

消费升级与娱乐研究中心

朗姿股份 (002612.SZ) 买入评级 (首次覆盖)

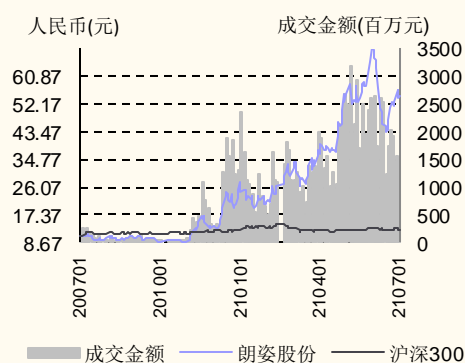
公司研究

市场价格 (人民币): 54.49 元

目标价格 (人民币): 63.30 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.42
已上市流通 A 股(亿股)	2.61
总市值(亿元)	241.09
年内股价最高最低(元)	69.55/8.67
沪深 300 指数	5230
深证成指	15039



多区域连锁医美龙头，新老机构螺旋迸发

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,007	2,876	3,604	4,039	4,453
营业收入增长率	12.99%	-4.35%	25.31%	12.05%	10.25%
归母净利润(百万元)	59	142	262	358	397
归母净利润增长率	-72.07%	141.65%	84.51%	36.53%	10.85%
摊薄每股收益(元)	0.14	0.32	0.59	0.81	0.90
每股经营性现金流净额	0.79	0.84	-0.28	0.57	0.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.97%	4.80%	8.40%	10.74%	11.11%
P/E	71.95	76.72	91.20	66.80	60.26
P/B	1.42	3.68	7.66	7.17	6.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **本土头部高端女装拓展医美、婴童装及用品业务:** 公司主营高端女装, 旗下主品牌朗姿连续多年位列行业前五, 14 年提出“打造大时尚产业平台”(后升级为“泛时尚产业互联生态圈”), 后陆续投资婴童装及用品/化妆品/电商代运营/医美/资管等领域, 20 年聚焦女装/医美/婴童装及用品三大业务、营收分别占比 46%/28%/24%, 三项业务收入 17~19 年复合增速分别为 16%/57%/-4%, 20 年疫情下医美仍快速增长、营收/净利同增 29%/31%, 其中老机构贡献主要业绩, 新机构储备未来增长动力。
- **医美终端机构区域龙头形成, 或迎“多区域/全国性扩张”新时代:** 医美需求不断提升, 带动下游终端机构快速发展, 截止 18 年底数量 1.2 万家、15~18 年复合增 28%, 大型医美机构占比约 10%、行业格局分散。其中强势地区如江苏、浙江、四川等 5A 整形医院/4A 门诊部较多、区域性龙头已形成、资源整合能力较强、净利率近 20%, 可输出资源整合能力, 我国医美机构或迎“多区域/全国性扩张”新时代, 预计资金实力雄厚、具医教研+内部培养等完善医护/管理人才培育体系的区域龙头有望赢得新一轮竞争。
- **公司医美“外延+自建”优化整合, 打造“1+N”医美区域性产业格局:** 16 年收购“米兰柏羽”综合型连锁医美医院(最高等级 5A 级)、“晶肤”轻医美连锁机构, 18、19 年先后收购西安高一生、美立方(整合为米兰柏羽), 同时自建轻医美机构, 20 年底公司医美机构自有 19 家、参股托管 1 家(4 家医院+16 家轻医美诊所), 在中西部地区形成“1+N”医美区域性产业格局。目前公司已经构建集团管控下的三级管理体系、绑定核心人员利益、资源整合能力不断提升, 未来将继续推进“1+N”产业布局战略。

投资建议与估值

- 公司把握我国医美发展机遇, 外延并购优质标的+自建进入医美终端领域, 目前已步入第二梯队, 内部管理体系完善+绑定核心人员利益, 旗下医美产业基金体外培育标的、添加长期动力; 女装在渠道/产品/供应链优化下近年回暖, 婴童装及用品业务韩国区调整、中国业务稳步推进、望减亏盈利。
- 预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.59/0.81/0.90 元, 采用分部估值法, 参考同业估值水平, 建议给予 22 年医美 18 倍 PS、服装业务 15 倍 PE, 对应目标价格 63.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示: 医美事故影响品牌声誉、医美及服装业务拓展不及预期等。

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) **医美业务**：假设老机构未来营收持续快速增长，其中优势地区的优质医院/诊所盈利水平获益口碑建立、复购率提升，盈利水平不断提升。

新机构拓展方面，公司未来规划继续推进“1+N”医美战略布局，其中“1”的医美医院以并购为主，需要看合适的并购机遇/标的，存在一定的不确定性，假设公司未来三年医美医院数量维持现状，主要依靠内生增长，其中次新及新机构参考朗姿股份旗下或是同业的历史发展情况；“N”的晶肤轻医美机构将加速推进，预计未来每年新开6家。并且新设立的轻医美机构及医美医院盈利模型参考朗姿股份旗下或是同业的历史发展情况。

最终结果如下表所示，2021~23年医美业务营收为11.56/13.71/15.89亿元，净利为1.07/1.36/1.53亿元，对应净利率为9.30%/9.89%/9.61%。

2) **女装业务**：鉴于服装总体景气度有限，预计未来将保持稳健增长，21~23年女装营收增速分别为26%、11%、8%；净利率水平稳中有升，假设21~22年净利率水平分别为9%、10%、10%。

3) **婴童装及用品业务**：持续调整，在中国地区品牌知名度仍待提升，预计21~23年增速较为稳健，营收分别同增5%、5%、5%；20年大幅减亏，假设未来盈利水平持续提升，21~22年净利率分别为0.5%、4.50%、5.00%。

■ 本文主要贡献

1) 本文详尽分析了医美终端行业发展现状、产业链分析以及目前面临的挑战与机遇。

2) 本文详尽拆解了朗姿股份医美业务历史以及业绩增长情况：老机构拉动主要增长、净利率水平不断提升，覆盖新结构拓展成本、孵化未来业绩增长点。

3) 本文拆解了朗姿股份旗下医美机构盈利模型以及同业主要盈利模型，得出轻医美机构以及医美医院从开设—盈亏平衡—平效水平提升—区域龙头等发展阶段的财务特性。

■ 股价上涨的催化因素

医美终端门店开业；医美业绩超预期。

■ 估值和目标市值

预计公司21-23年EPS分别为0.59/0.81/0.90元，采用分部估值法，其中：

1) 服装业务：参考同业估值水平，建议给予22年15倍PE。

2) 医美业务：因为终端医美机构从设立到最终实现盈利需要一定周期，短期我们预计医美机构仍处于新设的扩张期，新设机构盈利水平较弱、但中长期培育成熟盈利能力逐步增强，建议采用PS估值方法；参考A股发展相对较为成熟（已形成全国连锁品牌）的上市医疗服务机构，因医美医疗服务终端机构行业发展较为早期、服务更具有非标准属性，因此建议在牙科或是眼科医疗服务机构PS基础上给予一定的折价，建议给予朗姿股份医美业务营收18倍PS。

综上，对应目标价格63.3元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

医美事故影响品牌声誉；医美业务拓展不及预期及相关商誉减值风险；服装业务存货计提减值准备。

内容目录

1、公司概况：打造“泛时尚产业互联生态圈”.....	6
1.1、业务梳理：高端女装龙头拓展医美、婴童装及用品等领域.....	6
1.2、财务分析：女装贡献主要业绩，医美业务引领增长，婴童装及用品业务 20 年减亏.....	8
1.3、员工持股计划：考核至 2026 年，展现中长期发展信心.....	9
1.4、减持计划：实际控制人之父计划减持，届满后将投资 5 亿元于医美业务发展.....	11
2、医美业务：占据区域性优质机构资源，“内生+外延”发展动力足.....	11
2.1、医美终端行业：区域龙头成长、进入全国扩张时代.....	11
2.1.1、医美需求：快速发展，二线及以下城市持续渗透.....	11
2.1.2、医美机构：格局分散，行业监管逐步规范.....	14
2.1.3、产业链：资源整合能力差异致盈利水平不一，行业存整合机遇.....	18
2.2、公司医美业务：老机构贡献主要业绩，新机构打开未来成长空间.....	21
2.2.1、概况：“外延+自建”优化整合，打造“1+N”医美区域性产业格局.....	21
2.2.2、财务：老机构贡献主要营收及净利，新机构储备未来增长动力.....	24
2.2.3、未来：定增建设医美旗舰店，成立产业基金等加速医美业务布局.....	26
3、女装及婴童装及用品业务：女装业务向好，婴童装及用品业务仍待调整..	27
3.1、女装业务：渠道及产品调整带动女装业务 17~19 年回暖，疫情带来短期波动.....	27
3.2、婴童装及用品业务：韩国业务积极调整、中国业务稳步推进，20 年继续减亏.....	28
4、盈利预测与投资建议.....	29
4.1、盈利预测.....	29
4.1.1、医美业务.....	29
4.1.2、女装及婴童装及用品业务.....	32
4.2、投资建议及估值.....	33
5、风险提示.....	34
6、附录.....	34

图表目录

图表 1：公司女装品牌.....	6
图表 2：阿卡邦旗下品牌.....	7
图表 3：公司在中国地区的三大医美机构品牌.....	7
图表 4：公司营收（亿元）及增速.....	8
图表 5：公司归母净利润（亿元）及增速.....	8
图表 6：公司分业务营收占比.....	9
图表 7：公司分业务营收增速对比.....	9

图表 8: 公司分业务净利 (亿元)	9
图表 9: 公司分业务净利率.....	9
图表 10: 公司第一期员工持股计划授予名单.....	10
图表 11: 公司员工持股计划参与人员情况.....	11
图表 12: 我国医美行业市场规模及同比增速.....	12
图表 13: 我国非手术类医美市场规模 (亿元)	12
图表 14: 2018、2019 年我国医美人群分性别、年龄占比.....	12
图表 15: 2019 年分年龄段医美客单价 (元)	12
图表 16: 2019 年销量前十医美细分项目.....	13
图表 17: 2019 年复购前十大医美细分项目.....	13
图表 18: 2020 年我国医美用户消费医美的目的.....	13
图表 19: 2020 年北京微整用户选择医美机构主要考虑.....	13
图表 20: 2020 年我国医美市场规模前十大城市.....	14
图表 21: 我国医美市场规模分城市占比.....	14
图表 22: 我国与日、美、韩等医美渗透率对比.....	14
图表 23: 我国医美主力消费人群.....	14
图表 24: 2012~2019 年我国医美机构数量及同比增速.....	15
图表 25: 不同医美机构类型及其特征.....	15
图表 26: 我国分级医美项目.....	16
图表 27: 历年参评中国整形协会整形机构评选情况.....	17
图表 28: 历年中国整形协会 2A~5A 整形医院家数 (家)	17
图表 29: 历年中国整形协会 2A~5A 诊所、门诊部家数 (家)	17
图表 30: 不同地区 16~19 年累计评为 4A 级整形医院数量 (家)	18
图表 31: 不同地区 16~19 年累计评为 4A 级诊所/门诊数量 (家)	18
图表 32: 我国医美产业链价值分配.....	18
图表 33: 医美机构需要整合核心竞争力.....	19
图表 34: 2016~2020 年我国上市医美机构毛利率 (%)	19
图表 35: 2016~2020 年我国上市医美机构净利率 (%)	19
图表 36: 2016~2020 年我国上市医美机构销售费用率 (%)	20
图表 37: 2016~2020 年我国上市医美机构管理费用率 (%)	20
图表 38: 华韩整形销售费用率.....	20
图表 39: 华韩整形 2016、2020 年前五大供应商及采购金额.....	20
图表 40: 我国医美机构.....	20
图表 41: 公司医美标的梳理.....	21
图表 42: 20 年公司三大医美品牌营收 (亿元) 及占比.....	23
图表 43: 截止 20 年度公司三大医美品牌终端数量.....	23
图表 44: 公司医美机构拓展图谱.....	23
图表 45: 公司医美业务管理.....	24
图表 46: 朗姿医美营收与归母净利.....	24

图表 47: 医美业务营收及同比增速.....	24
图表 48: 20 年医美业务中新老机构营收贡献.....	25
图表 49: 20 年医美业务中新老机构营收、净利同比增速.....	25
图表 50: 2019、2020 年医美业务中新老机构净利率.....	25
图表 51: 公司医美业务前五大机构近期业绩情况.....	26
图表 52: 公司医美业务中手术类与非手术类营收占比.....	26
图表 53: 公司手术类与非手术类医美项目毛利率.....	26
图表 54: 朗姿医美扣非净利承诺及实际情况 (百万元)	27
图表 55: 朗姿医美扣非净利累计承诺及累计实际情况 (百万元)	27
图表 56: 公司女装营收及同比增速.....	28
图表 57: 公司女装门店数量 (家) 及同比增速.....	28
图表 58: 公司女装品牌营收增速.....	28
图表 59: 公司主品牌朗姿、莱茵自营及经销门店数量.....	28
图表 60: 阿卡邦并表营收及净利.....	29
图表 61: 婴童装及用品业务营收及同比增速.....	29
图表 62: 婴童装及用品业务门店总数及增速.....	29
图表 63: 婴童装及用品业务中国区网点数量.....	29
图表 64: 朗姿医美业务盈利预测.....	30
图表 65: 盈利预测.....	33
图表 66: 可比公司估值水平.....	34
图表 67: 2016~2019 年我国 5A 整形医院、4A 门诊部、3A 诊所名单.....	34

1、公司概况：打造“泛时尚产业互联生态圈”

公司主营高端女装，于 2011 年 8 月 30 日上市，2014 年提出“打造大时尚产业平台”（后升级为“泛时尚产业互联生态圈”），投资婴童装及用品、化妆品、电商代运营、医美、资管等领域，后战略聚焦、逐步剥离化妆品、资管（2019 年剥离）等业务，目前公司拥有三大业务——高端女装、医美、中高端婴童装及用品（0~4 岁），2020 年分别贡献营收比重为 46%、29%、26%。

1.1、业务梳理：高端女装龙头拓展医美、婴童装及用品等领域

■ 女装业务：国内高端女装龙头

公司主营高端女装业务，旗下有 3 个自有品牌——LANCY FROM 25、LIME FLARE、liaalancy，以及 2 个代理品牌——MOJO S.PHINE、JIGOTT，以及收购的 m.tsubomi。朗姿品牌连续多年在全国重点大型零售企业中位于高端女装品牌前五名。

女装业务销售模式以自营与经销相结合，截止 20 年底女装销售终端有 608 个、15 个线上渠道，线下渠道主要以国内大型高端商场、SHOPPINGMALL、机场店等为主，拥有线下 VIP 客户 30 万余人。

图表 1：公司女装品牌

品牌	创立/代理/收购年份	品牌风格/简介	目标客户
自有品牌			
LANCY FROM 25	2000	经典、优雅	25—55 岁，事业有成追求自我体现的都市成熟女性
the lancy 系列	2018	更加亲民/易打理/高性价比	25—55 岁，事业有成追求自我体现的都市成熟女性
Liaalancy	2013	高雅、尊贵	25—45 岁，事业有成讲究个人品位与独特气场的成熟女性
LIME FLARE (莱茵福莱尔)	2006	时尚、精致	25—45 岁，希望展现个性、追求时尚生活方式的都市白领女性
代理品牌			
MOJO S.PHINE (莫佐/卓可)	2003	韩国的轻奢时尚女装品牌；风格奢华、优雅	20—45 岁，清新柔美，精致细腻，崇尚完美与自信的都市白领女性
JIGOTT (吉高特)	2003	韩国的轻奢时尚女装品牌；风格浪漫、高贵	25—50 岁，追求纯粹的，高级感的，追求初始风格的，能够展示女人味的浪漫主义的成熟完美女性
收购品牌			
m.tsubomi	2019	日本高端女装品牌；风格简约、净素、高档、日常	30—45 岁，具有时尚审美与新生活方式好奇心，追求用简单、纯粹，注重品质的高知女性

来源：公司公告、国金证券研究所

注：2011 年自主培育品牌玛丽 (marien° mary)；2005 年代理韩国女装品牌 ZOOC，此外公司还代理过意大利奢侈品牌 FABIANA FILIPPI。

■ 婴童装及用品业务：14 年投资、16 年获实控权、控股韩国第一大婴童公司阿卡邦

2014 年公司以 3.31 亿元人民币增发认购韩国婴幼儿服装及用品第一大国民品牌上市企业阿卡邦 26.53% 股份、成为其第一大流通股股东、增加绿色婴童装及用品板块业务。

2016 年 8 月公司在阿卡邦理事会中的表决权席位达三分之二，公司对阿卡邦的股权投资转为实际控制，2016 年 9 月并入公司报表。

童装业务目前主要以韩国销售为主，截止 2020 年底阿卡邦线下销售终端共 840 家，其中韩国 794 家、国内 46 家，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。此外，国内线上有 6 个店铺。

图表 2：阿卡邦旗下品牌

品牌	品牌介绍
AGABANG (阿卡邦)	0-4 岁，诞生于 1949 年，“法式浪漫可爱风”的婴童服装及用品品牌，公司主打品牌
Dear Baby	0-4 岁，主打“休闲北欧风”的婴童服装品牌
Ettoi (爱多娃)	0-6 岁，“英伦精致优雅风”的时尚类高端婴童服装品牌
Maternity	从美国引进的世界顶级孕妇装品牌
Putto (贝嘟嘟)	以天然植物精华萃取物制成的儿童护肤类品牌，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
Petit Marchons	欧洲高端儿童时尚服装品牌买手集合店
2ya2yaO	0-6 岁，安全舒适趣味性的内衣及家居服品牌
Next Mom	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，以“安全、环保、趣味”为理念的儿童创意家居，产品包含儿童爬行垫、儿童沙发等

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 医美业务：并购国内区域性医美机构，外延+内生整合共同发展

2016 年 4 月收购韩国梦想集团 30% 股权，为国内医美业务提供技术支持，16 年 6 月收购米兰柏羽、晶肤等 6 家国内医美终端机构、切入医美领域，2018、2019 年继续分别收购高一生、西安美立方等医美终端，期间还自建医美终端机构，通过外延与内生等方式持续拓展医美业务。

截止 20 年公司共计拥有 19 家医疗终端，参股并受托管理机构 1 家、其中医院 4 家、门诊/诊所 16 家。分品牌看，米兰柏羽 4 家、晶肤 13 家、高一生 2 家，主要分布在成都、西安、重庆、深圳、长沙、宝鸡和咸阳等地区。

图表 3：公司在中国地区的三大医美机构品牌

品牌	品牌定位	截止 21Q1	截止 2020 年分布地区
米兰柏羽	坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌	4	成都、深圳、西安
晶肤医美	专注年轻化细分市场、标准化快速复制的轻医美连锁品牌	14	成都、重庆、长沙、西安
高一生	专业技术行业领先的高端医美品牌，区域医美标杆型机构	2	西安、宝鸡

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 其他业务/投资：逐步清理，聚焦女装、医美及婴童装及用品主业

1) 2015 年子公司朗姿时尚约 3.3 亿元收购化妆品公司 L&P 10% 股权（后被稀释为 9.8%）。L&P 公司是韩国知名化妆品公司，主要研发、生产和销售各类护肤品，旗下品牌包括“Mediheal”、“T.P.O”、“Medidental”、“Labocare”等，主打产品为 Mediheal 面膜（美迪惠尔，在中国又名“可莱丝”），产品主要在韩国和中国销售；经 2018 年和 2020 年分别出售其 0.7% 和 0.98% 股权后，截止 1H20 持股 8.12%。2020 年 12 月 21 日 2.97 亿元出售 L&P 剩余 7.14% 股权（20 年产生相应的投资收益 3942 万元），当前公司持有 L&P 股权比例为 0.98%。

2) 2016 年 12 月公司出资 5500 万元参与设立中韩晨晖产业基金，对消费升级、TMT 相关产业和领域进行投资；2019 年 4 月公司转让所持中韩晨晖产业基金 5500 万元财产份额、转让价 6450 万元。

3) 资管业务：2016 年 4 月公司 1 亿元成立子公司朗姿资管，围绕公司战略进行时尚产业投资、资产管理与经营活动。

2016 年 9 月公司 6.5 亿元增资扩股并引入韩亚银行新增投资 2.5 亿元，子公司名称变更为朗姿韩亚资管，公司持有子公司 75% 股权、对其拥有实际控制

权。2016 年底子公司正式成立、2017 年 6 月正式开展资管业务、贡献营收。

2018 年 6 月公司拟增资 2.98 亿元、韩亚银行增资 1.50 亿元、并引入新投资者乐家园、共青城思念均增资 0.76 亿元。2018 年 12 月韩亚资管放弃本次增资权益、并将其转让给公司，并出售 1.1% 股权予公司（转让价款为 1908 万元），公司持有韩亚资管 76% 股份。

2019 年 7 月公司转让韩亚资管 42% 股权（作价 7 亿元）、转让后公司持有韩亚资管 34% 股权、不再拥有韩亚资管控制权（不再纳入合并报表范围），21 年 1 月引入三井住友增资 9015.79 万元、公司持股比例下降至 29%。

4) 当前公司对外的股权投资有 2015 年参股的若羽臣（2020 年已经独立上市），持有其 1500 万股股份。

1.2、财务分析：女装贡献主要业绩，医美业务引领增长，婴童装及用品业务 20 年减亏

公司 2015 年及以前营收贡献来源于女装。2013 年及以前获益于服装零售总体较好，公司女装业绩持续快速增长，2008~2013 年营收与净利年均复合增速分别为 44%、44%，2013 年营收、净利分别为 13.79、2.34 亿元（净利率 17%）。2014、2015 年由于终端零售疲软及百货渠道人流下降、公司女装业务增长承压，2014、2015 年女装业务营收下滑，净利降幅均超 35%。

2016 年公司投资进入医美行业、获得阿卡邦控制权新增婴童服装及用品业务，至此公司在女装业务基础上、新增医美及婴童装及用品业务等两大业务。2016 年获收益阿卡邦、6 家医美机构并表以及投资收益等，16 年营收增速转正，同时净利同比大幅增 120%。

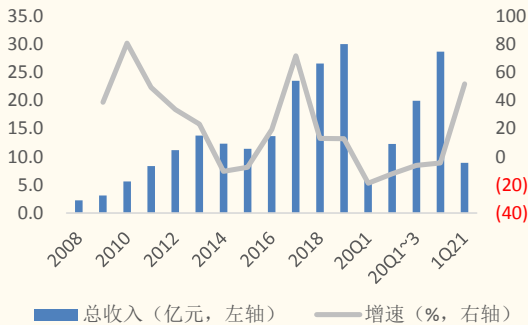
2017 年新增资管业务，同时继续获益并表贡献，营收同增 72%、但净利增速仅为 14.36%，主要为阿卡邦 17 年亏损以及新增资产减值损失 6752 万元。

2018、2019 年公司营收保持双位数增长，但 2019 年净利同比大幅下降 72.07%，主要为投资收益净减少 1.41 亿元、计提长期股权投资 L&P 的减值准备致资产减值损失同比增加 5040 万元和所得税增加 7759 万元。

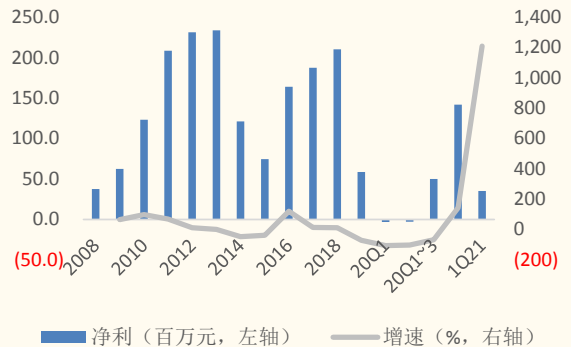
2020 年公司资管业务不再并表，主营业务聚焦在女装、医美及婴童装及用品业务。20 年女装及婴童装及用品业务在疫情影响下增长承压、医美业务老店贡献主要增长，全年公司总营收 28.73 亿元、同降 4.46%，净利 1.38 亿元、同增 134.13%，主要为上一年低基数所致。其中，女装收入 13.28 亿元、同降 13.40%，医美收入 8.13 亿元、同增 29.13%，婴童装及用品收入 7.32 亿元、同降 7.97%。

上一年同期疫情低基数下，1Q21 女装、婴童装及用品及医美等业务均靓丽增长，营收分别同增 42%/37%/92%，总营收 8.92 亿元、同增 52.06%，净利 0.35 亿元、同增 1209.16%。

图表 4：公司营收（亿元）及增速



图表 5：公司归母净利润（亿元）及增速

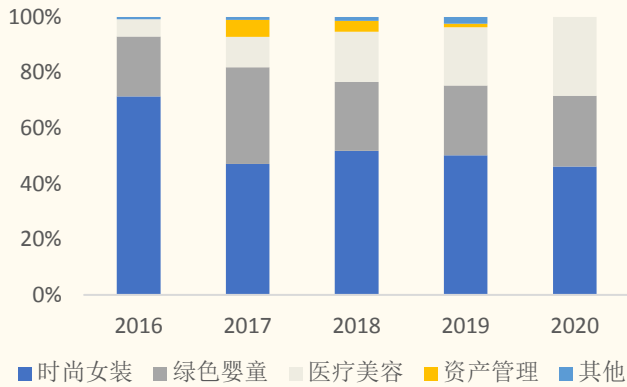


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

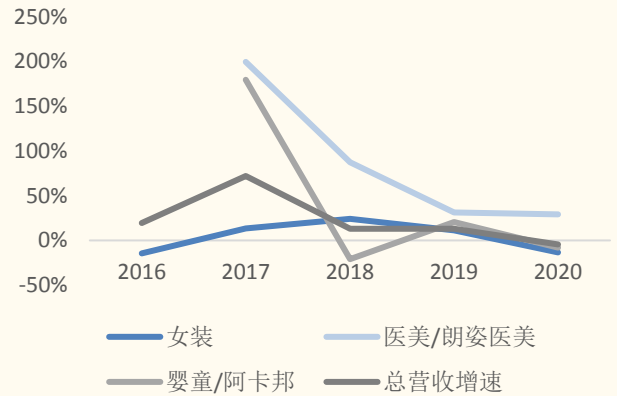
分业务营收贡献看，近年公司医美业务营收快速增长、增速高于女装及婴童装及用品业务，营收占比不断提升。2017 年医美业务营收 2.55 亿元、占总营收比重 11%，2020 年营收规模提升至 8.13 亿元、占营收比重为 29%。

图表 6：公司分业务营收占比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：公司分业务营收增速对比



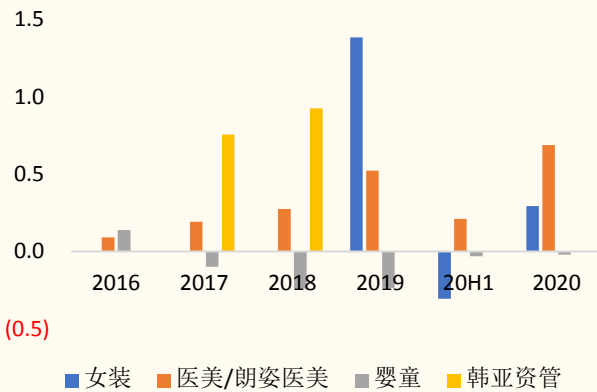
来源：Wind、国金证券研究所

分业务利润方面，从已披露的数据看，2019 年公司净利润主要来源于女装业务，2020 年疫情下女装服装业务受损、婴童装及用品业务仍处于亏损中、但亏损幅度有所减小、医美业务净利润最高。

女装业务 2019 年净利率为 9.04%、2020 年下降至 2.21%；医美业务净利率有所波动、2016 年为最高点 10.86%、17、18 年新增门店净利率水平略有下降分别为 7.50%、8.32%，2019 年净利率水平提升至 8.32%、2020 年略有提升至 8.46%。

2019 年公司资管业务不再并表，不再贡献净利。

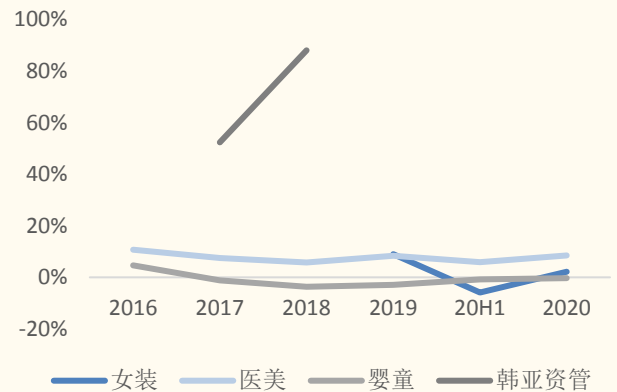
图表 8：公司分业务净利 (亿元)



来源：Wind、国金证券研究所

注：2019 年韩亚资管不再并表，公司不再披露相关营收与净利情况。

图表 9：公司分业务净利率



来源：国金证券研究所

1.3、员工持股计划：考核至 2026 年，展现中长期发展信心

公司上市至今共执行三期员工持股计划，分别为 2014、2016 以及 2021 年员工持股计划。

■ 2014 年第一期员工持股计划

2014年9月公司披露第一期员工持股计划，定向受让控股股东申东日933万股股票，计划参与员工人数不超130人（不包含预留部分），2014年11月已通过定向大宗交易购入申东日股票933万股、购买均价为21.31元/股。

本计划存续期原为4年（至2018年11月14日到期）、后分两次先后再延长1年、3年，参与本次员工持股计划的员工已完成公司2015-2017年度的业绩考核，已解锁股票已经累计减持961.60万股，剩余未能授予的股份904.4万股中的439.97万股转让给第三期员工持股计划。

图表 10：公司第一期员工持股计划授予名单

持有人	职务	拟授予的初始份额（万份）	占本期持股计划比例
王国祥	副总经理	89	9.54%
王建优	董事会秘书		
常静	财务总监		
李春仙	董事、总经理助理,服装控股执行董事		
全美乡	副总经理、首席设计师		
李美兰	监事会主席、公司审计部经理、朗姿服饰监事		
刘伟云	总经理办公室主任、职工代表监事		
	其他员工	751	80.49%
	预留股份	93	9.97%
	合计	933	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 2016年第二期员工持股计划

2016年11月公司公告第二期员工持股计划，计划定向受让控股股东及其关联方所持不超690万股。该员工持股计划已经累计购入690万股、购买均价为14.33元/股，锁定期自2017年7月21日起1年，后存续期延长至3年。

第二期员工持股计划已经完成公司2016、2017年度业绩考核，已解锁股份已经完成减持188万股，剩余未能授予的股份已全部转给第三期员工持股计划。

■ 2021年第三期员工持股计划

2021年2月8日公告第三期员工持股计划：

本次股权激励计划中员工自筹资金不超2016万元、剩余为控股股东借款；股票来源为二级市场大宗交易方式受让公司2014年员工持股计划和第二期员工持股计划拟出售的朗姿股份股票或竞价交易及其他合法方式取得的公司股票。

本期员工持股计划所持有的公司股票总数为不超过942万股，股票数量约占总股本2.13%；参与本次计划的员工人数不超15人、其中高级管理人员有4人，分别为常静、王建优、潘林艳（现已辞职）、王国祥，合计持有初始份额数量300万份，占本持股计划比例为31.85%，对应公司股份总数300万股，占总股本0.68%。

本计划存续不超84个月，分三期解锁，锁定期分别为1年半/3年半/5年半，解锁比例分别为40%/30%/30%，考核员工2021~2022/2021~2024/2021~2026年业绩情况，根据考核结果对员工当前应持有的持股计划数进行认定及调整。

截止21年3月24日采取大宗交易方式受让公司2014年第一期员工持股计划和2016年第二期员工持股计划出售的公司股票，累计买入股票942万股，占总股本2.13%，成交金额为2.8亿元，成交均价29.84元/股。

图表 11：公司员工持股计划参与人员情况

持有人	职务	拟授予的初始份额（万份）	占本期持股计划比例
常静	副总经理、财务总监	100	10.62%
王建优	副总经理、董事会秘书	100	10.62%
潘林艳	副总经理、朗姿事业部总经理	50	5.31%
王国祥	副总经理	50	5.31%
高级管理人员持有份额小计		300	31.85%
其他员工		372	39.49%
预留份额		270	28.66%
合计		942	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

1.4、减持计划：实际控制人之父计划减持，届满后将投资 5 亿元于医美业务发展

2021 年 6 月 5 日公告公司控股股东、实际控制人申东日及实际控制人申今花的一致行动人、父亲申炳云计划 6 个月内减持不超过 1988 万股、占总股本 4.49%。申炳云年事已高、在公司任职，本次减持为其本人生活安排和资产规划的需要。

2021 年 6 月 8 日公告申炳云计划待其所持朗姿股份股票减持计划实施完毕后 2 年内，通过提供借款、参与公司设立医美产业基金等方式，以不低于 5 亿元人民币的金额，助力朗姿股份医美业务的战略实施。

若承诺期限届满后，申炳云向公司提供的资金支持不足 5 亿元，公司控股股东、实际控制人申东日承诺在申炳云承诺期限届满后一个月内按照相同履约方式向公司提供差额部分资金支持。

自申炳云承诺期限届满之日起，在申炳云及申东日未足额提供资金支持前，申东日将暂缓领取公司的现金分红，直至承诺义务履行完毕止。

2、医美业务：占据区域性优质机构资源，“内生+外延”发展动力足

2.1、医美终端行业：区域龙头成长、进入全国扩张时代

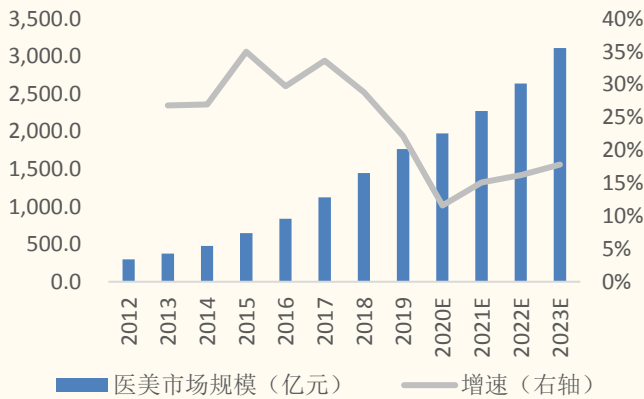
2.1.1、医美需求：快速发展，二线及以下城市持续渗透

近年随着经济发展水平提升，我国消费者越来越追求自我颜值的提升。据艾瑞咨询，2019 年我国受监管的医美医疗美容市场规模 1769 亿元、预计到 2023 年达到 3115 亿元，复合增长率为 15.19%。

相比于手术类整形，以注射类、射线类为代表的非手术类微创医疗美容，恢复时间快、价格及风险相对较低，因此有更高的市场接受度和复购率。据艾瑞咨询，2019 年我国医美市场中手术类、非手术类占比分别为 62%、38%，其中非手术类 2019 年市场规模为 672 亿元、预计到 2023 年占比进一步提升至 48%、对应市场规模为 1495 亿元、复合增速为 22.12%、高于行业总体增速 6.93PCT。

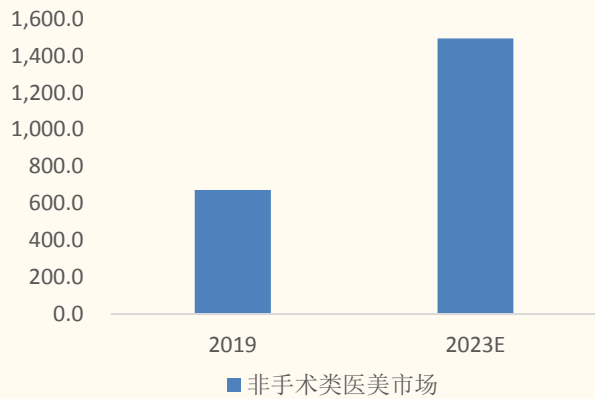
同时在供给端，由于非手术类医美项目执业门槛相对较低，资金投入较小，2016 年开始资本快速布局进入轻医美领域。

图表 12：我国医美行业市场规模及同比增速



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

图表 13：我国非手术类医美市场规模 (亿元)

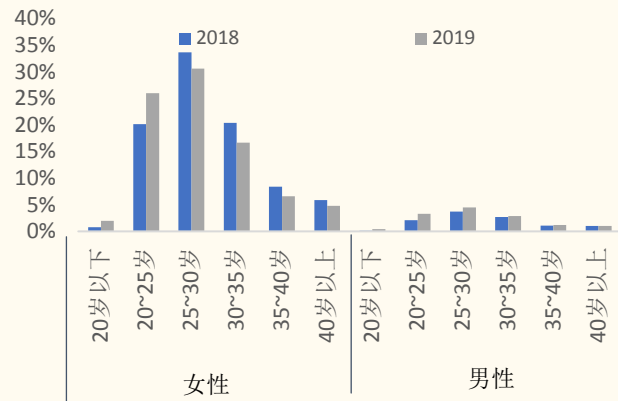


来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

当前我国医美消费人群画像以 20~35 岁女性为主，且熟龄女性消费水平更高。2019 年我国医美消费人群中女性占比 87%，其中 20~35 岁女性占比约四分之三，并且 25 岁以下女性占比由 2018 年的 21% 提升至 2019 年的 28%，而 25 岁以上的女性占比在下降，显示医美女性消费人群呈现年轻化。

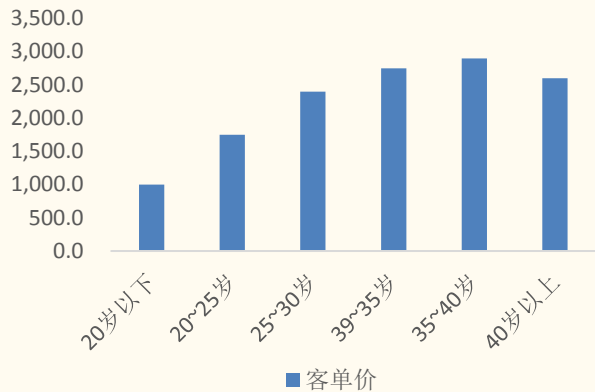
30 岁以上女性医美消费能力更强，客单价在 2500 元以上，而 20 岁以下的女性医美消费能力较弱、客单价在 1000 元以下。

图表 14：2018、2019 年我国医美人群分性别、年龄占比



来源：德勤咨询、国金证券研究所

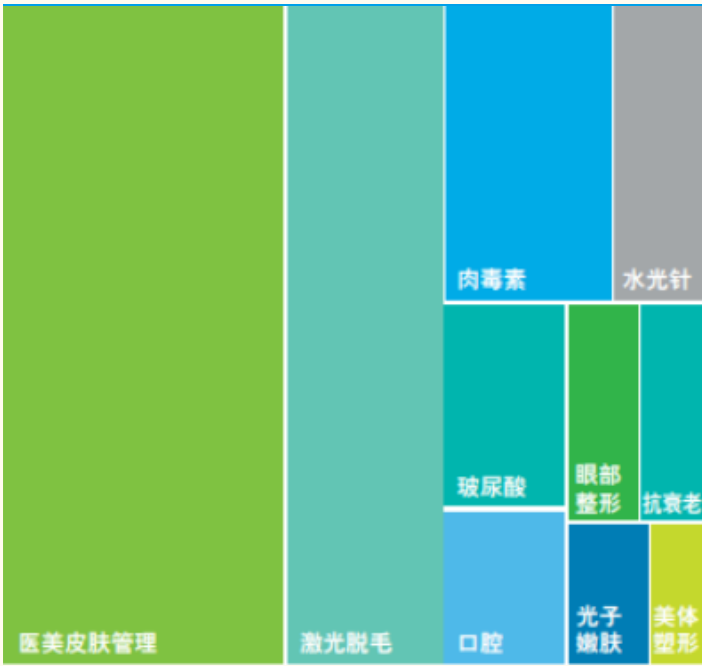
图表 15：2019 年分年龄段医美客单价 (元)



来源：德勤咨询、国金证券研究所

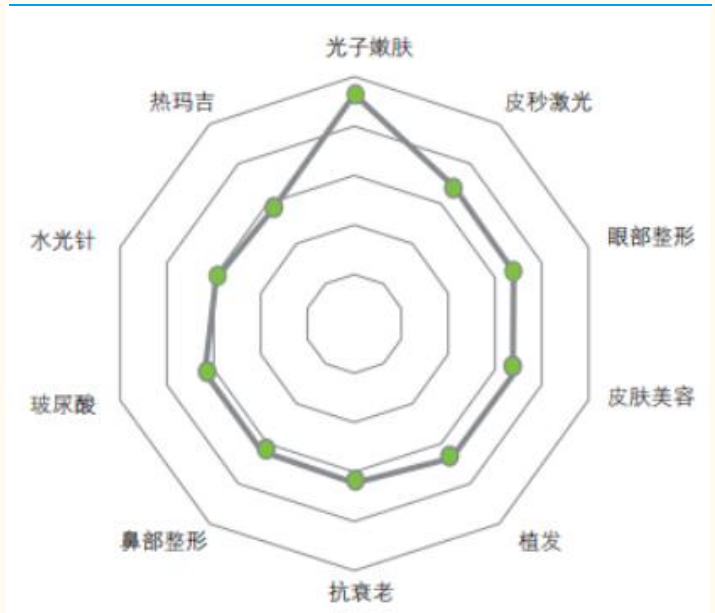
其中最受欢迎医美用户欢迎的项目有皮肤管理、脱毛、肉毒素（其中瘦脸：抗衰=8:2，不同于欧洲主要用玻尿酸消除皱纹）等，光子嫩肤、皮秒等激光类项目复购水平高于其他项目。

图表 16：2019 年销量前十医美细分项目



来源：德勤咨询、国金证券研究所

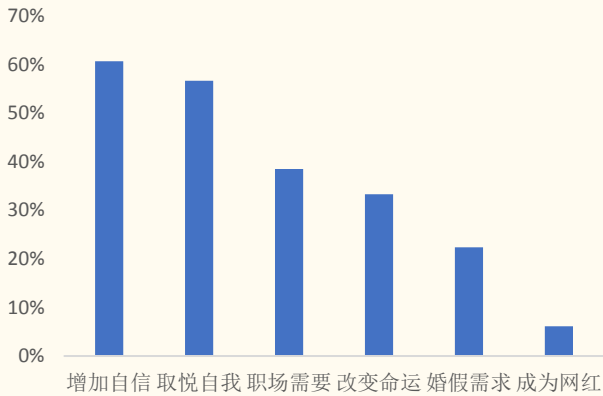
图表 17：2019 年复购前十大医美细分项目



来源：德勤咨询、国金证券研究所

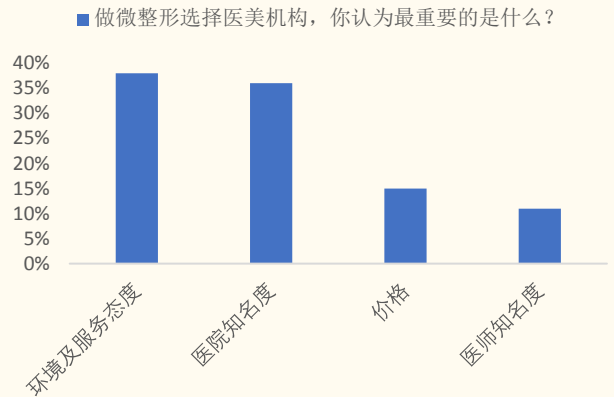
医美用户主要为提升自信、取悦自我、职场需求等目的消费医美项目，在选择医美机构也愈加理性，更加注重环境服务态度以及医院的知名度，而对价格等较为不敏感。

图表 18：2020 年我国医美用户消费医美的目的



来源：Fastdata、国金证券研究所

图表 19：2020 年北京微整用户选择医美机构主要考虑



来源：更美、国金证券研究所

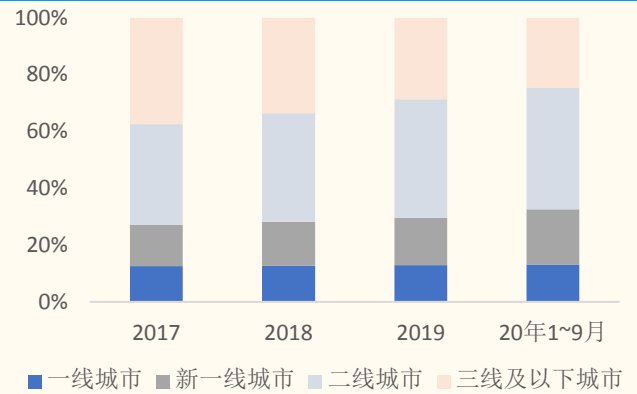
分城市来看，我国医美市场主要集中在一线及新一线城市，二线城市增长强劲。2020 年医美前十大城市除北上广深外，还有成都、重庆、杭州、南京、西安、青岛等，其中成都、重庆作为新一线城市分别居于广、深等一线城市之上，显示两城的医美产业发展水平在国内较高。二线城市医美市场规模占比已从 2017 年的 35.5% 提升至 2020 年前三季度的 42.7%，提升幅度较其他城市较高。

图表 20: 2020 年我国医美市场规模前十大城市

排名	城市
1	北京
2	上海
3	成都
4	广州
5	重庆
6	深圳
7	杭州
8	南京
9	西安
10	青岛

来源: 更美、国金证券研究所

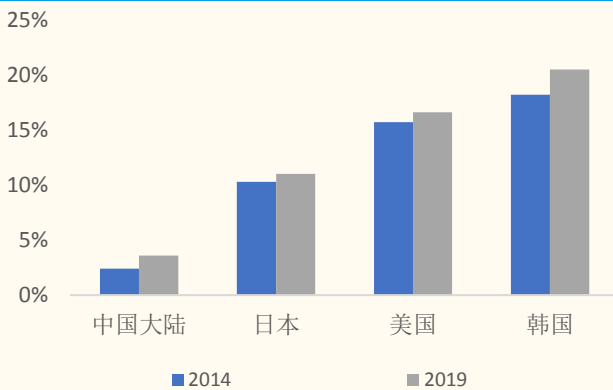
图表 21: 我国医美市场规模分城市占比



来源: Fastdata、国金证券研究所

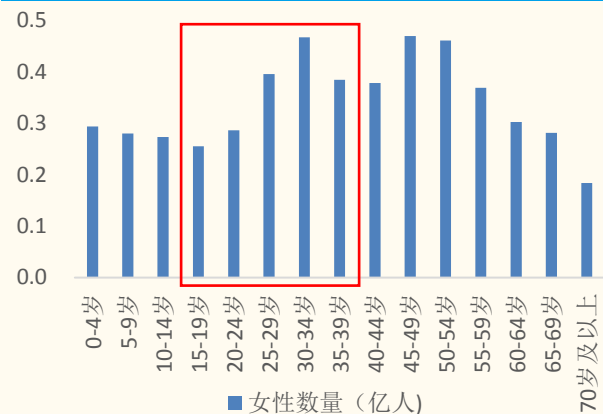
当前我国医美行业渗透率仍较低, 2019 年为 3.6%, 较同期日本 (11%)、美国 (16.6%)、韩国 (20.5%) 仍有较大差距。未来随着我国医美行业人群持续渗透、代际更迭、同时用户年龄增长客单价提升均带动市场规模扩容。

图表 22: 我国与日、美、韩等医美渗透率对比



来源: 头豹研究院、国金证券研究所

图表 23: 我国医美主力消费人群



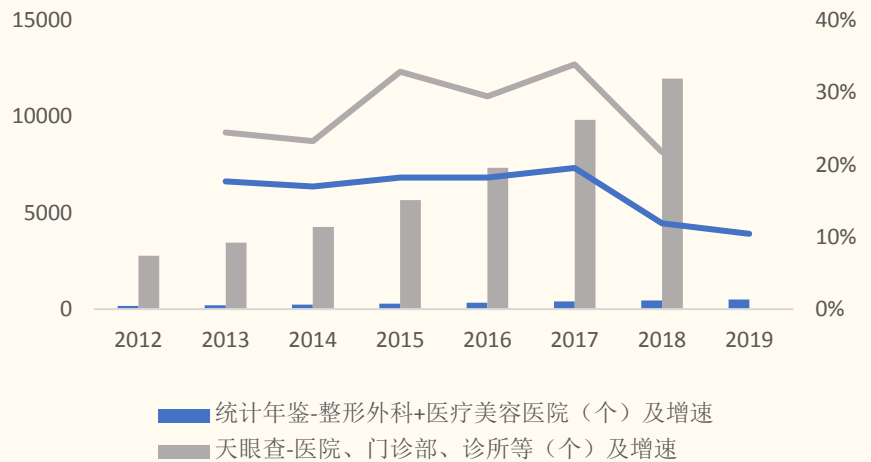
来源: Fastdata、国金证券研究所

2.1.2、医美机构: 格局分散, 行业监管逐步规范

■ 终端医美机构数量快速增长, 行业格局分散

终端医美需求最直接的承接方为医美机构。据《中国卫生健康统计年鉴》, 2019 年我国整形外科医院及医疗美容医院共计 498 家、15~19 年复合增 15%; 据天眼查, 2018 年全国医美机构 (医院、门诊部、诊所等) 11973 家、15~18 年复合增 28%。

图表 24：2012~2019 年我国医美机构数量及同比增速



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

当前我国医美行业高度分散，其中大型连锁的医美机构数量占比在 10%左右，例如美莱、艺星、鹏爱、华韩、朗姿等。大型连锁机构通常拥有大中型医院、门诊部、诊所等多形态医美机构，其中大规模医院单店面积在 2000 平方米以上，医生人数在 10 名以上，单店年营收在 1 亿元+、平均客单价在 1~10 万元。

此外，大型机构客群覆盖广、采购多类产品、具有一定的议价能力。而中型、微型机构议价能力相对较弱。

图表 25：不同医美机构类型及其特征

规模	数量占比	代表机构	机构形态	单店面积	医生数量	平效 元/m ²	平均客单价区间	对上游议价能力
大体量	6~12%	美莱、艺星、伊美尔、朗姿、丽都、华韩	多为连锁机构、且同时拥有大中型医院、门诊部、诊所等多种形态的医美机构	3000 m ² +	10+	2~5 万	1~10w	人群覆盖范围广、采购多类产品、有一定的议价能力
中小型	70~75%	北京长虹、四川华美紫馨、上海薇琳、成都西婵	包括医院和门诊部两种类型	1000~3000 m ²	3~6	1~4 万	1~5w	人群覆盖较多，多定位 1~2 类产品，有一定的议价能力
微型	16~22%	北京欧华、西安华旗、扬州美贝尔等 8000+家，“黑”诊所通常出现在这类机构	包括门诊部和诊所两种形式	1000 m ² 以下	1 (多点执业)	~3 万	3k~1w	人群精准定位 (高端、中端、价格敏感型等)，按客户需求定位海外/国产产品，议价能力弱

来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

当前体量规模较大的终端医美机构有美莱、艺星、鹏爱 (医美国际、美股上市) 以及华韩、朗姿股份等。据弗若斯特沙利文，2018 年我国第三大医美机构为医美国际。2020 年医美国际、华韩、朗姿股份医美业务营收分别为 9.02 亿元、8.88 亿元、8.13 亿元。

■ 分级管理及机构评级下，行业逐步规范

我国医美行业实行分级管理，不同级别的医美机构被允许不同风险级别的医美项目。对于操作过程不复杂，技术难度和风险不大的一级美容外科项目 (如隆鼻、肉毒素注射等)，设有医疗美容科或整形外科的一级综合医院和门诊部、设有医疗美容科的诊所均可开展，但对于操作过程复杂，难度高、风险大

的四级美容外科项目（如颧骨降低术、下颌角肥大矫正术等），仅三级整形外科医院、设有医疗美容科或整形外科的三级综合医院才能开展。

图表 26：我国分级医美项目

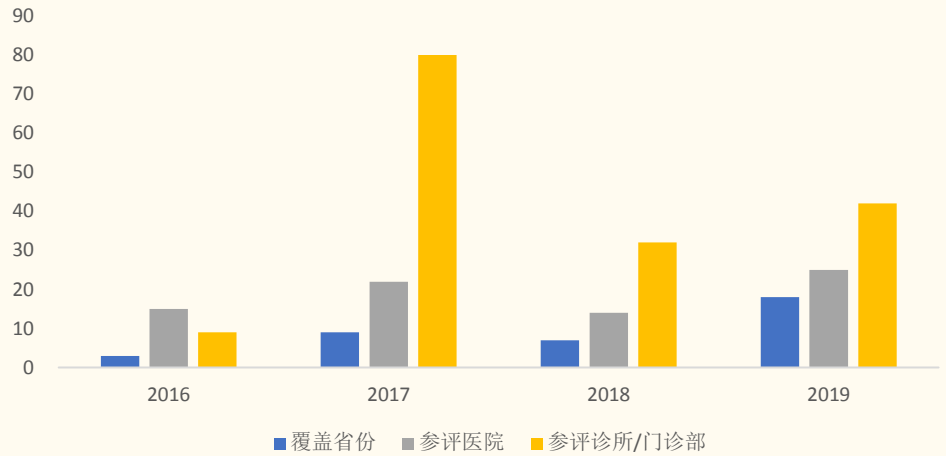
一级项目	二级项目	三级项目	四级项目
(1) 头面部：	(1) 头面部：	(1) 头面部：	(1) 头面部：
重唇修复术	隐耳矫正术	全颜面皮肤磨削术	颧骨降低术
招风耳矫正术	杯状耳矫正术	全颜面及颌颈部除皱术	下颌角肥大矫正术
眉修整术	耳畸形矫正术	不良文饰修复术	上下颌骨其它成形术
眉提升术	菜花耳矫正术	乳房及躯干：	(2) 乳房、躯干：
重睑成形术	驼峰鼻矫正术	脂肪抽吸术(2000ml≤吸脂量 <5000ml)	巨乳缩小术(乳房肥大+重 度下垂) 腹壁成形术
下睑袋矫正术	鹰钩鼻矫正术		
内眦成形术	鼻畸形矫正术		
隆鼻术	鼻翼缺损修复术		
鼻尖成形术	颞部除皱术		
隆鼻术后硅胶取出术	额部除皱术		
鼻小柱及鼻孔成形术	内窥镜下除皱术		
唇峰、薄唇增厚术	中面部除皱术		
唇珠美容术	(2) 乳房、躯干：		
厚唇矫正术	隆乳术		
酒窝成形术	乳房下垂矫正术		
唇系带成形术	乳房液态填充物取出术		
颞部填充术	脂肪抽吸术(1000ml≤吸脂量 <2000ml)		
隆颞术	(3) 会阴部：		
颊脂肪垫去除术	阴茎延长术		
(2) 乳房、躯干：	阴茎增大(增粗)术		
乳头内陷矫正术	阴道紧缩术		
乳头乳晕缩小术			
脂肪抽吸术(吸脂量<1000ml)			
(3) 会阴部：			
处女膜修补术			
阴蒂肥大缩小术			
小阴唇成形术			
(4) 其他：			
体表小肿瘤切除术			
瘢痕切除缝合术			
穿耳孔术			
皮肤磨削术(面积不超过面部 1/4)			
酒渣鼻切割术			
皮肤肿物切除术			
腋臭手术			
毛发移植术			
自体脂肪注射移植术			
皮肤扩张器技术			
A型肉毒毒素美容注射			

来源：卫生部官网、国金证券研究所

为了进一步规范我国终端医美机构，中国整形协会受原国家卫生部委托组织专家制定“医疗美容机构评价标准”，并在 2016 年开始每年评选 5A~3A 级

医美机构（有效期3年），其中诊所最高评级为3A、门诊部最高评级为4A、整形医院最高评级为5A，评选覆盖的省份及机构总体不断扩大，2016年首次评级仅覆盖3个省份的24家机构，2019年扩大至18个省份的67家机构。

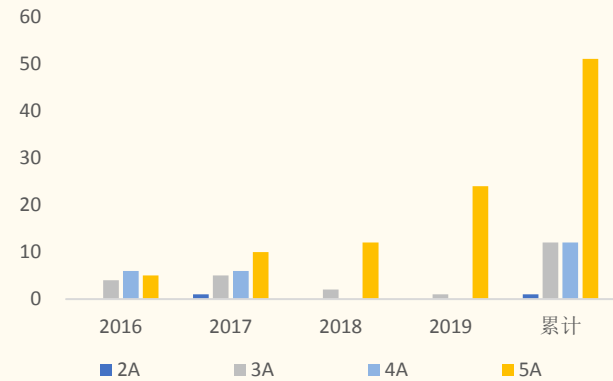
图表 27：历年参评中国整形协会整形机构评选情况



来源：中国整形协会、国金证券研究所

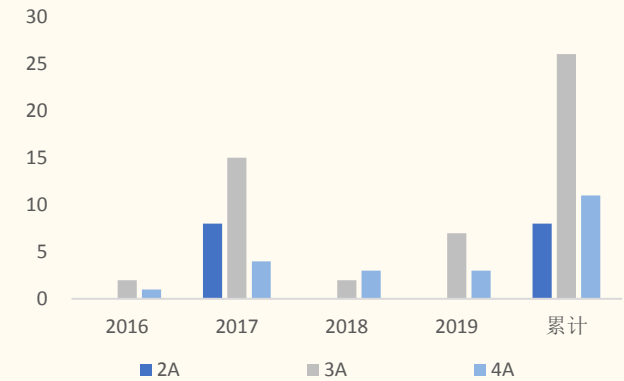
截止当前，中国整形协会已经公布2016~2019年共计4届评级结果，累计评选121家机构，其中医院76家、其中评为5A的共计51家，诊所及门诊部44家、其中评为4A的共计11家。

图表 28：历年中国整形协会2A~5A整形医院家数（家）



来源：中国整形协会、国金证券研究所

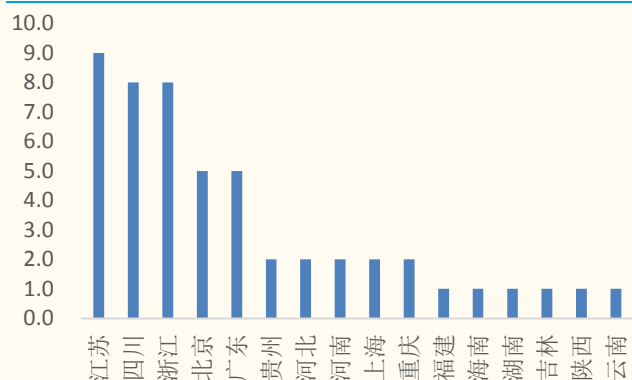
图表 29：历年中国整形协会2A~5A诊所、门诊部家数（家）



来源：中国整形协会、国金证券研究所

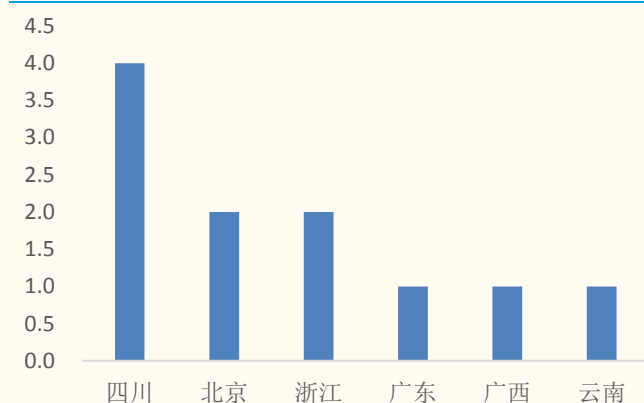
分地区看，江苏、浙江、四川等地5A评级的整形医院/诊所/门诊部相对较多，均为经济相对发达、同时自古该地区的美女居多的省份。具体来看，16~19年累计评为5A整形医院数最多的省份/地区为江苏、四川、浙江、北京，数量分别为9、8、8、5家，16~19年累计评为4A诊所/门诊部最多的地区为四川、北京、浙江等，数量分别为4、2、2家。

图表 30: 不同地区 16~19 年累计评为 4A 级整形医院数量 (家)



来源: 中国整形美容协会、国金证券研究所

图表 31: 不同地区 16~19 年累计评为 4A 级诊所/门诊数量 (家)



来源: 中国整形美容协会、国金证券研究所

具体名单来看, 被评为 5A 级的整形医院开业时间平均在 10 年+, 4A 级的门诊部开业时间平均接近 9 年 (具体名单请见附录)。

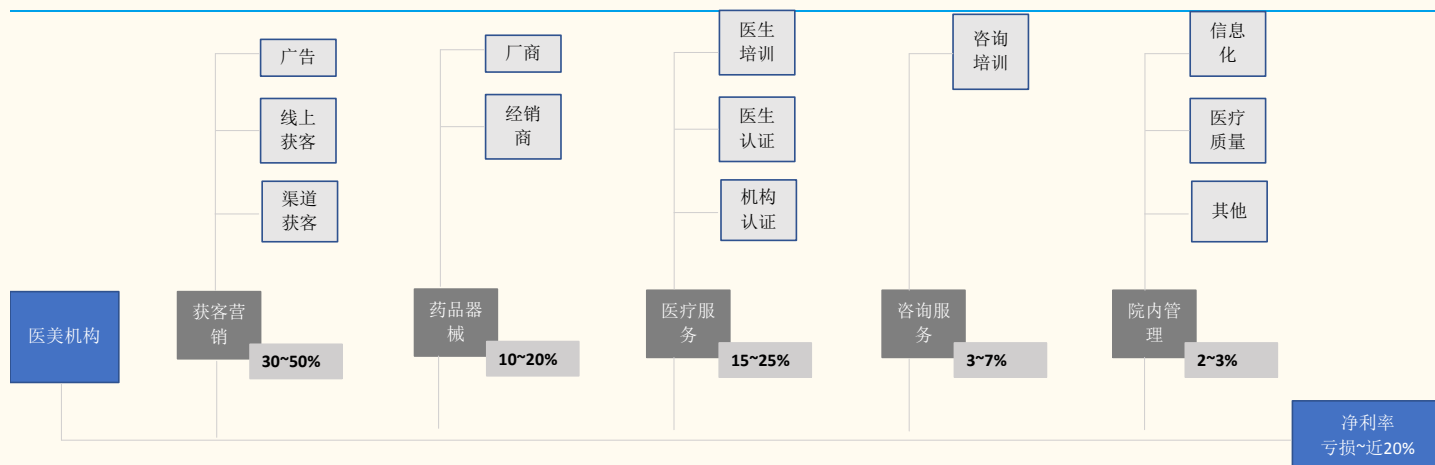
朗姿股份旗下四川米兰柏羽被评为 2018 年 5A 级, 奥园美谷收购的连天美 2017 年被评为 5A 级, 华韩旗下南京大友谊 2016、2019 年连续两次获批 5A 级、南京奇致 2017、2019 年连续两次获评 5A 级, 鹏爱医疗旗下的深圳鹏爱被评为 2017 年 5A 级。

2.1.3、产业链: 资源整合能力差异致盈利水平不一, 行业存整合机遇

■ 资源整合能力考验盈利水平, 医美机构净利率水平在 1~10%

从产业链价值分布看, 获客营销占比最高、为 30~50%, 其次为医疗器械, 占比 10~20%, 咨询服务占比 3~7%, 行政管理约 2~3%。此外, 还有房租水电等固定成本, 该类成本仅次于获客营销, 不同地区差别较大, 部分医美机构持续亏损、亦有头部优秀医美机构净利率水平达到近 20% 水平。

图表 32: 我国医美产业链价值分配

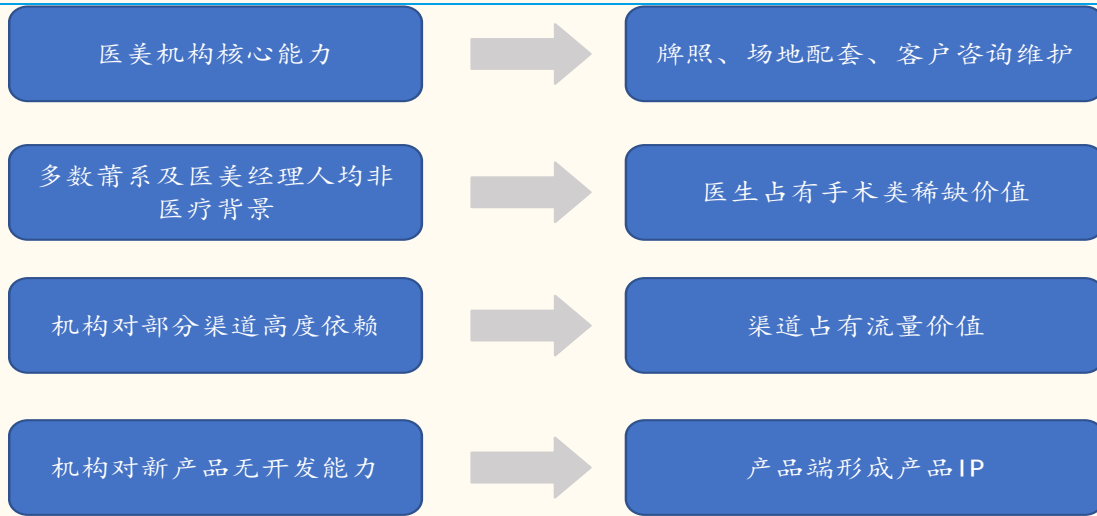


来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

多数医美机构盈利水平较低背后的主要原因为核心竞争力的分离。例如流量掌握在渠道医院中; 医美经理人并非专业医疗背景、而医生的集聚促成了机构的做强做大; 机构缺乏对新产品的开发能力。

此外医生/销售人员的流失也将带来短期业绩的波动、留住优秀人才保持团队的稳定性有利于业绩的稳定性。

图表 33: 医美机构需要整合核心竞争力

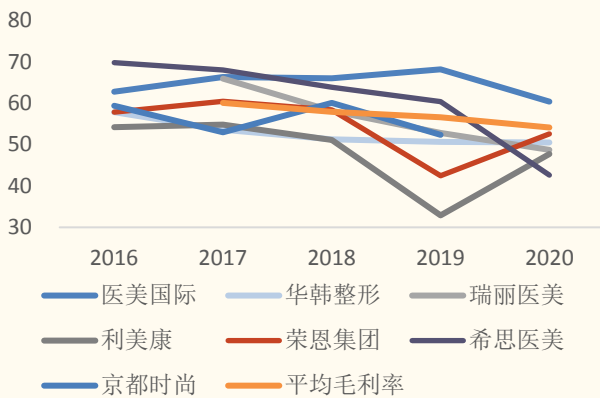


来源: 国金证券研究所

■ 行业竞争加剧, 毛利率持续走低、费用率分化至净利率表现分化

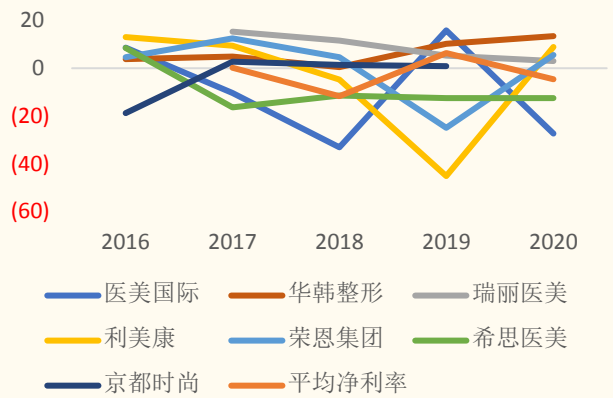
随着行业竞争加速, 越来越多的医美机构将低价促销作为引流手段, 或是主动降价等致医美机构毛利率水平近年呈现下降趋势。以上市公司 (A 股、美股及新三板中国医美机构) 为例, 2017~2020 年平均毛利率为 60.10%、57.92%、56.59%、54.14%。

图表 34: 2016-2020 年我国上市医美机构毛利率 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 35: 2016-2020 年我国上市医美机构净利率 (%)

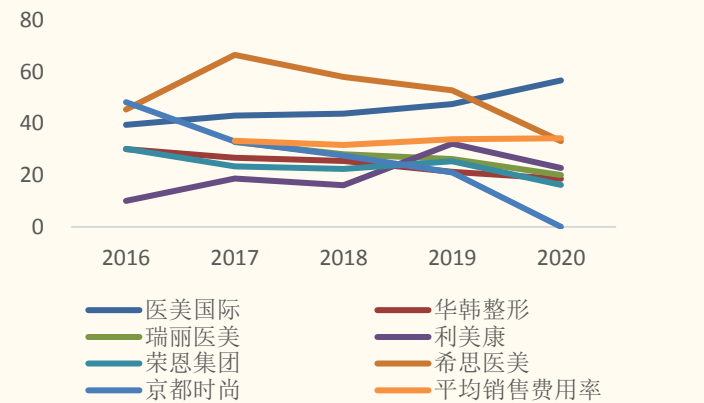


来源: Wind、国金证券研究所

但净利率表现分化, 部分个股的净利率总体提升, 而部分个股净利率水平持续波动, 甚至盈利状况总体不佳。造成个股盈利水平差异除了行业总体毛利率水平下降以外, 部分个股销售费用率、管理费用率持续走高侵蚀净利。

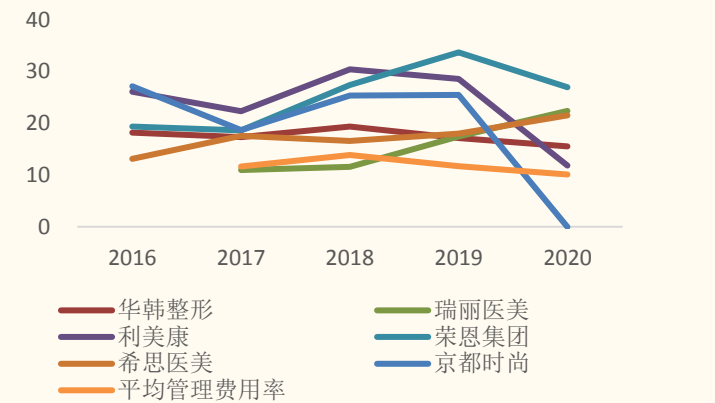
部分连锁龙头品牌效应/管理经验丰富等助力下, 销售费用率持续走低带动净利率水平总体提升, 例如华韩整形 (2016 年华韩第一大供应商为百度、年采购额为 1803 万元, 2020 年前五大供应商主要为医美耗材商)。而瑞丽医美销售费用率持续走低、但管理费用率持续走高, 荣恩集团、希思医美等机构销售与管理费用率持续走高。

图表 36: 2016~2020 年我国上市医美机构销售费用率 (%)



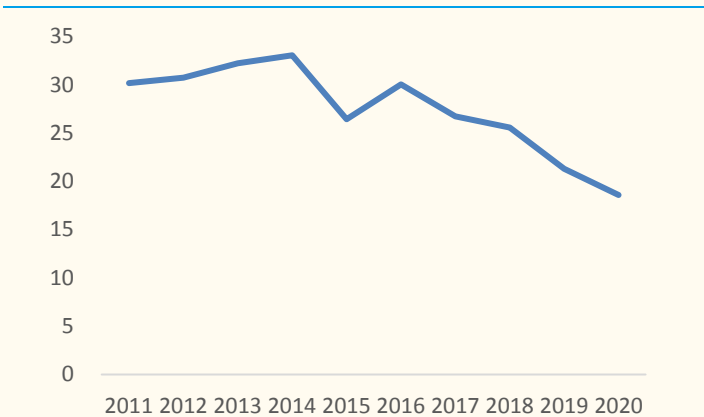
来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 2016~2020 年我国上市医美机构管理费用率 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 华韩整形销售费用率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 39: 华韩整形 2016、2020 年前五大供应商及采购金额

2016		2020	
供应商	采购金额 (百万元)	供应商	采购金额 (百万元)
百度	18.03	江苏德轩堂	28.73
南京首屏	17.20	国药控股	16.20
科医国际	12.00	武汉马杰麦	18.04
国药控股	10.71	必正医药	8.76
赛诺秀	8.35	上海美威	8.34

来源: Wind、国金证券研究所

■ 区域龙头已成长，可输出资源整合/管理经验，医美终端行业进入多区域/全国性扩张时代

经过过去十多年的发展，下游医美机构已产生区域性龙头，净利率水平接近 20%，在当地已经形成较强的行业口碑，资源整合能力优秀、管理经验丰富，尤其是在江苏、浙江、四川等地区。

图表 40: 我国医美机构

地区	区域龙头 (5A)	归属上市公司	18 年净利率	19 年净利率	20 年净利率
江苏	南京大友谊	华韩整形	15.01%	16.78%	19.31%
	南京奇致	华韩整形	2.55%	8.24%	11.92%
浙江	连天美	奥园美谷		3.84%	16.60%
四川	米兰柏羽	朗姿股份	11.82%	11.33%	15.37%

来源: Wind、中国整形协会、国金证券研究所

我国医美终端行业或开启“多区域/全国性扩张”新时代，强势地区向弱势地区输出、区域龙头整合弱势机构。区域的扩张需要资金投入、人才（管理人员及医护人员），因此在新一轮的竞争中，预计资金实力雄厚、具有医教研究完善

医护人员培训体系的区域性龙头有望实现全国性的扩张。当然新机构的拓展，前期以投入为主、影响短期净利表现，但打开长期成长空间。

2.2、公司医美业务：老机构贡献主要业绩，新机构打开未来成长空间

2.2.1、概况：“外延+自建”优化整合，打造“1+N”医美区域性产业格局

■ 历史梳理：外延并购+自建，打造三大医美品牌

公司 2016 年开始战略拓展医美业务，年内先后投资韩国梦想整形医院 30% 股权，在国内，收购高端医美品牌“米兰柏羽”、医美连锁品牌“晶肤医美”旗下 6 家医美医院/诊所，分布在成都、西安、长沙、重庆、深圳等城市，以中西部城市为主。其中米兰柏羽定位高端全科综合性医美机构、晶肤定位轻医美（激光/注射/SPA）连锁医美诊所。

2017 年 3 月 5 亿元成立朗姿医疗子公司负责医美业务投资与管理。2017 年在成都、西安分别新建 2、1 家晶肤医美，通过医美员工合伙人制度对其实施控制。

2018 年收购西安地区知名高端医美机构“高一生”100%股权。

2019 年收购西安“美立方”60%股权、并按照米兰柏羽的模式进行改造升级；在成都新增新南晶肤持股 55%；收购宝鸡高一生 21%股权，并通过合伙人制度对其实施控制。

2020 年公司继续推进门店建设，成都地区新开米兰柏羽二店、新增晶肤 4 家、西安地区新增晶肤 1 家。

图表 41：公司医美标的梳理

时间	收购/新设机构	分布地区	标的公司介绍	收购金额(亿元人民币)	股权
2016.4	DMG	韩国	<ul style="list-style-type: none"> ✓ DMG 是一家在韩国专门从事医疗美容服务的集团，通过管理服务协议向设立于韩国首尔的医疗美容机构 DPS（全称 Dream Plastic Surgery Clinic）提供各项经营支持服务，DPS 是韩国知名整形美容机构之一。 ✓ DPS 成立于 1999 年，位于首尔市江南区论岷路 848(新沙洞 603-2)，由韩国医疗美容领域的技术精英团队所创建，团队拥有 10 多名专科医生和 20 多名医护人员，设有整形外科、皮肤科、牙科及其它辅助科室，主要诊疗项目包括眼、鼻、轮廓、胸部等各类手术、干细胞疗法、微整形等。 	45 亿韩元 (0.2520 亿人民币)	30%
2016.9	米兰柏羽	成都	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高端综合性医学美容医院，创于 2005 年，2013 年全面确立为“米兰柏羽”品牌，2016 年成为公司旗下医美核心业务，并在 2018 年获得中国整形美容行业权威认证，荣膺 5A 级美容医院。米兰柏羽以提供高品质医学服务为核心，营业及行政办公面积近 10000 平米，拥有医护人员 159 人，主营业务为整形、微整形、皮肤美容、牙科美容等。 ✓ 作为区域性知名医疗机构，米兰柏羽在 2013 年作为主要承办方承办了亚太地区美容整形界最高规格学术会议——国际美容整形学术大会；在 2014 年受邀成为我国首部整形题材电影《整容日记》（林爱华执导、陈可辛监制、白百合和郑中基主演）的“首席赞助及独家美容支持机构”。 	2.22 (2018.4 增资 0.76 亿元)	63.49% (增资后股权提升至 70%)
		深圳	2013 年 11 月成立，主营业务为整形、微整形、皮肤美容等，营业面积 1100 多平米，现有医疗和技术团队 19 人		
	晶肤	成都	2005 年 4 月成立，主营业务为整形、微整形、皮肤美容、牙科美容等，营业面积 1300 多平米，现有医疗和技术团队 27 人	1.05	70%
		西安	2013 年 5 月成立，主营业务为微整形、皮肤美容等，营业面积 700 多平		70%

			米, 现有医疗和技术团队 10 人		
		长沙	2016 年 5 月成立, 主营业务为微整形、皮肤美容等, 营业面积近 700 平方米, 现有医疗和技术团队 8 人。		70%
		重庆	2015 年 3 月成立, 主营业务为微整形、皮肤美容等, 营业面积近 800 平方米, 现有医疗和技术团队 9 人		70%
2017.9.1	晶肤	成都	成都青羊光华晶肤诊所 成都高新锦城晶肤诊所 新增的医美机构公司通过医美员工合伙人制度对其实施控制。	新设 2 家	49.4%
2018.1.1	晶肤	西安	西安市新城区晶肤诊所 新增的医美机构公司通过医美员工合伙人制度对其实施控制。	新设 1 家	24%
2018.2.1	高一生	西安	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 设有美容外科、微整形科、美容皮肤科、美容中医科及美容牙科等五个主要业务科室, 提供整形、皮肤美容及微整形业务, 其旗下医疗美容品牌“高一生”创立于 1991 年, 创始人团队拥有 26 年的外科、微创及整形医院管理经验, 通过多年的沉淀现已成为西安当地首屈一指的医疗整形品牌。 ✓ 医院精心打造 8000 平米酒店式塑美空间, 拥有国际层流净化手术室 6 间, 执行来自德国设计营造的全智能服务流程, 并拥有强大的专家团队、高端仪器设备、个性化的服务、立足国际的整形理念。 	2.67	100%
2019.9	美立方/ 米兰柏羽	西安	2013 年成立, 为高端综合性医院, 主营包括整形外科、微创科、皮肤科及毛发移植等整形美容业务	0.63	60%
2019.1.1	晶肤	成都	成都武侯新南晶肤诊所 新增的医美机构公司通过医美员工合伙人制度对其实施控制。	新设 1 家	55%
2020.1.1	高一生	宝鸡	新增的医美机构公司通过医美员工合伙人制度对其实施控制。	-	21%
2020	晶肤	成都	星宏晶肤 (2020.6.1 并表 6%、21 年 4 月底持股 55%) 蓉雅晶肤 (2020.7.1 并表 21%、21 年 4 月底持股 55%) 喜悦晶肤 60% (2020.9.1 并表 60%) 华星晶肤 55%	新设 4 家	55~60%
2020.4.1	晶肤	西安	西安荣耀晶肤 51% 新增的医美机构公司通过医美员工合伙人制度对其实施控制。	新设 1 家	6%
2020.7	米兰柏羽、晶肤	四川/深圳/西安/重庆/长沙	-	1.788	剩余 30%
2020.9.1	米兰柏羽	成都	新设高新米兰 (医院) 51%	新设 1 家	51%

来源: 公司公告、国金证券研究所

注: 1) 浅蓝色底为公司收购的医美标的, 浅黄色底为公司自建医美机构。

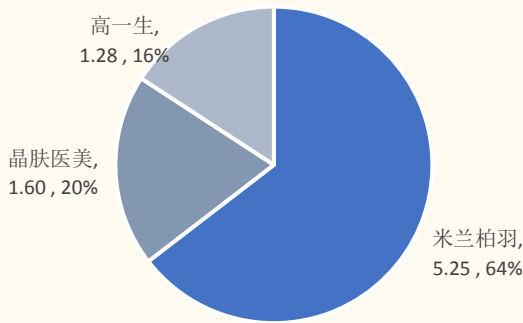
2) 2019 年公司收购西安美立方后, 对其按照朗姿医美优质品牌“米兰柏羽”的模式进行打造。

■ 业务现状: 三大医美品牌, 医美管理与激励体系健全, “1+N”产业雏形初现

公司目前有三大医美品牌——米兰柏羽、晶肤、高一生, 20 年营收占医美营收比重分别为 64%、20%、16%。

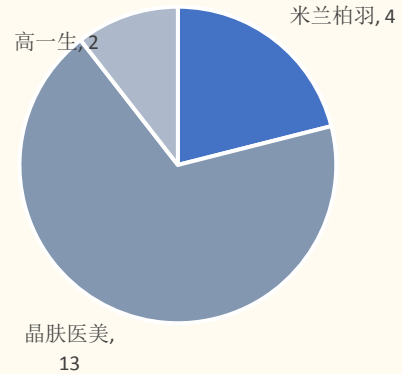
截止 20 年公司拥有共计 19 家医疗终端, 参股并受托管理机构 1 家、其中医院 4 家、门诊/诊所 16 家。分品牌看, 米兰柏羽 4 家、晶肤 13 家、高一生 2 家。

图表 42：20 年公司三大医美品牌营收（亿元）及占比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 43：截止 20 年度公司三大医美品牌终端数量



来源：公司公告、国金证券研究所 注：1Q21 公司在宝鸡新增 1 家晶肤医美

公司目前在中西部部分城市中形成了“1+N”产业布局，即在特定区域构建一家或多家大型整形医院加若干家小型连锁门诊/诊所的医疗美容机构体系，如在成都地区公司有 2 家全科综合性医美医院米兰柏羽、8 家定位轻医美的晶肤医美，在西安地区公司有 1 家全科综合性医美医院米兰柏羽、1 家高端综合性医院高一生、3 家晶肤医美。

图表 44：公司医美机构拓展图谱

品牌	地区	2016	2017	2018	2019	2020
米兰柏羽	成都	收购四川米兰（医院）63%		增资四川米兰（医院）至 70%		收购剩余 30% 四川米兰（医院）至 100% 新设高新米兰（医院）51%
	深圳	收购深圳米兰（门诊部）70%				收购剩余 30% 深圳米兰（门诊部）至 100%
	西安				收购美立方 60%、改造为西安米兰	
晶肤	成都	收购四川晶肤（门诊部）70%	光华晶肤 49.4% 锦城晶肤 49.4%		新南晶肤 55%	星宏晶肤（20 年底 6%、21 年 4 月底 55%） 蓉雅晶肤（20 年底 21%、21 年 4 月底 55%） 喜悦晶肤 60% 华星晶肤 55% 购买锦城晶肤 21.55% 至 70.95%
	西安	收购西安晶肤（门诊部）70%		新城晶肤 24%		荣耀晶肤 51%
	长沙	收购长沙晶肤（门诊部）70%				
	重庆	收购重庆晶肤（门诊部）70%				
高一生	西安			收购西安高一生 100%		
	宝鸡				新设宝鸡高一生（门诊部）21%	宝鸡高一生 30%

来源：公司公告、国金证券研究所

注：上表中机构的百分比为公司所持该机构的股份数。

医美业务管理方面，公司已经建立起集团管控下的三级管理体系，并对医美管理人员及核心骨干医生建立了三层薪酬激励体系，包含基本薪酬、超额业绩提成和合伙人计划等，充分激发团队积极性及增强团队稳定性。

公司还计划设立朗姿医美研究院，与高校、专业机构加强科研合作，打造过硬的技术团队和业务能力。

图表 45：公司医美业务管理

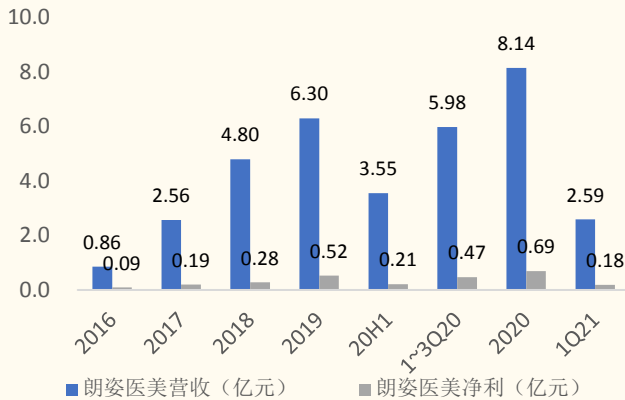
业务环节	介绍
研发/人才培养	不断完善科研体系，并努力与第三方科研机构构建合作平台。 医美皮肤科医生培养周期为一年左右、相对较快，而医美手术类科室的医生需要一定的时间。 晶肤医美对医生的培养采用逐级提升发展模式，优秀的合伙人医生带动和培养第二层级的医生，第二层级的医生带动和培养第三层级的医生。 计划设立朗姿医美研究院，与高校、专业机构加强科研合作。
营销	线下：老客消费、以老带新、品牌引流 线上：美团、新氧、口袋喵、返利平台、百度搜索竞价等 米兰柏羽和高一生以老客、以老带新等线下引流为主；晶肤主打轻医美、以线上引流为主
管理	集团管控：投资、财务、法务、人力资源和信息化平台 三级管理体系：后台-医管公司、中台-事业部、前台-医疗机构（医院/诊所/门诊部）；后台负责规划和支持、中台负责营销和运营、前台提供医疗和服务；对医疗风险实现严格把控，注重医师的培养和能力提升，加大研发投入和产品的创新迭代速度 三大品牌事业部负责人具有丰富的医美运营经验：米兰柏羽事业部负责人朱杨柳、晶肤事业部负责人李家平
薪酬体系/激励	基本薪酬、超额业绩提成和合伙人计划——朗姿医美管理团队和核心骨干医生都成为了新设机构的事业合伙人

来源：公司公告、国金证券研究所

2.2.2、财务：老机构贡献主要营收及净利，新机构储备未来增长动力

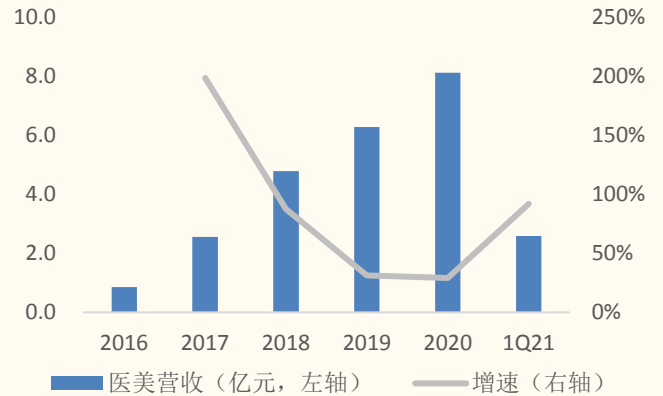
公司自 2016 年进入医美行业，医美业务通过外延并购与内生增长（老店增长+新设机构等）持续快速发展，营收规模由 2016 年的 0.86 亿元增长至 2020 年的 8.14 亿元，净利规模由 2016 年的 0.09 亿元增长至 0.69 亿元。

图表 46：朗姿医美营收与归母净利



来源：Wind、国金证券研究所

图表 47：医美业务营收及同比增速



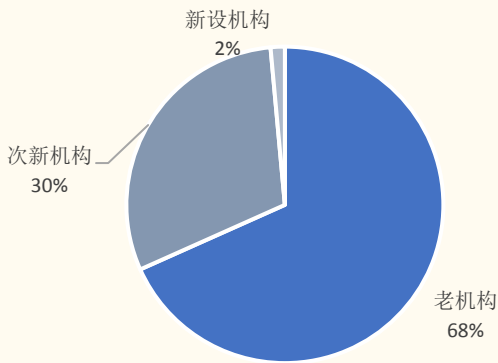
来源：Wind、国金证券研究所

20 年疫情背景下公司医美业务营收仍同增 29.25%、净利同增 31.43%，净利率水平稳健、为 8.46% (+0.14PCT)，未受到疫情及新设机构短期投放增多拖累。1Q21 营收 2.59 亿元、同增 92.03%，净利约 1800 万元，净利率 6.95%、较 20 年全年下降 1.50PCT。

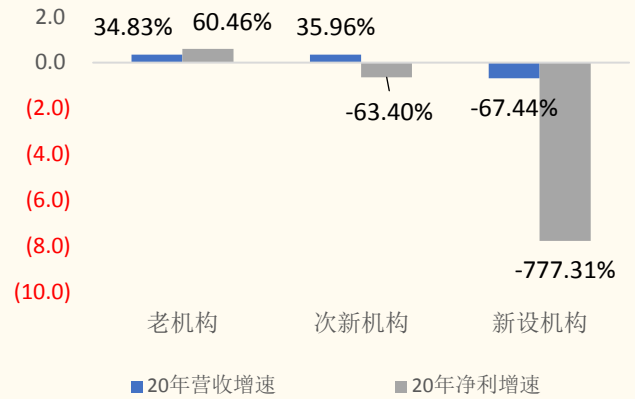
20 年公司首次披露新老机构业绩拆分，细分来看：

分新老机构看，老店贡献主要增长、净利率水平持续提升，次新以及新设机构仍处于投入期、净利率水平下降。老店（开店三年+，不含三年）20 年营收增 34.83%、贡献 68% 营收，净利增 60.46%、贡献 99.45% 净利。

图表 48：20 年医美业务中新老机构营收贡献



图表 49：20 年医美业务中新老机构营收、净利同比增速

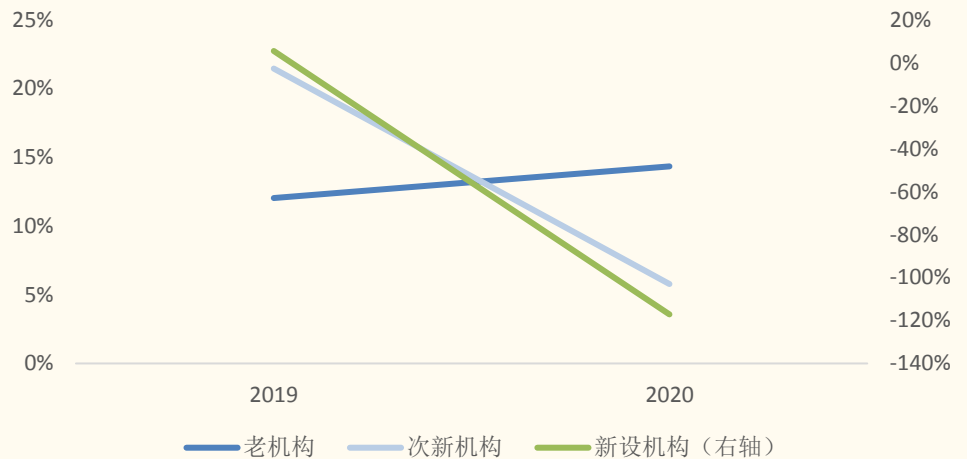


来源：Wind、国金证券研究所 注：1) 老机构——运营时间在三年以上（不含三年）的机构；2) 次新机构——运营时间一年至三年（不含一年、含三年）的机构；3) 新设机构——运营时间在一年（含一年）以内的机构

来源：Wind、国金证券研究所

盈利能力方面，老机构净利率水平提升至 14.34%、次新以及新设机构仍处于投入期、净利率水平下降，其中次新机构净利率 5.78%、新设机构净利率-117.13%。

图表 50：2019、2020 年医美业务中新老机构净利率



来源：Wind、国金证券研究所

分终端体量规模来看，前五大终端贡献主要营收。20 年前五大医美机构分别为四川米兰柏羽、陕西高一生、西安米兰柏羽、四川晶肤、深圳米兰柏羽，合计贡献营收 88.29%，其中四川米兰柏羽贡献医美业务近一半收入、占比 48.29%。

净利方面，前四大机构实现盈利，预计其他机构处于亏损中。其中第一大机构四川米兰柏羽 20 年净利率水平提升至 15.37%。

图表 51：公司医美业务前五大机构近期业绩情况

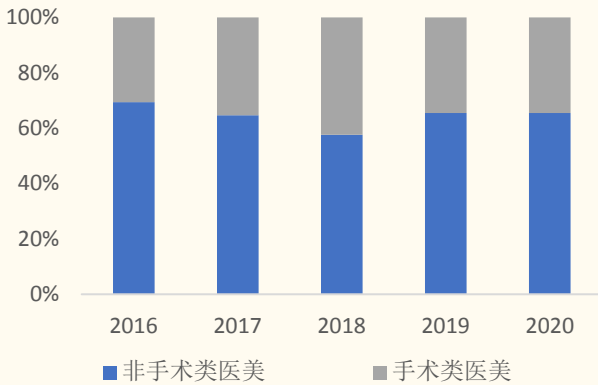
机构	20 年营收 (亿元)	20 年营收增速	20 年净利 (亿元)	20 年净利增速	20 年净利率	19 年净利率
四川米兰柏羽	3.93	26.41%	0.60	71.39%	15.37%	11.33%
陕西高一生	1.20	-22.30%	0.17	-51.95%	14.54%	23.50%
西安米兰柏羽	1.12	223.59%	0.02		1.64%	-
四川晶肤	0.66	22.07%	0.12	52.67%	18.78%	15.01%
深圳米兰柏羽	0.27	17.24%	-0.01	-170.28%	-3.05%	5.10%
其他	0.94	-	预计亏损			

来源：公司公告、国金证券研究所

分业务类型来看，公司医美业务营收中非手术类占比 60~70%，手术类占比 30~40%。其中手术类项目主要在米兰柏羽、高一生中开展，晶肤手术类占比较低。米兰柏羽、高一生中手术类业务占比接近 40%，非手术类业务约 60%；晶肤事业部非手术类业务为主，手术类业务占比不到 10%。

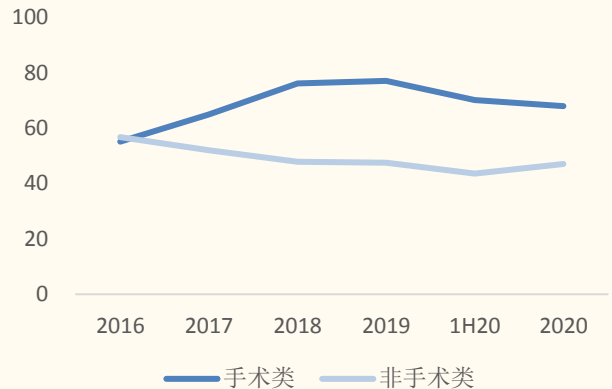
毛利率方面，手术类毛利率水平较高，且 2019 年以前总体上升，20 年受疫情影响、毛利率下降 9.08PCT 至 68.03%；非手术类毛利率水平相对较低、且 16~18 年有所下降，18~20 年总体平稳、维持在 47%+。

图表 52：公司医美业务中手术类与非手术类营收占比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 53：公司手术类与非手术类医美项目毛利率



来源：Wind、国金证券研究所

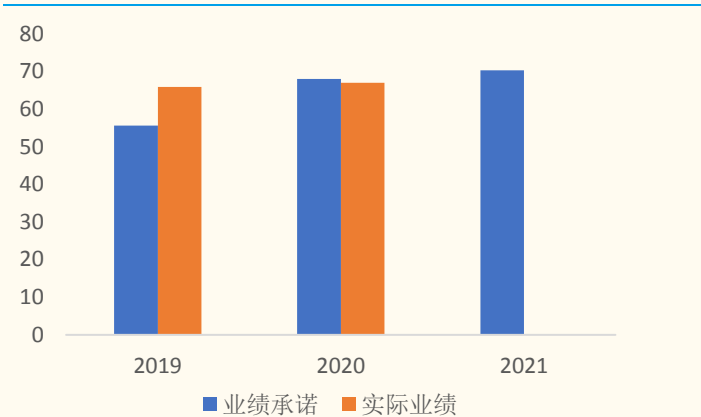
2.2.3、未来：定增建设医美旗舰店，成立产业基金等加速医美业务布局

■ 定增及产业基金加码医美业务

公司计划定向发行股份收购朗姿医疗剩余 41.19%股权并募集配套资金不超 5000 万元：1) 定向发行收购朗姿医疗：2019 年 8 月以 9.02 元/股向董事长申东日、中韩晨晖、合源融微、十月吴巽、南山架桥等定向发行 3507 万股股票收购朗姿医疗 41.19%的股权，交易完成后公司持有朗姿医疗 100%股权，申东日承诺朗姿医美 2019~2021 年扣非归母净利润不低于 5570/6810/7040 万元。

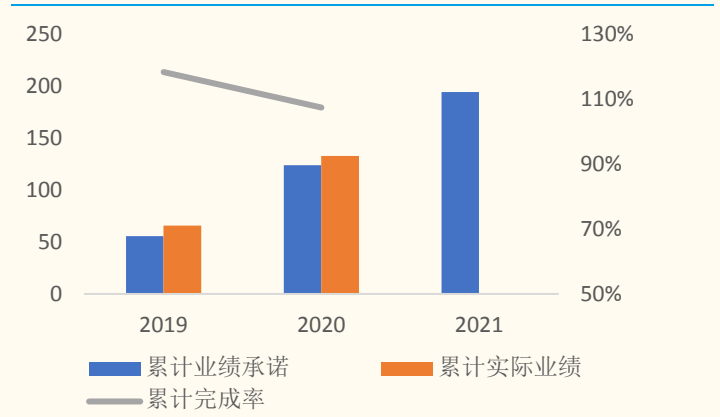
2019、2020 年朗姿医美合并归母净利润 7042.75 万元、6937.07 万元，扣除非经常性损益后归母净利润为 6590.69 万元、6701.93 万元，19~20 年累计实现净利 1.33 亿元、累计承诺净利 1.24 亿元，业绩承诺完成率 107.37%。

图表 54：朗姿医美扣非净利承诺及实际情况（百万元）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 55：朗姿医美扣非净利累计承诺及累计实际情况（百万元）



来源：Wind、国金证券研究所

■ 成立成都子公司、产业基金推动/加速医美业务布局

2020年3亿元设全资子公司——成都朗姿商业发展有限公司，负责运营和管理公司中西部地区的时尚医美和女装业务，搭建公司医美业务的合作研发和行业交流平台，进一步提升公司医美业务的技术研发水平，加快医美技术人才的培养，并承担公司在中西部区域时尚女装的生产、营运、销售和管理等职能，有利于巩固和进一步提升公司在医疗美容和高端女装领域的行业竞争力，促进管理和专业人才的培养，完善公司人才梯队建设，以进一步满足公司医美业务快速发展和时尚女装业务盈利能力提升的需要。

为了加快医美业务的区域化布局，进一步推进构建泛时尚产业互联生态圈的战略部署，2021年1月公司出资2亿元参与设立医美股权并购基金——芜湖博辰五号；2021年2月公司出资1.25亿元作为有限合伙人（普通合伙人为参股公司朗姿韩亚资管）设立医美股权并购基金——芜湖博辰八号，基金规模2.51亿元，是公司投资设立的第二支医美股权并购基金。公司通过产业基金在体外培养优质标的，为公司医美产业发展提供长期增长动力。

3、女装及婴童装及用品业务：女装业务向好，婴童装及用品业务仍待调整

3.1、女装业务：渠道及产品调整带动女装业务 17~19 年回暖，疫情带来短期波动

2008~2013年公司女装业务保持高速增长，2014年终端零售疲软，在渠道扩张背景下女装营收仍同降10.40%，2015、2016年公司持续关闭低效门店。

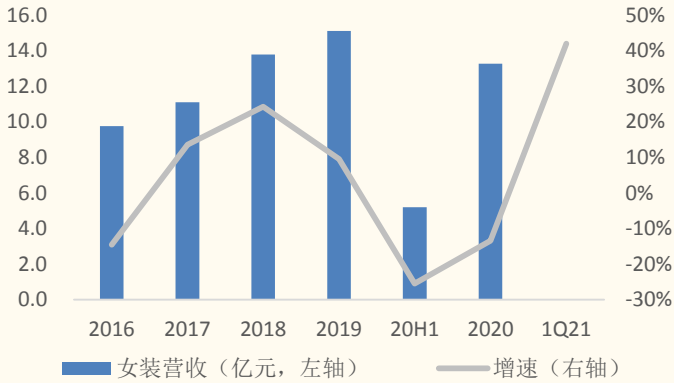
2017年加大渠道布局调整、加强自营门店、缩减经销门店，门店总数恢复增长；同时针对三四线城市消费能力提升的机遇，通过“小朗姿”、“莱茵”等品牌进行渠道下沉；同时电商渠道也进行较大幅度改革，销售策略也由以销售过季商品为主转变为“新品+过季商品”同时发力、同时针对线上渠道推出专供款、热销单品等。

2018年继续推进渠道结构调整，同时推出智慧零售、朗姿“微信礼品卡小程序”、朗姿多场景微商城小程序“i朗姿”上线。此外，产品端，公司在设计、推广、终端销售等多方面进行提效，包括拉宽产品价格带、产品年轻化细分化，门店推进数字化经营，强化与加盟商联系、实施加盟自营一体化管理等。

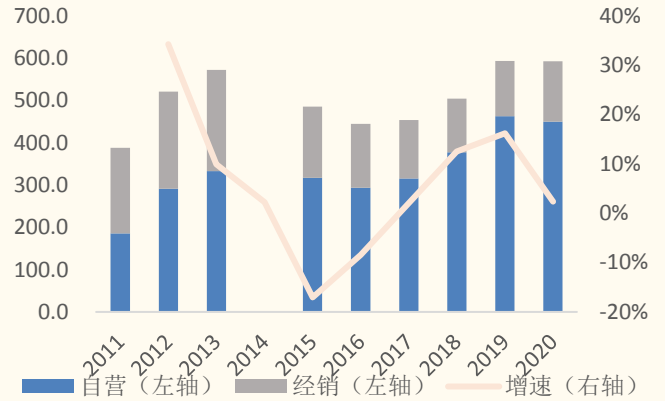
公司对产品及渠道的积极调整下，2017~2019年女装营收持续正增长。

2020 年受到疫情影响、上半年公司女装业务营收下降 25%，下半年降幅收窄至 3%，全年女装业务营收同比降 13.40%，21 年在低基数背景下，1Q21 营收 4.09 亿元，同增 41.91%，较 1Q19 增长 9%、利润未达 19 年水平。

图表 56：公司女装营收及同比增速



图表 57：公司女装门店数量 (家) 及同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

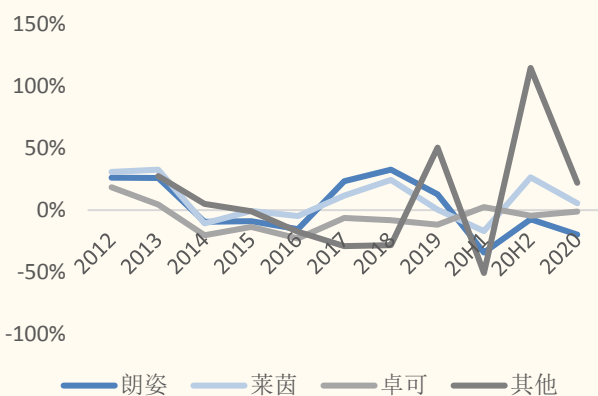
注：2014 年门店数据公司未披露

分品牌看，2017 年以来公司女装业绩回暖，主要来自于主品牌朗姿以及莱茵等（2019 年其他女装增速较高，主要为收购日本高端女装品牌子芭米）。2017~2019 年两大品牌营收年均复合增速分别为 22%、12%，门店数量持续增加、自营门店数量占比不断提升。

2020 年受疫情影响主品牌朗姿、莱茵营收分别同降 20%、增 6%，其中上半年主品牌朗姿营收下降 34%、下半年降幅收窄至 7%，莱茵上半年营收下降 17%、下半年实现正增长、同增 26%。

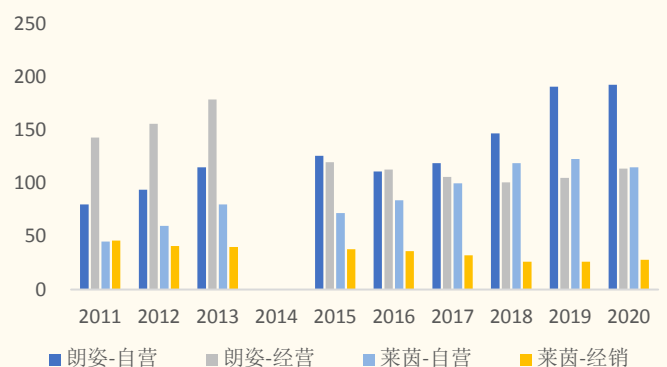
分店效及门店数量来看，20 年主品牌朗姿营收下降主要为疫情下单店店效下降，门店数量由 19 年末的 296 家增加至 20 年末的 317 家、增 7%，推算店效降 25%；莱茵门店数量由 2019 年的 149 家下降至 20 年末的 146 家、降 2%，推算店效同增 8%。

图表 58：公司女装品牌营收增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 59：公司主品牌朗姿、莱茵自营及经销门店数量



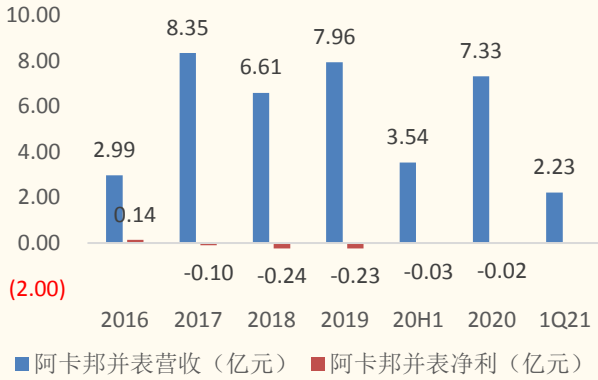
来源：Wind、国金证券研究所

3.2、婴童装及用品业务：韩国业务积极调整、中国业务稳步推进，20 年继续减亏

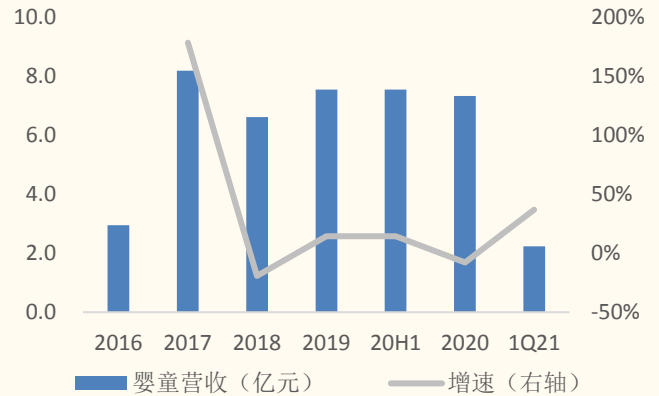
婴童装及用品业务主要在韩国，韩国人口出生率持续下降，婴童装及用品产业不景气，阿卡邦近年营收水平总体呈现下降趋势，20 年叠加受疫情影响、同降 8%，1Q21 在低基数背景下，营收 2.23 亿元、同增 36.90%。

净利方面，盈利水平较弱。2019 年以来持续亏损，2020 年减亏至-190 万元。

图表 60：阿卡邦并表营收及净利



图表 61：婴童装及用品业务营收及同比增速



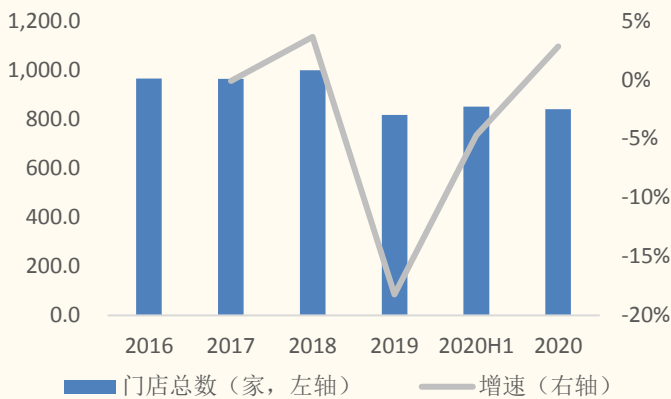
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

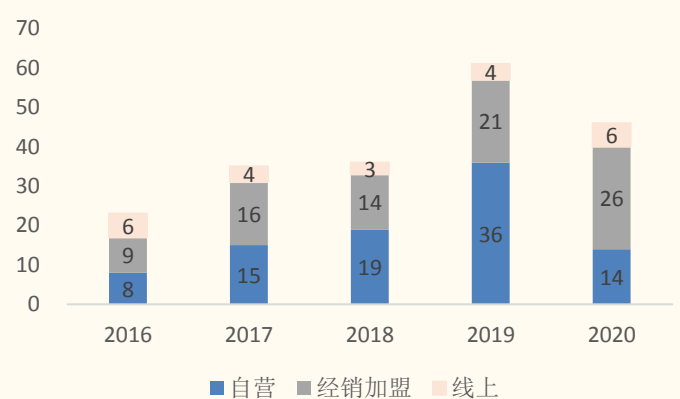
为此阿卡邦韩国业务主要以低效店铺的关停和业务模式调整为主，2019 年阿卡邦门店数量有较大幅度的下降（调整主要在韩国市场），未来增长点主要来自于中国市场。

2016 年以来阿卡邦在中国的销售网点数量不断增多，从 2016 年的 17 家增加至 2019 年的 61 家、2020 年疫情背景下下降至 46 家、占阿卡邦总门店数量比重为（5%）；2018 年成立北京童装设计师团队并引进行业内优秀营销管理人才，开发中童产品，2019 年阿卡邦中国完成了由韩国和中国设计师组成的设计团队的组建，搭配年轻化的产品团队。

图表 62：婴童装及用品业务门店总数及增速



图表 63：婴童装及用品业务中国区网点数量



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

4.1.1、医美业务

■ 参考朗姿旗下或同业，探索新设立诊所/医院的盈利模型

1) 轻医美诊所

参考朗姿股份旗下医美标的培育情况：轻医美机构晶肤（门店面积在700~800平方米）开业第三年实现盈亏平衡（净利率1%），营收规模700~800万元。

因此，我们假设公司新增轻医美机构第一年营收100万（净利率-20%）、第二年营收400万（净利率-10%）、第三年营收700万（净利率1%）。

2) 医美医院

朗姿股份旗下的医美医院发展差异较大，发展较好的四川米兰柏羽2005年设立、成立10年之际的2015年营收规模1.5亿元、平效1.5万元，净利率5%；创立于1991年的高一生成成长性较慢、但盈利水平总体较高，19年营收1.5亿元、平效2.6万、净利率23.50%；而收购而来后改造为西安米兰柏羽盈利状况较弱，20年营收1.12亿元、净利率1.64%。

参考连天美成立10年单店平均营收规模为2.4亿元，华韩整形旗下医美医院成立10周年单店平均营收规模为1.5亿元、平均净利率13%，其中较优秀的门店三年实现盈利，多数医院需要5年甚至更长的时间实现盈亏平衡。

综上，我们假设一般情况整形医院5年实现盈亏平衡、营收规模5000万元，10年净利率10%、营收1.5亿元。

■ 朗姿股份医美业务盈利预测

假设老机构未来营收持续快速增长，其中优势地区的优质医院/诊所盈利水平获益口碑建立、复购率提升，盈利水平不断提升。

新机构拓展方面，公司未来规划继续推进“1+N”医美战略布局，其中“1”的医美医院以并购为主，需要看合适的并购机遇/标的，存在一定的不确定性，假设公司未来三年医美医院数量维持现状，主要依靠内生增长，其中次新及新机构参考朗姿股份旗下或是同业的历史发展情况；“N”的晶肤轻医美机构将加速推进，预计未来每年新开6家。并且新设立的轻医美机构及医美医院盈利模型参考朗姿股份旗下或是同业的历史发展情况。

最终结果如下表所示，2021~23年医美业务营收为11.56/13.71/15.89亿元，净利为1.07/1.36/1.53亿元，对应净利率为9.30%/9.89%/9.61%。

图表 64：朗姿医美业务盈利预测

机构/品牌	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
米兰柏羽	271.82	361.03	524.55	752.61	848.99	944.80
yoy		32.82%	45.29%	43.48%	12.81%	11.29%
占医美比重	56.72%	57.44%	64.56%	65.10%	61.94%	59.45%
门店数量	2.00	3.00	4.00	4.00	4.00	4.00
yoy		50.00%	33.33%	0.00%	0.00%	0.00%
平均店销(百万元/家)		144.41	149.87	188.15	212.25	236.20
yoy			3.78%	25.54%	12.81%	11.29%
四川米兰柏羽(2005)	249	311	393	522.93	627.52	690.27
yoy	42.85%	25.18%	26.34%	33.00%	25.00%	20.00%
占比		86.20%	74.96%	69.48%	73.91%	73.06%
平效(万元/平方米)	2.49	3.11	3.93	5.23	6.28	6.90
yoy	42.85%	25.18%	26.34%	33.00%	20.00%	10.00%
净利率	11.82%	11.33%	15.37%	15.00%	15.00%	15.00%
深圳米兰柏羽(门诊部, 2013)		23	27	32.48	38.98	44.82
yoy			17.29%	20.00%	20.00%	15.00%

占比		6.39%	5.16%	4.32%	4.59%	4.74%
平效 (万元/平方米)		2.10	2.46	2.95	3.54	4.07
yoy			17.29%	20.00%	20.00%	15.00%
净利率		5.10%	-3.05%	2.00%	5.00%	5.00%
其他机构		26.75	104.31	197.20	182.50	209.71
yoy			289.92%	89.06%	-7.45%	14.91%
占比			19.88%	26.20%	21.50%	22.20%
门店数量	0.00	1.00	2.00	2.00	2.00	2.00
平均店销(百万元/家)		26.75	69.54	98.60	91.25	104.86
净利率				-20.00%	-20.00%	-20.00%
晶肤医美	91.61	117.63	159.62	209.73	283.04	354.11
yoy		28.40%	35.70%	31.39%	34.96%	25.11%
占医美比重	19.12%	18.72%	19.65%	18.14%	20.65%	22.28%
门店数量	7.00	8.00	13.00	19.00	25.00	31.00
yoy		14.29%	62.50%	46.15%	31.58%	24.00%
平均店销(百万元/家)		15.68	15.20	13.11	12.87	12.65
yoy			-3.07%	-13.78%	-1.85%	-1.70%
四川晶肤 (2005)	44	55	66	83	98	103
yoy			20.14%	25.00%	18.00%	5.00%
占比	48.03%	47.06%	41.66%	39.63%	34.65%	29.08%
平效 (万元/平方米)	3.38	4.26	5.12	6.39	7.54	7.92
yoy			20.14%	25.00%	18.00%	5.00%
净利率	17.43%	14.78%	18.78%	19.00%	19.50%	20.00%
其他机构	48	62	93	126.61	184.96	251.12
yoy		30.81%	49.54%	35.95%	46.09%	35.77%
占比	51.97%	52.94%	58.34%	60.37%	65.35%	70.92%
门店数量	6.00	7.00	12.00	18.00	24.00	30.00
平均店销(百万元/家)		9.58	9.80	8.44	8.81	9.30
净利率				0.86%	-2.38%	-4.58%
其中: 西安晶肤 (2013)	19	21	25	30	34	38
yoy	23.84%	10.58%	20.00%	20.00%	15.00%	10.00%
占比	20.55%	17.70%	15.65%	14.30%	12.18%	10.71%
平效 (万元/平方米)	2.69	2.97	3.57	4.28	4.93	5.42
yoy		10.58%	20.00%	20.00%	15.00%	10.00%
净利率	24.54%	22.28%	22.28%	23.00%	23.50%	23.50%
重庆晶肤 (2015)		8	10	12	13	15
Yoy			20.00%	20.00%	15.00%	10.00%
占比		6.91%	6.11%	5.58%	4.76%	4.18%
平效 (万元/平方米)		1.02	1.22	1.46	1.68	1.85
yoy			20.00%	20.00%	15.00%	10.00%
净利率		1.06%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
长沙晶肤 (2016)		11	15	18	20	22
yoy			30.00%	20.00%	15.00%	10.00%
占比			9.23%	8.43%	7.18%	6.32%
平效 (万元/平方米)		1.62	2.10	2.53	2.90	3.19
yoy			30.00%	20.00%	15.00%	10.00%
净利率	开始盈利	3.41%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%

其他		22	44	67	117	176
yoy			65.65%	54.03%	73.54%	50.85%
占比		18.70%	27.35%	32.06%	41.23%	49.71%
门店数量	3.00	4.00	9.00	15.00	21.00	27.00
平均店销(百万元/家)		6.28	6.72	5.60	6.48	7.33
净利率				-10.00%	-10.00%	-10.00%
高一生	115.80	149.83	128.32	193.80	238.56	290.28
yoy		29.39%	-14.36%	51.03%	23.10%	21.68%
占医美比重	24.16%	23.84%	15.79%	16.76%	17.41%	18.27%
门店数量	1.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
yoy		100.00%	-			
平均店销(百万元/家)		99.89	64.16	96.90	119.28	145.14
yoy			-35.77%	51.03%	23.10%	21.68%
西安高一生	119	154	120	173.80	208.56	250.28
yoy	268.58%	29.75%	-22.33%	45.00%	20.00%	20.00%
占比	102.71%	102.99%	93.41%	89.68%	87.42%	86.22%
平效(万元/平方米)	1.98	2.57	2.00	2.90	3.48	4.17
净利率	22.83%	23.50%	14.54%	20.00%	21.00%	22.00%
其他机构(宝鸡高一生)				20.00	30.00	40.00
净利率				-30.00%	-20.00%	-10.00%
医美总营收	479.23	628.49	814.00	1,156.14	1,370.60	1,589.19
增长率(YOY)	87.59%	31.15%	29.28%	42.03%	18.55%	15.95%
医美总净利	27.50	52.31	68.87	107.47	135.55	152.72
增长率(YOY)		90.24%	31.66%	56.05%	26.13%	12.66%
医美净利率	5.74%	8.32%	8.46%	9.30%	9.89%	9.61%
备注						
三大品牌其他机构营收小计		84.54	205.89	343.81	397.46	500.84
三大品牌其他机构净利小计		-28.56	-20.63	-44.35	-46.90	-57.45
三大品牌其他机构净利率		-33.78%	-10.02%	-12.90%	-11.80%	-11.47%

来源:公司公告、国金证券研究所

注:标记黄色部分为公司未披露、国金证券假设值;

4.1.2、女装及婴童装及用品业务

女装业务 21 年营收规模有望恢复至 19 年水平并略有增长, 鉴于服装总体景气度有限, 预计未来将保持稳健增长, 21~23 年女装营收增速分别为 26%、11%、8%; 净利率水平稳中有升, 假设 21~22 年净利率水平分别为 9%、10%、10%。

婴童装及用品业务持续调整, 在中国地区品牌知名度仍待提升, 预计 21~23 年增速较为稳健, 营收分别同增 5%、5%、5%; 20 年大幅减亏, 假设未来盈利水平持续提升, 21~22 年净利率分别为 0.5%、4.50%、5.00%。

综合来看, 公司 21-23 年 EPS 分别为 0.59、0.81、0.90 元。

图表 65：盈利预测

分业务 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医美营收	628.49	814.00	1156.14	1370.60	1589.19
yoy	31.15%	29.52%	42.03%	18.55%	15.95%
医美净利	52.31	68.86	107.47	135.55	152.72
yoy	90.24%	31.65%	56.06%	26.13%	12.66%
医美净利率	8.32%	8.46%	9.30%	9.89%	9.61%
女装营收	1329.00	1514.09	1678.21	1859.52	2014.48
yoy	-12.11%	13.93%	26.28%	10.80%	8.33%
女装净利	29.37	136.27	151.04	185.95	201.45
yoy	-78.51%	-	-	23.11%	8.33%
净利率	2.21%	9.00%	9.00%	10.00%	10.00%
婴童装及用品营收	754.64	733.44	770.11	808.62	849.05
yoy	14.22%	-7.87%	5.00%	5.00%	5.00%
婴童装及用品净利	(22.19)	(1.91)	3.85	36.39	42.45
yoy		-	-	845.00%	16.67%
婴童装及用品净利率	-2.94%	-0.26%	0.50%	4.50%	5.00%
其他业务	72.75				
yoy	97.59%				
总营收 (百万元)	3007	2876	3604	4039	4453
yoy	12.99%	-4.35%	25.31%	12.05%	10.25%
归母净利 (百万元)	59	142	262	358	397
yoy	-72.07%	141.65%	84.51%	36.53%	10.85%
EPS (元)	0.13	0.32	0.59	0.81	0.90

来源：公司公告、国金证券研究所预测

4.2、投资建议及估值

本文采用分部估值法，其中：

1) 服装业务：参考同业估值水平，建议给予 22 年 15 倍 PE。

2) 医美业务：因为终端医美机构从设立到最终实现盈利需要（1~3 年）一定的周期，短期我们认为医美机构仍处于新设的扩张期，新设机构盈利水平较弱、但中长期培育成熟盈利能力逐步增强，因此建议采用 PS 估值方法；参考 A 股发展相对较为成熟（已形成全国连锁品牌）的上市医疗服务机构，因医美医疗服务终端机构行业发展较为早期、服务更具有非标准属性，因此建议在牙科或是眼科医疗服务机构 PS 基础上给予一定的折价，建议给予朗姿股份医美业务 22 年营收 18 倍 PS。

综上，对应目标价格 63.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 66：可比公司估值水平

名称	股价 (元)	EPS				PE				3年	PEG
		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	CAGR	21年
森马服饰	12.20	0.30	0.60	0.72	0.84	41	20	17	14	41.24%	0.41
太平鸟	51.50	1.50	1.98	2.42	2.93	34	26	21	18	25.10%	0.85
歌力思	16.05	1.34	1.09	1.29	1.50	12	15	12	11	3.83%	3.24
地素时尚	24.86	1.31	1.52	1.76	2.01	19	16	14	12	15.42%	0.92
安正时尚	9.70	0.49	0.77	0.86	0.98	20	13	11	10	25.58%	0.44
平均值						25	18	15	13		
名称	股价 (元)	每股营收				PS				3年	PSG
		20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	CAGR	23E
爱尔眼科	71.28	2.20	2.81	3.54	4.45	32.34	25.41	20.16	16.00	26.43%	0.76
通策医疗	411.82	6.51	9.14	11.83	15.22	63.24	45.07	34.81	27.06	32.71%	1.06
平均值						48	35	27	22		

来源：Wind，国金证券研究所 注：股价更新至 2021/6/

5、风险提示

医美事故影响品牌声誉：大型医美医疗事故将对公司医美品牌声誉造成影响、进而影响医美业务发展，给短期业绩带来波动。

医美业务拓展不及预期及相关商誉减值风险：新医美终端需要一定的资金投入改造以及一定的周期培育（客户资源积累、团队成员磨合等），可能会给短期总体业绩带来一定的拖累，同时若培育不及预期、盈利水平以及规模效应无法得到提升/体现、将对总体业绩带来长期拖累，若为收购的医美终端、将发生相应的商誉减值损失。

存货计提减值准备：女装及童装周转天数仍较长，存货仍有一定的压力，若过季存货不能良好的处理，未来可能存在减值的风险。

6、附录

图表 67：2016-2019 年我国 5A 整形医院、4A 门诊部、3A 诊所名单

地区	评选年份	机构名称	登记	机构类别	成立时间
北京	2017	北京伊美尔健翔医院	5A	医院	2009
	2017	北京圣嘉荣医疗美容医院	5A	医院	2007
	2017	北京美莱医疗美容医院	5A	医院	2012
	2017	北京伊美尔医疗美容医院	5A	医院	2003
	2018	北京圣嘉新医疗美容医院	5A	医院	2014
福建	2019	台江海峡美容医院	5A	医院	2016
广东	2016	深圳阳光整形美容医院	5A	医院	2012
	2016	深圳春天美容医院	5A	医院	2004
	2017	深圳非凡医疗美容医院	5A	医院	2016
	2018	广州华美医疗美容医院	5A	医院	2012
	2019	深圳阳光整形美容医院	5A	医院	2012
贵州	2019	贵阳美莱医疗美容医院	5A	医院	2012
	2019	贵州整形口腔美容外科医院（利美康）	5A	医院	2004
海南	2019	三亚维多利亚医疗美容医院	5A	医院	2016
河北	2019	唐山金荣美容医院	5A	医院	2013

	2019	石家庄雅芳亚医疗美容医院	5A	医院	2004
河南	2019	郑州天后医疗美容医院	5A	医院	2017
	2019	郑州集美美容医院	5A	医院	2010
湖南	2019	长沙美莱医疗美容医院	5A	医院	2014
吉林	2019	吉林铭医整形美容医院	5A	医院	2014
江苏	2016	徐州心源美容医院	5A	医院	2002
	2016	南京医科大学友谊整形医院	5A	医院	2010
	2017	常州激光医院	5A	医院	1986
	2018	南京康美美容医院	5A	医院	2004
	2019	南京医科大学友谊整形外科医院	5A	医院	2010
	2019	南京华韩奇志美容医院	5A	医院	2007
	2019	苏州吴中维多利亚美容医院	5A	医院	2011
	2019	南通康美美容医院	5A	医院	2016
	2019	苏州美莱美容医院	5A	医院	2005
陕西	2019	西安艺星医疗美容医院	5A	医院	2015
上海	2019	上海华美医疗美容医院	5A	医院	2005
	2019	上海玫瑰医疗美容医院	5A	医院	2005
四川	2016	四川西婵泛亚整形美容医院	5A	医院	2012
	2017	四川华美紫馨医学美容医院	5A	医院	2008
	2018	汉密尔顿美容医院	5A	医院	2009
	2018	成都大华韩艺整形美容医院	5A	医院	2004
	2018	米兰柏羽医学美容医院	5A	医院	2013
	2018	美莱医学美容医院	5A	医院	2010
	2019	娇点医学美容医院	5A	医院	2015
	2019	成都铜雀台医学美容医院	5A	医院	2015
云南	2018	昆明吴氏嘉美美容医院	5A	医院	2011
浙江	2017	杭州整形医院	5A	医院	1985
	2017	杭州华山连天美医疗美容医院	5A	医院	2012
	2017	宁波鄞州壹加壹医疗美容医院	5A	医院	2014
	2018	金华芘丽芙美容医院	5A	医院	2014
	2018	杭州瑞丽医疗美容医院	5A	医院	2013
	2018	杭州美莱医疗美容医院	5A	医院	2014
	2018	宁波珈禾整形专科医院	5A	医院	2003
	2019	杭州维多利亚医疗美容医院	5A	医院	2010
重庆	2019	重庆华美整形美容医院	5A	医院	2004
	2019	重庆美仑美奂整形美容医院	5A	医院	2015
北京	2018	北京瑞妍茗医门诊部	4A	门诊部	2003
	2019	北京美天医疗美容门诊部	4A	门诊部	2016
广东	2016	广州广美整形美容医疗门诊部	4A	门诊部	2010
广西	2019	南宁美丽焦点医疗美容门诊部	4A	门诊部	2005
四川	2017	南充利美康阿蓝医疗美容门诊部	4A	门诊部	2016
	2017	成都赵善军博士整形美容门诊部	4A	门诊部	2007
	2017	乐山经纬医疗美容门诊部	4A	门诊部	2015
	2019	成都青羊百龄医疗美容门诊部	4A	门诊部	2018
云南	2017	昆明熙宁典雅阁医疗美容门诊部	4A	门诊部	2016
浙江	2018	杭州芯美昕医疗美容门诊部	4A	门诊部	2015
	2018	椒江维多利亚整形美容门诊部	4A	门诊部	2014
贵州	2019	凯里雅典娜医疗美容诊所	3A	诊所	2015
	2019	贵阳云岩应超小李飞刀整形美容诊所	3A	诊所	2010

四川	2017	阆中阿蓝整形美容诊所	3A	诊所	2013
	2017	成都玉颜医学美容诊所	3A	诊所	1994
	2017	达州双均医疗美容诊所	3A	诊所	1996
云南	2017	昆明西山区典雅阁医疗美容诊所	3A	诊所	1988
浙江	2019	杭州颜术时尚医疗美容诊所	3A	诊所	2011

来源：中国整形协会、国金证券研究所

注：A 等级医院评价的标准是比照三级医院评审标准，内容包括医院管理、患者安全、医疗质量管理与持续改进、医院服务四个部分，医院类标准总分为 1000 分，只有获得 950 分以上才能获得 5A

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,662	3,007	2,876	3,604	4,039	4,453	货币资金	258	94	291	332	367	405
增长率		13.0%	-4.4%	25.3%	12.0%	10.3%	应收账款	429	461	374	527	591	651
主营业务成本	-1,119	-1,256	-1,319	-1,596	-1,781	-2,081	存货	953	997	930	1,238	1,381	1,614
%销售收入	42.1%	41.8%	45.8%	44.3%	44.1%	46.7%	其他流动资产	2,024	364	348	358	364	372
毛利	1,542	1,751	1,558	2,008	2,258	2,372	流动资产	3,663	1,916	1,943	2,455	2,702	3,042
%销售收入	57.9%	58.2%	54.2%	55.7%	55.9%	53.3%	%总资产	50.3%	36.2%	37.7%	42.4%	43.2%	44.6%
营业税金及附加	-20	-20	-17	-18	-20	-22	长期投资	1,407	1,589	1,354	1,554	1,754	1,954
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	494	555	579	579	580	580
销售费用	-957	-1,129	-1,122	-1,402	-1,527	-1,629	%总资产	6.8%	10.5%	11.2%	10.0%	9.3%	8.5%
%销售收入	35.9%	37.5%	39.0%	38.9%	37.8%	36.6%	无形资产	1,081	1,169	1,171	1,198	1,225	1,251
管理费用	-300	-280	-236	-198	-204	-178	非流动资产	3,619	3,383	3,210	3,332	3,559	3,785
%销售收入	11.3%	9.3%	8.2%	5.5%	5.1%	4.0%	%总资产	49.7%	63.8%	62.3%	57.6%	56.8%	55.4%
研发费用	-83	-103	-93	-122	-137	-151	资产总计	7,282	5,299	5,154	5,787	6,261	6,827
%销售收入	3.1%	3.4%	3.2%	3.4%	3.4%	3.4%	短期借款	1,777	375	135	681	878	1,127
息税前利润 (EBIT)	183	219	89	268	369	392	应付款项	327	378	413	501	532	603
%销售收入	6.9%	7.3%	3.1%	7.4%	9.1%	8.8%	其他流动负债	270	327	480	454	511	559
财务费用	-180	-106	-45	-39	-63	-77	流动负债	2,374	1,080	1,028	1,636	1,920	2,289
%销售收入	6.8%	3.5%	1.6%	1.1%	1.6%	1.7%	长期贷款	95	7	0	0	0	0
资产减值损失	-77	127	7	0	0	0	其他长期负债	528	526	529	422	422	422
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	2,998	1,613	1,557	2,058	2,342	2,711
投资收益	301	160	99	70	100	100	普通股股东权益	2,780	2,978	2,961	3,118	3,333	3,571
%税前利润	132.4%	113.1%	72.1%	25.1%	25.5%	24.7%	其中：股本	400	435	442	442	442	442
营业利润	240	156	156	299	407	415	未分配利润	790	670	745	902	1,117	1,355
营业利润率	9.0%	5.2%	5.4%	8.3%	10.1%	9.3%	少数股东权益	1,505	708	636	611	586	546
营业外收支	-12	-15	-19	-20	-15	-10	负债股东权益合计	7,282	5,299	5,154	5,787	6,261	6,827
税前利润	227	141	138	279	392	405	比率分析						
利润率	8.5%	4.7%	4.8%	7.7%	9.7%	9.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-23	-101	-2	-42	-59	-49	每股指标						
所得税率	10.2%	71.2%	1.4%	15.0%	15.0%	12.0%	每股收益	0.526	0.135	0.321	0.592	0.809	0.896
净利润	204	41	136	237	333	357	每股净资产	6.949	6.845	6.692	7.048	7.533	8.071
少数股东损益	-6	-18	-6	-25	-25	-40	每股经营现金净流	0.136	0.788	0.842	-0.282	0.574	0.518
归属于母公司的净利润	210	59	142	262	358	397	每股股利	0.15	0.12	0.30	0.24	0.32	0.36
净利率	7.9%	2.0%	4.9%	7.3%	8.9%	8.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.57%	1.97%	4.80%	8.40%	10.74%	11.11%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	2.89%	1.11%	2.76%	4.53%	5.71%	5.81%
净利润	204	41	136	237	333	357	投入资本收益率	2.47%	1.38%	2.06%	4.72%	6.02%	6.09%
少数股东损益	-6	-18	-6	-25	-25	-40	增长率						
非现金支出	164	-44	79	59	60	61	主营业务收入增长率	13.10%	12.99%	-4.35%	25.31%	12.05%	10.25%
非经营收益	-134	-13	-77	-6	-15	-5	EBIT增长率	-15.33%	19.56%	-59.43%	201.62%	37.73%	6.12%
营运资金变动	-179	359	234	-415	-124	-183	净利润增长率	12.20%	-72.07%	141.65%	84.51%	36.53%	10.85%
经营活动现金净流	54	343	372	-125	254	229	总资产增长率	4.96%	-27.23%	-2.74%	12.29%	8.19%	9.04%
资本开支	-94	-68	-96	-93	-102	-97	资产管理能力						
投资	-107	873	126	-100	-100	-100	应收账款周转天数	50.6	45.5	43.2	45.0	45.0	45.0
其他	341	-18	76	-30	0	0	存货周转天数	283.4	283.4	266.7	283.0	283.0	283.0
投资活动现金净流	140	787	106	-223	-202	-197	应付账款周转天数	43.9	45.6	46.6	50.0	45.5	45.5
股权募资	426	5	57	0	0	0	固定资产周转天数	54.2	50.9	51.6	37.5	30.1	24.3
债权募资	613	-1,301	-241	539	196	249	偿债能力						
其他	-1,179	-252	-104	-151	-213	-243	净负债/股东权益	47.49%	12.06%	1.23%	14.73%	18.14%	22.40%
筹资活动现金净流	-140	-1,547	-289	388	-17	6	EBIT利息保障倍数	1.0	2.1	2.0	6.8	5.9	5.1
现金净流量	54	-418	190	41	35	38	资产负债率	41.17%	30.44%	30.21%	35.56%	37.41%	39.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	2	4	8
增持	3	12	13	16	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.92	1.87	1.80	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402