

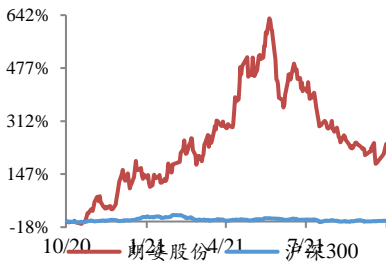
衣美到颜美，区域龙头锋芒渐露

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-10-11

收盘价(元)	32.19
近12个月最高/最低(元)	69.11/8.72
总股本(百万股)	442
流通股本(百万股)	252
流通股比例(%)	56.94
总市值(亿元)	142
流通市值(亿元)	81

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 聚焦泛时尚产业链，高端女装领军企业迎来第二增长曲线

朗姿在2000年建立LANCY品牌，开始进入中国高端女装市场。2011年，成功登陆A股，成为国内第一家高端女装上市公司。随着国内服装市场的竞争加剧，朗姿不断寻求突破。公司于2014年以3.12亿元收购了韩国婴幼儿服装及用品品牌阿卡邦26.63%股份，进军母婴行业，延伸产业链。2016年公司收购并控股“米兰柏羽”、“晶肤医美”两大国内优质医美品牌，快速切入医疗美容行业。经过多年的发展，**2021H1公司医美业务收入占比达到总营收的29.67%，较2016年的6.25%提升了约23pct**，已经成为除服装业务外的第二大收入来源。

● 随行业增长“乘风破浪”，三大医美品牌渐入发力期

2019年中国医美市场规模达到1769亿元，增速为22%。**艾瑞咨询预计2023年中国医美市场规模达到3000亿元，2012~2023年的复合增速达到24%**。公司现有米兰柏羽、晶肤医美和高一生三大优质品牌，其中四川米兰已获中国整形美容行业5A级美容医院权威认证，陕西高一生是西安地区最早成立的综合性医疗美容医院，公司品牌力逐渐形成并加速渗透。三大品牌渐入业绩发力期，**米兰柏羽2018~2020年收入复合增速达到39%，2021H1营收为3.4亿元，增速为41%；晶肤医美2018~2020年收入复合增速达到32%，2021H1营收为1.2亿元，增速为93%；高一生2018~2020年收入复合增速达到5%，2021H1营收为0.7亿元，增速为39%**。

● 医美机构格局高度分散，公司“1+N”战略突破异地复制瓶颈

目前，国内医美机构呈现高度分散的格局。根据艾瑞咨询，2019年中国美莱、朗姿等大型医美连锁机构的营收占比仅为6%~12%。市场中以中型机构为主，占比达到70%~75%。**究其原因，头部机构迅速扩张除了受制于资源整合能力以外，与医美项目消费个性化、地域差异化关联密不可分，因此跨省扩张成为摆在机构端面前的一大难题。朗姿采用“1+N”战略，通过米兰柏羽高端医美机构塑造高端品牌形象，并以多家年轻化的晶肤医美快速占领市场，协同纵深发展，实现医美机构的异地复制。**以成都和西安为例，目前公司在成都拥有2家米兰柏羽、12家晶肤医美；在西安拥有1家米兰柏羽、1家高一生、3家晶肤医美。

● 医美机构获客方式多元化，晶肤轻医美模式有助于降低获客成本

由于医美机构处于产业链中游，需要采取多种方式触及消费者，从医美机构的成本构成来看，获客营销成本占比最高达到30%~50%。随着互联网的发展，线上获客形式逐步多样化，由单一搜索竞价增多为电商、转诊、综合O2O等，流量进一步分散，医美机构获客难度提高。公司晶肤医美以中小型的门诊部和

诊所为主，与高端的米兰柏羽、高一生相互补充，形成“分级诊疗”模式。通过其获客引流，缓解了米兰柏羽等大型医院带来的获客压力，预计公司医美业务营销费用有进一步下降的空间。

● 投资建议

公司女装及婴童业务营收稳步增长，医美业务步入业绩释放期。中国医美行业空间广，朗姿通过“1+N”战略实现医美机构异地复制。高端医美+轻医美连锁机构的结合，有望进一步降低公司销售费用率。预计公司2021~2023年EPS分别为0.55/0.78/1.02元/股，对应当前股价PE分别为58.84、41.30、31.54倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

医美监管趋严、医疗事故影响品牌声誉、服装业务竞争加剧，营收增长不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2876	3585	4165	4809
收入同比 (%)	-4.4%	24.6%	16.2%	15.5%
归属母公司净利润	142	242	345	452
净利润同比 (%)	141.6%	70.4%	42.5%	31.0%
毛利率 (%)	54.2%	56.2%	56.9%	57.0%
ROE (%)	4.8%	7.6%	9.7%	11.3%
每股收益 (元)	0.32	0.55	0.78	1.02
P/E	76.72	58.84	41.30	31.54
P/B	3.68	4.45	4.01	3.56
EV/EBITDA	66.44	70.82	48.66	36.69

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 衣美到颜美，打造泛时尚生态圈	6
1.1 内延外拓，聚焦时尚产业链	6
1.2 财务分析：盈利能力改善，医美业务高增长	7
2 “1+N”战略开花结果，医美业务未来可期	11
2.1 中国医美市场空间广，机构端格局分散	11
2.2 公司三大医美品牌协同发展，共筑品牌影响力	14
2.3 “1+N”战略复制能力强，医美区域龙头渐露锋芒	16
2.4 医美机构依赖高营销，公司有望降低获客成本	23
3 服装业务搭建多品牌矩阵，业绩稳健增长	27
3.1 自营+代理构建多品牌矩阵，高端女装业务平稳运行	27
3.2 进军婴童业务，延伸服装产业链	29
4 盈利预测及投资建议	32
盈利预测	32
投资建议	32
风险提示：	32
财务报表与盈利预测	33

图表目录

图表 1 朗姿主要业务发展历程	6
图表 2 女装业务发展历程	7
图表 3 医美业务发展历程	7
图表 4 公司营收及增速	8
图表 5 归母净利润及增速	8
图表 6 收入构成	9
图表 7 2021H1 收入构成 (按业务)	9
图表 8 医美收入及增速	9
图表 9 医美业务归母净利润	9
图表 10 各业务毛利率	10
图表 11 公司费用率	11
图表 12 公司销售费用及增速	11
图表 13 中国医美市场规模及增速	12
图表 14 主要国家医美渗透率 (%)	12
图表 15 2019 中国消费者轻医美态度	13
图表 16 中国整形外科和美容医院诊疗人次	13
图表 17 医美机构竞争格局 (按数量)	13
图表 18 医美机构竞争格局	14
图表 19 三大医美品牌定位	15
图表 20 公司三大医美品牌营收变化	16
图表 21 米兰柏羽营收情况	16
图表 22 晶肤医美营收情况	16
图表 23 高一生营收情况	16
图表 24 公司医美机构数量变化	17
图表 25 2021H1 公司医美机构情况	17
图表 26 公司 22 家医美机构分布	17
图表 27 公司成都医美机构区域分布示意图	19
图表 28 四川米兰柏羽医学美容医院有限公司营收及同比	20
图表 29 四川米兰柏羽医学美容医院有限公司净利润及同比	20
图表 30 四川晶肤医学美容医院有限公司营收及同比	20
图表 31 四川晶肤医学美容医院有限公司净利润及同比	20
图表 32 新老机构营收情况	21
图表 33 公司医美并购基金	22
图表 34 西安米兰柏羽营收和净利润	22
图表 35 医美产业链	23
图表 36 医美机构成本构成	24
图表 37 可比公司营收 (百万元)	24
图表 38 可比公司毛利率	25
图表 39 可比公司净利率	25
图表 40 可比公司销售费用率	26

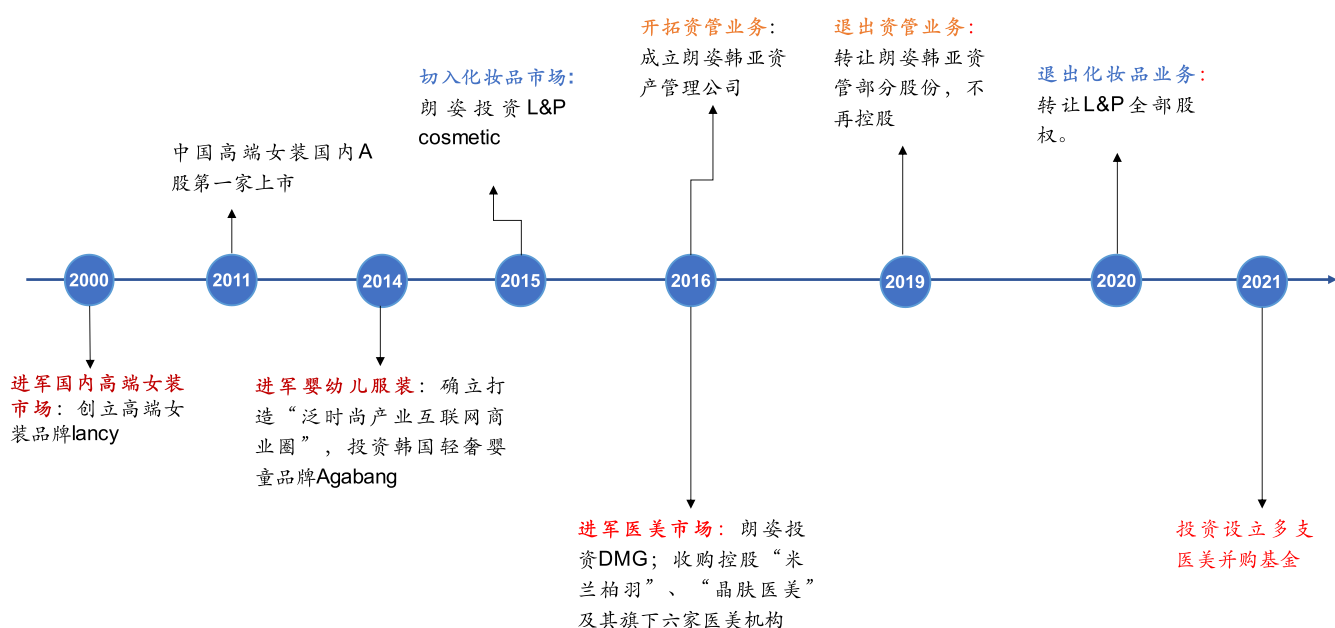
图表 41 公司销售费用构成.....	26
图表 42 医美机构成本变化趋势.....	26
图表 43 2021 年 1-6 月时尚女装品牌.....	27
图表 44 2021 年 1-6 月女装各品牌终端店铺情况.....	28
图表 45 2018~2020 月女装线上线下营收及同比增长.....	28
图表 46 2015~2020 年时尚女装营业收入及占比.....	29
图表 47 2021 年 1-6 月绿色婴童品牌定位.....	30
图表 48 2020 年绿色婴童各品牌终端店铺分布情况.....	30
图表 49 2016~2020 年绿色婴童营业收入及占比.....	31
图表 50 公司盈利预测.....	32

1 衣美到颜美，打造泛时尚生态圈

1.1 内延外拓，聚焦时尚产业链

衣美到医美，聚焦泛时尚产业：朗姿在 2000 年建立 LANCY FROM25 品牌，开始进入中国高端女装市场。2011 年，朗姿成功登陆 A 股，成为国内第一家高端女装上市公司。2014 年朗姿以 3.12 亿元收购了韩国婴幼儿服装及用品品牌阿卡邦 26.63% 股份，拥有了覆盖 0-4 岁孩童服装、婴儿用品、护肤品、玩具等领域的 10 个中高端母婴品牌，进军母婴行业，延伸产业链。随着国内服装市场的竞争加剧，朗姿不断寻求新的业绩增长点。2015 年 12 月，公司以约 3.3 亿元人民币投资参股韩国最大专业化面膜研发、生产和销售企业 L&P COSMETIC CO., LTD.，切入化妆品市场。2016 年公司和韩国韩亚银行共同投资设立朗姿韩亚资管，同年公司先后通过战略投资韩国著名医疗美容服务集团 DMG、知名整形医院“Dream Plastic Surgery”，收购控股“米兰柏羽”、“晶肤医美”两大国内优质医美品牌及其旗下六家医疗美容机构，快速切入医疗美容行业。为了更多的聚焦主要业务的发展，公司在 2019 和 2020 年分别退出了资管和化妆品业务。2021 年公司投资设立了多家医美并购基金，加快医美业务发展。

图表 1 朗姿主要业务发展历程

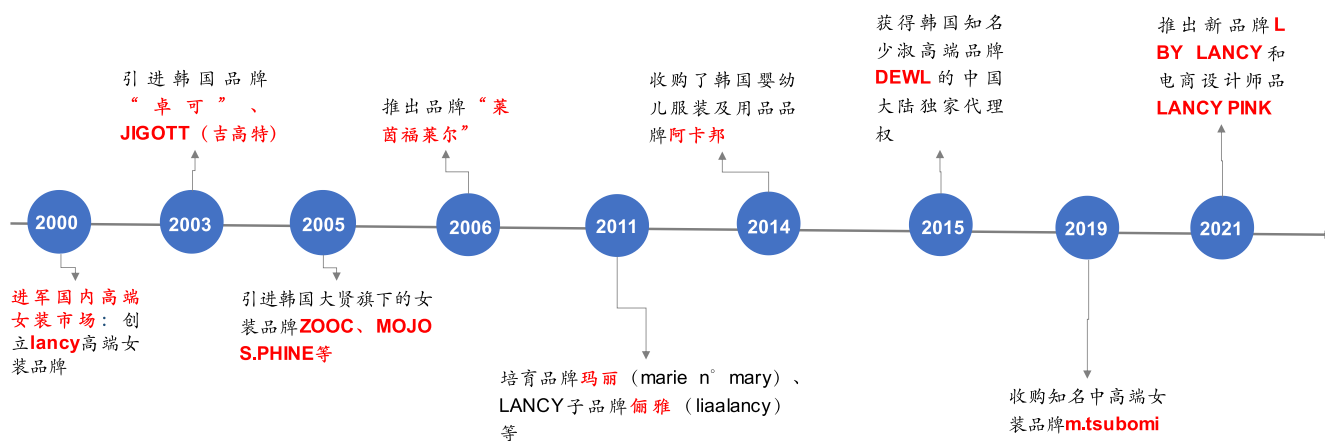


资料来源：公司公告，华安证券研究所

代理+自营服装业务多品牌矩阵建立：公司通过多品牌布局，差异化的产品定位及设计风格，满足女性客户多层次、差别化的个性需求以及不同年龄的诉求。2000 年，朗姿股份成立，切入国内高端女装市场。2003 年引进韩国品牌“卓可”、JIGOTT（吉高特）、2005 年引进韩国大贤旗下的女装品牌 ZOOC、MOJO S.PHINE 等，初次接触韩国时尚消费趋势。2006 年推出品

牌“莱茵福莱尔”，时尚女装产业布局雏形已现。2014年11月公司收购了韩国婴幼儿服装及用品品牌阿卡邦，拥有孩童服装、婴儿用品、护肤品、玩具等母婴品牌。2015年获得韩国知名少女高端品牌 DEWL 的中国大陆独家代理权。2019年收购知名中高端女装品牌 m.tsubomi。2021年 LANCY FROM25 形象升级推出细分中淑品牌 L BY LANCY (悦朗姿)。

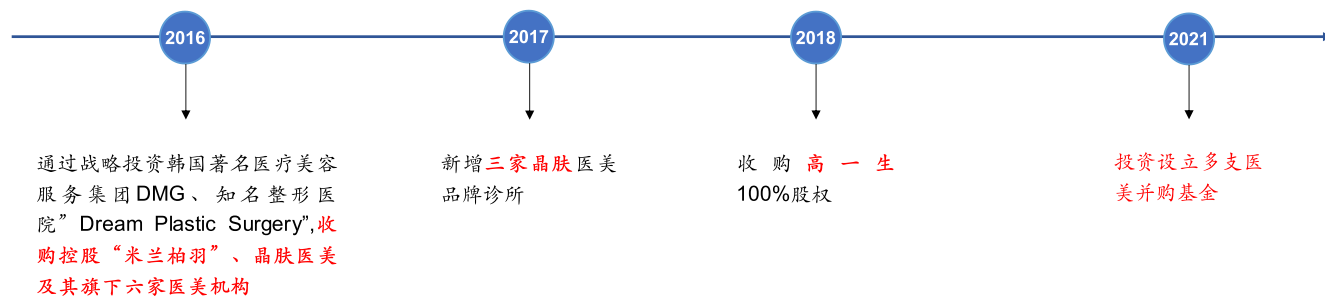
图表 2 女装业务发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

入局医美，打开公司增长第二曲线：2016年公司开始入局医美，通过战略投资韩国著名医疗美容服务集团 DMG、知名整形医院“Dream Plastic Surgery”，收购控股“米兰柏羽”、“晶肤医美”及其旗下六家医美机构。2017年新增三家晶肤品牌诊所，2018年收购西安地区高一生 100%股权。2021年以来投资设立了多个医美并购基金，促进医美业务的进一步发展。

图表 3 医美业务发展历程



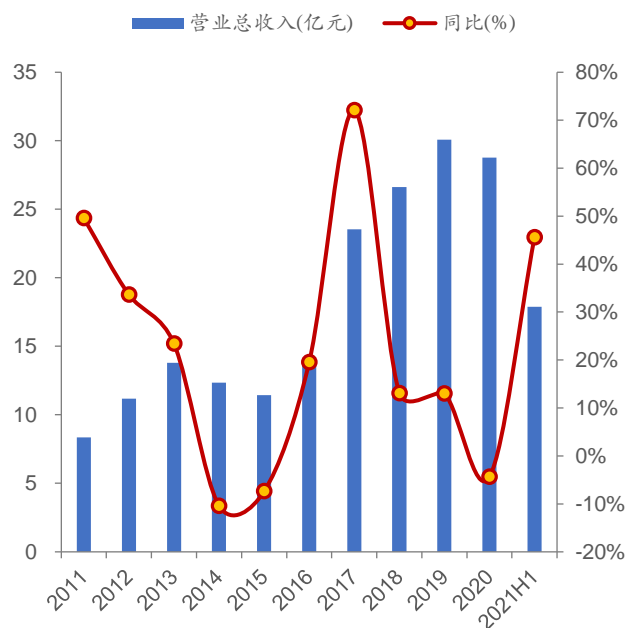
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 财务分析：盈利能力改善，医美业务高增长

盈利能力改善：由于国内服装行业总体承压，公司近三年营收平稳变动。2018~2021H1 公司营业收入分别为 27/30/29/18 亿元，同比增速分别为 0.13%、0.13%、-0.04%、46%。公司净利润由于受到股权投资及阿卡邦的商

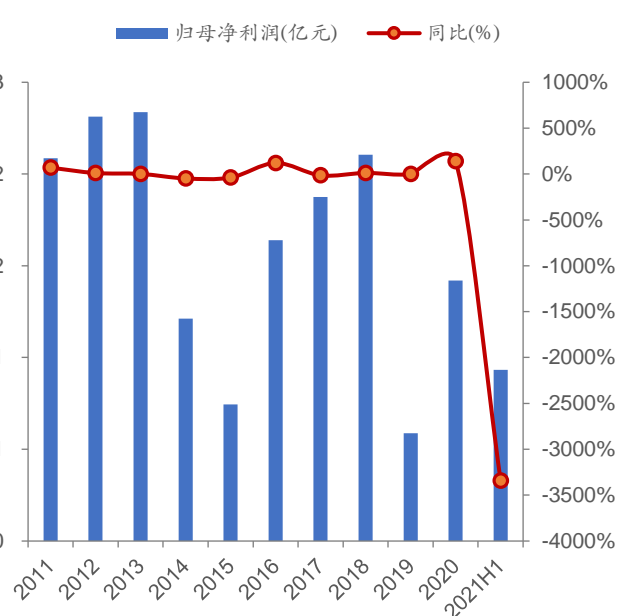
誉减值等影响，长期波动比较大。2018~2021H1 公司归母净利润分别为 2.1/0.6/1.4/0.9 亿元，同比增速分别为 12%、0%、142%、3340%。由于去年受疫情影响，公司总体营收小幅下降，今年上半年疫情影响减弱，公司女装品牌通过战略的升级、渠道调整优化、线上渠道持续发力等方式，医美业务区域战略进一步深化、全国布局的战略快速推进，总体盈利能力明显改善。

图表 4 公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

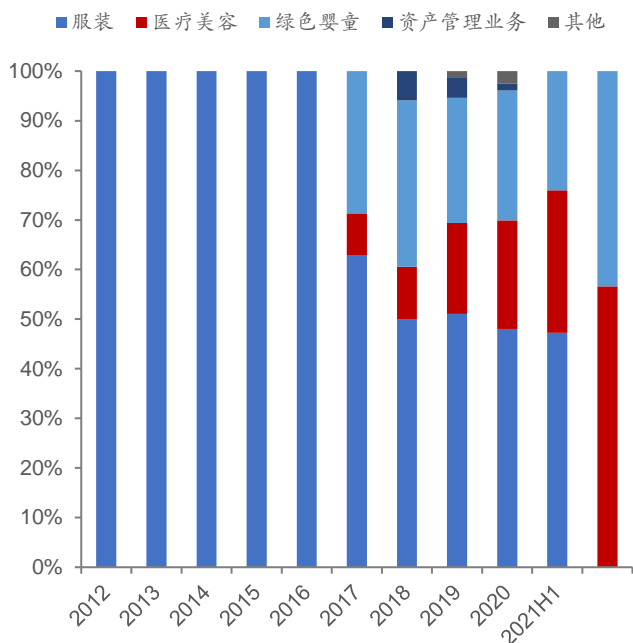
图表 5 归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

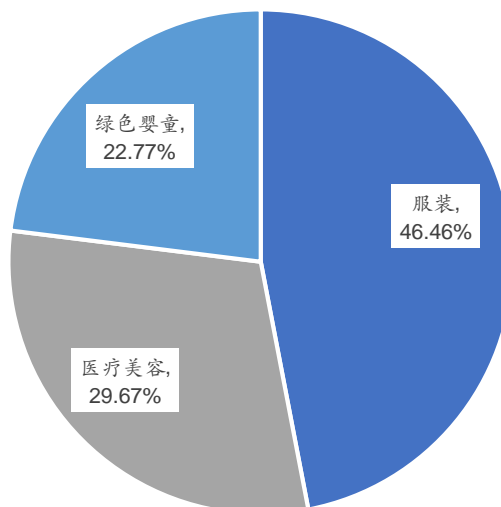
医美业务增长强势，已经成为公司第二大业务：公司 2016 年进入医美市场，业务占收入的比重快速增长，2021H1 公司医美业务占比达到 30%，已经成为收入贡献的第二大业务。2018~2021H1 公司医美营收分别为 4.8/6.3/8.1/5.3 亿元，增速分别为 87.6%/31.2%/29.3%/49.9%；归母净利润分别为 2752/5240/6887/2499 万元，增速分别为 432%/90.4%/31.4%/18.1%。

图表 6 收入构成



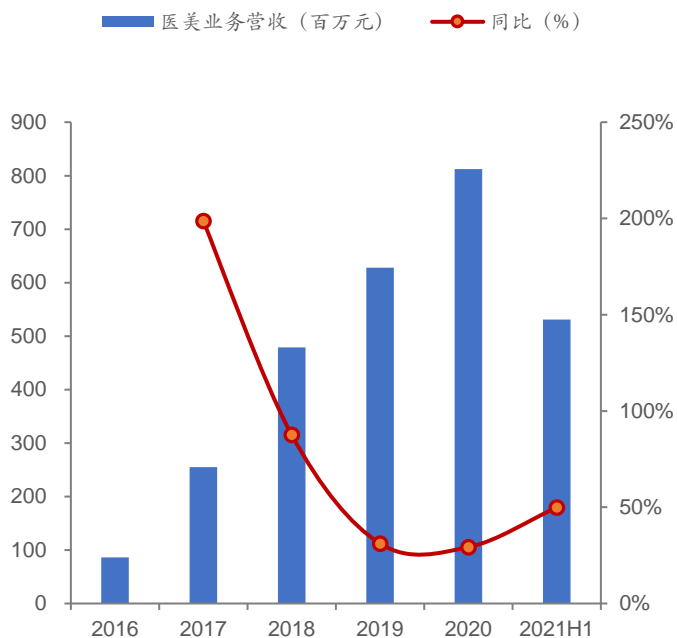
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2021H1 收入构成 (按业务)



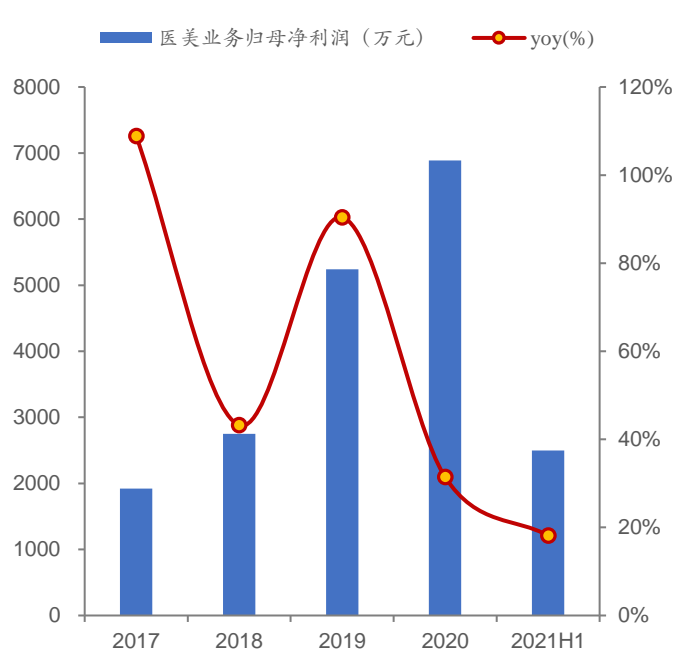
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 医美收入及增速



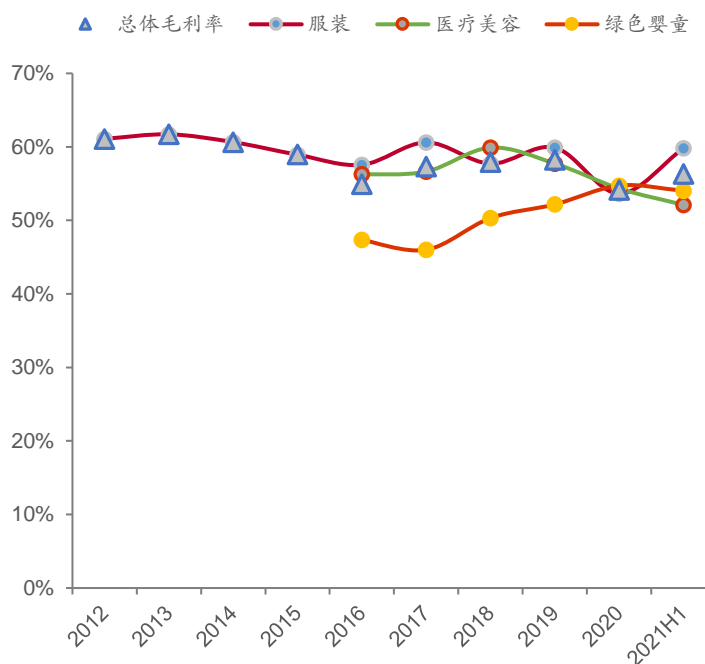
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 医美业务归母净利润



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

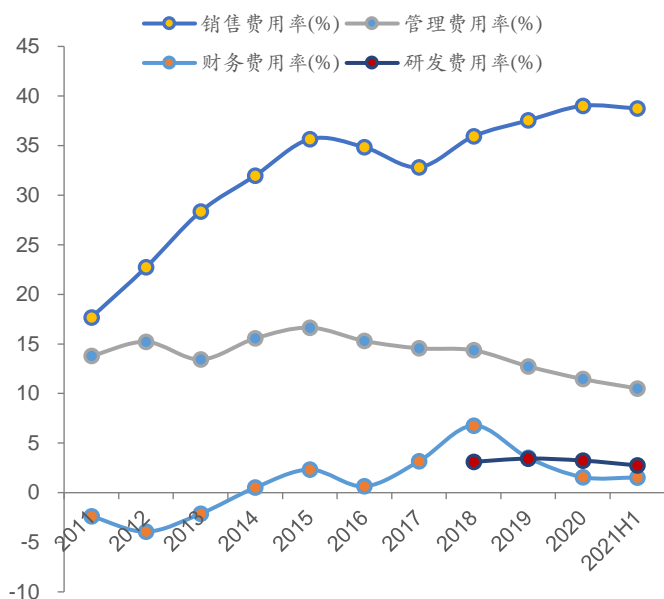
图表 10 各业务毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

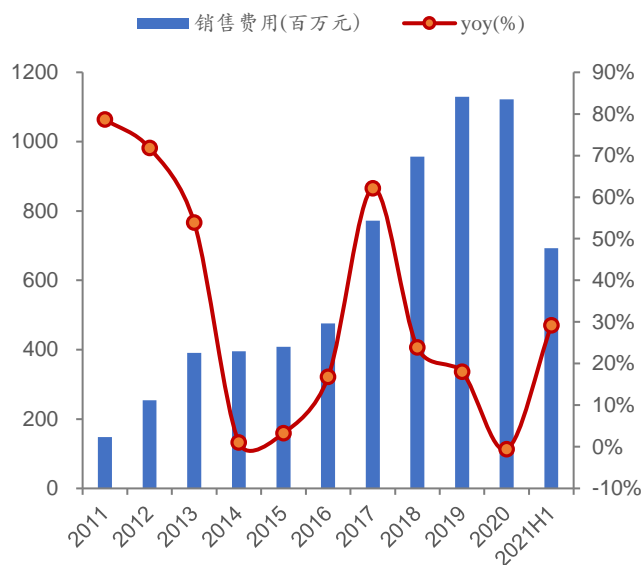
成本管控能力增强, 销售费用率有望迎来下行: 公司销售费用率持续增长, 2018~2021H1 国内公司销售费用率分别为 35.9%/37.5%/39.0%/38.8%; 公司销售费用分别为 9.6/11.3/11.2/6.9 亿元, 增速分别为 24%/18%/-1%/29%。2020 年受疫情影响, 公司线下开店及营销进展减慢, 销售费用小幅降低。随着疫情的减缓, 公司线下门店恢复经营及线上平台宣发投入增长, 加上 2020 年上半年营销投入低基数, 2021H1 公司销售费用增速回升, 但销售费用率稳中有降。

图表 11 公司费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司销售费用及增速



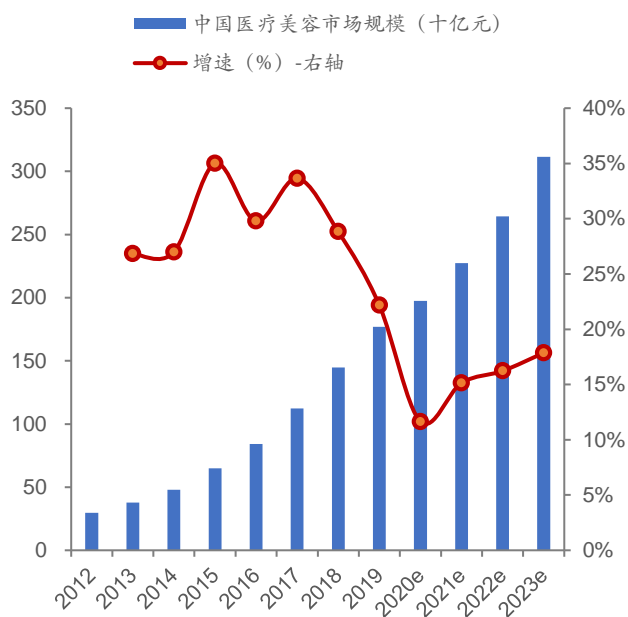
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 “1+N”战略开花结果，医美业务未来可期

2.1 中国医美市场空间广，机构端格局分散

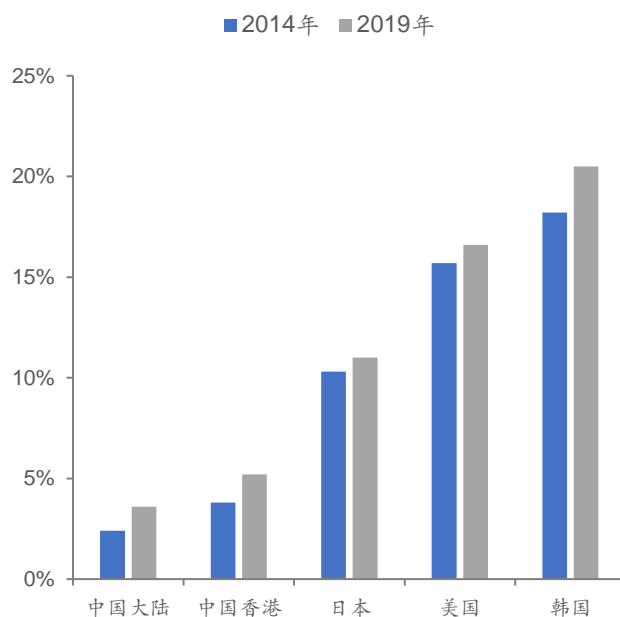
中国医美市场规模大，渗透率具备提升空间：2018年之前中国医美市场高速增长，2012~2018年复合增速达到30%，相对于我国医美市场消费规模的快速提升，正规医美从业人才数量及行业规范等方面的不足逐步显现，导致行业发展出现“供需失衡”，不合规从业的风险使得消费者对医美机构的识别能力存在增强的诉求。2019年中国医美市场规模达到1769亿元，增速为22%，2020年因疫情原因行业增速略受影响，预计随着国内医美需求增长以及医疗机构不断调整和规范化，医美市场将逐步回暖，艾瑞咨询预计2023年中国医美市场规模达到3000亿元。

图表 13 中国医美市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

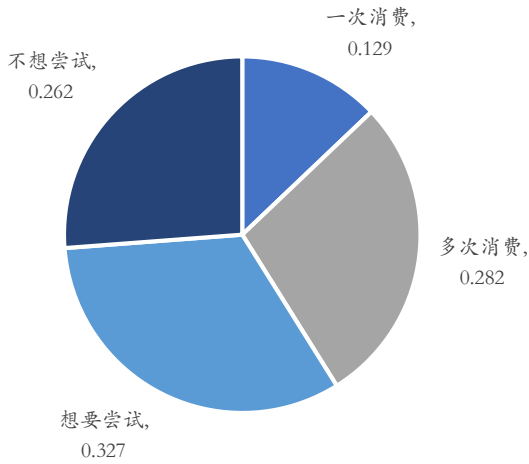
图表 14 主要国家医美渗透率 (%)



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

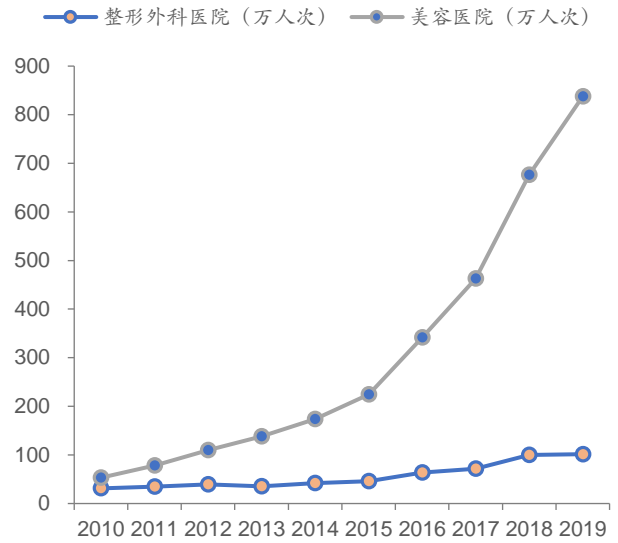
消费者教育促进医美接受度提高，医美诊疗人次快速增长：大众对于医美整形一直颇有争议，随着社媒的迅速发展，医疗机构通过直播等多种形式进行医美知识普及，加强消费者教育，以及大众对美的感受和追求愈加强烈，在求职就业、恋爱婚姻、社会变革等多因素影响下，医美接受度逐步提高，2019年已经和愿意尝试轻医美的人群占比超过70%。中国医疗美容医院诊疗人次高速增长，2019年中国美容医院诊疗人次837.7万人次，2010-2019年复合增长率达到35.9%。

图表 15 2019 中国消费者轻医美态度



资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所

图表 16 中国整形外科和美容医院诊疗人次



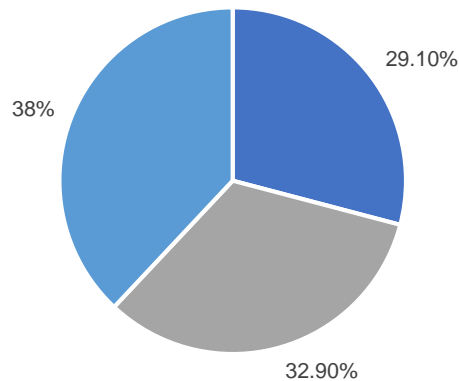
资料来源：中国卫生统计年鉴，华安证券研究所

备注：整形外科学 (plastic surgery) 的治疗范围主要是皮肤、肌肉及骨骼等创伤、疾病、先天性或后天性组织或器官的缺陷与畸形。

医美机构异地复制难度大，中国市场格局高度分散：由于医美项目具有消费个性化、地域差异化等特征，因此医美机构的运营经验跨省复制较难。并且我国的连锁医美集团也多采用各地区自主经营的形式，因此中国医美机构呈现高度分散的格局。根据艾瑞咨询，2019 年中国美莱、朗姿等大型医美连锁机构的营收占比仅为 6%~12%。市场中以中型机构为主，占比达到 70%~75%。此外，存在大量的小微型机构。

图表 17 医美机构竞争格局 (按数量)

- 医院类 (含公立医院整形外科室、整形外科医院、医疗美容医院)
- 门诊部类 (含整形外科、皮肤美容)
- 诊所类



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 18 医美机构竞争格局

机构类型	代表机构	营收占比	客流量(个/天)	单店面积(m ²)	全职医生数量	机构特征
大型机构	美莱、艺星、朗姿、伊美尔、丽都整形、华韩整形	6%~12%	50~200	>3000	全职主诊医生 10~15	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疗美容机构
中型机构	北京长虹、四川华美紫馨、上海薇林、杭州时光	70%~75%	20~100	500~3000	全职主诊医生 3 位，助手 6 位	包括医院和门诊部两种形式
小微型	许多正规和非正规的诊所	16%~22%	10~30	小于 500	主诊医生 1 位，助手 2~3 位	包括门诊部和诊所两种形式

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

2.2 公司三大医美品牌协同发展，共筑品牌影响力

三大医美品牌差异化定位，多层次协同增强竞争力：公司现在旗下拥有“米兰柏羽”、“晶肤”、“高一生”三大知名医美品牌。其中，**米兰柏羽**是坚持“品质医美”的国内高端综合性医美品牌，创立于 2005 年。米兰柏羽参照 JCI 标准，以顾客的需求和安全为核心，以顾客全方位、全触点的感受为考量，提供高品质的医疗美容解决方案和差异化的价值体验。目前公司米兰柏羽拥有连锁机构 4 家，分布在成都、深圳、西安。四川米兰已获中国整形美容行业 5A 级美容医院权威认证，其经营规模和品牌知名度及技术实力居国内领先。**晶肤医美**专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌，创立于 2011 年。主打激光与微整形类医疗美容服务，致力于运用医疗美容技术与产品，满足客户年轻化塑形需求。在西安、咸阳、成都、重庆、长沙共拥有 16 家机构。**高一生**医美是专业技术行业领先的高端医美品牌，创立于 1991 年。目前拥有连锁机构 2 家，分布在西安、宝鸡。高一生医疗美容医院集美容外科、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，其中陕西高一生医疗美容医院有限公司是西安地区最早成立的综合性医疗美容医院，已有 30 年历史。“米兰柏羽”、“晶肤”、“高一生”三大品牌差异化竞争，全面覆盖中高端人群。并且三大品牌运营时间均超过十年，具有良好的口碑和知名度，有助于打造朗姿医美的品牌力。

图表 19 三大医美品牌定位

晶肤医美

- 2012年成立，2016年被收购
- 专注**年轻化**细分市场、**标准化**快速复制的医美连锁品牌
- 分布：**成都10、西安3、咸阳1、重庆1、长沙1**



米兰柏羽

- 2005年成立，2016年被收购
- 坚持“品质医美”的**高端**综合性医美品牌
- 分布：**成都2、深圳1、西安1**



高一生

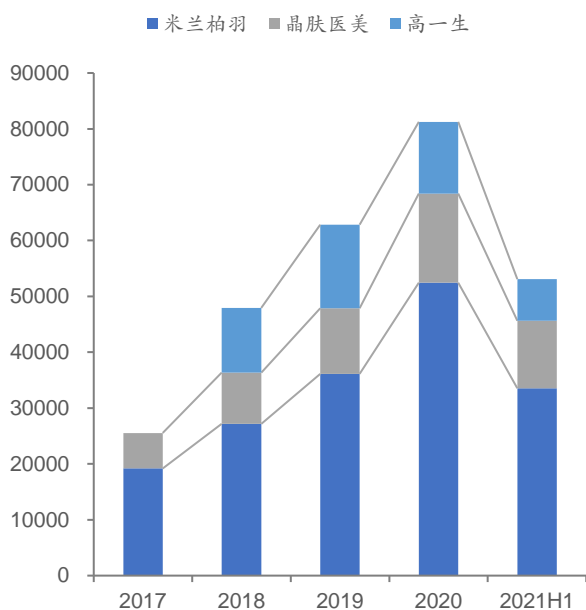
- 1991年成立，2018年被收购
- 专业技术行业领先的**高端**医美品牌，区域医美标杆型机构
- 分布：**西安1、宝鸡1**



资料来源：公司公告，华安证券研究所

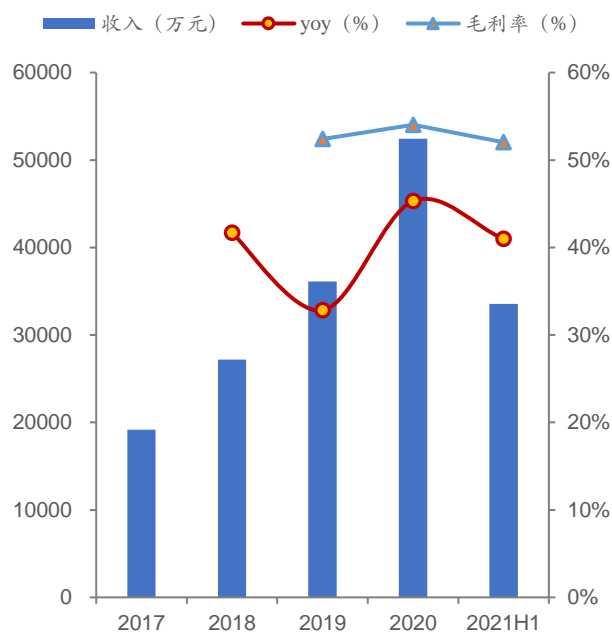
三大医美品牌营收快速增长：公司医美业务持续扩张，三大医美品牌营收快速增长，2018~2021H1 米兰柏羽营收分别为 2.7/3.6/5.2/3.4 亿元，增速分别为 42%/33%/45%/41%；2018~2021H1 晶肤医美营收分别为 0.9/1.2/1.6/1.2 亿元，增速分别为 44%/28%/36%/93%；2018~2021H1 高一生营收分别为 1.2/1.5/1.3/0.7 亿元，2019~2021H1 增速分别为 29%/-14%/39%。三大品牌营收总体快速扩张，2020 年除高一生受疫情及装修停工影响营收下降外，米兰柏羽和晶肤医美都维持了高速增长。

图表 20 公司三大医美品牌营收变化



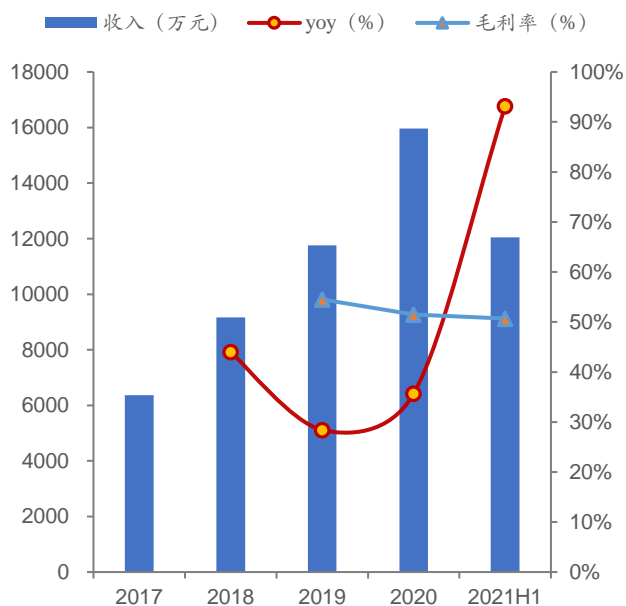
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 21 米兰柏羽营收情况



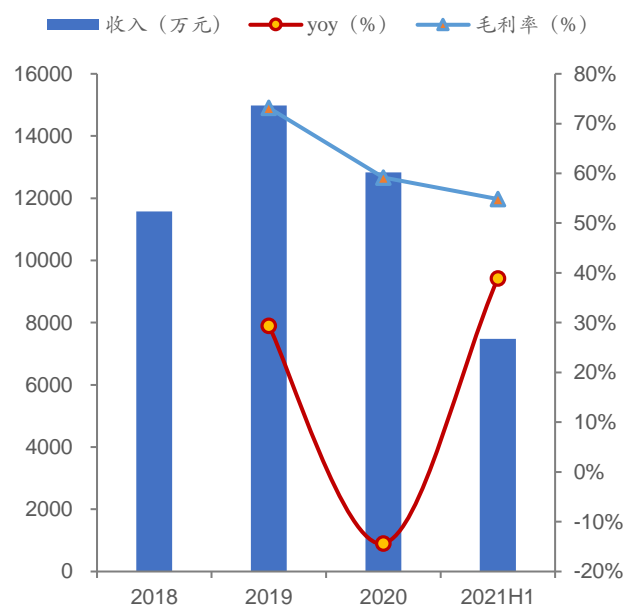
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 22 晶肤医美营收情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 23 高一生营收情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

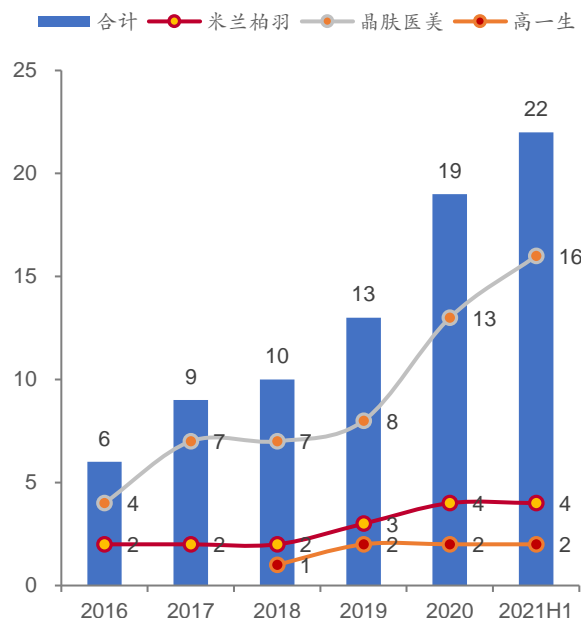
2.3 “1+N”战略复制能力强, 医美区域龙头渐露锋芒

“1+N”战略布局成形, 公司医美版图辐射西南: 公司采用“1+N”战略进行扩张, 即在特定区域构建一家或多家大型整形医院 (米兰柏羽、高一生) 加若干家小型连锁门诊/诊所 (晶肤) 的医疗美容机构体系。公司通过米兰柏羽高端医美机构塑造高端品牌形象, 并以多家年轻化的晶肤医美快速占领市场, 协同纵深发

展，迅速建立区域品牌竞争力。以成都和西安地区为例，截至2021年上半年公司在成都拥有3家医院（2家米兰柏羽、1家晶肤）、11家诊所及门诊部（11家晶肤医美）；在西安拥有5家医院，其中1家米兰柏羽、1家高一生、3家晶肤医美。其中，成都地区以两家米兰柏羽为中心，12家晶肤医美分布在周边区域，有助于品牌协同发展。

图表 24 公司医美机构数量变化

图表 25 2021H1 公司医美机构情况



品牌	数量	类型	地区
米兰柏羽	4	医院、门诊部	成都、深圳、西安
晶肤医美	16	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳
高一生	2	医院、门诊部	西安、宝鸡
合计	22	-	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

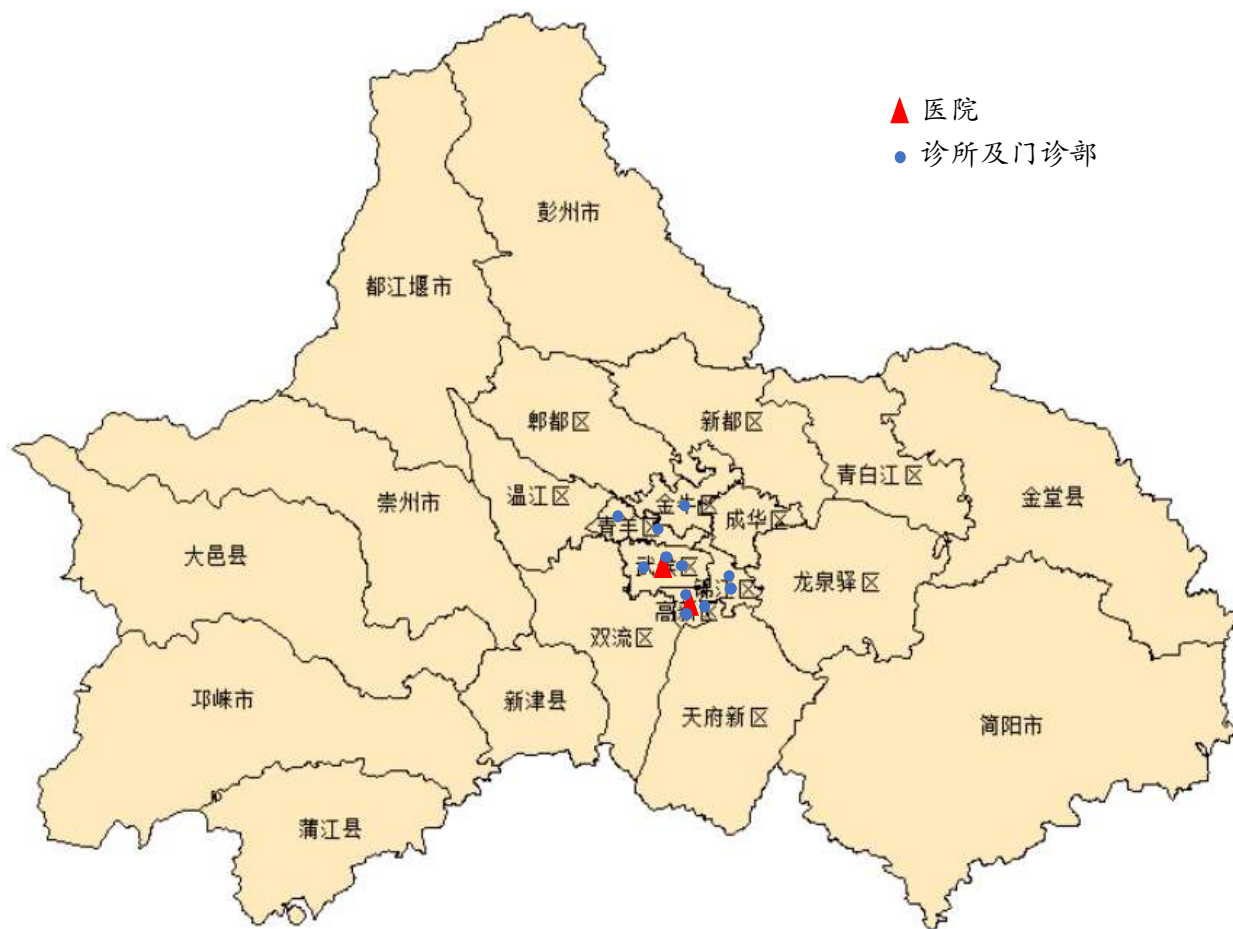
图表 26 公司 22 家医美机构分布

序号	品牌	子公司名称	类型	主要经营地	取得时间	持股比例		取得方式
						直接	间接	
1	米兰柏羽	四川米兰柏羽医学美容医院有限公司	医院	成都市	2016年		100.00%	非同一控制下企业合并
2	米兰柏羽	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	门诊部	深圳市	2016年		100.00%	非同一控制下企业合并
3	米兰柏羽	西安米兰柏羽医学美容医院有限公司	医院	西安市	2019年		60.00%	非同一控制下企业合并
4	米兰柏羽	成都高新米兰柏羽医学美容医院有限公司	医院	成都市	2020年	49.00%	36.00%	设立
5	晶肤	四川晶肤医学美容医院有限公司	医院	成都市	2016年		100.00%	非同一控制下企业合并
6	晶肤	西安晶肤医疗美容有限公司	医院	西安市	2016年		100.00%	非同一控制下企业合并
7	晶肤	重庆晶肤医疗美容有限公司	医院	重庆市	2016年		100.00%	非同一控制下企业合并
8	晶肤	长沙市芙蓉区晶肤医疗美容有限公司	医院	长沙市	2016年		100.00%	非同一控制下企业合并

9	晶肤	成都青羊光华晶肤医疗美容 诊所有限公司	诊所	成都市	2017年		49.40%	非同一控制 下企业合并
10	晶肤	成都高新锦城晶肤医疗美容 诊所有限公司	诊所	成都市	2017年		70.95%	非同一控制 下企业合并
11	晶肤	西安市新城区晶肤医疗美容 有限公司	医院	西安市	2017年		24.00%	非同一控制 下企业合并
12	晶肤	成都武侯新南晶肤医疗美容 诊所有限公司	诊所	成都市	2019年		55.00%	设立
13	晶肤	成都锦江星宏晶肤医疗美容 诊所有限公司	诊所	成都市	2020年		58.00%	非同一控制 下企业合并
14	晶肤	成都蓉雅晶肤医疗美容门诊 部有限公司	门诊部	成都市	2020年		58.00%	非同一控制 下企业合并
15	晶肤	西安荣耀晶肤医疗美容有限 公司	医院	西安市	2020年		51.00%	设立
16	晶肤	成都武侯喜悦晶肤医疗美容 诊所有限公司	诊所	成都市	2020年		60.00%	设立
17	晶肤	成都武侯华星晶肤医疗美容 诊所有限公司	诊所	成都市	2020年		55.00%	设立
18	晶肤	成都锦江中新晶肤医疗美容 门诊部有限公司	门诊部	成都市	2021年		55.00%	设立
19	晶肤	咸阳美立晶肤医疗美容有限 公司	医院	咸阳市	2021年		31.66%	非同一控制 下企业合并
20	晶肤	成都高新南锦晶肤医疗美容 诊所有限公司	诊所	成都市	2021年		55.00%	设立
21	高一生	陕西高一生医疗美容医院有 限公司	医院	西安市	2018年		100.00%	非同一控制 下企业合并
22	高一生	宝鸡高一生医疗美容门诊部 有限公司	诊所	宝鸡市	2019年		50.01%	非同一控制 下企业合并

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27 公司成都医美机构区域分布示意图

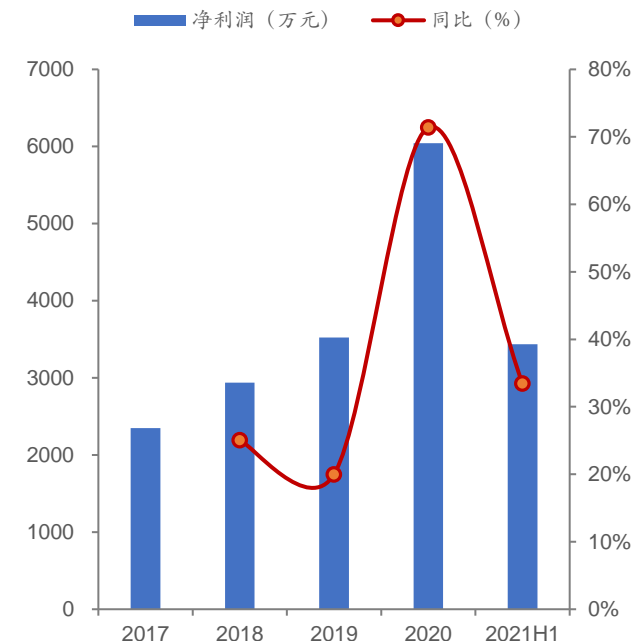
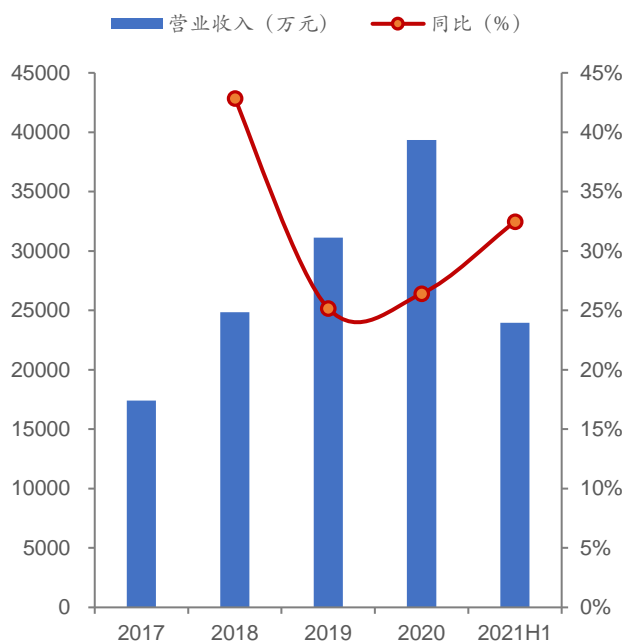


资料来源：公司公告，高德地图，华安证券研究所

规模及地区协同效应逐渐显现，医美业务单店盈利能力强：随着公司“1+N”战略的实施，西安和成都地区开店数量提升，米兰柏羽、高一生与晶肤医美之间也逐渐发挥出协同效应，米兰柏羽、晶肤医美和高一生单店盈利能持续改善。2018~2021H1 四川米兰柏羽医学美容医院有限公司营收分别为 2.5/3.1/3.9/2.4 亿元，增速分别为 43%/25%/26%/32%，净利润分别为 2938/3525/6042/3435 万元，增速为 25%/20%/71%/33%。2018~2021H1 四川晶肤医学美容医院有限公司营收分别为 4400/5535/6731/4265 万元，增速分别为 19%/26%/22%/47%，净利润分别为 767/818/1249/762 万元，增速分别为 0.2%/7%/53%/38%。

图表 28 四川米兰柏羽医学美容医院有限公司营收及同比

图表 29 四川米兰柏羽医学美容医院有限公司净利润及同比

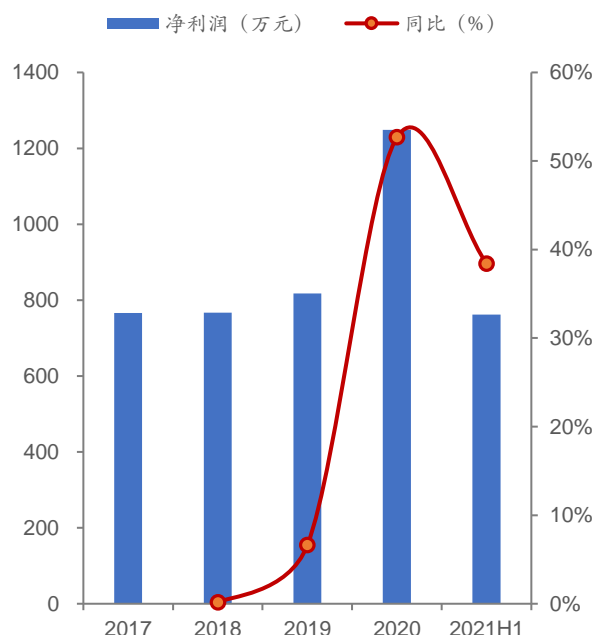
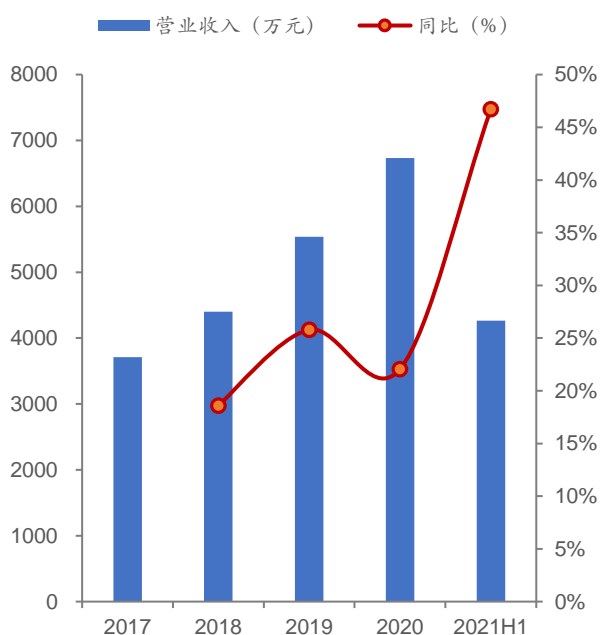


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 四川晶肤医学美容医院有限公司营收及同比

图表 31 四川晶肤医学美容医院有限公司净利润及同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

老机构盈利稳定，1~3 年的次新机构开始盈利：从医美业务收入结构看，老机构收入占比持续提高，在 2019~2021H1 的营收占比分别为 65%/68%/66%。与 2019 年相比，2020 年老机构的盈利能力稳中有升。运营 1 年以内的新设机

构处于投入和建设期，净利率一般为负。但是除 2021 年上半年，成立 1~3 年的次新机构已经开始盈利，净利率为正。

图表 32 新老机构营收情况

单位：万元	2019	2020	2020H1	2021H1
老机构				
收入	41,163	55,500	23,013	40,372
yoy (%)	-	34.83%	-	75.43%
占比 (%)	65.49%	68.31%	64.96%	76.05%
净利率 (%)	12.05%	14.34%	13.08%	12.58%
次新机构				
收入	18,074	24,573	6,885	8,143
yoy (%)	-	35.96%	-	18.27%
占比 (%)	28.76%	30.24%	19.43%	15.34%
净利率 (%)	21.47%	5.78%	10.44%	-3.52%
新设机构				
收入	3,612	1,176	5,526	4,570
yoy (%)	-	-67.44%	-	-17.31%
占比 (%)	5.75%	1.45%	15.60%	8.61%
净利率 (%)	5.63%	-117.13%	-12.62%	-53.07%
合计				
收入	62,849	81,250	35,425	53,084
yoy (%)	-	29.28%	-	49.85%
占比 (%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
净利率 (%)	14.38%	9.85%	8.57%	4.46%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

备注：

- 1、机构运营起算时间以纳入朗姿医疗合并报表时间为准；
- 2、老机构指机构运营时间在三年以上（不含三年）的机构；
- 3、次新机构是指机构运营时间一年至三年（不含一年、含三年）的机构；
- 4、新机构是指机构运营时间在一年（含一年）以内的机构。

设立医美并购基金，加快医美业务布局：2020 年 12 月以来，公司与韩亚资管共同设立了 4 支医美并购基金“博辰五号”、“博辰八号”、“博辰九号”、“博辰十号”，基金规模分别为 4.01/2.51/5.01/6.01 亿元。公司医美股权并购基金主要通过股权投资的形式投资于医疗美容领域及其相关产业的未上市公司股权，加快公司在医美机构的业务扩张。此外，公司在 2021 年 8 月拟以自有资金 1 亿元，与朗姿韩亚资管、武发产业基金等共同设立医美股权投资基金成都朗姿武发医疗美容产业股权投资基金。朗姿武发医美基金主要通过项目直投方式投资医美产业上下游的相关优质资产项目，进一步提升公司医美业务的规模化和行业竞争力水平。

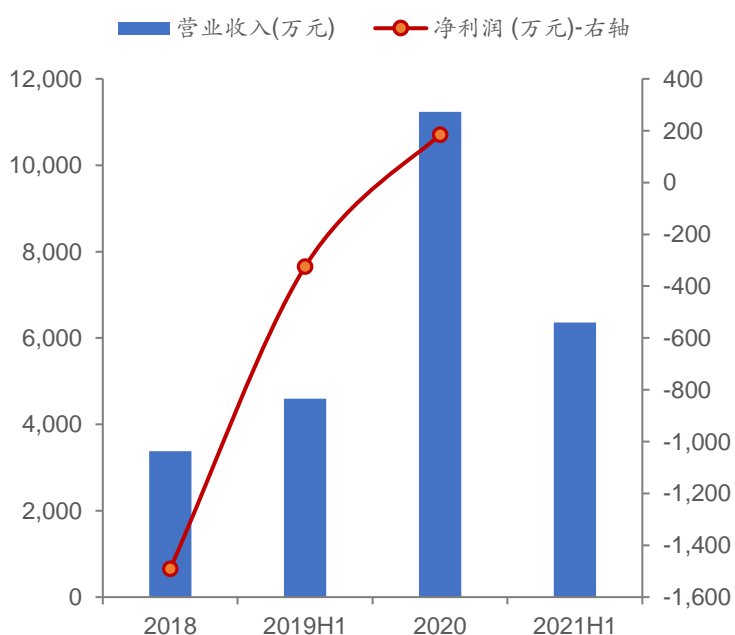
图表 33 公司医美并购基金

基金名称	设立时间	朗姿出资金额	出资比例	朗姿合伙地位	基金规模
医美股权并购基金芜湖博辰五号	2020年12月22日	自有资金2亿元	49.88%	有限合伙人	4.01亿元
医美股权并购基金芜湖博辰八号	2021年2月9日	自有资金1.25亿元	49.80%	有限合伙人	2.51亿元
医美股权并购基金芜湖博辰九号	2021年7月1日	自有资金2.5亿元	49.90%	有限合伙人	5.01亿元
成都朗姿武发医疗美容产业股权投资基金	2021年8月11日	自有资金1亿元	19.96%	有限合伙人	5.01亿元
医美股权并购基金芜湖博辰十号	2021年9月26日	自有资金3亿元	49.92%	有限合伙人	6.01亿元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

西安美立方经米兰柏羽模式改造后营收迅速增长：2019年9月，公司朗姿医疗以6300万元人民币收购了西安美立方医疗美容医院有限公司60%的股权。西安美立方成立于2013年，与公司旗下“高一生”品牌同为西安地区知名的高端整形美容医院，在西安地区拥有较强的品牌影响力，并且积累了大量粘性客户。2020年更名为“西安米兰柏羽”，公司对其进行米兰柏羽品牌化改造，充分整合西安美立方在西安的知名度、客户资源及深耕多年的医美团队。西安米兰柏羽与高一生、晶肤医美品牌产生地区性协同，西安米兰柏羽营收由2018年的3375万元增长为2020年底的11233万元，复合增速达到82%，净利润由2018年的-1490万元增长到2020年的185万元，实现扭亏为盈。

图表 34 西安米兰柏羽营收和净利润

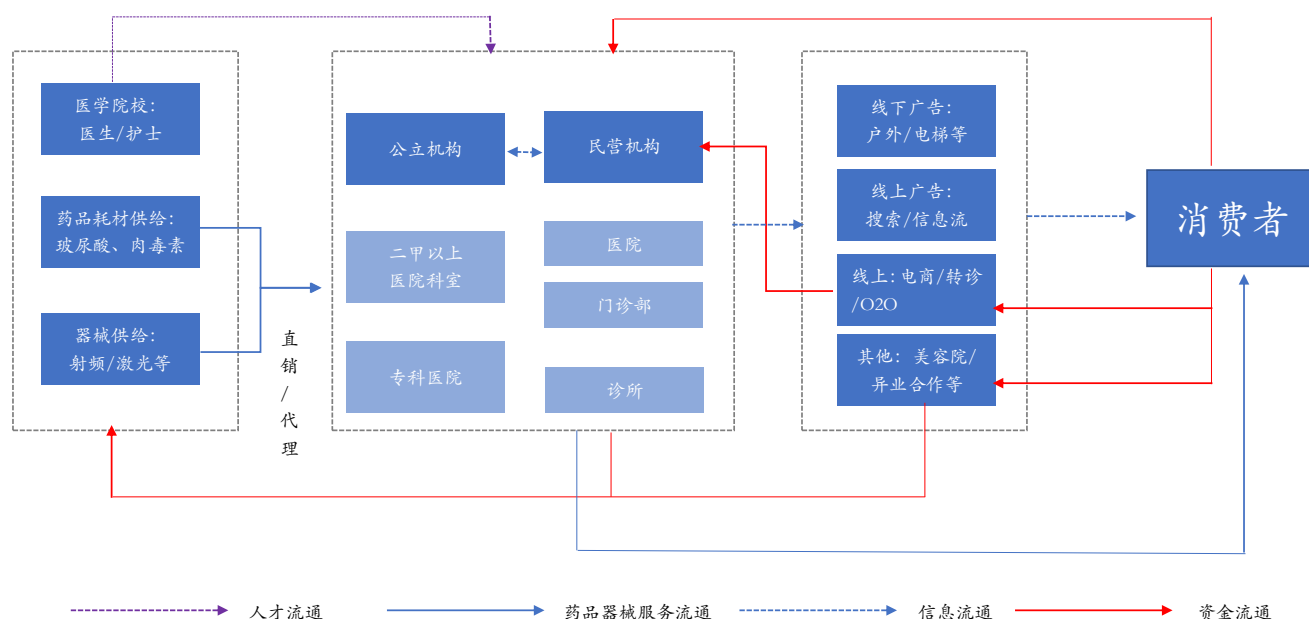


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.4 医美机构依赖高营销，公司有望降低获客成本

医美机构处于产业链中游，需要采取多种方式触及消费者：医美产业链由上游院校、药械厂商，中游服务机构以及下游渠道构成。上中下游之间进行着人才、药品器械、信息以及资金的流通。近几年产业变革主要受互联网影响，2013年医美垂直平台进入市场，线上获客形式逐步多样化，由单一搜索竞价增多为电商、转诊、综合O2O等。同时，随着年轻消费者的加入，将带来更加多元复杂的消费模式，流量进一步分散，对医美机构的获客能力提出了更高的要求。

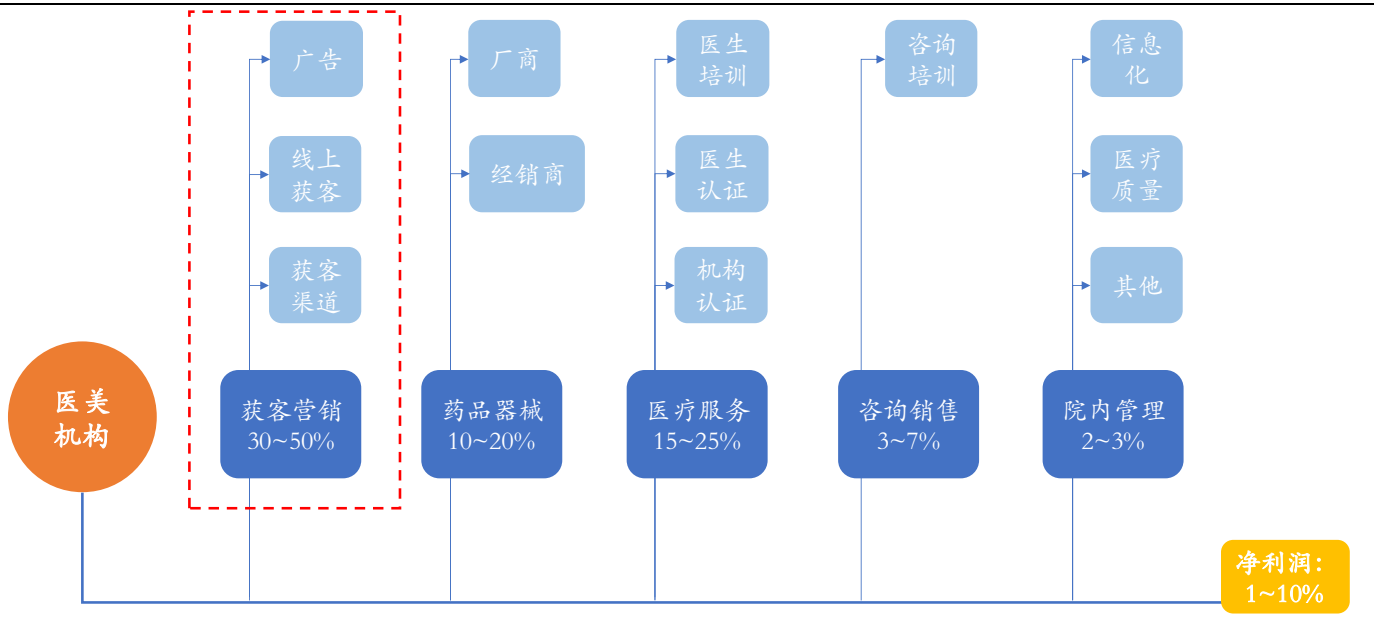
图表 35 医美产业链



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

医美机构营销投入高，平均净利率较低：从医美机构的成本构成来看，获客营销成本占比最高达到30%~50%。医疗服务和药品器械采购的占比分别为15%~25%和10%~20%，咨询销售和院内行政管理费用占比较低分别为3~7%和2~3%。医美机构比较依赖广告推广，营销费用的投入也降低了医美机构的净利率。医美行业平均净利率在1%~10%，平均净利率较低。

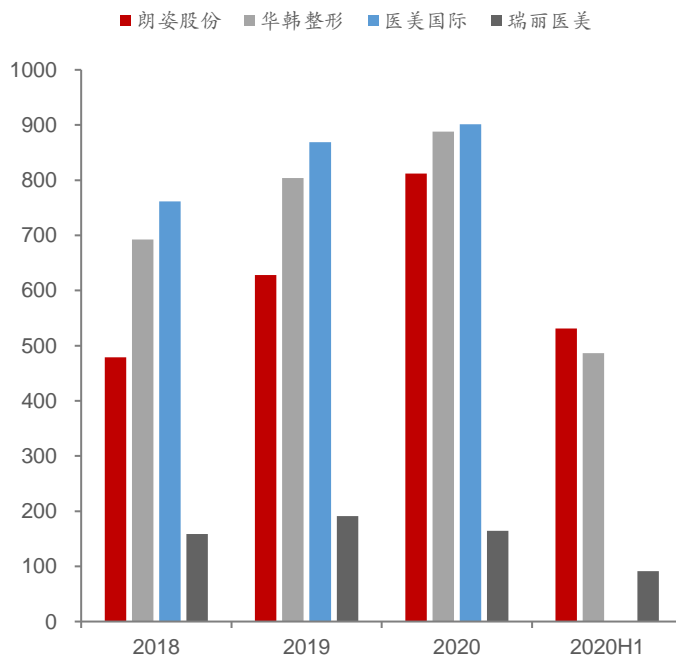
图表 36 医美机构成本构成



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

公司营收快速增长，盈利能力处于行业前列：由于公司起步较晚，总体营收规模低于华韩整形、医美国际。但是从毛利率和净利率看，2020 年公司毛利率仅低于医美国际，净利率仅低于华韩整形。2021H1 朗姿营收达到 5.3 亿元，增速达到 50%，华韩整形和瑞丽医美营收和增速分别为 4.9 亿元 (+24%)、0.9 亿元 (+56%)，公司医美业务增长势头强劲。

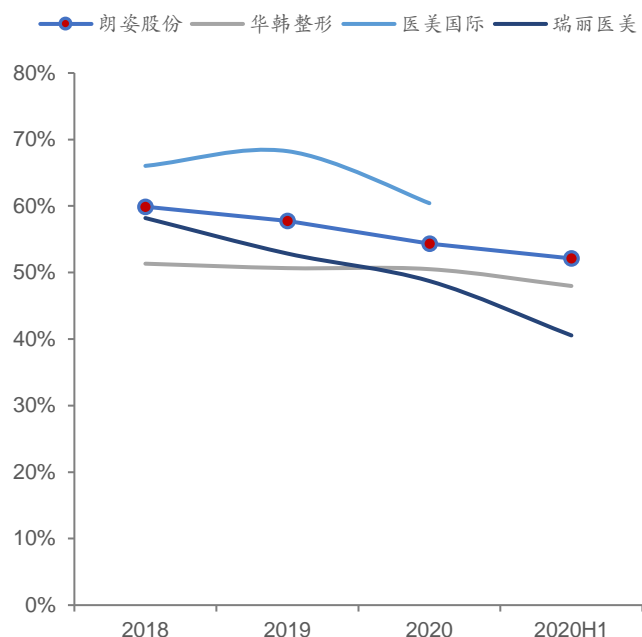
图表 37 可比公司营收 (百万元)



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

备注：朗姿营收只包括医美业务收入

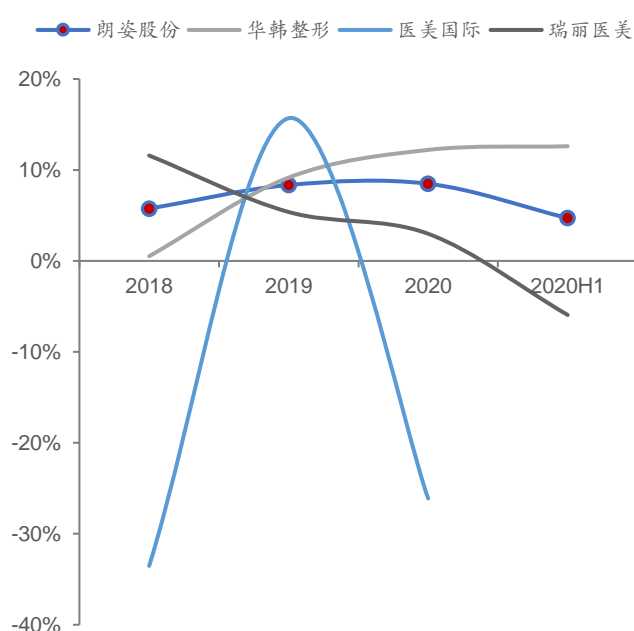
图表 38 可比公司毛利率



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

备注: 朗姿毛利率是医美业务毛利率

图表 39 可比公司净利率

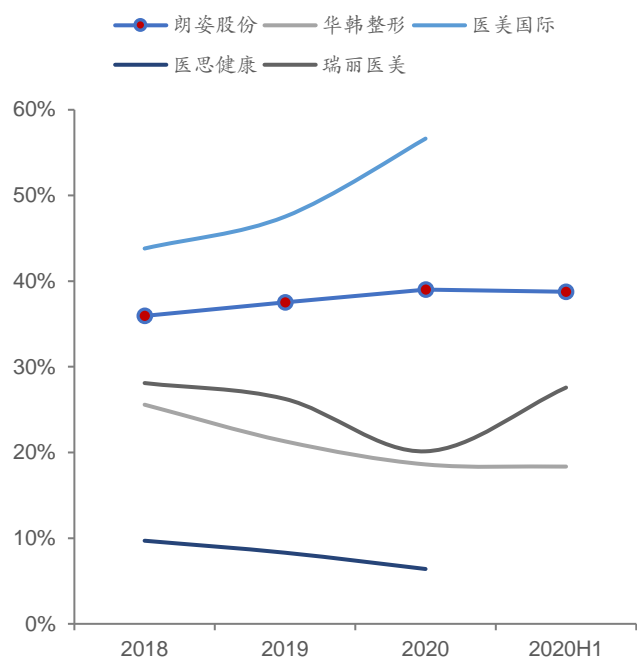


资料来源: wind, 华安证券研究所

备注: 朗姿净利率是医美业务净利率

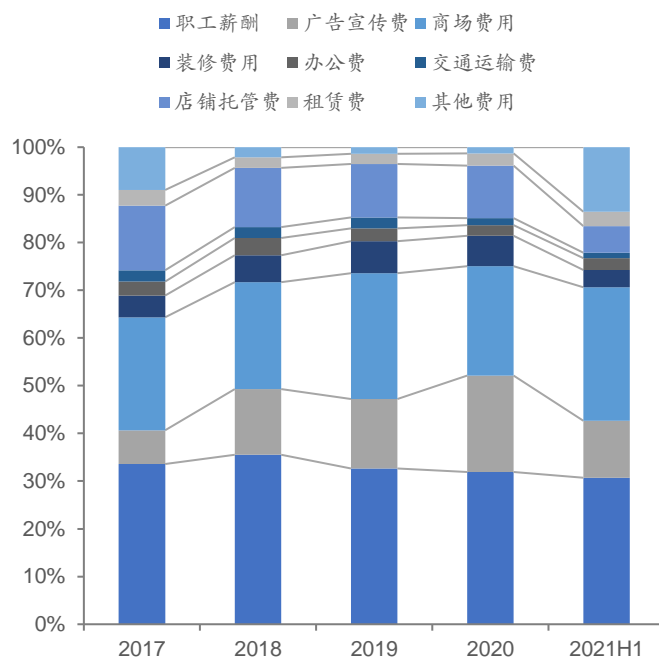
销售费用率下降趋势, 晶肤中小机构形式有助于分摊获客成本: 由于公司业务包括高端女装、婴童及医美业务, 而高端女装与婴童业务也是需要大量的广告营销投入, 因此公司总体是销售费用率较高。随着公司品牌力逐渐形成以及区域的协同作用, 2021H1 公司销售费用率为 38.8% 比 2020 年的 39.0% 稳中有降。2021 年上半年公司广告宣传费用占比为 12%, 比 2018~2020 年的 14%/15%/20% 显著下降。公司晶肤医美主打轻医美, 满足客户年轻化塑形需求, 以中小型的门诊部和诊所为主, 与高端的米兰柏羽、高一生相互补充, 形成“分级诊疗”模式。而轻医美是很好的获客来源, 通过其获客引流, 分摊了米兰柏羽等大型医院带来的获客成本, 预计公司医美业务营销费用率有进一步下降的空间。

图表 40 可比公司销售费用率



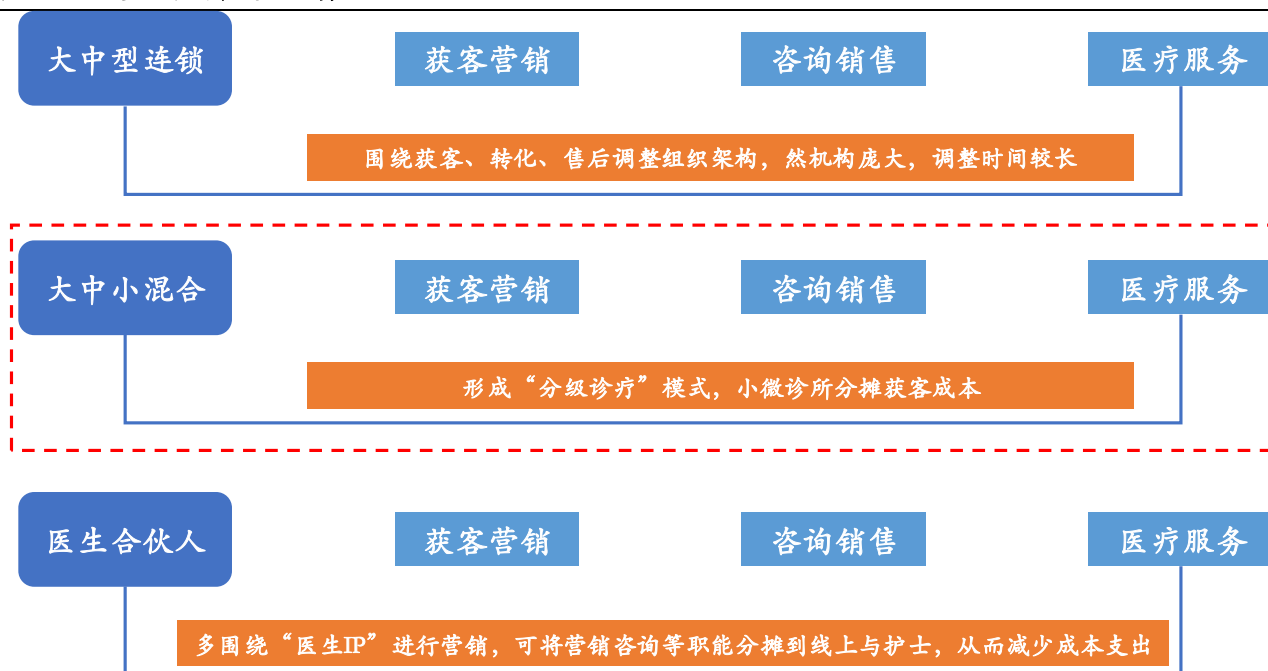
资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所
备注: 朗姿和医思健康是总体销售费用率

图表 41 公司销售费用构成



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 42 医美机构成本变化趋势



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

3 服装业务搭建多品牌矩阵，业绩稳健增长

3.1 自营+代理构建多品牌矩阵，高端女装业务平稳运行

高端女装市场多品牌布局，自主品牌和代理运营齐头并进：目前自主女装品牌共 6 个，分别是朗姿 (LANCY FROM25)、莱茵福莱尔 (LIME FLARE)、俪雅朗姿 (liaalancy)、子芭米 (m.tsubomi, 2019 年通过收购的方式获得)，2021 年推出的新品牌悦朗姿 (L BY LANCY) 和电商设计师品牌 LANCY PINK；中国大陆独家代理运营的女装品牌共 2 个，分别是莫佐 (也称卓可, MOJO S.PHINE)、吉高特 (JIGOTT)。

图表 43 2021 年 1-6 月时尚女装品牌

品牌	风格	定位	占女装营业收入的比重	主要产品价格带
朗姿 (LANCY FROM25)	经典、优雅	25-45 岁，事业有成追求自我体现的都市精英女性	72.68%	1980 -20000 元
莱茵福莱尔 (LIME FLARE)	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	17.70%	1499 -19000 元
俪雅朗姿 (liaalancy)	高雅、尊贵	25-45 岁，事业有成讲究个人品位与独特气场的精英女性	-	1980 -20000 元
子芭米 (m.tsubomi)	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	2.74%	1280 -22800 元
L BY LANCY	雅致、精致	30-55 岁，中国当代的中产和新中产女性	-	980 -19800 元
LANCY PINK	精致、职场	25-38 岁，自信、独立、有态度的高阶优雅女性	-	-
莫佐 (MOJO S.PHINE)	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	5.67%	5000 -7000 元
吉高特 (JIGOTT)	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	1.00%	4000 -10000 元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 2021 年 1-6 月女装各品牌终端店铺情况

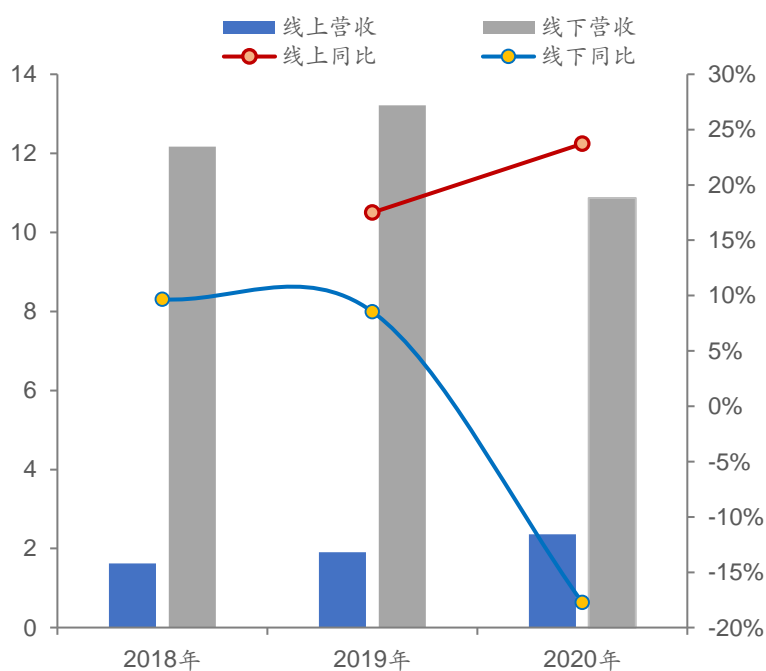
品牌	自营	经销	线上	合计	收入占比
朗姿 (LANCY FROM25)	187	109	13	309	72.68%
莱茵福莱尔 (LIME FLARE)	117	30	4	151	17.70%
俪雅朗姿 (liaalancy)					-
子芭米 (m.tsubomi)	37	1	3	41	2.74%
莫佐 (MOJO S.PHINE)	22			22	5.67%
吉高特 (JIGOTT)	1			1	1.00%
合计	440	140	22	602	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

线下销售为主，品牌集中效应明显：2018~2020 年时尚女装线下业务收入占比分别为 88.23%/87.38%/82.16%。朗姿 (LANCY FROM25) 和莱茵福莱尔 (LIME FLARE) 2021 年 1-6 月销售收入分别为 6.04/1.47 亿元，占女装营业收入的比重为 72.68%/17.70%，店铺数占比为 51.32%/25.08%。

多品牌布局，线上占比逐渐提升：朗姿股份服装业务的多品牌布局满足了不同年龄段的女性客户多层次、差别化的个性需求。2018~2020 年时尚女装主营业务收入分别为 13.80/15.12/13.23 亿元，占营业收入比重分别为 51.84%/50.28%/45.99%，其中线上营业收入占女装营业收入的比重分别为 11.77%/12.62%/17.84%。

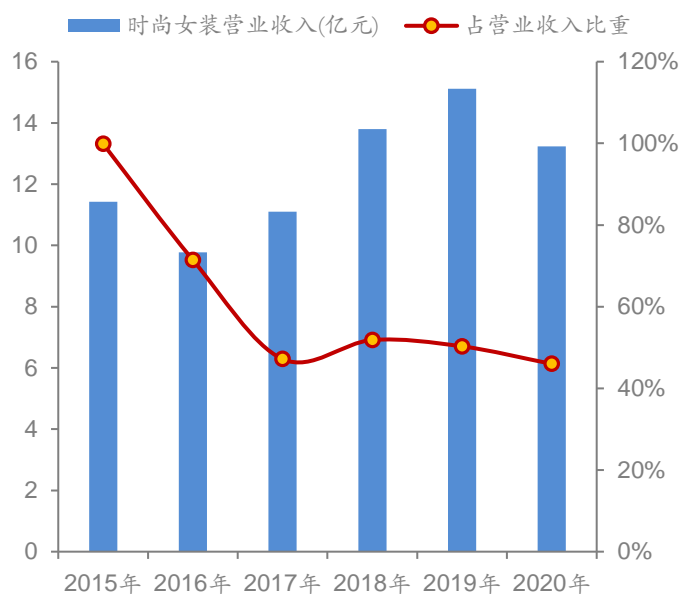
图表 45 2018~2020 月女装线上线下营收及同比增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

女装业务发展稳健，2021 年强势反弹：2021 年上半年女装业务实现营业收入 8.35 亿元，同期增长 60.49%；实现营业利润 5947 万元，较上年同期增长 245.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 5834 万元，较上年同期增长 290.70%；女装电商渠道实现营业收入总额 1.64 亿元，增速达 71.34%，线上营业收入占比为 19.69%。伴随着女性收入提高和社会地位的上升，女性经济将助力公司女装业务进一步发展壮大。

图表 46 2015~2020 年时尚女装营业收入及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 进军婴童业务，延伸服装产业链

绿色婴童业务品牌众多：公司旗下拥有阿卡邦 (Agabang)、爱多娃 (ETTOI)、贝嘟嘟 (Putto)、帝莎因思亲 (Design skin)、Dear Baby 等一系列自有品牌，并代理运营 Maternity 孕妇装品牌。其中主打品牌阿卡邦 (Agabang)、爱多娃 (ETTOI) 2021 年 1-6 月销售收入分别为 1.96/1.39 亿元，占女装营业收入的比重为 48.10%/34.10%。

图表 47 2021 年 1-6 月绿色婴童品牌定位

品牌	定位	占婴童营业收入的比重
阿卡邦 (Agabang)	0-4 岁, “法式浪漫可爱风”的婴童服装及用品品牌, 公司主打品牌	48.10%
爱多娃 (ETTOI)	0-4 岁, “英伦精致优雅风”的时尚类高端婴童服装品牌	34.10%
贝嘟嘟 (Putto)	阿卡邦旗下婴童洗护类品牌, 该品牌产品拥有韩国国家专利, 被誉为韩国“国宝级”高端儿童洗护/洗涤用品, 并被韩国产科医院广泛推荐使用	2.10%
帝莎因思亲 (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	-
Dear Baby	0-4 岁, 主打“休闲北欧风”的婴童服装品牌	5.40%
Maternity	从美国引进的世界顶级孕妇装品牌	-
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	-

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

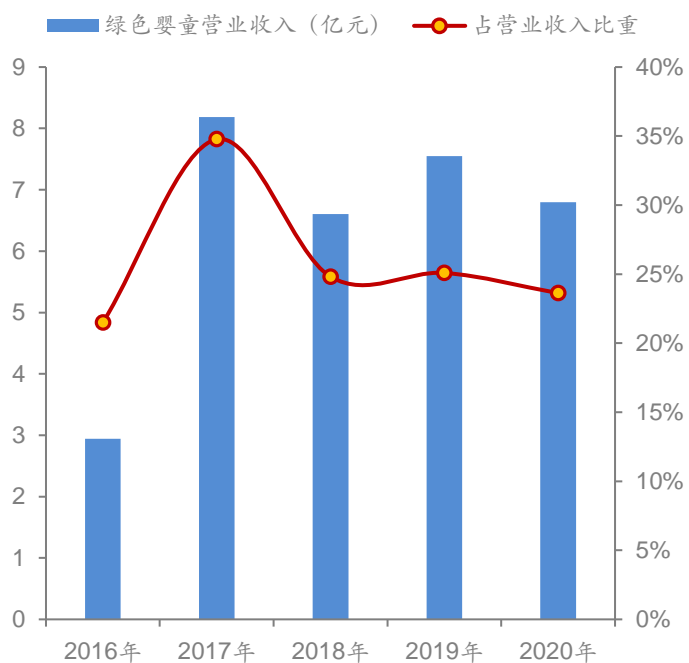
婴童发展平稳, 前景广阔。2018~2020 年绿色婴童主营业务收入分别为 6.61/7.55/6.80 亿元, 占营业收入比重分别为 24.82%/25.09%/23.63%, 线上营业收入占婴童营业收入营业收入的比重分别为 2.19%/5.07%/6.57%。

图表 48 2020 年绿色婴童各品牌终端店铺分布情况

品牌	自营	经销	线上	合计
阿卡邦 (Agabang)	356	161	7	524
爱多娃 (ETTOI)	134	21	-	155
Dear Baby	98	40	-	138
其他	23	-	-	23
合计	611	222	7	840

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 49 2016~2020 年绿色婴童营业收入及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

盈利预测

图表 50 公司盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
医美 (万元)	25546.1	47922.77	62848.78	81250	119584	158286	202717
yoy (%)		87.59%	31.15%	29.28%	47.18%	32.36%	28.07%
服装 (万元)	110997	137962	151206	132293	148168	159281	170749
yoy (%)	13.60%	24.29%	9.60%	-12.51%	12.00%	7.50%	7.20%
绿色婴童 (万元)	81831	66069	75464	67978	79534	88283	97288
yoy (%)	178.32%	-19.26%	14.22%	-9.92%	17.00%	11.00%	10.20%
其他 (万元)	14426	14201	11207		11207	10647	10114
yoy (%)			-1.56%	-21.08%	0.00%	-5.00%	-5.00%
总营收 (百万元)	2328.00	2661.55	3007.26	2876.44	3584.93	4164.96	4808.68
yoy (%)		14.33%	12.99%	-4.35%	24.63%	16.18%	15.46%
毛利率 (%)	57.35%	57.95%	58.24%	54.15%	56.19%	56.88%	56.99%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议

公司女装及婴童业务营收稳步增长，医美业务步入业绩释放期。中国医美行业空间广，朗姿通过“1+N”战略实现医美机构异地复制。高端医美+轻医美连锁机构的结合，有望进一步降低公司销售费用率。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.55/0.78/1.02 元/股，对应当前股价 PE 分别为 58.84、41.30、31.54 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

医美监管趋严：今年 6 月 10 日，国家卫健委等 8 部门联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，决定于今年 6 月至 12 月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作。医美总体监管趋严，行业政策的陆续出台对公司营收增长具有不确定性。

医疗事故影响品牌声誉：医美机构属于医疗机构，安全是消费者首先考虑的因素。若发生医疗事故，将会极大的影响品牌声誉，客户大量流失风险。

服装业务竞争加剧，营收增长不及预期：服装行业竞争激烈，若公司服装业务不能持续拓展市场，存在需求不及预期的可能性。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1943	2396	2924	3567	营业收入	2876	3585	4165	4809
现金	291	571	934	1390	营业成本	1319	1571	1796	2068
应收账款	294	354	399	448	营业税金及附加	17	23	26	30
其他应收款	80	88	105	123	销售费用	1122	1466	1644	1870
预付账款	34	35	40	46	管理费用	236	294	333	375
存货	930	1033	1132	1247	财务费用	45	51	60	68
其他流动资产	315	315	315	315	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3210	3261	3297	3334	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	885	885	885	885	投资净收益	99	193	197	228
固定资产	406	357	326	292	营业利润	156	279	393	499
无形资产	392	458	492	529	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	1527	1561	1594	1628	营业外支出	21	0	0	0
资产总计	5154	5656	6221	6902	利润总额	138	279	393	499
流动负债	1028	1325	1597	1886	所得税	2	73	100	108
短期借款	135	215	295	375	净利润	136	206	293	391
应付账款	170	205	235	270	少数股东损益	-6	-36	-52	-61
其他流动负债	722	904	1067	1242	归属母公司净利润	142	242	345	452
非流动负债	529	529	529	529	EBITDA	168	202	288	372
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.32	0.55	0.78	1.02
其他非流动负债	529	529	529	529					
负债合计	1557	1854	2126	2415					
少数股东权益	636	600	548	487					
股本	442	442	442	442					
资本公积	1641	1641	1641	1641					
留存收益	877	1119	1464	1916					
归属母公司股东权	2961	3203	3548	4000					
负债和股东权益	5154	5656	6221	6902					

现金流量表				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	379	184	223	294
净利润	142	242	345	452
折旧摊销	79	88	60	65
财务费用	41	43	47	51
投资损失	-99	-193	-197	-228
营运资金变动	234	45	26	22
其他经营现金流	-110	157	262	362
投资活动现金流	106	59	106	132
资本支出	-96	-134	-91	-95
长期投资	126	0	0	0
其他投资现金流	76	193	197	228
筹资活动现金流	-290	37	33	29
短期借款	-240	80	80	80
长期借款	-7	0	0	0
普通股增加	7	0	0	0
资本公积增加	-112	0	0	0
其他筹资现金流	62	-43	-47	-51
现金净增加额	197	280	362	456

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-4.4%	24.6%	16.2%	15.5%
营业利润	0.2%	78.2%	40.9%	27.1%
归属于母公司净利	141.6%	70.4%	42.5%	31.0%
获利能力				
毛利率 (%)	54.2%	56.2%	56.9%	57.0%
净利率 (%)	4.9%	6.8%	8.3%	9.4%
ROE (%)	4.8%	7.6%	9.7%	11.3%
ROIC (%)	2.1%	1.9%	3.5%	4.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.2%	32.8%	34.2%	35.0%
净负债比率 (%)	43.3%	48.7%	51.9%	53.8%
流动比率	1.89	1.81	1.83	1.89
速动比率	0.95	1.00	1.10	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.63	0.67	0.70
应收账款周转率	9.79	10.14	10.43	10.74
应付账款周转率	7.74	7.65	7.66	7.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.55	0.78	1.02
每股经营现金流	0.86	0.42	0.50	0.67
每股净资产	6.69	7.24	8.02	9.04
估值比率				
P/E	76.72	58.84	41.30	31.54
P/B	3.68	4.45	4.01	3.56
EV/EBITDA	66.44	70.82	48.66	36.69

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。