

朗姿股份 (002612.SZ)

盈利能力显著改善，医美业务增长迅速

核心观点：

- 公司公布 2021 年三季报。2021 年前三季度实现营业收入 26.51 亿元 (YOY+32.75%)，归母净利润 1.58 亿元 (YOY+216.07%)，扣非后归母净利润 1.53 亿元 (YOY+347.82%)。单三季度实现营业收入 8.61 亿元 (YOY+12.19%)，归母净利润 0.65 亿元 (YOY+22.37%)，扣非归母净利润 0.66 亿元 (YOY+44.19%)。
- 医美业务增长迅速，女装及婴童业务显著恢复。分业务看，(1) 女装业务前三季度实现营业收入 12.15 亿元 (YOY+41.40%)，相较 19 年同期增长 13.55%，已基本恢复至疫情前常态水平，主要系公司积极调整产品设计、结构和渠道，线上业务占比持续提升，以及疫情得到有效控制。(2) 医美业务前三季度实现营业收入 8.21 亿元 (YOY+37.37%)，其中米兰柏羽/晶肤医美/高一生分别实现营业收入 5.20/1.87/1.02 亿元，同比分别增长 33.24%/60.06%/22.88%。随着医美布局持续推进，医美业务发展迅速，其中成熟机构规模及盈利水平不断提升，新设机构规模快速增长，盈利水平不断改善。(3) 婴童业务前三季度实现营业收入 6.15 亿元 (YOY+14.27%)，已基本恢复疫情前水平。
- 盈利能力显著改善，经营效率提升。前三季度毛利率/净利率为 56.33%/5.69%，同比分别增长 2.48/3.30pct，盈利能力持续改善；Q3 毛利率 56.28% (YOY+4.90pct)，净利率 8.90% (YOY+2.01pct)。前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下降 1.83/1.01/0.04pct。
- 盈利预测与投资建议：预计 21-23 年业绩分别为 0.60 元/股、0.88 元/股、1.24 元/股。采取分部估值法，公司合理价值为 43.04 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示。女装估值偏离风险；医美估值回落风险；业务模式风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,007	2,876	3,830	4,656	5,516
增长率 (%)	13.0	-4.4	33.2	21.6	18.5
EBITDA (百万元)	302	185	415	559	729
归母净利润 (百万元)	59	142	264	387	549
增长率 (%)	-72.1	141.6	85.6	46.9	41.7
EPS (元/股)	0.14	0.32	0.60	0.88	1.24
市盈率 (P/E)	71.95	76.72	60.76	41.35	29.19
ROE (%)	2.0	4.8	8.2	10.7	13.2
EV/EBITDA	16.33	60.44	39.13	28.55	21.27

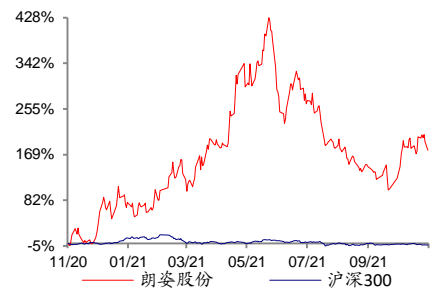
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	36.21 元
合理价值	43.04 元
前次评级	增持
报告日期	2021-11-08

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

左琴琴



SAC 执证号：S0260521050001



021-38003649



zuoqinqin@gf.com.cn

请注意，左琴琴并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 朗姿股份 (002612.SZ) : 公告前三季度业绩预告，业绩同比大幅增长 2021-10-15
- 朗姿股份 (002612.SZ) : 女装业务恢复强劲，医美持续增长 2021-09-02

请务必阅读末页的免责声明

一、医美业务增长迅速，女装及婴童业务显著恢复

公司公布2021年三季报。2021年前三季度实现营业收入26.51亿元(YOY+32.75%)，归母净利润1.58亿元(YOY+216.07%)，扣非后归母净利润1.53亿元(YOY+347.82%)。单三季度实现营业收入8.61亿元(YOY+12.19%)，归母净利润0.65亿元(YOY+22.37%)，扣非归母净利润0.66亿元(YOY+44.19%)。

分业务看，(1)女装业务前三季度实现营业收入12.15亿元(YOY+41.40%)，相较2019年同期增长13.55%，已基本恢复至疫情前常态水平，主要系公司积极调整产品设计、结构和渠道，线上业务占比持续提升，以及疫情得到有效控制。(2)医美业务前三季度实现营业收入8.21亿元(YOY+37.37%)，其中米兰柏羽/晶肤医美/高一生分别实现营业收入5.20/1.87/1.02亿元，同比分别增长33.24%/60.06%/22.88%。随着医美布局持续推进，医美业务发展迅速，其中成熟机构规模及盈利水平不断提升，新设机构规模快速增长，盈利水平不断改善。(3)婴童业务前三季度实现营业收入6.15亿元(YOY+14.27%)，已基本恢复疫情前水平。

毛利率和期间费用率方面。前三季度毛利率/净利率分别为56.33%/5.69%，同比分别增长2.48/3.30pct，盈利能力持续改善；Q3毛利率56.28%(YOY+4.90pct)，净利率8.90%(YOY+2.01pct)。前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下降1.83/1.01/0.04pct。

二、看好公司盈利能力持续提升

首先，女装业务发展良好，随着品牌升级，调整产品设计、渠道及营销推广，女装业务恢复强劲，看好女装业务持续保持较快增长。其次，公司积极布局医美业务，老机构盈利稳定，新设机构盈利不断改善。截止21Q3，公司已成立5支医美股权并购基金，合计规模22.55亿元；米兰柏羽/晶肤医美/高一生旗下机构分别为4/18/2家。前三季度，医美老机构实现营业收入6.11亿元(YOY+60.04%)，净利润0.74亿元(YOY+37.89%)。

三、盈利预测和投资评级

我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为2.64/3.87/5.49亿元，同比变动+85.6%/+46.9%/+41.7%，对应净利率分别为6.6%/8.0%/9.5%。预计2021-2023年EPS分别为0.60/0.88/1.24元。

估值方面，由于女装和医美服务的行业差异较大，采取分部估值法，主要分为四个部分：(1)女装：预计2021-2023年女装归母净利润分别为1.32亿元/1.90亿元/2.09亿元，参考可比服装上市公司估值，2021年给予女装业务18XPE，对应合理市值为23.71亿元。(2)医美：预计2021-2023年医美营业收入分别为11.45亿元/15.98亿元/21.81亿元。参考可比医疗服务上市公司PS估值，给予医美业务16XPS，对应合理市值为160.24亿元。医美服务业务的估值较高，主要是基于行业

景气度高、公司在A股较为稀缺以及公司医美业务扩张快速，旗下机构将进入业绩释放期。（3）韩国阿卡邦：朗姿股份持有韩国上市公司阿卡邦26.53%股权，基于2020年11月6日至2021年11月5日阿卡邦平均市值1548.02亿韩元，按照2021年11月5日外汇汇率换算，折合人民币8.39亿元，对应合理市值为2.23亿元。（4）若羽臣：朗姿股份持有上市公司若羽臣12.33%股权，基于2020年11月6日至2021年11月5日若羽臣平均市值34.28亿元，对应合理市值为4.23亿元。朗姿股份2021年对应合理市值为190.41亿元，对应合理价值为43.04元/股，维持“增持”评级。

四、风险提示

女装估值偏离风险；医美估值回落风险；业务模式风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,916	1,943	2,501	3,123	3,471	经营活动现金流	597	379	136	345	485
货币资金	94	291	440	780	850	净利润	41	136	252	370	525
应收及预付	436	328	470	557	665	折旧摊销	83	79	87	93	98
存货	997	930	1,127	1,239	1,316	营运资金变动	359	234	-126	-14	10
其他流动资产	389	394	464	547	640	其它	114	-70	-77	-105	-148
非流动资产	3,383	3,210	3,251	3,290	3,329	投资活动现金流	787	106	-42	-25	-9
长期股权投资	1,188	885	885	885	885	资本支出	-68	-96	-104	-103	-104
固定资产	419	406	433	455	475	投资变动	873	126	-30	-40	-50
在建工程	136	173	184	195	207	其他	-18	76	92	119	145
无形资产	400	392	393	394	396	筹资活动现金流	-1,546	-290	55	20	-406
其他长期资产	1,240	1,354	1,356	1,360	1,366	银行借款	359	136	94	63	44
资产总计	5,299	5,154	5,752	6,413	6,800	股权融资	5	57	0	0	0
流动负债	1,080	1,028	1,374	1,665	1,947	其他	-1,910	-483	-39	-43	-451
短期借款	375	135	229	292	336	现金净增加额	-164	197	149	340	70
应付及预收	405	170	222	266	310	期初现金余额	258	94	291	440	780
其他流动负债	299	722	924	1,107	1,301	期末现金余额	94	291	440	780	850
非流动负债	533	529	529	529	109						
长期借款	7	0	0	0	0						
应付债券	421	422	422	422	2						
其他非流动负债	105	107	107	107	107						
负债合计	1,613	1,557	1,903	2,193	2,056						
股本	435	442	442	442	442						
资本公积	1,753	1,641	1,641	1,641	1,641						
留存收益	795	884	1,147	1,535	2,084						
归属母公司股东权益	2,978	2,961	3,225	3,612	4,161						
少数股东权益	708	636	624	607	583						
负债和股东权益	5,299	5,154	5,752	6,413	6,800						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,007	2,876	3,830	4,656	5,516
营业成本	1,256	1,319	1,714	2,055	2,402
营业税金及附加	20	17	22	27	32
销售费用	1,129	1,122	1,482	1,783	2,085
管理费用	280	236	306	363	419
研发费用	103	93	124	151	179
财务费用	106	45	35	36	22
资产减值损失	-127	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	160	99	132	161	190
营业利润	156	156	302	433	605
营业外收支	-15	-19	-21	-21	-21
利润总额	141	138	281	412	584
所得税	101	2	29	42	60
净利润	41	136	252	370	525
少数股东损益	-18	-6	-12	-17	-24
归属母公司净利润	59	142	264	387	549
EBITDA	302	185	415	559	729
EPS (元)	0.14	0.32	0.60	0.88	1.24

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	13.0%	-4.4%	33.2%	21.6%	18.5%
营业利润增长	-34.8%	0.2%	93.0%	43.7%	39.7%
归母净利润增长	-72.1%	141.6%	85.6%	46.9%	41.7%
获利能力					
毛利率	58.2%	54.2%	55.3%	55.9%	56.5%
净利率	1.4%	4.7%	6.6%	8.0%	9.5%
ROE	2.0%	4.8%	8.2%	10.7%	13.2%
ROIC	1.4%	2.5%	6.5%	8.5%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	30.4%	30.2%	33.1%	34.2%	30.2%
净负债比率	43.8%	43.3%	49.4%	52.0%	43.3%
流动比率	1.77	1.89	1.82	1.88	1.78
速动比率	0.81	0.95	0.97	1.10	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.56	0.67	0.73	0.81
应收账款周转率	7.76	9.79	9.01	9.26	9.17
存货周转率	3.02	3.09	3.40	3.76	4.19
每股指标 (元)					
每股收益	0.14	0.32	0.60	0.88	1.24
每股经营现金流	1	1	0	1	1
每股净资产	6.84	6.69	7.29	8.16	9.40
估值比率					
P/E	71.95	76.72	60.76	41.35	29.19
P/B	1.42	3.68	4.97	4.44	3.85
EV/EBITDA	16.33	60.44	39.13	28.55	21.27

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李 咏 红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。