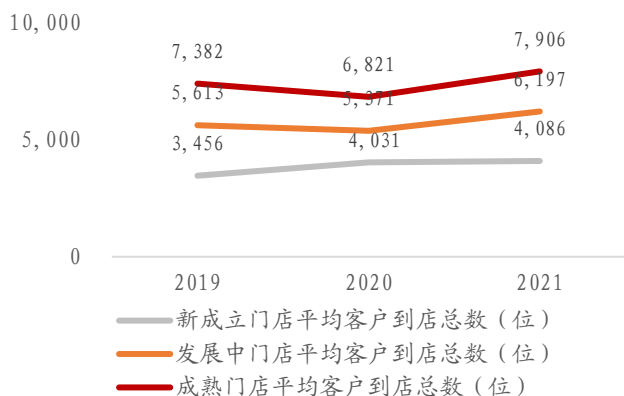
资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

图表38: 日常面部及身体护理服务门店平均收入



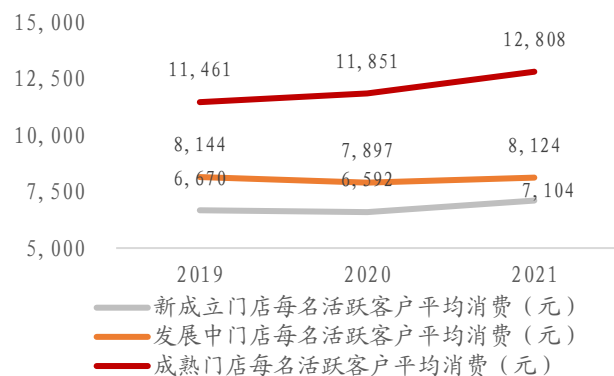
资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

图表39: 日常面部及身体护理服务门店客户流量情况



资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

图表40: 日常面部及身体护理服务门店活跃客户消费情况



资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

同店销售：疫情因素导致同店销售增长减缓，2021年有所回升。同店数量能够反映相对固定运营成本下的盈亏情况。2020年，公司的经营模式受疫情的影响较大，日常面部及身体护理服务门店的发展中门店、成熟门店和研源医疗中心同店销售增长率为-5.7%/-7.4%/-12.9%，整体实现3.8%的同店增长；2021年，同店销售整体回升，实现20.4%的整体同店增长。

图表41：公司各品牌同店销售增长率

门店	2020	2021
日常面部及身体护理服务门店-新成立门店	20.9%	42.5%
日常面部及身体护理服务门店-发展中门店	-5.7%	20.3%
日常面部及身体护理服务门店-成熟门店	-7.4%	18.2%
秀可儿门店	19.1%	18.7%
研源医疗中心	-12.9%	26.6%
整体	3.8%	20.4%

资料来源：美丽田园招股书、万联证券研究所

注：同店指于两个比较年份开业超过300日的门店，比较中各同店开发阶段为第一年完结时的开发阶段

3.2.2 线上、线下推广渠道：“大型平台+繁华地段”的广告展示战略

在线上营销方面，公司与中国大型线上渠道（包括天猫、抖音及大众点评等电商平台、社交媒体及本地服务平台）合作投放展示广告。公司还与超过15个新媒体合作伙伴合作，邀请网民及名人通过直播、视频、图文发布及探店推广其服务及品牌。此外，公司亦通过赞助各种商业、媒体、慈善活动及与中国明星刘涛女士就日常面部及身体护理服务合作，以进一步提高品牌知名度，务求顺应社交为本营销的最新潮流。

在线下营销方面，公司门店集中在最繁华的黄金地段，高客流量及出色的运营效率使公司得以建立庞大的会员库。公司亦于引人注目的繁华地段投放大型广告牌广告。就人口稠密、对健康与美丽管理服务有庞大需求的众多主要城市而言，公司亦于地铁站、大型办公大楼、购物中心及电影院等客流量高的地点投放展示广告。

3.3 运营管理：借助“数字化平台+成熟门店管理体系”高效运营

数字化信息管理赋能公司管理及运营。截至2021年12月31日，公司已开发32个专有信息管理体系并进行版权注册。公司研发团队共65名人员，主要负责开发、管理及维护信息技术系统。2019-2021年的研发开支分别为0.09/0.13/0.18亿元。2020年推出的ERP系统使公司具备行业领先的供应链管理能力和优化存货水平，确保公司的质量控制。客户分析模型帮助公司将客户的详细信息数字化及系统化，精准化服务客户。2021年公司平均每月净推荐值（即客户愿意推荐公司产品服务的意愿）达到85.5%；2019年、2020年及2021年，公司活跃会员中的80.7%、82.1%及84.6%分别于当年多次购买了公司服务。

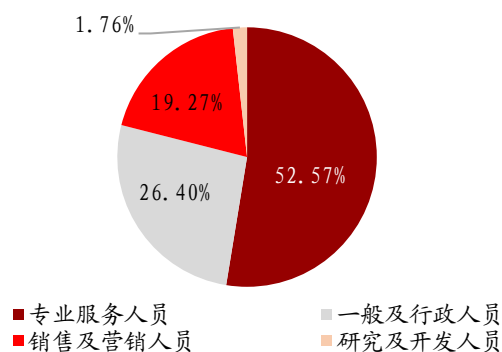
图表42: 公司的数字化信息管理体系

数字化项目	具体类别	内容
运营模型	区域发展模型	为收购战略提供深度分析
	门店运营支持模型	全面建立客户标签, 全面整合及共享信息, 提高品牌、门店的协同效应
	客户分析模型	促进客户生命周期管理
	员工发展模型	追踪员工职业生涯, 分析员工表现
数字管理	ERP 系统	控制取货、售货及从仓库至门店集中配送的整个流程
	SPA 服务管家系统	管理客户账户、监督前线员工关键绩效指标、门店财务及行政管理工具数字化
	客户关系管理系统	积累客户数据, 满足客户现有需求并进一步挖掘及满足其潜在需求
	美丽田园小程序	客户可查看门店信息及可用性, 线上预约护理、查看会员福利、转会、兑换促销码、反馈意见、查看产品或程序信息及参与线上营销活动

资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

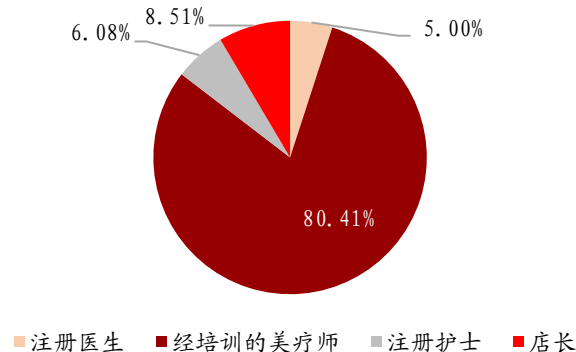
标准化程序、严格服务质控及系统专业化员工培训。程序质控方面, 公司已就门店超过100项关键运营层面建立标准及规范并已应用于所有门店, 且会定期进行服务质控及专项检查。公司采用移动评价系统, 根据客户偏好对流程分类, 并就各类别编定不同级别的流程及标准。员工培训方面, 公司于上海市及武汉市设立有“美丽田园培训中心”, 保证服务人员的高度专业性。截至2021年, 公司共拥有1940名专业服务人员(包括注册医生、经培训的美疗师、护士及店长), 提供13000+节培训课程, 实现专业服务人员年度留任率74.0%, 乃本行业专业服务人员留任率最高的少数公司之一。

图表43: 公司整体员工结构



资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

图表44: 公司专业服务人员结构



资料来源: 美丽田园招股书、万联证券研究所

4 募资情况：扩张升级服务网络，战略并购加盟店铺

公司本次公开招股所募集资金将主要用于以下未来计划：

扩张及升级服务网络：（1）通过内生增长及收购扩展公司的日常面部及身体护理服务门店网络。公司计划于2023年、2024年、2025年及2026年分别增设25家、30家、30家及30家门店。（2）新一线城市扩展及升级能量仪器与注射服务及抗衰医学服务的门店网络。公司计划通过内生增长分别于2023年、2024年、2025年及2026年在新一线城市增设4家、6家、6家及2家门店，扩展能量仪器与注射服务及抗衰医学服务的门店网络。此外，公司亦计划分别于2023年、2024年及2025年升级3家、3家及3家现有能量仪器与注射服务或抗衰医学服务的门店。（3）在现有位于上海及北京的能量仪器与注射服务及抗衰医学服务的门店网络的基础上，在上海及北京各自建立1家旗舰美容及抗衰服务中心。

进行战略并购加盟店，与直营店网络缔造协同效应。公司计划分别于2023年、2024年、2025年及2026年收购8家、8家、6家及6家加盟店。公司将基于产品或服务素质、往绩记录表现和经营及财务表现等多项因素评估考察潜在收购目标。

投资IT系统，精简日常营运及提高营运效率。公司计划（1）开发自有的数字系统，包括开发门店网络的营运系统及微信营销系统；（2）升级IT系统，如客户关系管理系统、ERP系统及人力资源系统；（3）为全国门店网络改善IT基建，如购买必要网络服务及硬件以及建设内部数据中心；（4）推行IT安全措施。

公司部分资金将分配至营运资金及其他一般公司用途。

5 风险因素

疫情反复风险、政策风险、竞争加剧风险、扩张不达预期风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场