

# 朗姿股份 (002612.SZ)

## 医美龙头格局初显，深据西南稳步扩张

从衣美到颜美，高端女装+医美业务双业务驱动。朗姿股份作为国内高端女装第一家A股上市公司，2014年提出“泛时尚产业生态圈”概念，拟对“女装、婴童、化妆品、医美”四大时尚领域全面覆盖，其后在2016-2018年相继收购米兰柏羽、晶肤、高一生，目前业务涵盖女装/婴童+医美两大版块，建立了从衣美到颜美的多层次、多阶段需求的时尚品牌方阵。2020年公司营业收入28.76亿元，归母净利润1.42亿元，其中医美业务实现营收8.12亿元，营收占比28.25%，实现归母净利润6887万元（yoy+31.43%），贡献净利占比48.49%。

**三大医美品牌深据成都、西安市场，并购扩张稳步推进。**公司旗下三大医美品牌：“米兰柏羽”专注于高端综合性医美，“晶肤医美”专注于年轻化细分市场，“高一生”注重打造区域标杆机构，满足从高端到大众、手术类到微整形的多层次需求。截至2020Q1公司旗下共拥有20家机构，其中4家为医院。**1）米兰柏羽：**2020年实现营收5.25亿元（+45.29%），净利润超过10%，毛利率达54.03%，4个终端：四川米兰柏羽医学美容医院（20年收入3.93亿元，+26%，净利润60.42百万元）、西安美立方医院（20年收入1.12亿元，利润185万）、深圳米兰柏羽（20年收入2707万元）以及四川米兰柏羽分院成都高新米兰柏羽医院（2021年4月正式营业）。**2）晶肤医美：**20年实现营收1.60亿元（+35.70%），净利润约为1100万元，净利率7%，其中四川晶肤营业面积近1500平米，20年实现营收6650万元（+20%），净利率达到19%（+4%）。随轻医美市场逐渐壮大，晶肤医美有望快速实现社区化。**3）高一生：**2019年营收、净利分别同增30%、60%。2020年公司对其西安医院进行扩建改造，使得营收、净利下降，预计21年将恢复正常增长。

**内部管理优势凸显，“1+N”业务布局成型，产业基金助力外延。**1）四级事业部统筹运营：“集团管控模式+医管公司+事业部+医疗机构（医院、诊所、门诊部）”四级管理体系搭建完善，标准化管理激发协同效应；2）轻重医美结合的“1+N”模式扩张：旗下医疗终端机构区别定位，手术、注射、光电等产品线更趋平衡，逐步贴近大型整形医院+周边诊所的“1+N”服务模式，向“手术类+轻医美+生活服务美容”全产业链延伸；3）产业基金助力深度布局：公司旗下两大产业基金合计规模6.52亿元，投资持股韩辰美容、五洲莱美等五家终端机构，持股比例均在60%以上，深度布局医美终端服务产业链。

**盈利预测。**基于公司网点扩张及业务拓展，我们预计公司2021-2023年收入分别为34.51/39.91/46.18亿元（CAGR15.68%），归母净利润2.55/3.65/4.77亿元（CAGR36.77%），对应EPS 0.58/0.83/1.08元/股。公司当前市值对应21年PE为92倍，我们看好公司在医美领域的扩张速度及运营能力，基于公司在A股的稀缺性和成长性，相比其他医美标的有所低估，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**医美业务扩张不及预期；行业竞争加剧；疫情反复影响。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,007	2,876	3,451	3,991	4,618
增长率 yoy (%)	13.0	-4.4	20.0	15.6	15.7
归母净利润（百万元）	59	142	255	365	477
增长率 yoy (%)	-72.1	141.6	79.7	43.0	30.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.13	0.32	0.58	0.83	1.08
净资产收益率 (%)	1.1	3.8	6.6	9.2	10.9
P/E（倍）	398.0	164.7	91.6	64.1	49.0
P/B（倍）	7.9	7.9	7.6	7.0	6.2

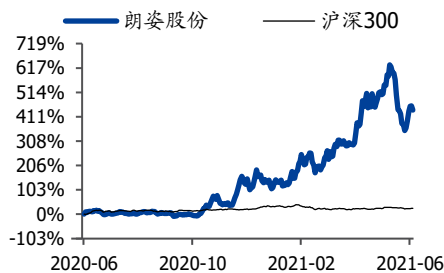
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年6月25日收盘价

### 增持（首次）

#### 股票信息

行业	医美服务
前次评级	
6月25日收盘价(元)	52.88
总市值(百万元)	23397.60
总股本(百万股)	442.45
其中自由流通股(%)	59.07
30日日均成交量(百万股)	32.80

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001

邮箱：zyn@gszq.com

#### 相关研究





## 内容目录

1 公司简介：从衣美到颜美的多品牌矩阵 .....	5
1.1 主营业务：女装/婴童为基，医美板块后起发力 .....	5
1.2 财务表现：医美业务收入高增，带动整体利润攀升 .....	5
1.3 管理团队：股权结构集中，管理层行业资源丰富 .....	8
1.4 子公司：子公司控制牢固，产业基金加持全面布局 .....	9
2 女装/婴童业务：多品牌矩阵稳定运营 .....	10
2.1 时尚女装：聚焦中高端市场，线下渠道为主 .....	11
2.2 绿色婴童：韩国市场占比9成以上，渠道结构趋于多元 .....	13
3 医美服务终端：资本助推集中度提升 .....	15
3.1 市场概况：规模持续增长，集中度亟待提升 .....	15
3.2 用户画像：用户更趋年轻化，下沉市场空间广阔 .....	17
3.3 终端机构：分布区域性鲜明，龙头争霸蓄势待发 .....	19
4 医美业务：“1+N”模式，从西南走向全国 .....	22
4.1 米兰柏羽：成都市场为基，终端单体盈利能力强 .....	23
4.2 晶肤医美：轻医美门店，内生扩张性强劲 .....	25
4.3 高一生：深耕西安市场，专业医美服务机构 .....	27
盈利预测 .....	28
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：2020 年分业务及分品牌营收占比（%） .....	5
图表 2：各版块历年营收变化情况（单位：亿元） .....	6
图表 3：归母净利润历年变化情况（单位：亿元） .....	6
图表 4：各版块毛利历年变化情况（单位：亿元） .....	7
图表 5：各版块毛利率历年变化情况（%） .....	7
图表 6：三项费率历年变化情况（%） .....	7
图表 7：公司商誉历年变化情况（单位：亿元） .....	7
图表 8：朗姿股权架构图 .....	8
图表 9：朗姿高管信息 .....	8
图表 10：员工专业结构（%） .....	9
图表 11：员工学历结构（%） .....	9
图表 12：公司主要控股子公司对孙公司控制情况（持股>20%） .....	9
图表 13：女装/婴童历年营收情况（单位：亿元） .....	11
图表 14：朗姿女装/婴童业务发展历程 .....	11
图表 15：时尚女装品牌运营情况 .....	12
图表 16：时尚女装业务店铺分布情况（个） .....	12
图表 17：时尚女装总营收历年变化情况（单位：亿元） .....	13
图表 18：时尚女装分渠道营收占比情况（%） .....	13
图表 19：绿色婴童品牌运营情况 .....	13
图表 20：婴童业务主要产品及店面展示 .....	14
图表 21：绿色婴童业务店铺分布情况（个） .....	14
图表 22：绿色婴童总营收历年变化情况（单位：亿元） .....	15

图表 23: 绿色婴童分渠道营收占比情况 (%)	15
图表 24: 2012-2023 年中国医美市场规模 (十亿元, %)	15
图表 25: 2019&2023 年中国医美市场结构 (%)	15
图表 26: 2019 年中国医美终端市场竞争格局	16
图表 27: 我国医美终端分布情况	16
图表 28: 中国整形美容协会 247 家参评医疗机构所获评级 (个, %)	17
图表 29: 2016-2019 年中整协医疗机构评级历年发布情况	17
图表 30: 2019 年中整协医疗机构评级结果 (%)	17
图表 31: 中国医美消费者年龄分布 (%)	18
图表 32: 2017 年美国医美消费者年龄分布 (%)	18
图表 33: 2018 年悦美网医美消费者在 Top 10 省市的分布比例 (%)	18
图表 34: 医美消费用户城市分布 (%)	18
图表 35: 2020 中国医美用户手术/非手术类购买情况 (%)	19
图表 36: 2020 中国医美用户分项目购买情况 (%)	19
图表 37: 中国医美市场竞争格局 (%)	19
图表 38: 中国知名医美机构情况	19
图表 39: 大体量机构市场分布情况	20
图表 40: 医美业务营收同行对比 (单位: 亿元)	20
图表 41: 医美业务归母净利同行对比 (单位: 百万元)	20
图表 42: 医美业务综合毛利率同行对比 (%)	21
图表 43: 朗姿医美手术/非手术毛利率拆分 (%)	21
图表 44: 华韩整形手术/非手术毛利率拆分 (%)	21
图表 45: 医美国际手术/非手术毛利率拆分 (%)	21
图表 46: 瑞丽医美手术/非手术毛利率拆分 (%)	21
图表 47: 经营活动产生现金流量净额同业对比 (单位: 百万元)	22
图表 48: 货币资金同业对比 (单位: 亿元)	22
图表 49: 朗姿医美业务四级管控体系	22
图表 50: 医疗美容总营收历年变化情况 (单位: 亿元)	23
图表 51: 医美品牌 2020 年营收占比情况 (单位: 亿元, %)	23
图表 52: 朗姿医美业务发展历程	23
图表 53: 医美股权并购基金具体情况	23
图表 54: 米兰柏羽终端情况	24
图表 55: 四川米兰柏羽运营情况 (亿元, 百万元, %)	24
图表 56: 四川米兰柏羽科室设置情况 (个)	25
图表 57: 柏体蔻姿 (BODYCODES) 美学形体中心	25
图表 58: 晶肤医美终端情况	26
图表 59: 四川晶肤、西安晶肤运营情况 (百万元, %)	27
图表 60: 高一生终端情况	27
图表 61: 陕西高一生运营情况 (亿元, %)	27
图表 62: 公司收入拆分 (百万元, %)	28
图表 63: 公司毛利率拆分 (%)	28
图表 64: 公司净利润预测 (百万元)	29
图表 65: 可比公司估值 (亿元)	29



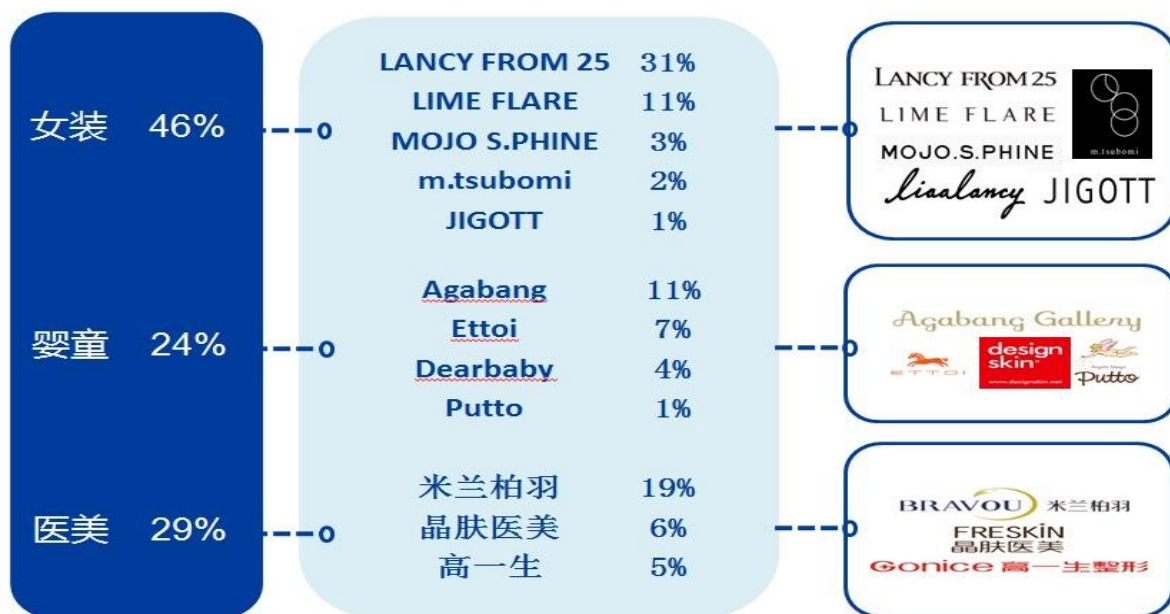
## 1 公司简介：从衣美到颜美的多品牌矩阵

朗姿股份有限公司成立于2006年11月，于2011年8月在深交所中小板上市，为中国高端女装国内A股第一家上市公司。2014年公司提出“泛时尚产业生态圈”概念，拟对“女装、婴童、化妆品、医美”四大时尚领域全面覆盖，其后在2016-2018年相继收购米兰柏羽、晶肤、高一生，目前业务涵盖女装/婴童+医美两大版块，建立了从衣美到颜美的多层次、多阶段需求的时尚品牌方阵。

### 1.1 主营业务：女装/婴童为基，医美板块后起发力

公司主营业务包括女装/婴童+医美终端两大版块，2020年女装/婴童、医美贡献收入占比分别为71%/29%。时尚女装版块有朗姿(LANCY FROM 25)、莱茵(LIME FLARE)、莫佐(MOJO S.PHINE)、子芭米(m.tsubomi)、吉高特(JIGOTT)、俪雅朗姿(Liaalancy)等六大高端女装品牌；自有婴童品牌包括Agabang、ETTOI、Putto、Designskin、Dear Baby等十多个系列，公司还代理运营知名孕妇装品牌Maternity；医美方面公司控股拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”以及“高一生”三大品牌。

图表 1: 2020 年分业务及分品牌营收占比 (%)

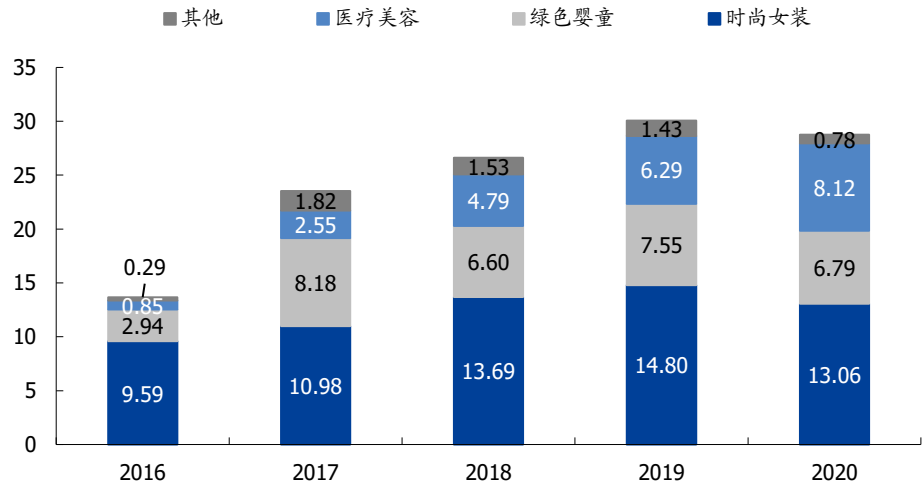


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 1.2 财务表现：医美业务收入高增，带动整体利润攀升

总营收受传统业务影响略微下滑，医疗美容版块始见成效。2020年，时尚女装、绿色婴童、医疗美容分别实现营收13.23/6.80/8.12亿元，占总营收比重分别为45.97%/23.61%/28.25%。2016-2020医美业务营收从0.85亿元增至8.12亿元(CAGR75.81%)，占总营收比重从6.25%增至28.25%，收入占比持续提升。时尚女装及绿色婴童业务2020年以来有下降趋势，主要由于以线下为主，疫情承压明显。

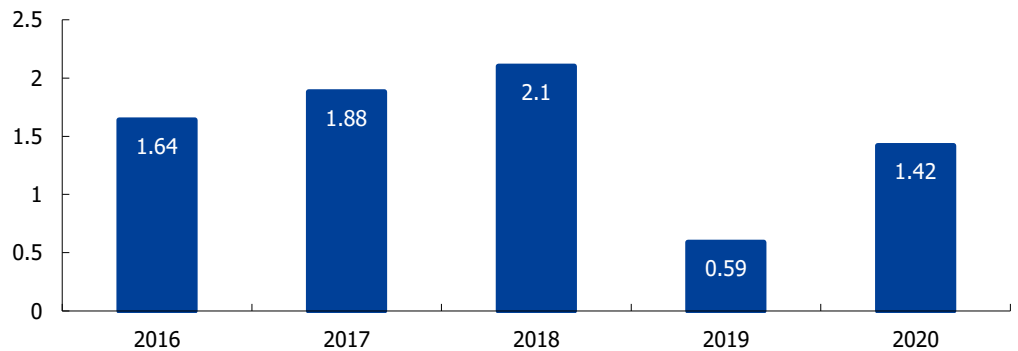
图表2: 各版块历年营收变化情况(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

归母净利润 2020 年同增 141.65% 至 1.42 亿元。2016-2018 年, 公司归母净利润从 1.64 亿元增至 2.1 亿元, CAGR13.16%。公司所投资 L&P 公司业绩持续下滑, 2019 年对该投资计提减值 1.18 亿元, 导致当年归母净利润降至 0.59 亿元。2020 年, 公司择机处置所持 L&P 公司全部股权, 同时在医美业务带动下实现归母净利润 1.42 亿元, 同比增长 141.65%。

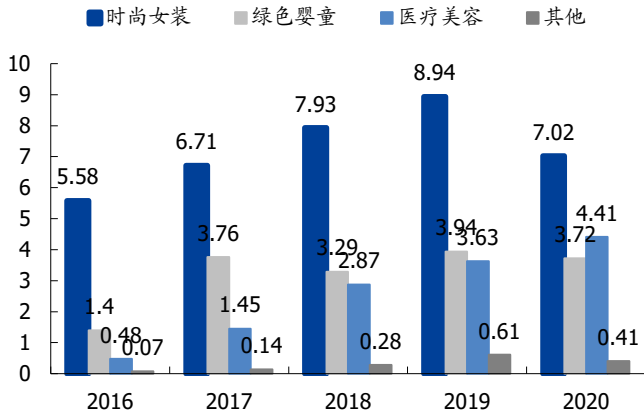
图表3: 归母净利润历年变化情况(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

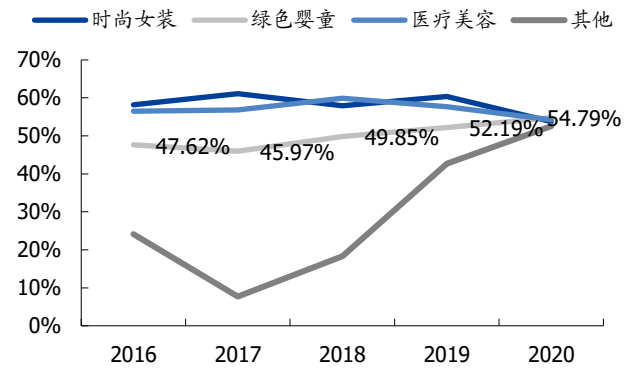
医美/女装业务毛利率轻微下滑, 婴童业务毛利率稳步提升。2020 年医美业务毛利同比增长 21.49% 至 4.41 亿元, 毛利率从 2016 年的 56.47% 微降至 2020 年的 54.24%。女装和医美业务毛利率过去五年维持在 50% 以上, 婴童业务毛利率从 2016 年的 47.62% 增至 2020 年的 54.79%。

图表4: 各版块毛利历年变化情况(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

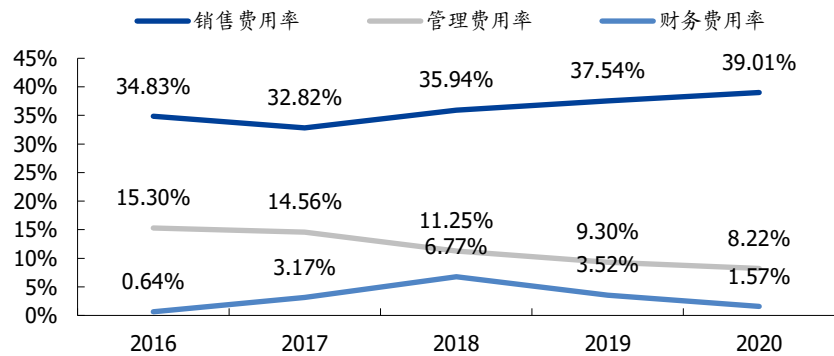
图表5: 各版块毛利率历年变化情况(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

整体费用率近几年保持稳定, 其中销售费率稳中有升, 管理费用逐年下降。其中销售费用率自2017年起呈缓慢上升趋势, 从2017年的32.82%增至2020年的39.01%; 管理费用率保持缓慢下降态势, 2016-2020年从15.30%降至8.22%; 财务费用率在2018年达到高点6.77%后逐渐回落至2020年的1.57%。

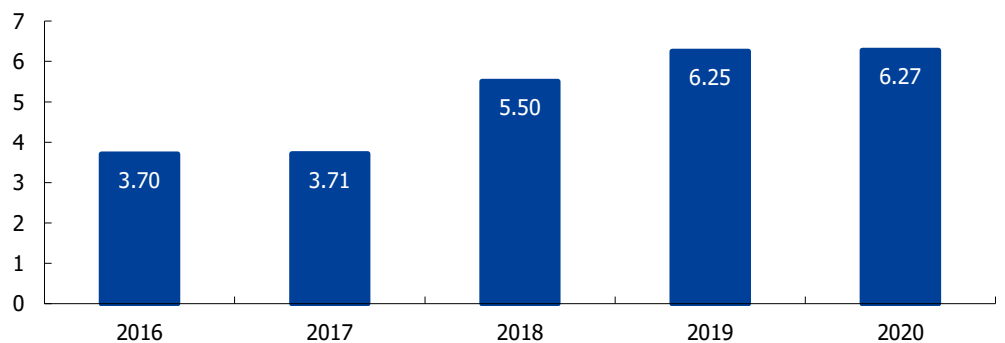
图表6: 三项费率历年变化情况(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司商誉金额有所上升, 整体减值风险较低。公司商誉逐年上升, 主要由于进军医美行业后的并购举措, 2020年公司商誉达6.27亿元, 同比增长0.32%。近5年公司所并购标的米兰柏羽、晶肤、高一生皆为医美优质标的, 整体减值风险较低。

图表7: 公司商誉历年变化情况(单位: 亿元)

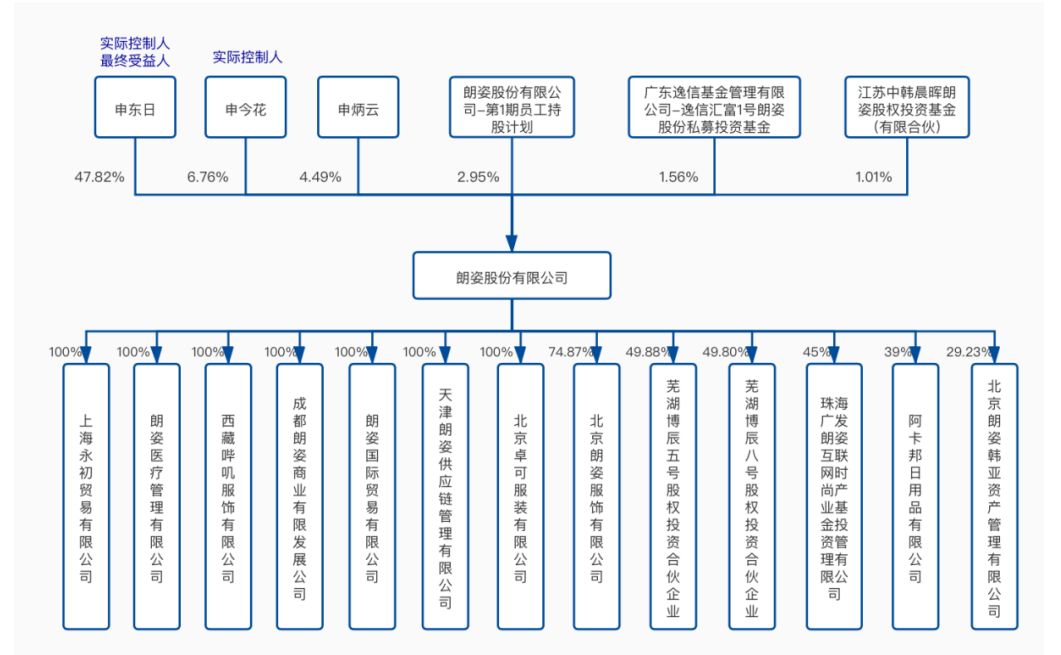


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3 管理团队：股权结构集中，管理层行业资源丰富

公司股权集中，申家三人（一致行动人）合计持股 **59.07%**。公司实际控制人申东日、申今花二者为兄妹关系，申炳云为二者之父。截至 2020 年 12 月 31 日，三人分别持有股份 47.82%、6.76%、4.49%，申家三人作为公司一致行动人，合计持有 59.07% 股份，股权相对集中，决策高效稳定。其余股东包括：朗姿股份有限公司第一期员工持股计划（2.95%）、广东逸信基金管理有限公司-逸信汇富 1 号朗姿股份私募投资基金（1.56%）、江苏中韩晨晖朗姿股权投资基金（有限合伙）（1.01%）。

图表 8：朗姿股权架构图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

高管团队普遍高学历且行业经验丰富。公司高管团队高学历水平较高且资质深厚，四名副总经理中 2 名来自女装事业部，1 名具法务背景，1 名具财务背景。公司女装业务从韩国进口大量成衣、面料；婴童业务以韩国市场为主，主打品牌 Agabang 是韩国知名婴幼儿品牌；除此以外，韩国医美市场更加成熟，公司在韩人脉及资源将为医美业务的发展增添优势。

图表 9：朗姿高管信息

姓名	职务	性别	年龄	简介
申东日	董事长	男	48	长江商学院 EMBA。公司创始人和实际控制人之一，北京市顺义区人大常委会委员、北京服装纺织行业协会副会长、中国服装纺织协会副会长
申今花	董事、总经理	女	45	长江商学院 EMBA（在读）。公司创始人和实际控制人之一
王建优	副总经理、董事会秘书	男	57	管理学博士，理论经济学博士后，教授级研究员。兼任若羽臣董事、崧盛电子股份有限公司独立董事、核达中远通电源技术股份有限公司独立董事、金埔园林股份有限公司董事、江苏省淮海发展研究基地兼职研究员、江苏省重点（培育）学科—应用经济学硕士研究生导师
常静	副总经理、财务总监	女	46	高级会计师，美国项目管理协会 PMP 资格认证，曾任国际商业机器(中国)有限公司高级咨询经理
王国祥	副总经理	男	49	厦门大学 EMBA(在读)。曾任浙江雅莹服装有限公司任销售总监
潘林艳	副总经理	女	47	中欧国际工商学院 EMBA。曾供职北京恒湃国际贸易有限公司总经理、鄂尔多斯集团品牌事业部副总经理

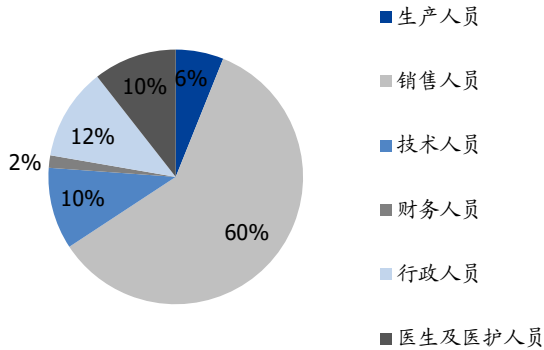
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

员工构成均衡，人才储备将向医美业务倾斜。公司目前在职工数合计 5013 人，其中



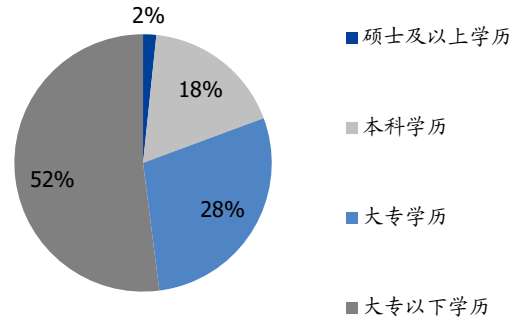
本科学历占比 17.69%，大专学历占比 28%。从专业构成来看销售人员占比 59.66%，医生及医护人员、技术人员、行政人员分别占比 10.57%、10.39%、11.71%。随着医美业务的扩大，未来医生及医护人员比例将会有所上升，高管团队中预计也将引入医美事业部负责人。

图表 10: 员工专业结构 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 员工学历结构 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.4 子公司: 子公司控制牢固, 产业基金加持全面布局

公司主要控股子公司对孙公司股权集中, 多掌握绝对控制权。公司对与女装/婴童业务主要品牌、医美业务直接关联的多数公司孙公司掌握绝对控制权, 医疗美容方面还通过芜湖博辰五号、芜湖博辰八号两大产业基金, 开展行业投资布局。

图表 12: 公司主要控股子公司对孙公司控制情况 (持股>20%)

子公司	子对孙控股情况	孙公司	主要业务
北京卓可服装有限公司 (100%)	75%	北京莱茵服装有限公司	服装
西藏哗叽服饰有限公司 (100%)	100%	山南明懿时装有限公司	服装
朗姿医疗管理有限公司 (100%)	100%	四川米兰柏羽医学美容医院有限公司	医疗美容
	100%	陕西高一生医疗美容医院有限公司	
	100%	长沙市芙蓉区晶肤医疗美容有限公司	
	100%	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	
	100%	重庆晶肤医疗美容有限公司	
	100%	西安晶肤医疗美容有限公司	
	100%	四川晶肤医学美容医院有限公司	
	60%	西安米兰柏羽医疗美容医院有限公司	
	60%	成都武侯喜悦晶肤医疗美容诊所有限公司	
	55%	成都武侯华星晶肤医疗美容诊所有限公司	
	55%	成都武侯新南晶肤医疗美容诊所有限公司	
	51%	成都高新米兰柏羽医学美容医院有限公司	
	51%	西安荣耀晶肤医疗美容有限公司	
	49.4%	成都高新锦城晶肤医疗美容诊所有限公司	
49.4%	成都青羊光华晶肤医疗美容诊所有限公司		

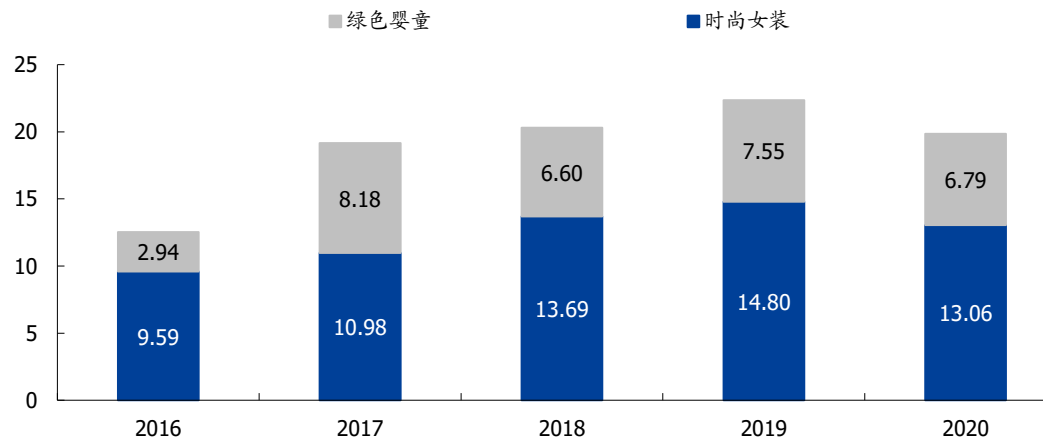
	37.41%	宝鸡高一生医疗美容门诊部有限公司	
	31.66%	咸阳美立晶肤医疗美容有限公司	
	24%	西安市新城区晶肤医疗美容有限公司	
	24%	成都蓉雅晶肤医疗美容门诊部有限公司	
北京朗姿服饰有限公司 (74.87%)	100%	北京朗姿服饰有限公司深圳分公司	服装
芜湖博辰五号股权投资 合伙企业(有限合伙) (49.88%)	80%	北京丽都医疗美容医院有限公司	医疗美容
	65%	南京韩辰美容医院有限公司	
	65%	昆明韩辰医疗美容医院有限公司	
芜湖博辰八号股权投资 合伙企业(有限合伙) (49.80%)	65%	武汉五洲莱美整形外科医院有限公司	医疗美容
	60%	武汉韩辰医疗美容医院有限公司	
北京朗姿韩亚资产管理 有限公司 (29.23%)	100%	芜湖元康投资管理有限公司	投资管理
	100%	北海光和投资有限公司	
	100%	山南晨鼎实业发展有限公司	
	100%	芜湖元祐投资管理有限公司	
	100%	芜湖恒鼎投资管理有限公司	
	100%	上海馨宙股权投资有限公司	
	100%	山南元嘉实业发展有限公司	
	75%	上海舜煜股权投资管理有限公司	
	35%	北京麦可利商业管理有限公司	

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

## 2 女装/婴童业务:多品牌矩阵稳定运营

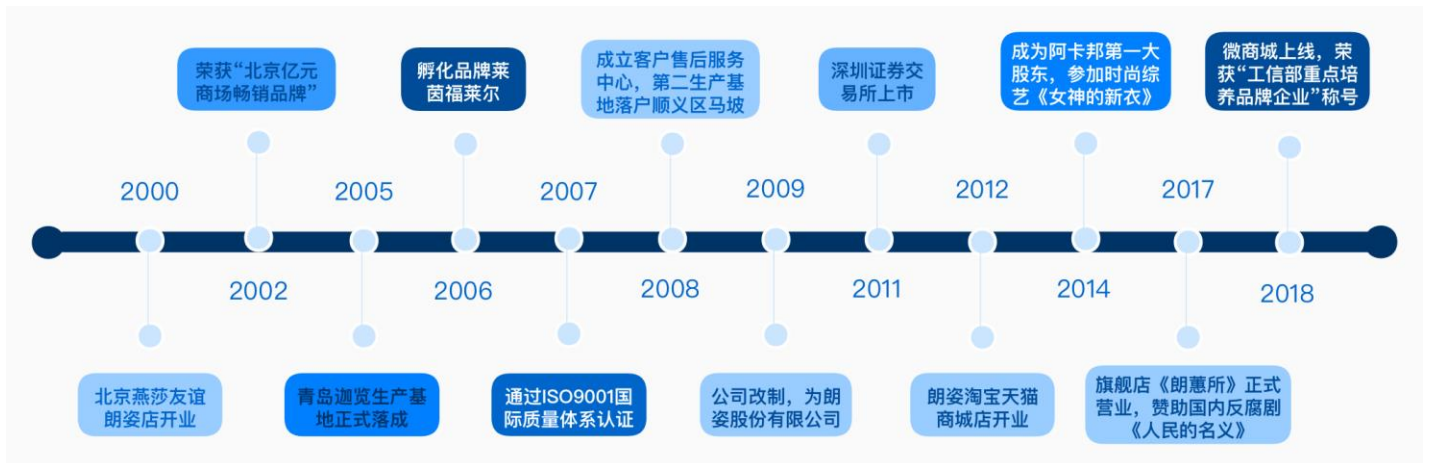
传统业务包含时尚女装和绿色婴童两大版块。时尚女装业务作为公司成立起始业务,多年一直保持稳步发展,2020年营收为13.06亿元。2014年公司收购韩国著名童装品牌阿卡邦,正式引入绿色婴童业务,2017年婴童业务营收大幅增长,此后发展较为稳定,2020年营收为6.79亿元。

图表 13: 女装/婴童历年营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 14: 朗姿女装/婴童业务发展历程



资料来源: 公开新闻, 国盛证券研究所整理绘制

## 2.1 时尚女装: 聚焦中高端市场, 线下渠道为主

时尚女装业务聚焦中高端市场, 自主品牌与代理运营共同进行。时尚女装业务有 7 个品牌, 主打中高端商务女装。7 个品牌中除 MOJO S.PHINE (卓可)、JIGOTT (吉高特) 为独家代理运营品牌, 其余皆为公司自主品牌。2021 年公司创立新品牌 LANCY PINK 和 L BY LANCY (悦朗姿), 前者紧跟潮流趋势开拓设计师品牌市场, 后者在公司传统产品基础上开拓休闲装、运动装市场。

图表 15: 时尚女装品牌运营情况

品牌	目标群体及产品类型	创立时间	店铺数量	主要产品价格带
LANCY FROM 25 (朗姿)	25-45 岁女性, 中高端通勤商务女装、女士礼服	2000 年	317	1980-20000 元
LIME FLARE (莱茵福莱尔)	25-45 岁女性, 中高端女装	2006 年	146	1499-19000 元
m.tsubomi (子芭米)	30-45 岁女性, 中高端女装	日本品牌, 1998 年进入中国, 2019 年被收购	42	1280-22800 元
MOJO S.PHINE (莫佐/卓可)	20-45 岁女性, 高端商务休闲女装	韩国品牌, 2003 年引入	24	5000-7000 元
JIGOTT (吉高特)	25-50 岁女性, 高端商务女装	韩国品牌, 2003 年引入	1	4000-10000 元
Liaalancy (俪雅)	25-45 岁女性, 高端女装	2013 年	-	1980-20000 元
LANCY PINK	25-38 岁女性, 电商设计师品牌	2021 年	-	-
L BY LANCY (悦朗姿)	30-55 岁女性, 中高端通勤、商务女装, 休闲装、运动装	2021 年	-	980-19800 元
第五季	旗下品牌折扣集合	-	78	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

终端以线下为主, 主品牌对总营收贡献度高。时尚女装业务共计 608 家店铺, 其中 LANCY FROM 25(朗姿)和 LIME FLARE(莱茵福莱尔)两个品牌拥有店铺数量分别占比 52.14%、24.01%, 2020 年分别实现营收 8.71 亿元、3.04 亿元, 占女装营收比重 65.82%、22.96%。

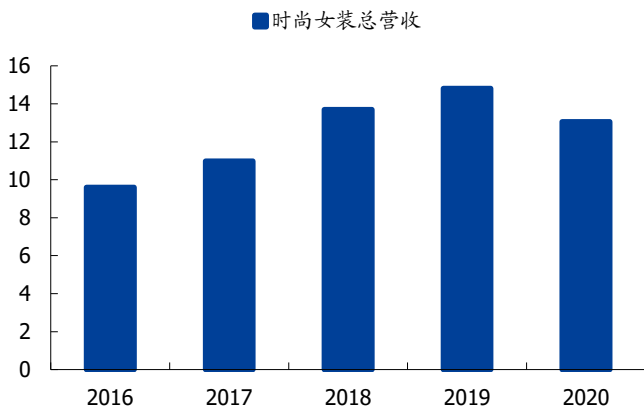
图表 16: 时尚女装业务店铺分布情况 (个)

品牌	自营	经销	线上	合计
朗姿	193	114	10	317
莱茵	115	28	3	146
第五季	78	-	-	78
子芭米	39	1	2	42
卓可	24	-	-	24
吉高特	1	-	-	1
<b>合计</b>	<b>450</b>	<b>143</b>	<b>15</b>	<b>608</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

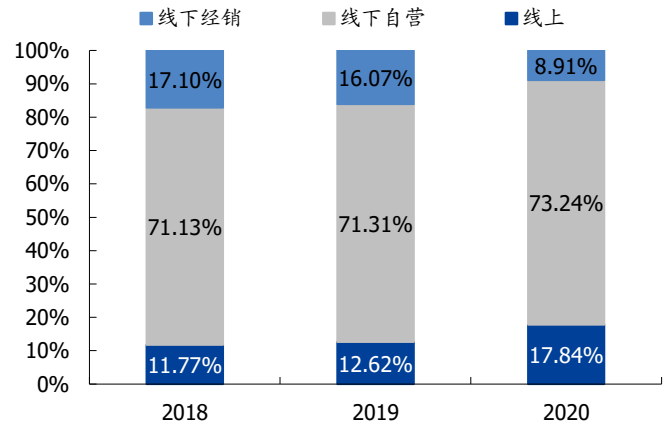
女装业务营收呈现下滑趋势, 线上渠道占比提升。2020 年公司女装业务实现营收 13.3 亿元, 同比下滑 13.4%, 其中线上渠道实现营收 2.36 亿元, 同比增长 23.72%。公司旗下 608 家店铺中包含线下 593 个销售终端及 15 个线上渠道, 选址均位于国内大型高端商场、SHOPPINGMALL、机场店, 目前公司拥有线下 VIP 客户已达 31.77 万余人, 线上 VIP 客户近 7 万人。我们认为疫情推进了线上渠道的成熟化, 未来线上渠道营收占比可能会进一步上升。

图表 17: 时尚女装总营收历年变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 时尚女装分渠道营收占比情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2 绿色婴童: 韩国市场占比 9 成以上, 渠道结构趋于多元

绿色婴童业务品牌众多, 以 **Agabang** 为主打。旗下自有婴童品牌包括: Agabang、Dear Baby、Ettoi、Putto、Design skin 等共计 10 个系列, 还代理运营外国知名孕妇装品牌 Maternity。婴童业务 2020 年实现营收 6.79 亿元, 占总营收比重 23.61%。自有品牌 Agabang/Ettoi/Dear Baby/Putto 于 2020 年分别实现营收 3.15/2.05/1.23/0.19 亿元, 占婴童业务总营收比重分别为 46.36%/30.25%/18.13%/2.76%, 其中主打品牌 Agabang 店铺数量在婴童版块占比 62.38%。

图表 19: 绿色婴童品牌运营情况

品牌	目标群体及产品类型	风格
Agabang	0-4 岁婴童服装及用品, 公司主打品牌	诞生于 1979 年, “法式浪漫可爱风”
Dear Baby	0-4 岁婴童服装品牌	主打“休闲北欧风”
Ettoi (爱多娃)	0-4 岁高端婴童服装品牌	主打“英伦精致优雅风”
Maternity	孕妇服装品牌	从美国引进世界顶级孕妇装品牌
Putto (贝嘟嘟)	0-6 岁, 儿童护肤品, 产品分为: 0-3 岁使用的秘密系列、3-6 岁使用的森林系列、宝宝家庭使用的家庭洗涤系列	以天然植物精华萃取物制成的儿童护肤类品牌
Petit Marchons	0-6 岁, 儿童时装买手集合店	欧洲高端儿童时尚服装品牌
2ya2yaO	0-6 岁, 安全舒适趣味性的内衣及家居服品牌	主打“安全舒适风”
Next Mom	0-6 岁, 以进口用品及玩具为主的婴童产品集合店	-
Agabang Gallery	以阿卡邦旗下的自有品牌服装及用品为主的婴童产品集合店	-
Design skin	0-4 岁, 儿童创意家居, 产品包含儿童爬行垫、儿童沙发等	以“安全、环保、趣味”为理念

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

品牌齐发力, 婴童产品一应俱全。Agabang/Dear Baby/Ettoi 等品牌主打欧式风格童装, 其中 Agabang 于 1979 年诞生于韩国, 在全球有近 1000 家店铺, 公司还有旗下自有童装品牌集合店 Agabang Gallery; Maternity 主营孕妇装; Putto 主营儿童护肤品; Design skin 则是游戏创意地垫及儿童沙发中的优秀品牌, 婴童产品一应俱全。其中 Ettoi 爱多



娃、Design skin 品牌已开始在中国经营。

图表 20: 婴童业务主要产品及店面展示



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**95%收入来自韩国市场, 国内市场知名度有待提升。**公司有婴童品牌店铺合计 840 家, 其中韩国 794 家, 国内 46 家 (含 6 个国内线上渠道)。韩国线下销售终端主要分布于高端商场、大型商超、街边店; 国内线下销售终端已拓展至浙江、辽宁、安徽、四川、陕西、山西等区域的商场及购物中心。公司 95%收入来自韩国。未来公司将继续巩固国际品牌, 品牌在国内市场的知名度有望提高。

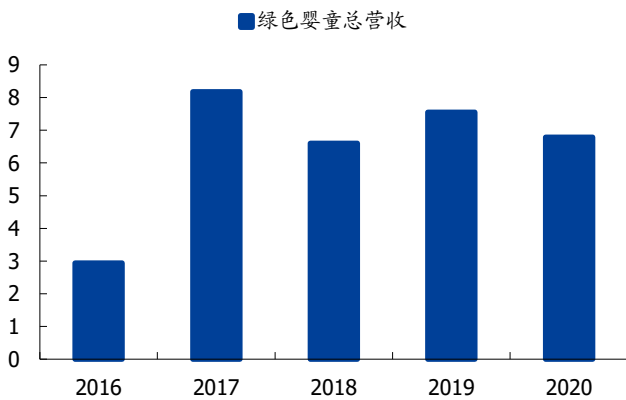
图表 21: 绿色婴童业务店铺分布情况 (个)

品牌	自营	经销	线上	合计
Agabang	356	161	7	524
Dear Baby	98	40	-	138
Ettoi	134	21	-	155
其他	23	-	-	23
<b>合计</b>	<b>611</b>	<b>222</b>	<b>7</b>	<b>840</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

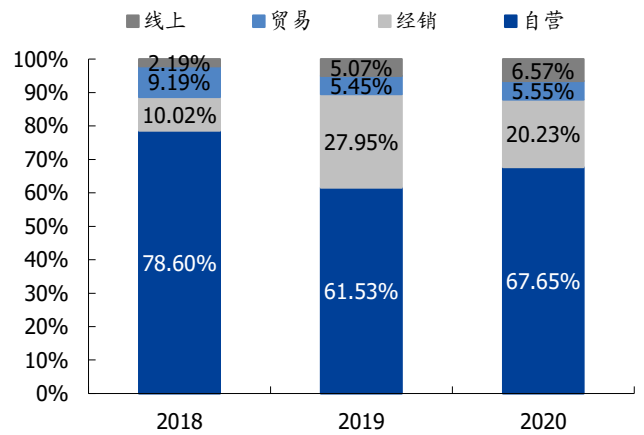
**2020 年疫情影响下营收略微下降, 经销、线上渠道依具潜力。**婴童业务自 2017 年大幅增长以来营收水平较为稳固, 2020 年受疫情影响同比下降 9.92%。贸易/自营渠道占婴童业务比重分别从 2018 年的 9.19%/78.60%降至 2020 年的 5.55%/67.65%; 经销渠道营收占比从 2018 年的 10.02%增至 2020 年的 20.23%; 线上渠道 2020 年实现营收 0.45 亿元 (+16.62%), 营收占比从 2018 年的 2.19%增至 2020 年的 6.57%。

图表 22: 绿色婴童总营收历年变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 绿色婴童分渠道营收占比情况 (%)



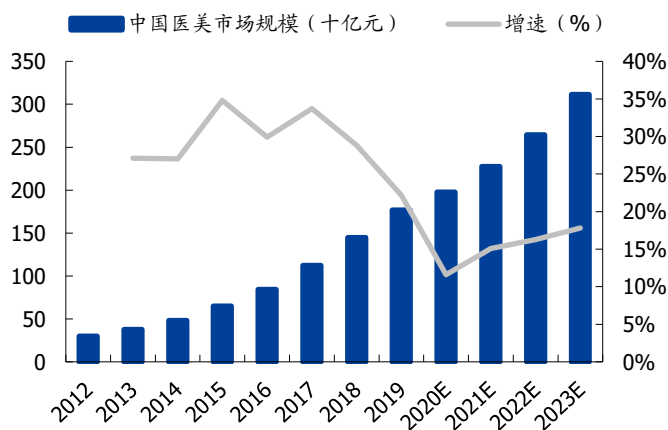
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3 医美服务终端: 资本助推集中度提升

#### 3.1 市场概况: 规模持续增长, 集中度亟待提升

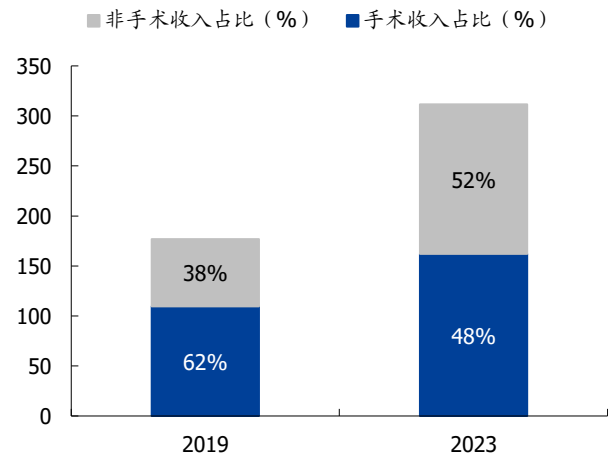
市场规模持续增长, 市场结构趋于均衡。根据艾瑞咨询测算, 2012-2019 年中国医美市场规模从 298 亿元增至 1769 亿元 (CAGR28.97%), 2019 年增速首次低于 25%, 放缓至 22.2%。2019 年中国医美用户 1367.2 万人, 预计 2023 年达到 2548.3 万人 (19 年至 23 年 CAGR 为 16.84%)。由于价格低、风险低且审美趋势不断变化, 随着技术提升非手术医美人群规模增速将高于手术类人群, 轻医美迎来快速增长期, 市场结构也将趋于均衡。

图表 24: 2012-2023 年中国医美市场规模 (十亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 25: 2019&2023 年中国医美市场结构 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

中小型机构占市场 70%-75%, 行业集中度亟待提升。根据艾瑞咨询测算, 2019 年中国从事医疗美容业务的机构约 10 万家, 其中具备医疗美容资质的机构约 13,000 家, 医院/门诊/诊所分别占比 29.1%/32.9%/38.0%。从机构结构来看, 大体量医美机构仅占市场的 6-12%; 中小型机构占的 70%-75%, 是目前的主力形态; 另外还有 16%-22% 的小微型诊所, 其中不乏一些黑诊所。随着国家对医美行业的管理不断收紧, 不合规机构将被进一步打击, 行业集中度将进一步提升。

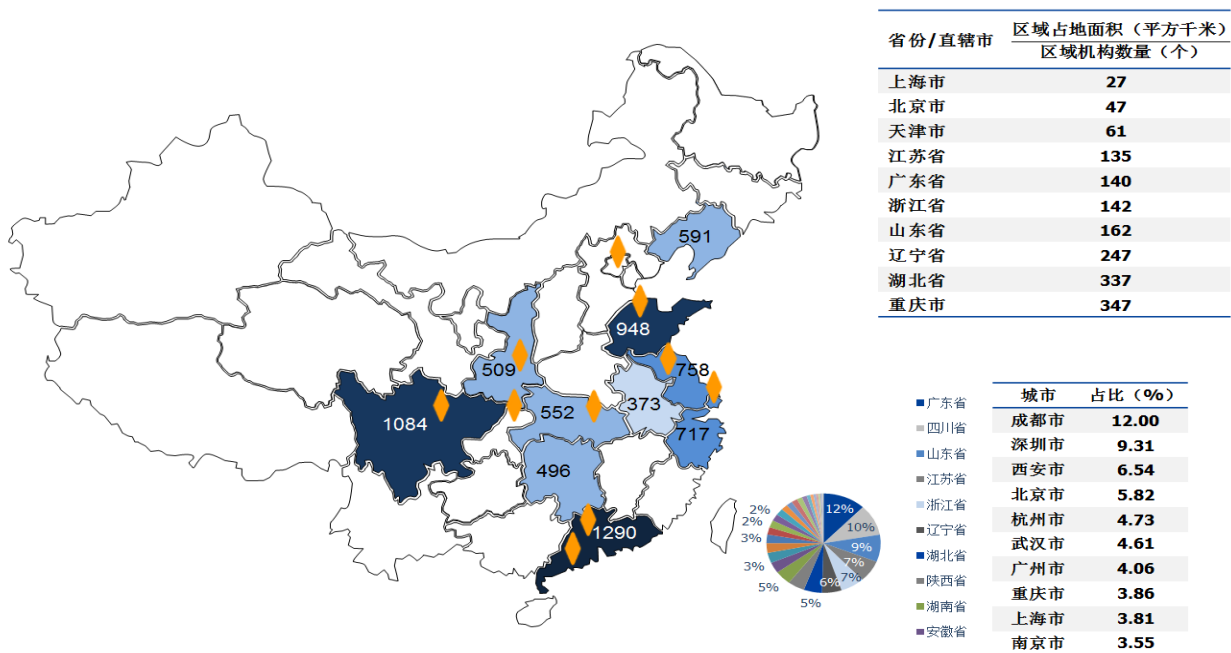
图表 26: 2019 年中国医美终端市场竞争格局

代表机构	机构类型	市场份额	机构特征
美莱、艺星、伊美尔、朗姿、丽都整形、华韩整形	大体量	6-12%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 多为连锁机构，大中型医院/门诊部/诊所</li> <li>➢ 大中型医院≥3000 平米，全职主诊医生 10-15 位</li> <li>➢ 客流量 50-200 个/天</li> </ul>
北京长虹、四川华美紫馨、上海薇琳、成都西婵、杭州时光等	中小型	70-75%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 医院/门诊部</li> <li>➢ 500-3000 平米，全职主诊医生 3 位，助手 6 位</li> <li>➢ 客流量 20-100 个/天</li> </ul>
“合规”小诊所(约 10000+家)、大量黑诊所	小微型	16-22%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 门诊部/诊所</li> <li>➢ ≤500 平米，主诊医生 1 位，助手 2-3 位</li> <li>➢ 客流量 10-30 个/天</li> </ul>

资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

机构分布多集中于一、二线城市和 Top5 省份, 多省市仍有市场空间。从地理位置来看, 医美终端机构主要集中在 Top5 省份, 占比达 44.9%, Top5-10 省份机构数量接近前五省份数量总额的一半。一、二线城市为主阵地, 其中广深地区以及成都地区机构数量众多, 部分三四线城市也有一定市场, 多省市仍有较大发展空间。

图表 27: 我国医美终端分布情况



资料来源: 天眼查, 国盛证券研究所整理绘制

4 年累计仅 121 家机构获评, 牌照稀缺。中国整形美容协会自 2016 年开始对医美机构进行评级, 截止 2020 年已公布四批 A 等级医疗机构名单: 医院类最高等级为 5A, 门诊部类最高等级为 4A, 诊所类最高等级为 3A。4 年间累计共有 247 家医疗机构参评, 其中 121 家医院评选成功, 合计占比仅 49.0%; 5A 级医院累计 51 家, 占比仅 20.6%, 牌照稀缺。

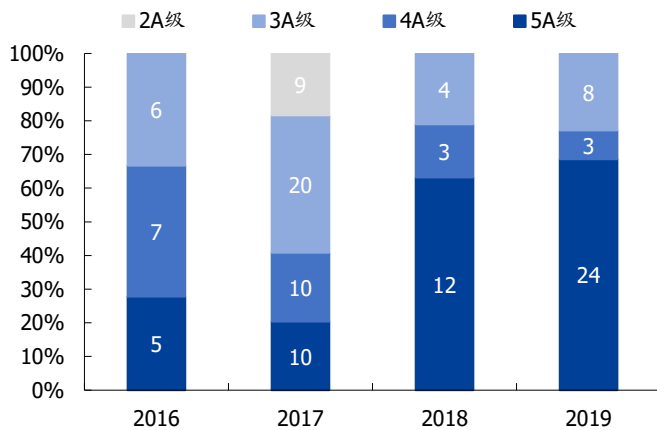
图表 28: 中国整形美容协会 247 家参评医疗机构所获评级 (个, %)

	2016	2017	2018	2019	累计	累计占比
5A 级医院	5	10	12	24	51	20.6%
4A 级医院/门诊部	7	10	3	3	23	9.3%
3A 级医院/门诊部/诊所	6	20	4	8	38	15.4%
2A 级医院/门诊部/诊所	0	9	0	0	9	3.6%
未评选成功	14	53	27	32	126	51.0%
合计	32	102	46	67	247	100%

资料来源: 中国整形美容协会, 国盛证券研究所 注: 统计截至 2019 年底

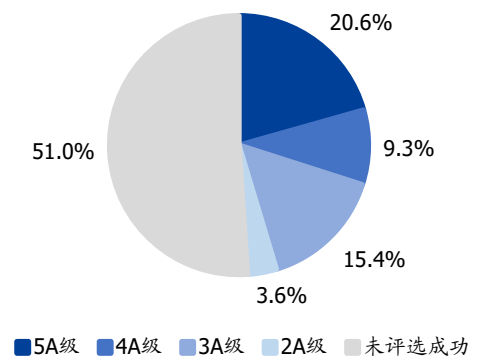
参评机构两极分化, 优者更优, 劣者过半。从分布情况来看, 参评机构两极分化, 获得评级机构以 5A 级数量居多 (占比 42.15%), 但 5A 级机构依然稀缺, 从数量来看累计仅 51 家; 参评机构中未获评机构占比高达 51%, 数量过半。

图表 29: 2016-2019 年中整协医疗机构评级历年发布情况



资料来源: 中国整形美容协会, 国盛证券研究所

图表 30: 2019 年中整协医疗机构评级结果 (%)

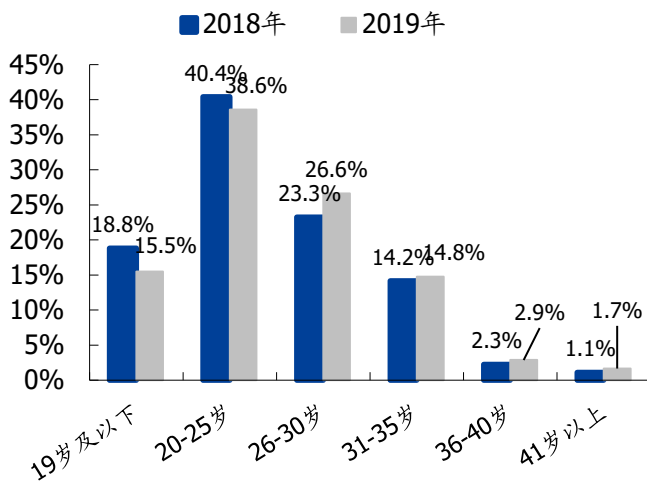


资料来源: 中国整形美容协会, 国盛证券研究所

### 3.2 用户画像: 用户更趋年轻化, 下沉市场空间广阔

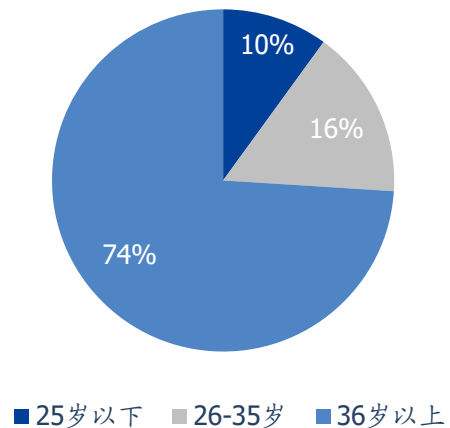
中国医美消费者趋于年轻化, 随年龄增长或有更高的消费能力。从年龄分布来看, 19-35 岁为主力消费群体, 2018 年/2019 年合计占比 96.7%/95.5%。对比美国 2017 年医美消费者年龄分布情况, 36 岁以上占比 74%。随着中国当下医美消费群体年龄的不断增长, 年龄分布结构将有所变化, 19-25 岁群体用户的消费能力也会随年龄增长而有所提高, 消费潜力巨大。

图表 31: 中国医美消费者年龄分布 (%)



资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

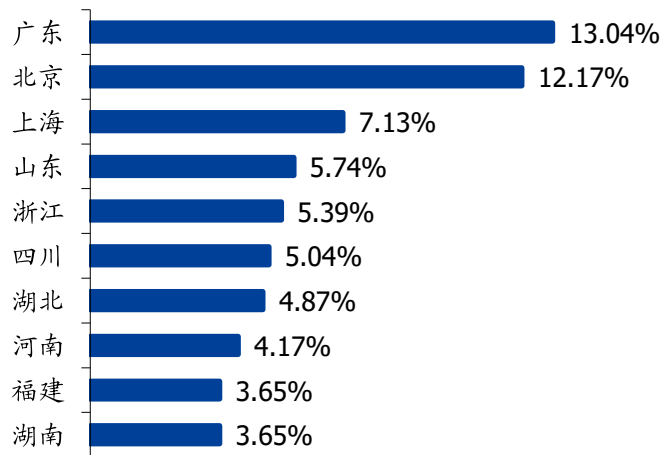
图表 32: 2017年美国医美消费者年龄分布 (%)



资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

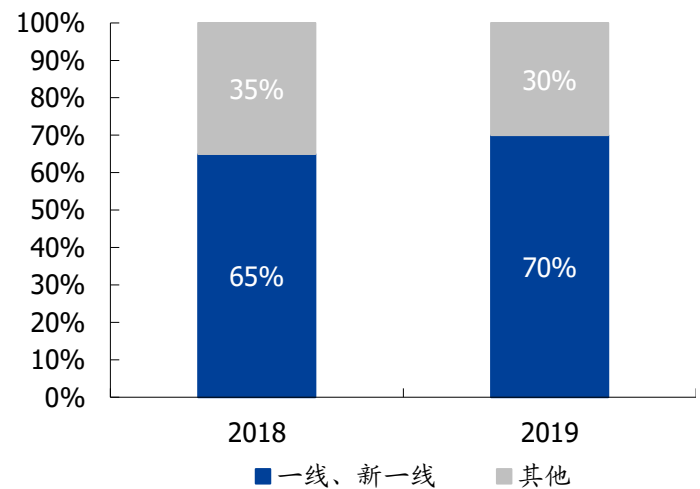
中国医美消费群体多集中于一线、新一线城市。悦美网 2018 数据显示 Top10 省份的医美消费者数量合计占比 64.95%，和终端机构分布情况较为匹配 (Top10 省份 68.5%)。据新氧 2019 年报告测算，位于一线、新一线城市的消费者占比高达 70% (+5%)。优秀机构多集中于一线、新一线城市，部分地区医美消费者仍需要跨区域实现消费。

图表 33: 2018 年悦美网医美消费者在 Top 10 省市的分布比例 (%)



资料来源: 悦美网, 国盛证券研究所

图表 34: 医美消费用户城市分布 (%)

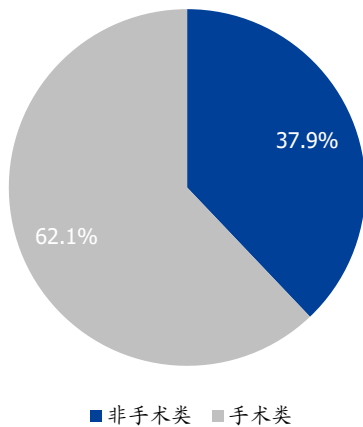


资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

消费过手术类项目的用户占比达 62.10%，主要以双眼皮、隆鼻、吸脂等为主。2020 年消费过手术类项目的中国医美用户占比达 62.1%，其中部分人群同时也消费非手术类项目；而仅消费过非手术类项目的用户占比 37.9%，往往仅体验过注射类或光电类项目。从项目来看，皮肤美容项目主要消费：美白亮肤、抗皱抗初老；面部整形项目主要消费：双眼皮、隆鼻以及瘦脸；美体塑形项目主要消费：局部吸脂/溶脂以及丰胸。

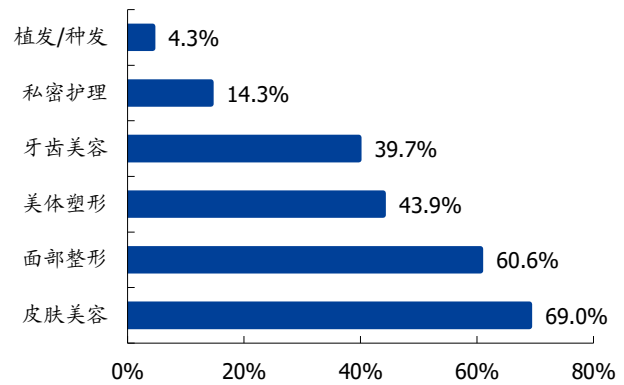


图表 35: 2020 中国医美用户手术/非手术类购买情况 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 36: 2020 中国医美用户分项目购买情况 (%)

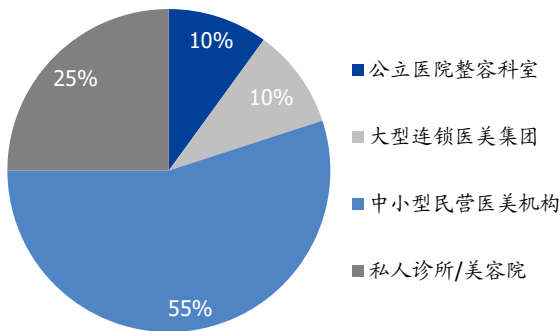


资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

### 3.3 终端机构: 分布区域性鲜明, 龙头争霸蓄势待发

业内民营龙头争霸格局初显, 上市企业更具优势。中小型机构及私人诊所/美容院合计占比 80%, 公立医美终端中仅北京八大处为国内唯一一家三甲公立医院, 其他均为公立医院的整形科室, 合计占比 10%, 对私立无较大威胁。大型连锁医美集团如艺星、美莱等合计占比仅 10%, 依市场行情, 大型机构将进入快速并购扩张模式, 四家上市企业: 朗姿医美、医美国际、华韩整形、瑞丽医美相比而言资金将更充足, 更具优势。

图表 37: 中国医美市场竞争格局 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 38: 中国知名医美机构情况



资料来源: 国盛证券研究所整理绘制

医美服务机构地域性特征强, 朗姿医美深据成都+西安市场。从医院总量来看, 16 年起步的朗姿医院总量相比美莱、艺星等依然略少, 但主要占有了成都、西安两个市场, 避开了美莱、艺星以及瑞丽主要集中的华东地区。成都市场有 2 家美莱、1 家艺星以及 9 家朗姿旗下医美终端 (米兰柏羽/晶肤); 西安市场有 1 家美莱、1 家艺星以及 5 家朗姿旗下医美终端 (高一生/晶肤)。未来朗姿继续发力扩张, 在华北东北以及西南地区有极大优势。

图表 39: 大体量机构市场分布情况

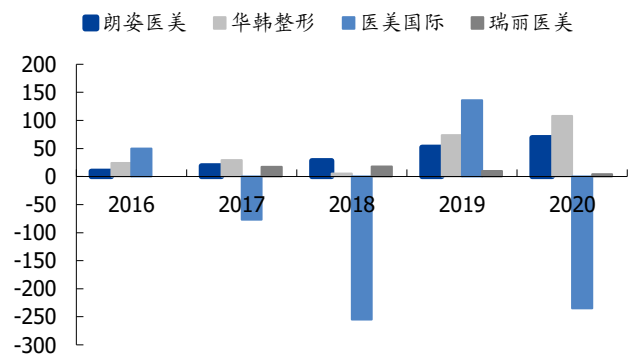
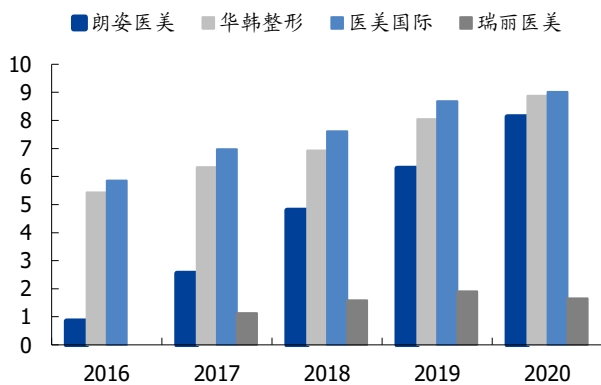
机构	医院总量	华东	华南	华中	华北东北	西南地区
美莱	36家(29城)	10家: 上海、杭州、宁波、厦门、南京、苏州*2、常州、福州、泉州	4家: 广州*2、深圳、佛山	4家: 长沙、衡阳、郑州、武汉	5家: 北京、天津、石家庄、西安、沈阳	9家: 成都*2、重庆*2、万州、昆明、贵阳*2、曲靖
艺星	23家(19城)	9家: 上海、杭州、温州、合肥、宁波、南京、嘉兴、台州、济南	1家: 深圳	2家: 武汉、长沙	4家: 北京、大连、黑龙江、西安	3家: 成都、重庆、昆明
朗姿	18家(6城)	0	1家: 深圳	1家: 长沙	6家: 西安*5、宝鸡	10家: 成都*9、重庆
瑞丽	4家(3城)	4家: 杭州*2、温州、芜湖	0	0	0	0

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所整理

**起步较晚但成长性极强, 内生外延并重。**朗姿医美虽然起步较晚, 但是其收购机构的内生增长强劲, 2016-2018年先后收购米兰柏羽、晶肤以及高一生皆为优质资产, 2016至2020年营收复合增速达75.81%, 迅速赶上同行。2016-2020年医美业务归母净利润从9百万元增至69百万元(CAGR66.40%), 实现高速增长, 对比同行增速十分亮眼。

图表 40: 医美业务营收同行对比 (单位: 亿元)

图表 41: 医美业务归母净利润同行对比 (单位: 百万元)

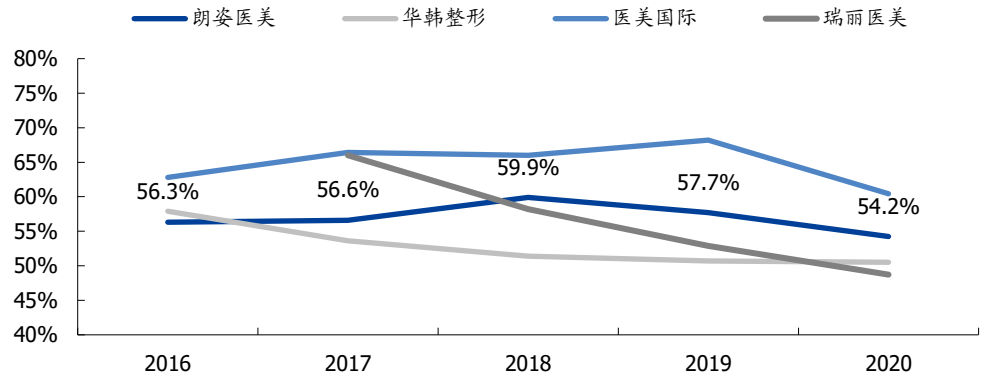


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**医美业务综合毛利率处于同行中游水平, 有一定提升空间。**2018年毛利率增至58.2%, 我们认为这是由于轻医美的快速增长, 晶肤门店孵化成熟; 2020年毛利率降至54.2%, 我们认为这是由于持续不断的并购活动+新门店需要一定时间孵化导致。未来更多新店转变为成熟店, 公司毛利率将再次有所上涨。

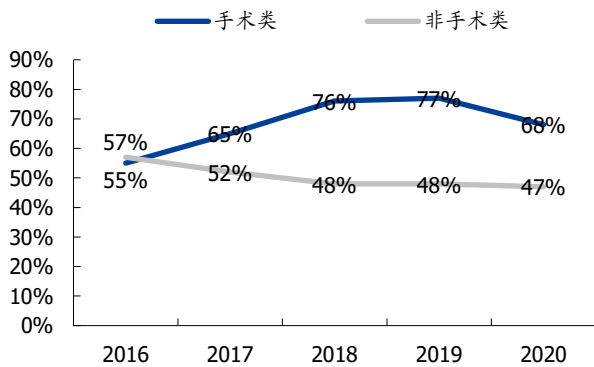
图表 42: 医美业务综合毛利率同行对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

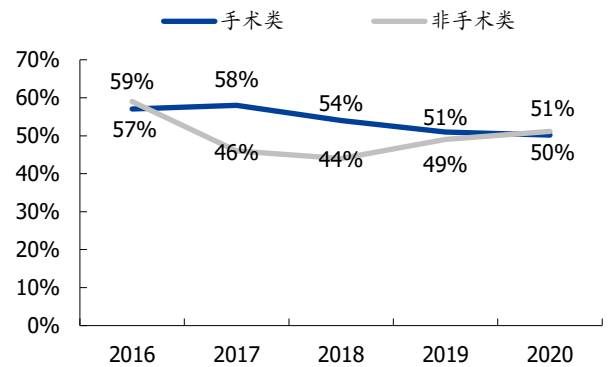
手术类毛利率处于同行上游水平, 非手术类有提升空间。朗姿医美手术类毛利率从 2016 年的 55% 增至 2020 年的 68%, 处于行业较高水平; 非手术类毛利率从 2016 年的 57% 降至 2020 年的 47%, 处于行业较低水平。随着晶肤医美的社区化不断成熟, 未来朗姿医美的非手术类毛利率仍有上涨空间。

图表 43: 朗姿医美手术/非手术毛利率拆分 (%)



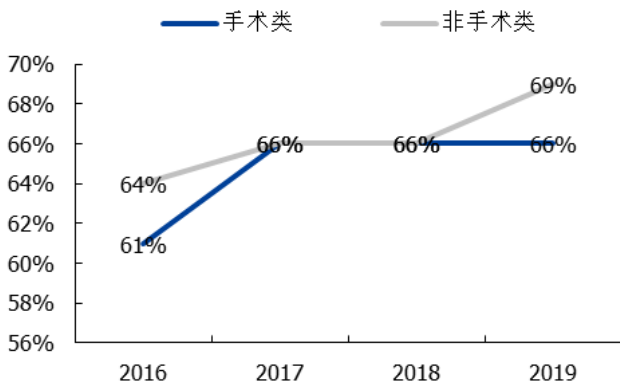
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 华韩整形手术/非手术毛利率拆分 (%)



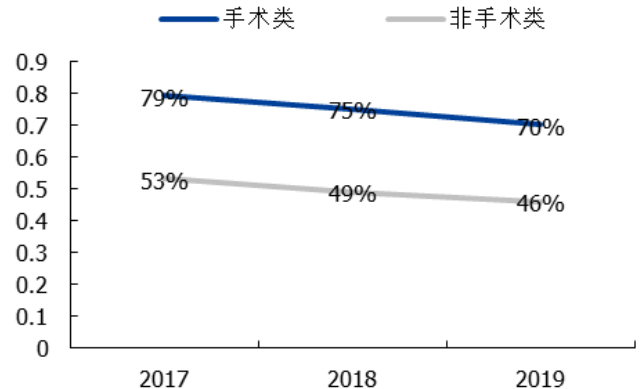
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 医美国际手术/非手术毛利率拆分 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

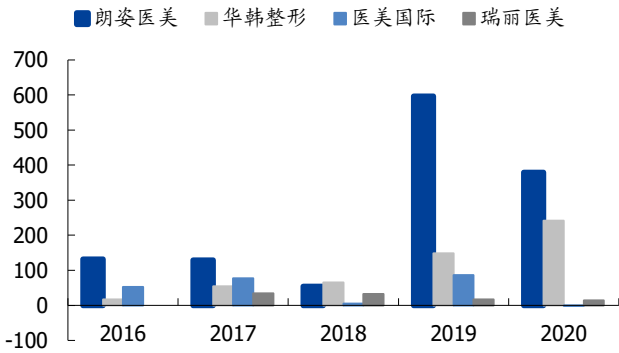
图表 46: 瑞丽医美手术/非手术毛利率拆分 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

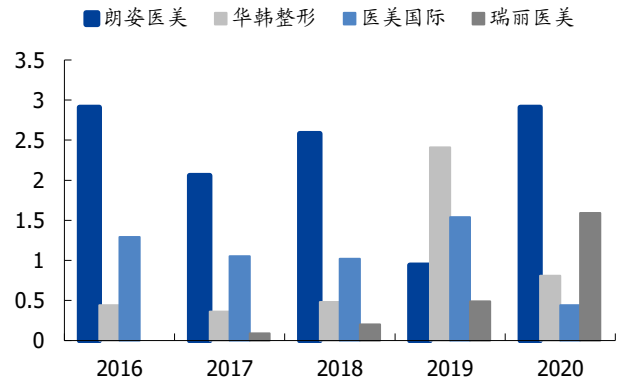
公司账面现金充足，扩张并购潜能巨大。从并购扩张潜能来看，朗姿由于企业自身体量大，资金相比较医美领域的其他同行而言更为充足，经营活动产生的现金流量一直处于行业较高水平，2020年为3.79亿元，系四家上市企业中最高。货币资金除2019年以外皆维持在2亿以上，2020年为2.91亿元。医美终端进入并购整合期时资金潜能将体现出优势。

图表 47: 经营活动产生现金流量净额同业对比 (单位: 百万元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 48: 货币资金同业对比 (单位: 亿元)

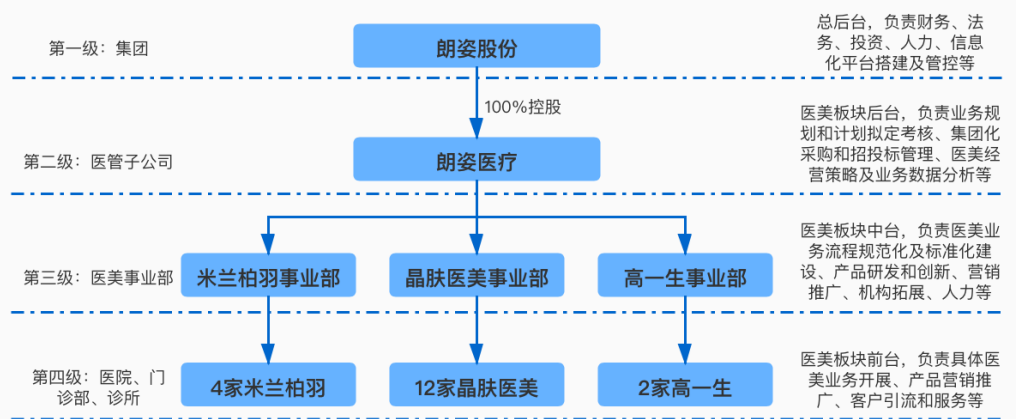


资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

## 4 医美业务: “1+N” 模式, 从西南走向全国

**医美业务: 四级管理体系的精细化管理。**公司于 2016 年正式进入医美领域, 先后收购了“米兰柏羽”、“晶肤医美”和“高一生”三个优质品牌, 分别定位于高端综合医院、轻医美机构、专业整形医院。2017 年公司成立全资子公司朗姿医疗, 以统筹医美业务的运营和管理。经过五年的整合和发展, 现已建立完善的“集团管控模式+医管公司+事业部+医疗机构(医院、诊所、门诊部)”四级管理体系。

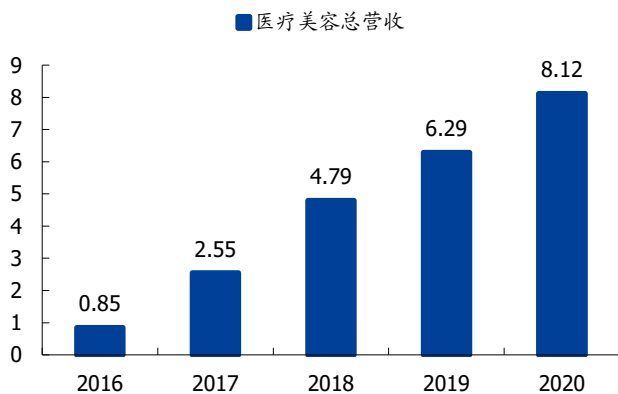
图表 49: 朗姿医美业务四级管控体系



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理绘制

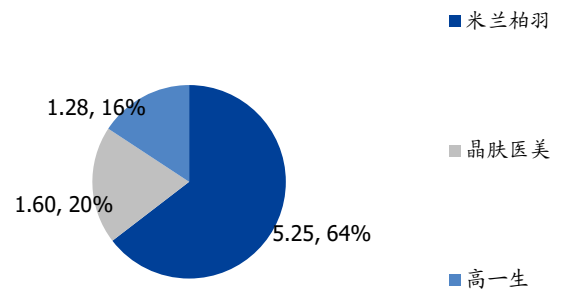
医美业务高增长, 轻医美快速上升。2016-2020 年, 医美业务总营收从 0.85 亿元增至 8.12 亿元, 复合增速达 75.81%, 持续高速增长。按项目类别来看, 其中 40% 收入来自手术类项目; 按地理位置来看, 60% 收入来自成都。其中: 成都米兰柏羽、西安高一生两家医院收入及利润贡献显著。

图表 50: 医疗美容总营收历年变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 医美品牌 2020 年营收占比情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

通过并购实现快速扩张, 同时提升运营实力。截至 2020 年底, 公司体系内的医疗机构从 2016 年的 6 家发展为 19 家, 还参股并受托管理机构 1 家 (韩国梦想集团 DMG), 2020Q1 拥有机构 20 家。2020 年实现原有六家机构的 100% 控股, 进一步增强对现有机构的控制和后续品牌的扩张奠定基础。为加速优质医美标的的孵化, 公司启动设立博辰五号和博辰八号两支医美产业基金, 两支基金总规模为 6.52 亿元。

图表 52: 朗姿医美业务发展历程



资料来源: 公开新闻, 国盛证券研究所整理绘制

图表 53: 医美股权并购基金具体情况

基金名称	朗姿出资金额	朗姿合伙地位	基金规模	已完成出资缴付
医美股权并购基金芜湖博辰五号	自有资金 2 亿元	有限合伙人	4.01 亿元	1.80 亿元
医美股权并购基金芜湖博辰八号	自有资金 1.25 亿元	有限合伙人	2.51 亿元	0.97 亿元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 4.1 米兰柏羽: 成都市场为基, 终端单体盈利能力强

米兰柏羽: 朗姿进军医美行业的基石。米兰柏羽于 2005 年创立, 2016 年朗姿医疗分别以 2.22 亿/2765 万元收购了四川米兰柏羽及其深圳门诊部 63.5%/70% 的股权, 正式进



军医美行业。2020年米兰柏羽事业部总收入体量达5.25亿元(+45.29%)，占比医美业务比重64.58%。净利润超过10%，毛利率达54.03%。

**3家医院+1家门诊部，四大终端并驾齐驱。**目前米兰柏羽事业部有4个终端机构：四川米兰柏羽医学美容医院（2020年收入3.93亿元，同增26%）、西安美立方医院（2020年收入1.12亿元，利润185万）、深圳米兰柏羽（2020年收入2707万元）以及四川米兰柏羽分院成都高新米兰柏羽医院（2021年4月正式营业）。

图表 54: 米兰柏羽终端情况

子公司	成立时间	收购时间	性质	地理位置	2020年营收
四川米兰柏羽医学美容医院有限公司	2005年	2016年6月	医院	成都	3.93亿元
深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	2013年	2016年6月	门诊部	深圳	0.27亿元
西安美立方(已更名为西安米兰柏羽医疗美容医院有限公司)	2013年	2019年8月	医院	西安	1.12亿元
成都高新米兰柏羽医学美容医院有限公司	2021年4月	设立	医院	成都	2021年4月营业

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**四川米兰柏羽: 收入规模及盈利能力亮眼。**四川米兰柏羽于2018年获中国整形美容协会5A级认证。作为成都市内的龙头综合性医美医院,其规模最大、成立最早。2017-2018年营收从1.74亿元增至3.93亿元,增速22.59%,净利润从2350万元增至6042万元,增速26.63%。2020年净利润同比增长71%,单体净利率15%。

图表 55: 四川米兰柏羽运营情况(亿元, 百万元, %)

	2017	2018	2019	2020
营业收入(亿元)	1.74	2.49	3.11	3.93
YOY	-	43.10%	24.90%	26.37%
净利润(百万元)	23.5	29.38	35.25	60.42
YOY	-	25.02%	19.98%	71.40%
净利率	14%	12%	11%	15%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**四川米兰柏羽规模可观, 业务覆盖综合性强。**目前总院面积接近10000平方米, 工作人员500人, 医师数量合计55人, 占比接近10%。服务科室涵盖整形外科、微创注射科、美容皮肤科、美容牙科以及麻醉科, 开设各类整容手术及医美项目。其中整形外科医师合计31名, 占比该院医师总数的56.36%。

图表 56: 四川米兰柏羽科室设置情况 (个)

科室	医护及床位	数量
整形外科	医师	31
	护士	34
微创注射科	医师	7
	护士	14
美容皮肤科	医师	10
	护士	23
美容牙科	医师	3
	护士	7
麻醉科	医师	4
	护士	3
合计	医师	55
	护士	81

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

四川米兰柏羽正式进入“一城双院”运营模式。成都高新米兰柏羽医学美容医院有限公司于2021年4月成立,系四川米兰柏羽分院。在功能设置上,成都高新米兰柏羽除了传统的外科、皮肤、微创、牙科四大科室外,还围绕形体、毛发与女性私密打造了三个特色中心。其中米兰柏羽柏体蔻姿(BODYCODES)美学形体中心占地面积1000平米,占全院面积20%,旨在打造首个集美体紧肤、塑型减脂、亚健康管理于一体的运作中心。

图表 57: 柏体蔻姿 (BODYCODES) 美学形体中心



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

#### 4.2 晶肤医美: 轻医美门店, 内生扩张性强劲

轻医美高增长, 晶肤医美顺势推舟。成立于2011年的晶肤医美专注于“轻医美”市场, 主打激光和微整形类医疗美容服务。2016年6月朗姿收购其四川、西安、重庆、长沙4

家机构 70% 股权，2018/2019/2020 年每年分别扩张 3、1、5 家门店，截至 2020 年底，晶肤医美旗下共拥有 13 家机构：成都 8 家、西安 3 家、长沙和重庆各 1 家。2020Q1 新增一家“美立晶肤”。随着轻医美市场的壮大，未来公司将考虑晶肤医美的社区化，使之逐步取代高端美容院。

图表 58: 晶肤医美终端情况

子公司	成立时间	收购时间	性质	地理位置
西安晶肤医疗美容有限公司	2012 年 9 月	2016 年 6 月	门诊部	西安
四川晶肤医学美容医院有限公司	2014 年 4 月	2016 年 6 月	医院	成都
重庆晶肤医疗美容有限公司	2014 年 12 月	2016 年 6 月	门诊部	重庆
长沙市芙蓉区晶肤医疗美容有限公司	2015 年 6 月	2016 年 6 月	门诊部	长沙
成都青羊光华晶肤医疗美容诊所有限公司	2017 年 6 月	2017 年 8 月	诊所	成都
成都高新锦城晶肤医疗美容诊所有限公司	2017 年 6 月	2017 年 8 月	诊所	成都
西安市新城区晶肤医疗美容有限公司	2017 年 12 月	2017 年 12 月	诊所	西安
成都武侯新南晶肤医疗美容诊所有限公司	2019 年 1 月	2019 年 1 月	诊所	成都
成都蓉雅晶肤医疗美容门诊部有限公司	2020 年 4 月	2020 年 4 月	门诊部	成都
西安荣耀晶肤医疗美容有限公司	2020 年 11 月	设立	诊所	西安
成都武侯华星晶肤医疗美容诊所有限公司	2020 年 12 月	设立	诊所	成都
成都武侯喜悦晶肤医疗美容诊所有限公司	2021 年 1 月	设立	诊所	成都
咸阳美立晶肤医疗美容有限公司（原为咸阳美立方，2015 年创建 2019 年北收购）	2021 年 3 月	设立（参股变为控股）	诊所	咸阳

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**轻医美模式内生增长性强，中小机构孵化期短。**2020 年晶肤医美实现营收 1.60 亿元（+35.70%），净利润约为 1100 万元，净利率 7%，其中四川晶肤营收占比 41.56%。晶肤医美事业部的新机构成熟期预计 3 年左右，2020Q1 公司将其定位于“医美的生活化和社区化”，进入迅速扩建车道，故未来 2 年收入释放速度将快于利润。

**四川晶肤 2020 年实现营收 6650 万元，收入利润规模稳定增长。**四川晶肤营业面积近 1500 平米，按照医院级标准设立。2017-2020 年营收从 3710 万元增至 6650 万元，CAGR21.47%，净利润从 766 万元增至 1249 万元，CAGR17.70%，净利率维持在 15% 以上。2020 年营收同增 20%，净利同增 53%，净利率达到 19%。

图表 59: 四川晶肤、西安晶肤运营情况 (百万元, %)

四川晶肤	2017	2018	2019	2020
营业收入 (百万元)	37.1	44.00	55.35	66.50
YOY	-	18.60%	25.78%	20.14%
净利润 (百万元)	7.66	7.67	8.18	12.49
YOY	-	0.00%	6.65%	52.69%
净利率	21%	17%	15%	19%
西安晶肤	2017	2018	2019	2020
营业收入 (百万元)	15.2	18.33	20.82	-
YOY	118.10%	20.60%	13.60%	-
净利润 (百万元)	3.09	4.62	4.64	-
YOY	67.90%	49.50%	0.40%	-
净利率	20%	25%	22%	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 4.3 高一生: 深耕西安市场, 专业医美服务机构

深据西安市场, 2020 年实现总营收 1.28 亿元。高一生创立于 1991 年, 2018 年 1 月朗姿医疗以 2.67 亿元收购西安高一生 100% 股权 (对价对应 18 年净利润 PE11.7X), 正式进军西安医美市场。2020 年高一生事业部总收入体量达 1.28 亿元 (+35.70%), 净利润 0.14 亿元, 毛利率达 51.47%。目前高一生事业部已成为包含美容外科、美容皮肤科、美容中医科、美容牙科、微整形五大医美中心为一体的专业医疗美容机构。

图表 60: 高一生终端情况

子公司	成立时间	收购时间	性质	地理位置	2020 年营收
陕西高一生医疗美容医院有限公司	1991	2018 年 1 月	医院	西安	1.20 亿元
宝鸡高一生医疗美容门诊部有限公司	2017 年	2019 年 12 月	门诊部	宝鸡	844 万元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

西安高一生 2020 年扩建改造导致业绩下滑, 预计 21 年恢复高增长。西安高一生占地近 6000 平米, 拥有 11 间 30 万级准洁净手术室以及德国设计营造的全智能服务流程。2019 年营收/净利润分别同增 30%/60%。2020 年公司对其进行扩建改造, 使得营收、净利下降: 收入 1.20 亿元 (-22%), 净利率 15% (-8%), 预计 21 年将恢复正常增长。

图表 61: 陕西高一生运营情况 (亿元, %)

	2018	2019	2020
营业收入 (亿元)	1.19	1.54	1.20
YOY	-	29.41%	-22.08%
净利润 (百万元)	22.69	36.26	17.42
YOY	-	59.81%	-51.96%
净利率	19%	23%	15%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 盈利预测

### 关键假设:

1. 医美业务: 1) 成都高新米兰柏羽于2021年4月设立, 预计至年底可实现1.63亿元营收, 2022/2023营收增速分别可达45.0%/40.0%, 四川米兰柏羽维持10-15%增速, 西安米兰柏羽增速稳健, 维持在25.0%, 深圳米兰柏羽维持10%增速, 预计整体米兰柏羽事业部2021-2023年实现收入分别为7.85/9.48/11.32亿元; 2) 高一生预计2021-2023年实现收入分别为1.65/2.05/2.45亿元; 3) 晶肤医美随着轻医美上升, 新店持续扩张, 预计2021-2023年开设新店数量分别为6/8/10家, 带动整体营收分别为2.31/3.41/4.94亿元。
2. 医美毛利率: 米兰柏羽、高一生为综合性医美终端机构, 晶肤主打轻医美, 整体成本略高, 三大事业部营收实现高增长的同时, 店面租金及耗材成本占比降低, 驱动整体医美毛利率提升, 预计2021-2023年分别为58.13%/60.70%/62.69%。
3. 其他业务: 时尚女装、绿色婴童及其他业务预计2021-2023年将维持10%的增速, 时尚女装毛利率较2020年逐年回升至疫情前水平, 绿色婴童毛利率维持在55%水平。

图表 62: 公司收入拆分 (百万元, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
时尚女装	959	1098	1369	1480	1306	1437	1580	1738
yoy (%)		14.49%	24.68%	8.11%	-11.76%	10.00%	10.00%	10.00%
绿色婴童	294	818	660	755	679	747	822	904
yoy (%)		178.23%	-19.32%	14.39%	-10.07%	10.00%	10.00%	10.00%
医疗美容	85	255	479	629	813	1181.24	1494.24	1871.41
yoy (%)		200.00%	87.84%	31.32%	29.25%	45.29%	26.50%	25.24%
米兰柏羽		174.00	271.82	361.30	532.40	784.76	947.75	1131.91
yoy (%)			56.22%	32.92%	47.36%	47.40%	20.77%	19.43%
高一生			119.00	154.00	128.32	165.15	205.07	245.07
yoy (%)				29.41%	-16.68%	28.70%	24.17%	19.51%
晶肤		75.08	96.10	121.13	158.35	231.33	341.42	494.43
yoy (%)			28.00%	26.05%	30.73%	46.09%	47.59%	44.82%
其他	29	182	153	143	78	86	94	104
yoy (%)		527.59%	-15.93%	-6.54%	-45.45%	10.00%	10.00%	10.00%
总计	1367	2353	2661	3007	2876	3451	3990	4617
yoy (%)		72.13%	13.09%	13.00%	-4.36%	19.98%	15.65%	15.71%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: 公司毛利率拆分 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
时尚女装	58.19%	61.11%	57.93%	60.41%	53.75%	56.00%	57.00%	59.00%
绿色婴童	47.62%	45.97%	49.85%	52.19%	54.79%	55.00%	55.00%	55.00%
医疗美容	56.47%	56.86%	59.92%	57.71%	54.24%	58.13%	60.70%	62.69%
其他	24.14%	7.69%	18.30%	42.66%	52.56%	53.00%	53.00%	53.00%
总计	55.08%	51.25%	54.00%	56.93%	54.10%	56.44%	57.88%	59.58%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



图表 64: 公司净利润预测 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3007.26	2876.44	3451.07	3991.08	4617.97
营业成本	1255.81	1318.84	1503.30	1681.06	1866.63
营业税金及附加	20.26	16.86	24.16	27.94	32.33
营业费用	1128.98	1122.17	1311.40	1476.70	1708.65
管理费用	279.57	236.49	276.09	319.29	369.44
研发费用	103.43	93.14	69.02	79.82	92.36
其他财务费用	105.74	45.23	29.43	30.95	32.95
其他	299.85	121.99	58.36	70.24	61.55
营业利润	156.10	156.36	296.03	445.57	577.17
营业外收入	3.19	2.82	5.00	4.00	4.50
营业外支出	17.84	21.48	15.00	20.00	20.00
所得税	100.72	1.90	42.90	64.44	84.25
净利润	40.73	135.80	243.13	365.14	477.42
少数股东损益	-18.05	-6.24	-12.16	0.00	0.00
归母净利润	58.78	142.04	255.28	365.14	477.42

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**可比公司估值水平:** 我们选取 A 股医美终端机构标的作为可比估值参考。奥园美谷 21 年医美业务发力, 医美上下游全产业链布局, 估值水平较高, 对应 21 年估值为 99.34 倍; 华韩整形作为医美终端标的, 由于三板流动性原因估值处于较低水平, 21 年整体估值为 31.42 倍; 苏宁环球当前医美业务占比较低, 21 年估值为 16.95 倍。

**盈利预测:** 基于公司网点扩张及业务拓展, 我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 34.51/39.91/46.18 亿元(CAGR15.68%), 归母净利润 2.55/3.65/4.77 亿元(CAGR36.77%), 对应 EPS 0.58/0.83/1.08 元/股。公司当前市值对应 21 年 PE 为 92 倍, 我们看好公司在医美领域的扩张速度及运营能力, 基于公司在 A 股的稀缺性和成长性, 相比其他医美标的有所低估, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表 65: 可比公司估值 (亿元)

股票代码	公司名称	最新市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				PEG
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E
000615.SZ	奥园美谷	163.58	-1.35	1.65	3.33	5.06	-44.06	99.34	49.13	32.31	0.45
430335.NQ	华韩整形	41.33	1.08	1.32	1.67	2.23	33.44	31.42	24.69	18.53	1.47
000718.SZ	苏宁环球	224.26	10.38	13.23	16.58	20.00	10.03	16.95	13.53	11.21	0.62
002612.SZ	朗姿股份	233.97	1.42	2.55	3.65	4.77	164.72	91.65	64.08	49.01	1.15
	行业平均							59.84	37.86	27.77	0.92

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 25 日收盘价, 奥园美谷、华韩整形、苏宁环球为 wind 一致预测

## 风险提示

1. **医美业务扩张不及预期:** 并购扩张速度较慢; 新店运营不及预期;
2. **行业竞争加剧:** 获客成本提升, 整体盈利能力下降;
3. **疫情反复影响:** 线下机构运营及开店节奏受疫情反复影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com