

朗姿股份 (002612.SZ)

医美业务稳健扩张，泛时尚业务方阵发展向好

强烈推荐(首次评级)

当前价格: 33.24 元
 目标价格: 40.91 元

基本数据(截至2021年12月7日)

总股本/流通股本(百万股)	442/252
流通A股市值(百万元)	8,374
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	41.69
一年内最高/最低(元)	71.60/8.78

一年内股价相对走势



团队成员:

分析师 聂博雅
 执业证书编号: S0210520080005
 电话: 18258256613
 邮箱: nby2452@hfzq.com.cn

投资要点:

➢ **从衣美到颜美的泛时尚业务方阵逐步成功。**公司建立了从衣美到颜美的多层次、多阶段需求的时尚业务方阵，运营以时尚女装、医疗美容与绿色婴童为主的三大业务板块，各业务板块内也形成了定位不同的品牌矩阵，具备一定的协同效应。其中时尚女装与医疗美容的客户画像具备一定的重叠，运营成功的时装品牌对新品牌进入高端百货也起到引荐与信誉背书作用。公司盈利能力改善，2021年前三季度公司归母净利润达到1.58亿元，同比增长216.07%。

➢ **公司医美业务稳健扩张，三大品牌实现错位竞争与协同效应，门店区位优势明显，人才体系与学术平台搭建成功。**公司医美业务已经成为贡献营收的第二大业务，2020年医美业务的利润贡献最高。公司医美业务具有“米兰柏羽”、“晶肤医美”与“高一生”三个品牌，初步形成了以成都和西安为中心的区域布局。三大品牌定位、机构类型与区域分布有所区分，实现错位竞争，通过共享知名医师、诊疗设备等实现协同效应。门店选址在人口密度较高、人流量较大、商圈较繁华的地段，有助于增强品牌曝光度与长期的客群维护。人才体系与学术平台较完善，有助于形成公司的人才壁垒。

➢ **公司服装业务营收回暖，区位优势明显。**2021年H1，公司女装业务营收同比增长60.55%，婴童业务营收同比增速为21.86%；女装品牌矩阵丰富，在客户定位、设计风格、产品线与品牌理念方面具备差异化，形成对不同年龄层客户的覆盖；公司旗下服装店铺进驻高端商场与机场，占据优势的渠道区位，搭建起高端的销售终端网络。

➢ **盈利预测：**我们预测公司2021年至2023年的营业收入分别为35.34亿元/43.11亿元/52.63亿元，同比增长22.86%/22.01%/22.06%；归母净利润分别为2.33亿元/3.25亿元/3.98亿元，同比增长64.09%/39.6%/22.24%，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

➢ **风险提示：**医疗事故影响企业信誉、疫情反复、机构拓展不及预期

相关报告

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3007.26	2876.44	3534.00	4311.82	5263.03
增长率(%)	12.99%	-4.35%	22.86%	22.01%	22.06%
归母净利润(百万元)	58.78	142.04	233.07	325.38	397.73
增长率(%)	-72.07%	141.65%	64.09%	39.60%	22.24%
EPS(元/股)	0.13	0.32	0.53	0.74	0.90
市盈率(P/E)	275.42	113.98	69.46	49.76	40.70
市净率(P/B)	5.44	5.47	5.58	5.75	5.98

数据来源:公司公告、华福证券研究所

正文目录

一、	朗姿股份：打造从衣美到颜美的泛时尚产业生态圈	5
1.1	公司三大业务板块具备协同效应	5
1.2	股权结构稳定集中，设员工持股计划	6
1.3	盈利能力改善，医美成为贡献总营收的第二大业务	6
二、	医美服务行业增速较快，竞争格局分散	8
2.1	我国医美服务行业增速较快，渗透率有较大提升空间.....	8
2.2	消费群体整体较年轻，对医美 App 接受度较高	9
2.3	新一线与二三线城市成为医美发展的重要助推力	9
2.4	较成熟的消费者价格敏感度较低，更关注医美服务机构与医生的信用背书 ..	10
2.5	行业竞争格局分散，竞争激烈	11
2.6	“名医”资源较紧缺.....	13
2.7	医美咨询师是实现销售转化的重要环节	14
2.8	非手术类医美项目是行业项目发展的主要趋势	16
2.9	“综合医院+多点门诊部”的连锁模式是行业业态发展趋势之一.....	17
2.10	互联网平台或将成为医美服务机构未来主要获客渠道.....	19
三、	公司医美业务稳健扩张，区位优势明显，人才体系搭建成功.....	20
3.1	医美业务表现较好，对公司整体收益贡献上升	20
3.2	医美机构的品牌定位有所区分，实现错位竞争与协同效应.....	23
3.3	医美机构的区位优势显著	25
3.4	完善的人才培养机制与学术平台	27
3.5	具备较雄厚的资本实力，助推医美机构扩张	30
3.6	践行“安全医美、品质医美、口碑医美”的理念	31
四、	公司服装业务品牌矩阵丰富，区位优势明显，营收逐步回暖.....	32
4.1	女装品牌定位高端，品牌矩阵丰富	32
4.2	女装品牌线下 VIP 客群稳健增长，线上搭建起私域流量池.....	33
4.3	女装品牌线下门店选址具备区位优势	33
4.4	2021H1 公司女装业务营收回暖.....	34
4.5	婴童业务营收逐步回暖.....	34
4.6	国内主推 Ettoi 品牌，营收占比逐步提升	35
4.7	婴童业务自营店铺占比较高，专柜选址占据优势区位.....	36
五、	盈利预测与投资建议.....	36
六、	风险提示.....	38

图表目录

图表 1：公司发展历史	5
图表 2：公司三大业务板块与品牌矩阵.....	5
图表 3：截至 2021Q3 公司前十大股东及其持股比例.....	6
图表 4：2016-2021Q3 公司营业收入与同比增速.....	7
图表 5：2016-2021Q3 公司归母净利润与同比增速	7
图表 6：公司各业务板块营收占比	7
图表 7：全球主要国家的医疗美容服务市场总收益增长率	8
图表 8：2019 年部分国家医疗美容服务的渗透率	8
图表 9：2018 年每千人诊疗次数	8
图表 10：医美消费者各年龄阶段占比	9
图表 11：不同年龄阶段的用户安装医美 App 的比例	9

图表 12: 中国医美用户城市等级分布	9
图表 13: 2019 年一线与新一线城市城市的医美消费客单价水平	10
图表 14: 2021 年中国医美消费受访者选择医美服务机构的考虑因素	10
图表 15: 2021 年中国医美消费受访者选择医美服务机构医生的考虑因素	10
图表 16: 2019 年上海前五大医美机构市场份额 (按收益)	11
图表 17: 2019 年杭州市前五大医美机构市场份额 (按收益)	11
图表 18: 2019 年浙江前五大医美机构市场份额 (按收益)	11
图表 19: 2000-2021 年 12 月我国每年新成立的具备医美经营范围的企业数目	12
图表 20: 我国具备医疗美容经营范围的企业注册资本分布情况	12
图表 21: 我国具备医疗美容经营范围的企业成立年限分布	13
图表 22: 2021-2023 年医美机构不同岗位人才需求占比	13
图表 23: 伊美尔天猫旗舰店不同医生等级的收费情况	14
图表 24: 医美机构岗位人员占比	15
图表 25: 医美机构通过网电咨询师与线上客流沟通的列举	15
图表 26: 手术类用户与非手术类用户的决策天数	16
图表 27: 轻医美医生对行业发展的感知情况	16
图表 28: 按医美手术及非手术诊疗划分的我国民营医美服务市场的服务量	16
图表 29: 2020 年我国消费者的医美服务项目平均消费金额	17
图表 30: 美国、韩国与台湾的医美服务机构特征	17
图表 31: 美容医院与医美门诊部、医美诊所的设置要求对比	18
图表 32: 医美机构通过开设门诊部与诊所扩大服务半径	19
图表 33: 2019 年中国医美市场不同营销模式的对比	19
图表 34: 头部医美机构线上渠道获客成本及投产比	20
图表 35: 头部医美机构推广渠道投放占比	20
图表 36: 2016-2021H1 公司医美业务营收	21
图表 37: 2016-2021H1 公司医美业务营收占比	21
图表 38: 公司医美业务按品牌拆分营收占比	21
图表 39: 公司医美业务按品牌的毛利率	21
图表 40: 公司医美业务按项目拆分营收占比	22
图表 41: 公司医美业务按项目的毛利率	22
图表 42: 2020 年公司新老医美机构占医美营业收入比重	22
图表 43: 2020 年公司新老医美机构销售净利率	22
图表 44: 2020 年公司新客与老客占比	23
图表 45: 截至 2021H1 公司医美业务品牌矩阵	23
图表 46: 四川米兰柏羽医学美容医院	24
图表 47: 成都高新米兰柏羽医学美容医院	24
图表 48: 晶肤医疗美容连锁 (四川总院)	24
图表 49: 晶肤医疗美容连锁 (新南院)	24
图表 50: 高一生医疗美容医院大厅	25
图表 51: 高一生医疗美容医院环境	25
图表 52: 公司医美机构区位选址	25
图表 53: 公司从专业培训、管理培训与通用能力方面搭建的人才培养机制	27
图表 54: 公司从校招管培生到机构总经理的人才培养路径	28
图表 55: 朗姿医美举办或承办的医美学术活动	29
图表 56: 截至 2020 年 12 月 31 日朗姿股份与员工合伙设立的医美机构	29

图表 57: 公司部分名医简介	30
图表 58: i 朗姿微信公众号的年度优秀人物展示	30
图表 59: 公司年度优秀客服人员部分名单	30
图表 60: 2020 年公司重大的股权投资情况	31
图表 61: 公司医美股权投资基金设立情况	31
图表 62: 截至 2021H1 公司女装业务品牌矩阵	32
图表 63: 公司在抖音渠道开设的朗姿官方旗舰店	33
图表 64: 公司女装线下 VIP 客户稳步增长	33
图表 65: 公司旗下朗姿品牌在北京的销售终端	33
图表 66: 2016-2021H1 公司女装营业收入与同比增速	34
图表 67: 2016-2021H1 公司女装业务毛利率	34
图表 68: 2016-2021H1 公司婴童业务收入与同比增速	35
图表 69: 2016-2021H1 公司婴童业务毛利率	35
图表 70: 截至 2021H1 公司婴童业务品牌矩阵	35
图表 71: 2018-2021H1 公司婴童业务各品牌营收占比	36
图表 72: 公司 Ettoi 品牌介绍	36
图表 73: 截至 2021H1 公司婴童各品牌的渠道分布	36
图表 74: 阿卡邦品牌在杭州专柜选址均位于高端百货	36
图表 75: 公司收入拆分预测	37
图表 76: 可比公司估值	37
图表 77: 财务预测摘要	39

一、 朗姿股份：打造从衣美到颜美的泛时尚产业生态圈

1.1 公司三大业务板块具备协同效应

公司成立于 2006 年 11 月，时装主品牌朗姿于 2000 年创立，经过逾十年的发展，公司于 2011 年登陆深交所中小板。2014 年，通过收购品牌历史约 40 年的韩国童装及用品上市公司阿卡邦，公司进入了婴童业务；2016 年，公司进军医美服务业务。公司的发展战略目标为构建国内一流、具有重要影响力的泛时尚产业生态圈。目前在该战略目标下，公司建立了从衣美到颜美的多层次、多阶段需求的时尚业务方阵，运营以时尚女装、医疗美容与绿色婴童为主的三大业务板块。

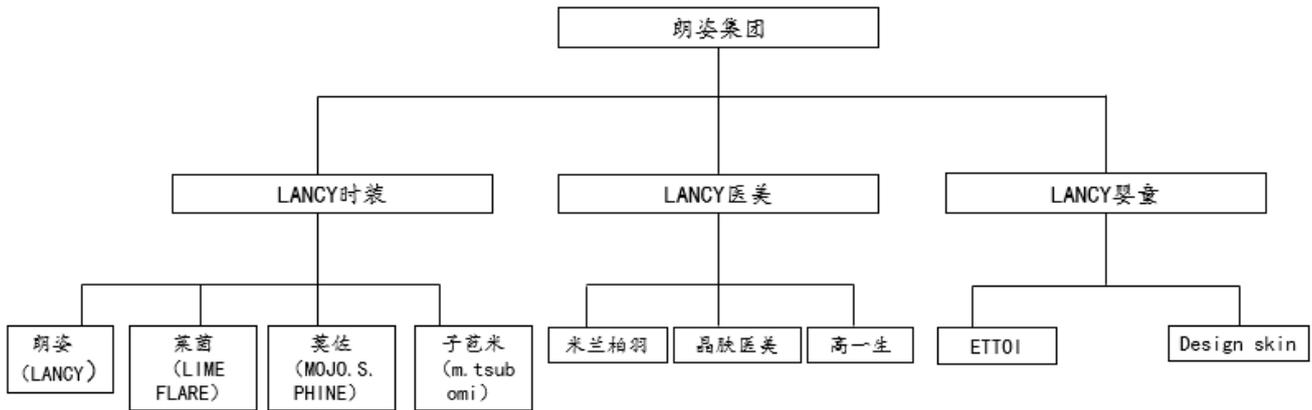
图表 1：公司发展历史

年份	事件
2000	创立朗姿品牌 (LANCY FROM 25)
2006	北京朗姿服装实业有限公司成立，成立品牌莱茵 (LIME FLARE)
2010	公司变更为朗姿股份有限公司，设立子公司莱茵韩国，发展韩国设计师队伍
2011	登录深交所中小企业板
2012	公司在中国大陆独家代理销售吉高特产品
2013	引进一批负责分公司管理、视窗、陈列、货品管理等方面的专业人才，充实营销管理队伍
2014	收购品牌历史超过 30 年的韩国童装及用品上市公司阿卡邦
2015	获得韩国知名少淑高端品牌 DEWL 的中国大陆独家代理权；投资参股明星衣橱和若羽臣
2016	进军医疗美容服务业务，战略投资韩国著名医疗美容服务集团 DMG、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
2017	成立子公司朗姿医疗，承担公司医疗美容业务的运营和管理职能；新增三家晶肤品牌诊所；启动收购西安地区“高一生”品牌
2018	朗姿医疗完成“高一生医美”100%股权的收购，微商城小程序“i 朗姿”上线
2019	朗姿医疗完成西安美立方 60%股权的收购；收购中高端知名女装品牌“子芭米 (m. tsubomi)
2020	公司实现对初始 6 家医美机构的 100%控股；启动设立博辰五号和博辰八号两支医美产业基金
2021H1	推出细分中淑品牌 L BY LANCY (悦朗姿)；设立了三支医美并购基金，成立朗姿医疗委员会

资料来源：公司公告、华福证券研究所

公司各业务板块形成了定位不同的品牌矩阵，具备一定的协同效应。其中时尚女装与医疗美容的客户画像具备一定的重叠，运营成功的时装品牌对新品牌进入高端百货也起到引荐与信誉背书作用。

图表 2：公司三大业务板块与品牌矩阵



资料来源：公司公告、华福证券研究所

1.2 股权结构稳定集中，设员工持股计划

公司股权结构稳定且集中，设立员工持股计划激发员工积极性。公司控股股东为申东日，实际控制人为申东日、申金花兄妹，持股 1.68% 的股东申炳云为申东日与申金花之父，公司控股权稳定且较为集中，有助于管理决策的制定与执行。公司上市以来，先后于 2014、2016 与 2021 年设立了三期员工持股计划，覆盖公司（含子公司）的高级管理人员及核心骨干人员，将员工利益与公司利益进行绑定，助于公司长期发展。

图表 3：截至 2021Q3 公司前十大股东及其持股比例

股东名称	占总股本比例(%)
申东日	47.82
申金花	6.76
朗姿股份有限公司-第三期员工持股计划	2.13
申炳云	1.68
朗姿股份有限公司-第 1 期员工持股计划	1.05
烜鼎长红七号私募证券投资基金	1.00
烜鼎长红六号私募证券投资基金	1.00
香港中央结算有限公司	0.69
江苏中韩晨晖朗姿股权投资基金(有限合伙)	0.58
宁波十月吴巽股权投资合伙企业(有限合伙)	0.47

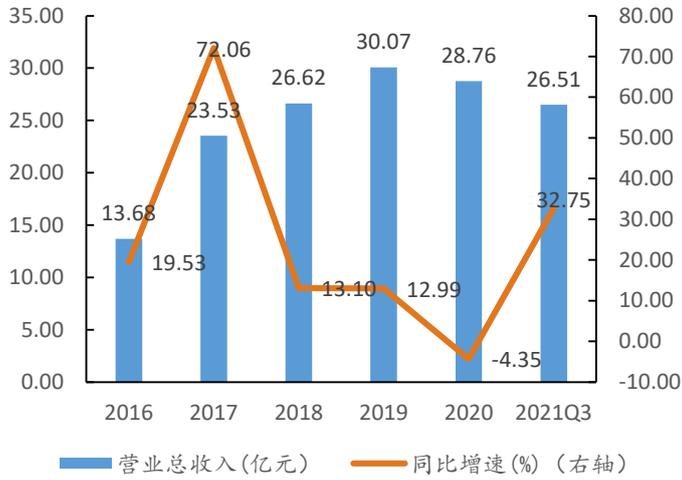
数据来源：公司公告、华福证券研究所

1.3 盈利能力改善，医美成为贡献总营收的第二大业务

公司近年营收表现平稳，疫情影响逐步消退，盈利能力改善。2016 年至 2021Q3，公司营业收入分别为 13.68/23.53/26.62/30.07/28.76/26.51 亿元，同比增速分别为 19.53%/72.06%/13.1%/12.99%/-4.35%/32.75%。2019 年，公司归母净利润受参股公司计提资产减值准备的特殊因素影响，下滑幅度较大。2021 年，公司业务受疫情影响减弱，服装品牌战略升级与渠道调整，医美业务继续推进区域化布局，归母净利

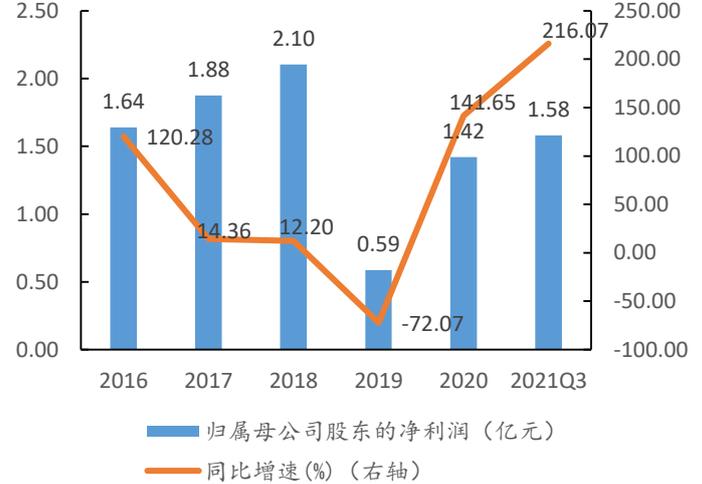
润增速有所改善，2021 年前三季度公司归母净利润达到 1.58 亿元，同比增长 216.07%。

图表 4：2016-2021Q3 公司营业收入与同比增速



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 5：2016-2021Q3 公司归母净利润与同比增速

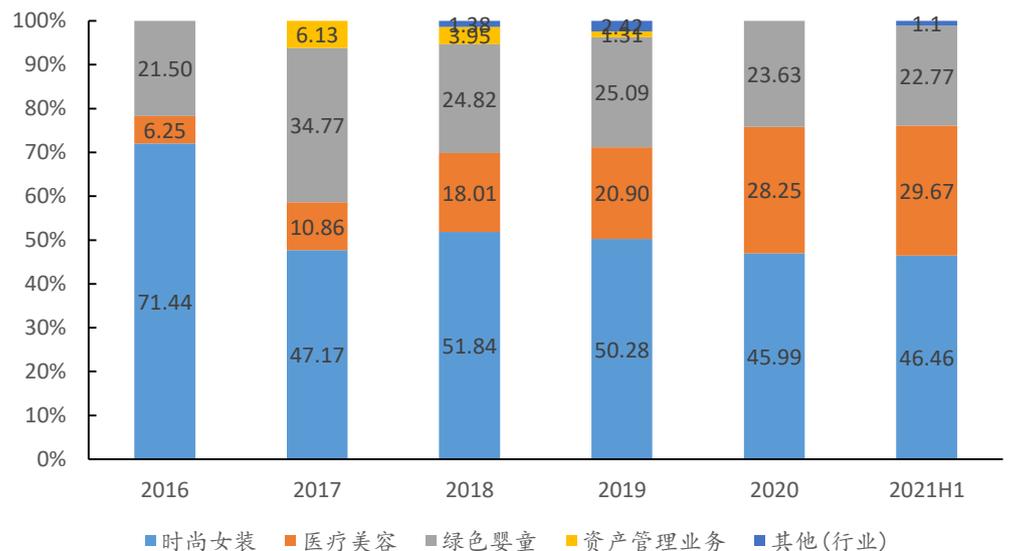


数据来源：公司公告、华福证券研究所

女装业务营收占比最高，医美业务营收占比逐步提升。自公司 2016 年进入医美服务市场，营收占比持续提升，已经成为贡献收入的第二大业务，2021H1 的营收占比为 29.67%。公司目前第一大业务仍然为时尚女装，但是营收占比逐步缩小，2021H1 的营收占比为 46.46%。

图表 6：公司各业务板块营收占比

单位：%



数据来源：公司公告、华福证券研究所

二、 医美服务行业增速较快，竞争格局分散

2.1 我国医美服务行业增速较快，渗透率有较大提升空间

根据 Frost&Sullivan，我国 2019 年的医疗美容服务总收益排名全球第二，占全球医疗美容服务市场约 14.7% 的市场份额。2019-2023 年，我国的医疗美容服务市场总收益的复合年增长率预计将达到 26%，增速排名全球第一。我国的医疗美容服务市场规模预计将于 2024 年达到 3185 亿元的规模，其中美容非外科诊疗的市场规模为 1443 亿元，美容外科诊疗的市场规模为 1742 亿元。

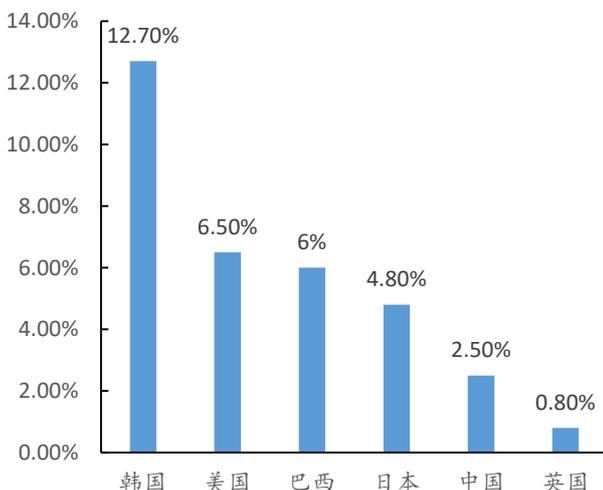
图表 7：全球主要国家的医疗美容服务市场总收益增长率

国家	2019 年医疗美容服务市场总收益排名	2019 年医疗美容服务市场总收益 (百万美元)	2019 年医疗美容手术诊疗市场收益 (百万美元)	2019 年医疗美容非手术诊疗市场收益 (百万美元)	2019 年-2023 年 (估计) 医疗美容服务市场总收益的复合年增长率
美国	1	28488.89	22958.75	5530.14	7.20%
中国	2	21529.89	12525.74	9003.64	26%
巴西	3	15251.18	12992.82	2258.36	5.60%
韩国	4	8459.09	6645.05	2309.27	5.50%
俄罗斯	5	5127.41	4680.81	446.7	9.40%
意大利	6	4547.09	3289.43	1257.66	1.50%
日本	7	4051.75	2491.01	1560.74	3.20%

资料来源：Frost&Sullivan，华福证券研究所

从渗透率来看，我国的医美人均消费频次还有很大的提升空间。根据 Frost&Sullivan 的数据，2019 年我国的医美服务渗透率仅为 2.5%，而韩国的渗透率为 12.7%，日本为 4.8%；2018 年中国医美每千人诊疗次数为 14.8 次，美国为 51.9 次，巴西为 46.2 次，日本为 27.1 次，而韩国为 86.2 次。对标和我国社会文化相近的日本与韩国，我国的医美人均消费频次仍有很大的提高空间。

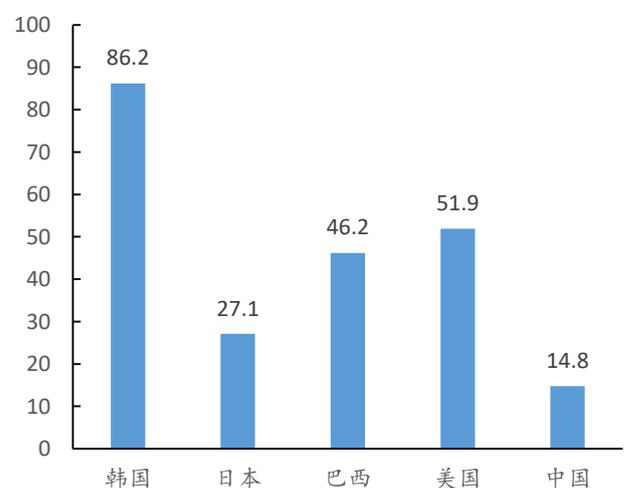
图表 8：2019 年部分国家医疗美容服务的渗透率



资料来源：Frost&Sullivan，华福证券研究所

图表 9：2018 年每千人诊疗次数

单位：人次

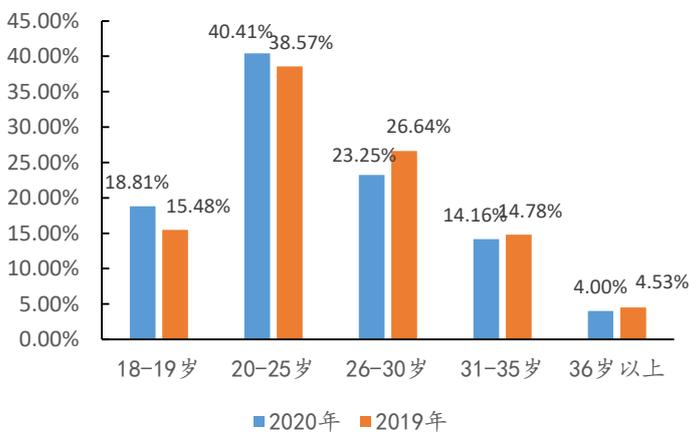


资料来源：Frost&Sullivan，华福证券研究所

2.2 消费群体整体较年轻，对医美 App 接受度较高

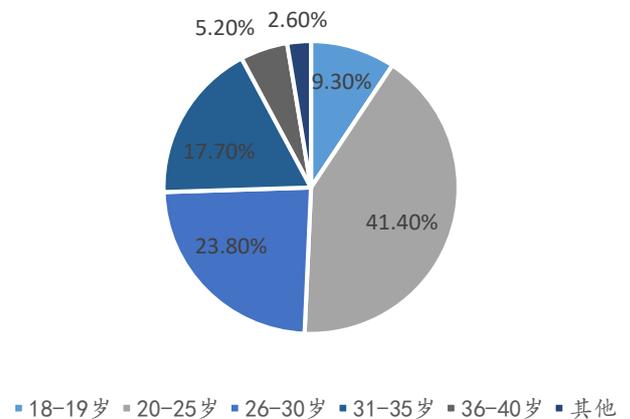
医美的消费客群整体较年轻，且呈现逐步低龄化的趋势，年轻客群对医美 APP 的接受度较高。根据新氧《2019 医美行业白皮书》，我国的医美市场的消费主体是 30 岁以下的年轻群体，20 岁至 30 岁的消费者占比达到 60%左右，其次是 18-19 岁的消费群体，占比达到 19%左右。且从 2019 与 2020 年的各年龄阶段消费者占比来看，医美消费客群呈现低龄化的趋势。2020 年的 18-19 岁、20-25 岁客群占比均比 2019 年有所提升。根据 Fastdata，30 岁以下的用户安装医美 app 的比例最高，达到 65.2%，说明年轻群体对医美 APP 的接受度较高。

图表 10：医美消费者各年龄阶段占比



资料来源：新氧《2019 医美行业白皮书》，华福证券研究所

图表 11：不同年龄阶段的用户安装医美 App 的比例

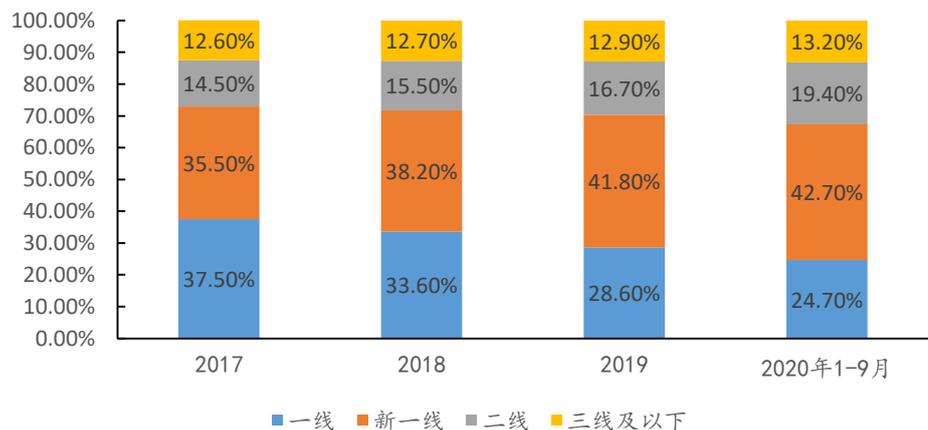


资料来源：Fastdata《2020 年中国互联网医美行业发展分析报告》，华福证券研究所

2.3 新一线与二三线城市成为医美发展的重要助推力

动态来看，从 2017 年至 2020 年 1-9 月，新一线城市的医美消费用户占比逐步超过了一线城市，二线与三线以下城市的医美消费用户占比也逐步提升。我们认为随着未来医美消费者教育的继续深入，二线与三线以下城市的医美渗透率将会进一步提升，成为推动医美行业发展的重要动力。

图表 12：中国医美用户城市等级分布

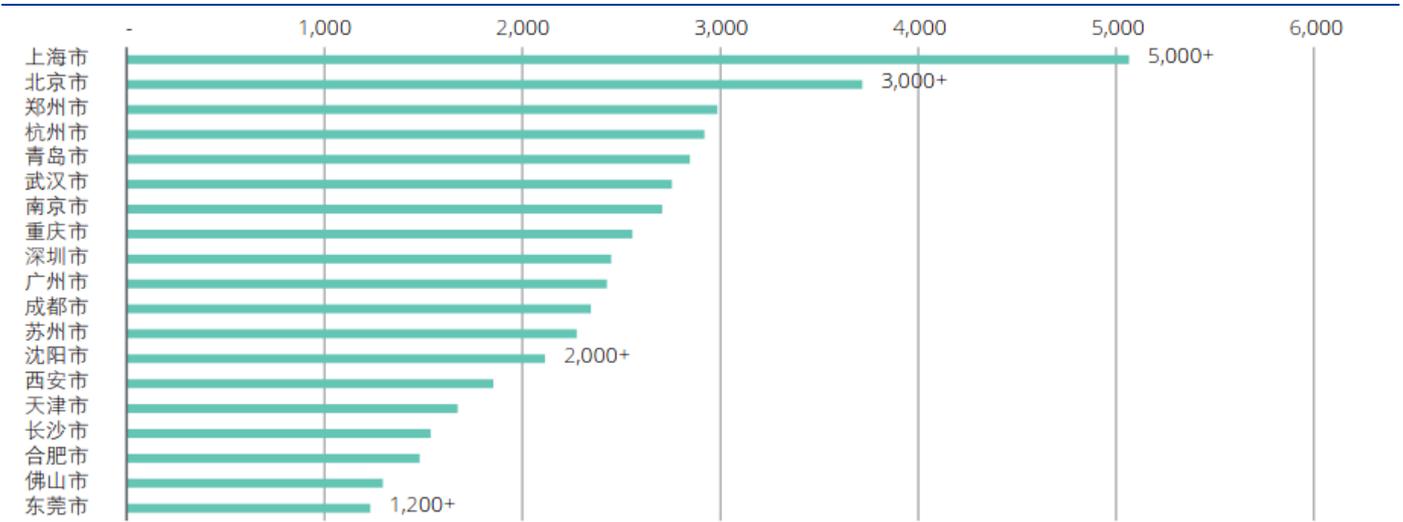


资料来源：Fastdata《2020 年中国互联网医美行业发展分析报告》，华福证券研究所

静态来看，北京与上海的客单价水平较高，部分新一线城市的客单价水平已经超越广州与深圳。由于经济发展的水平差异、人员年龄结构差异、人均收入水平等因素，北京与上海两个一线城市的客单价水平远超其他地区。而郑州、杭州、青岛、武汉、南京与重庆这6个新一线城市的客单价水平已经超越广州和深圳这两个一线城市

图表 13：2019 年一线与新一线城市城市的医美消费客单价水平

单位：元

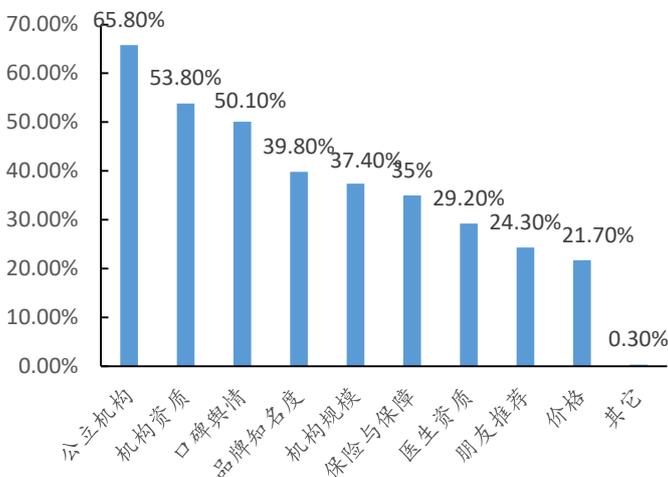


资料来源：德勤&美团《中国医美市场趋势洞察报告》，华福证券研究所（注：我们参照《2020 城市商业排行榜》确定新一线城市榜单）

2.4 较成熟的消费者价格敏感度较低，更关注医美服务机构与医生的信用背书

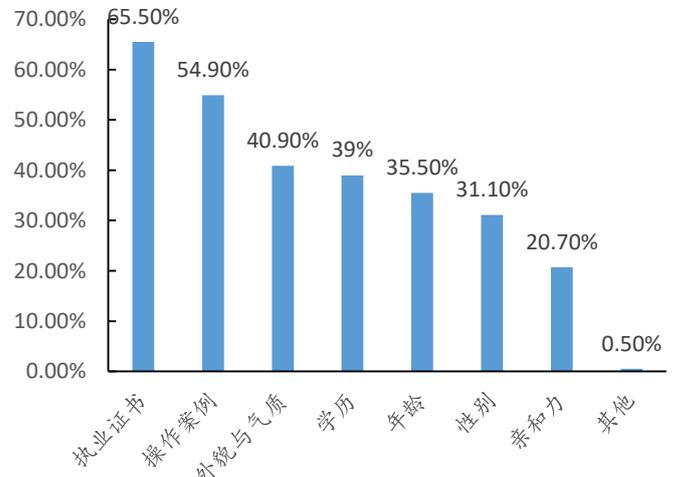
根据 iiMedia 的数据显示，有过医美消费的受访者选择医美服务机构时最主要的三个考虑因素分别为：1) 是否为公立医院；2) 机构资质；3) 口碑舆情。仅有 21.7% 的受访者将价格作为考虑因素。在选择医生时最主要的三个考虑因素分别为：1) 执业证书；2) 操作案例；3) 医生的外貌与气质。

图表 14：2021 年中国医美消费受访者选择医美服务机构的考虑因素



资料来源：iiMedia Research，华福证券研究所

图表 15：2021 年中国医美消费受访者选择医美服务机构医生的考虑因素

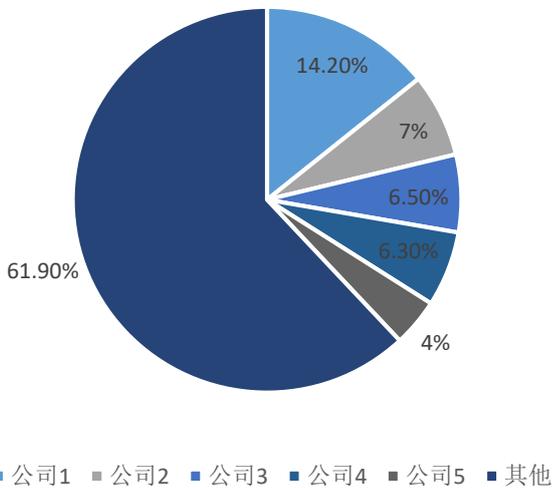


资料来源：iiMedia Research，华福证券研究所

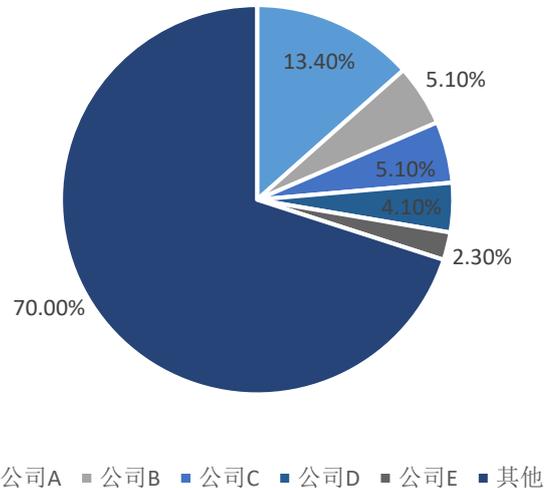
2.5 行业竞争格局分散，竞争激烈

我国医美机构竞争格局较为分散，区域经济越发达，医美的行业集中度越高。从目前可以获得的较权威数据来看，以上海、杭州与浙江省为例，前五大医美服务机构的市场份额占比分布为 38.1%、30%与 17.5%，呈现出经济越发达，医美的行业集中度越高的特点。根据 Frost&Sullivan 的数据，截至 2019 年 12 月，上海共有医美服务机构约 400 家，其中医美医院的占比不到 5%。从收入角度看，前五大医美服务机构的市场份额约为 38.1%。截至 2019 年 12 月，杭州共有医美服务机构约 300 家，前五大医美服务机构的市场份额约为 30%。

图表 16：2019 年上海前五大医美机构市场份额（按收益）



图表 17：2019 年杭州市前五大医美机构市场份额（按收益）

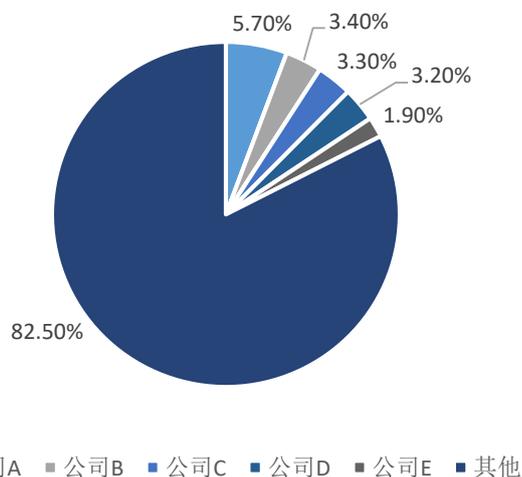


资料来源：瑞丽医美招股说明书，华福证券研究所

资料来源：瑞丽医美招股说明书，华福证券研究所

截至 2019 年 12 月，浙江省的医美服务机构越为 850 家。从收益角度看，前五大医美服务机构仅占据 17.5% 的市场份额。

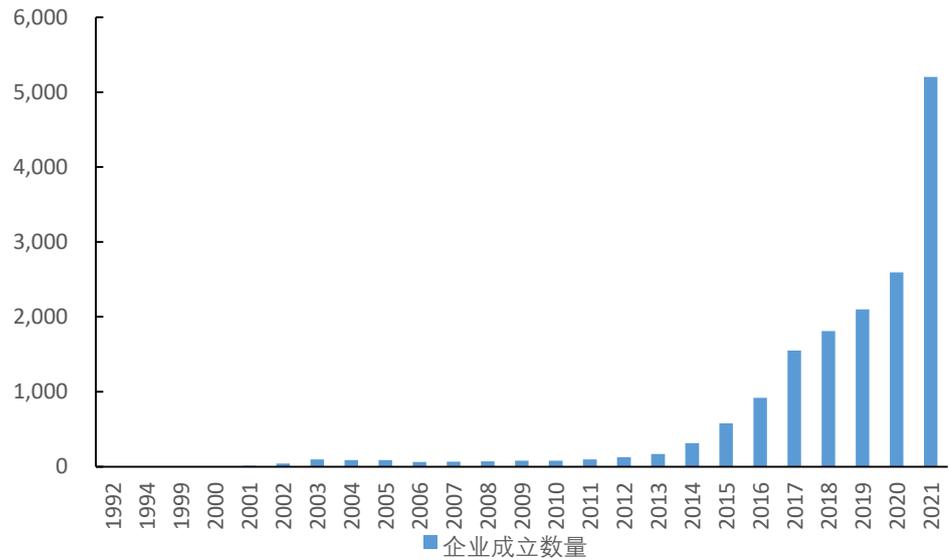
图表 18：2019 年浙江前五大医美机构市场份额（按收益）



资料来源：瑞丽医美招股说明书，华福证券研究所

具备医疗美容经营范围的企业数量较多，以中小型机构为主。2017 年限韩令之后，我国经营范围中包含医疗美容的机构每年的新成立数量呈现快速增长态势。通过企查查，我们进行了初步的粗略统计，自 2017 年我国每年新设立的机构数量呈现快速增长态势，2021 年新设立机构 5200 余家。我们认为一方面原因是限韩令使赴韩做医美项目的消费者大幅减少，另一方面原因是我国鼓励民营机构进入医疗领域的政策密集出台。

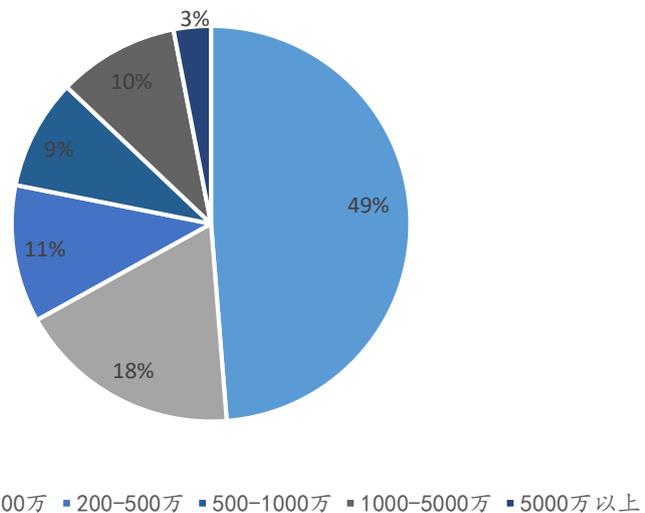
图表 19：2000-2021 年 12 月我国每年新成立的具备医美经营范围的企业数目



数据来源：企查查，华福证券研究所（注：统计范围：搜索关键词为医疗美容；筛选条件：1、企业经营范围中包含医疗美容；2、行业为卫生与社会工作；3、登记状态为在业或存续）

机构大多数规模较小。根据企查查数据，目前我国注册资本在 200 万以内的机构占比达到 67%。

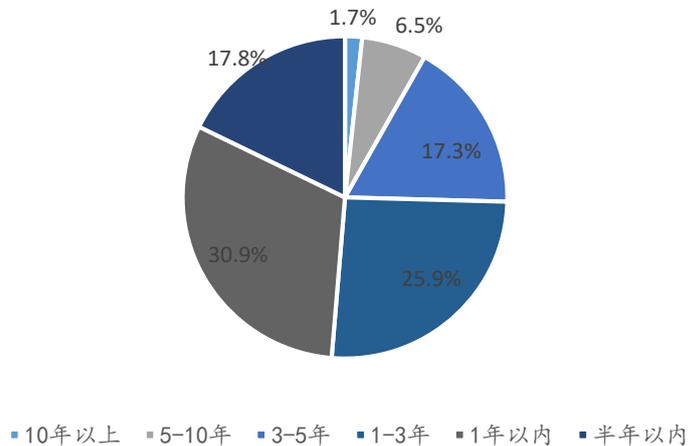
图表 20：我国具备医疗美容经营范围的企业注册资本分布情况



数据来源：企查查，华福证券研究所（注：统计范围：搜索关键词为医疗美容；筛选条件：1、企业经营范围中包含医疗美容；2、行业为卫生与社会工作；3、登记状态为在业或存续）

竞争激烈，成立时间在 10 年以上仍然存续的老店占比仅为 1.7%。通过企查查，我们初步的粗略统计了成立 10 年以上，至今仍然存续的具备医疗美容经营范围的老店占比仅为 1.7%，而成立时间在 5-10 年以内的机构占比仅为 6.5%，在一定程度上说明医美服务行业的竞争极为激烈，能经过时间考验的机构比例较低。

图表 21：我国具备医疗美容经营范围的企业成立年限分布

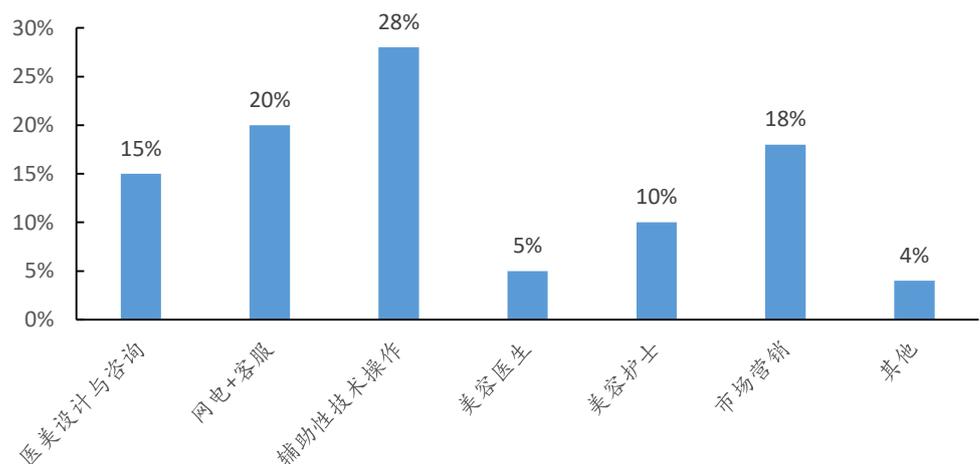


数据来源：企查查，华福证券研究所（注：统计范围：搜索关键词为医疗美容；高级筛选条件：1、企业经营范围中包含医疗美容；2、行业为卫生；3、登记状态为在业或存续）

2.6 “名医”资源较紧缺

根据中国整形美容协会教育培训中心于 2021 年 2 月发布的《中国医美产业专业人才现状与需求报告》¹显示，未来三年医美机构对美容医生的需求总量较小，仅占岗位总需求的 5%，但是医美机构对“名医”的需求十分迫切。

图表 22：2021-2023 年医美机构不同岗位人才需求占比



数据来源：中国整形美容协会教育培训中心，华福证券研究所

“名医”的基本要素是什么？我们认为有以下三点：1) 合法合规执业；2) 具

¹ 该报告通过抽样调查，对国内 1050 家医美机构和 2506 家生活美容机构进行了问卷调查，旨在了解医美产业专业人才现状与未来需求

备服务客户的精神、沟通、共情等软实力较强（这一点较难有具体的、统一的衡量标准）；3）具备扎实的技术，在扎实的技术基础上，争取做到技术的创新。

医美机构对“名医”的需求较大的原因，我们认为有以下三点：1）医生素质良莠不齐，缺乏对医生综合素质的权威认定机构；2）“名医”自带信誉背书，是一种专家营销的方式，在一定程度上可以降低消费者的信任成本，从而降低医美机构的销售成本；3）“名医”可以凭借其声誉实现项目的溢价，有助于医美机构设置梯级定价的医美项目。对于手术类医美项目来说，知名医生的外科手术价格更多体现的是其声誉价值，而声誉价值由其技术水平、服务水平积累而来。

以埋线手术为例，其价格带位于 2-7 万之间，之所以价格带较宽，是因为埋线手术是在盲视的情况下操作的，效果取决于医生的手感和经验，不同的医生会有不同的手术效果；以伊美尔的价目表为例，伊美尔的项目根据不同的医生等级设计了价格梯度，使消费者的选择范围更宽。

图表 23：伊美尔天猫旗舰店不同医生等级的收费情况

我们 指定医生	
非手术项目	手术项目
新锐医生指定费 ¥300	新锐医生指定费 ¥800
明星医生指定费 ¥500	明星医生指定费 ¥2000
大医生指定费 ¥800	大医生指定费 ¥3000
特聘专家指定费 ¥1000	特聘专家指定费 ¥8000

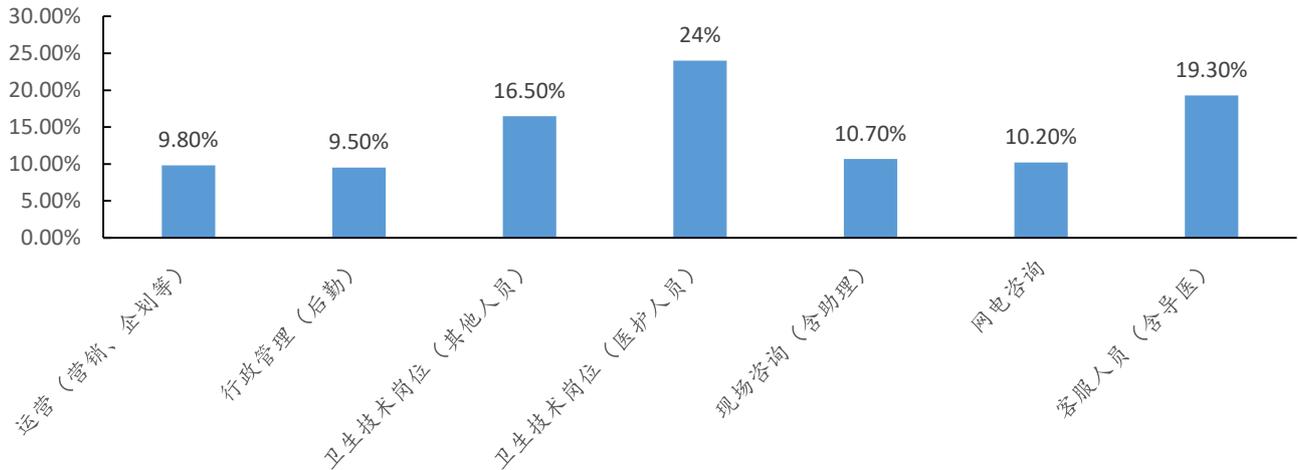
(如需指定医生, 请把所选产品和所选医生一同加入购物车购买!)

资料来源：伊美尔天猫旗舰店，华福证券研究所

2.7 医美咨询师是实现销售转化的重要环节

医美咨询师的岗位占比仅次于医护人员，是医美机构的第二大人力组成部分。根据中国整形美容协会教育培训中心发布《中国医美产业专业人才现状与需求报告》数据显示，医美机构的服务岗位（包括客服人员、网电咨询、现场咨询等）人数最多，占比为 40%，服务人员占比最大；在卫生技术人员中，除持证执业的医护人员外，还有相当一部分为无证上岗的辅助类技术操作人员，占比为 16.5%。

图表 24：医美机构岗位人员占比



资料来源：中国整形美容协会教育培训中心，华福证券研究所（注：卫生技术岗位其他人员是指，因为政策原因，无法取得合法身份，但是因行业发展需要，确实存在的辅助类技术操作人员（如：光电仪器操作、皮肤护理、文饰美容、洁牙及美白等。）

一方面，**医美咨询师是医美机构管理医师的重要媒介**。医美机构通过设置医美咨询师的职位，可以避免医生直接掌握客户资源，降低医生在跳槽或者自主创业时将客户资源带走的可能性。同时，由于咨询师在一定程度上可以决策将客户分给哪位医生，有利于医美机构通过咨询师来管理医师。另一方面，**咨询师是将客流从线上转移到线下，从“虚拟客人”转为“到店客人”并促成销售成交，实现流量变现的重要环节**。咨询师主要分为两类：1) 网电咨询师，负责将客人从线上引流至线下；2) 现场咨询师，负责促成到店客户的交易，实现最终的流量变现。我们发现一些医美机构的网页设置较为简单，点击某一项目时会经常跳转至网上咨询的界面，消费者通过添加网电咨询师的微信获得想要的信息，后期消费者到店后，再接触现场咨询师进行进一步的沟通，现场咨询师也通过微信等方式保持与顾客的后期联络，在一定程度上有助于医美机构建立私域流量池。

图表 25：医美机构通过网电咨询师与线上客流沟通的列举

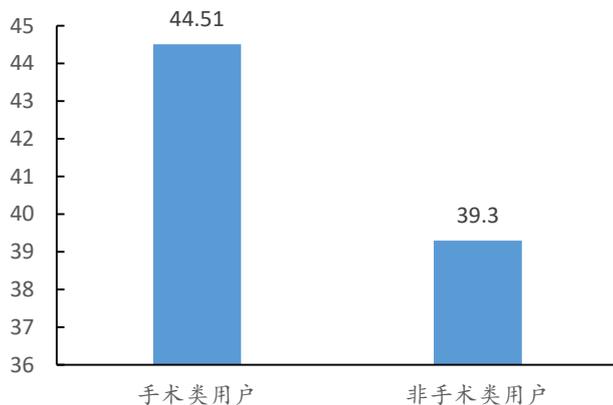


资料来源：广州美莱医疗美容门诊部官网，北京艺星官网，华福证券研究所

2.8 非手术类医美项目是行业项目发展的主要趋势

相比于手术类医美项目，非手术类医美项目由于风险较小、恢复较快、客单价较低、消费频次较高，审美的主观性较低，更依赖机械操作等特点，更容易实现标准化的流程，因此将成为医美服务机构连锁化布局的重要方向。根据艾瑞咨询，非手术类项目的消费者的决策天数较短，需 39.3 天，手术类用户需 44.51 天。73.7%的轻医美医生认为当前行业的岗位需求有所提升，68.4%的轻医美医生认为当前行业发展趋势向好，70.7%的轻医美医生认为客户的咨询量有提升，89.5%的轻医美医生月收入有所提升。

图表 26：手术类用户与非手术类用户的决策天数 单位：天



资料来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

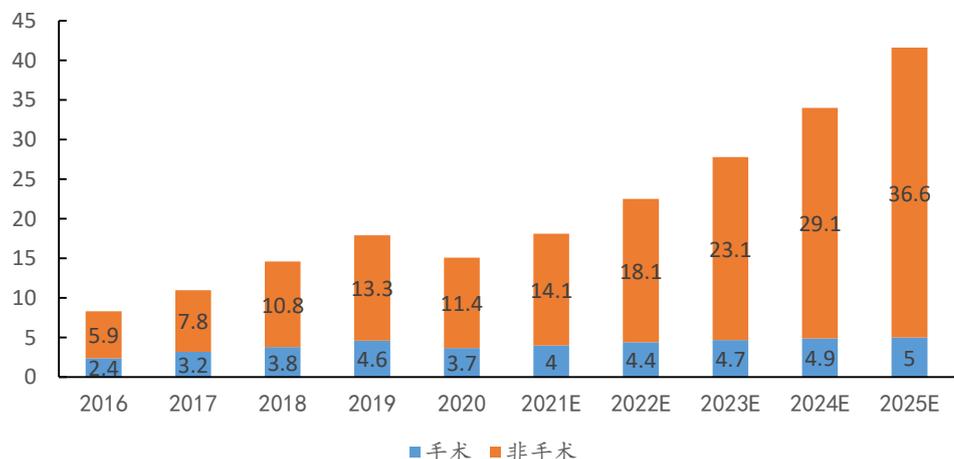
图表 27：轻医美医生对行业发展的感知情况



资料来源：iiMedia，华福证券研究所

从服务量角度看，非手术项目占比较高，年均复合增速较快。根据 Frost&Sullivan，2020 年我国非手术项目服务量占比达到约 75.5%，到 2025 年预计将达到 88%。2016 年至 2020 年，我国民营医院提供的非手术项目总量由 5.9 百万人次增至 11.4 百万人次，年均复合增速为 18%；预计至 2025 年，人次将进一步增至 36.6 百万人次。而根据美国整容医师协会通过研究得出，收入每提升一倍，消费者对于外科整形手术的需求就会降低 62%，而对于微整形项目，消费者的需求则会提升 463%。

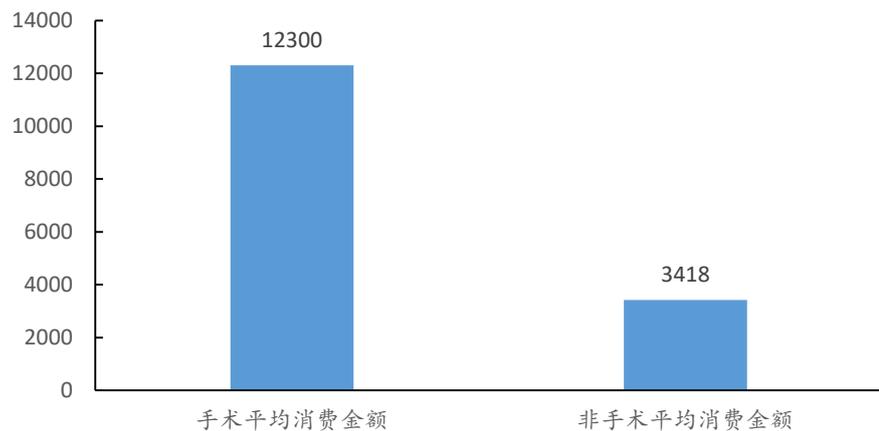
图表 28：按医美手术及非手术诊疗划分的我国民营医美服务市场的服务量 单位：百万人次



资料来源：Frost&Sullivan，华福证券研究所

虽然非手术类医美项目的平均消费金额较低，但是如果医美机构精耕细作某一区域市场，提高并维护客户粘性，那么在客户的生命周期内或将给医美机构带来高于手术类项目的收入。根据 Frost&Sullivan 的数据，2020 年我国手术类医美项目的平均消费金额为 12300 元，非手术类医美项目的平均消费金额为 3418 元。我们保守地粗略假设一个客户的生命周期为 5 年，该客户为某一医美机构的忠实客户，平均一年做一次非手术类医美项目，则 5 年可以为该医美机构产生 17090 元的收入，高于手术的平均消费金额。

图表 29：2020 年我国消费者的医美服务项目平均消费金额 单位：元



数据来源：Frost&Sullivan，华福证券研究所

2.9 “综合医院+多点门诊部”的连锁模式是行业业态发展趋势之一

从市场参与者的业态发展趋势来看，参考美国、韩国与台湾成熟市场的发展情况，我们认为我国的医美服务行业将逐步衍化为三类主要的市场参与者：1) 具备连锁化能力、技术领先、服务项目齐全的综合医院，其可以凭借雄厚的资本实现全国或区域性的多点布局，通过总部统一资金管理、品牌运营、人事管理等发挥规模效应与协同效应，摊薄成本；2) 医生集团，以医生品牌引流，降低获客成本；3) 专注于某一细分市场的单体名医门诊部。与“综合医院+多点门诊部”与医生集团相比，单体名医门诊部由于较为依赖医生的个人知名度，因此其商业的存续力或较弱，生命周期或较短。另外，随着监管趋严，消费者认知度提升，黑医美机构将逐步退出竞争。

图表 30：美国、韩国与台湾的医美服务机构特征

地区	特征
美国	医美机构多以联合组织的形式形成连锁门店经营，宣传经营围绕医生进行；市场集中度较高。
韩国	综合性医院规模大，数量少；专项美容医院或诊所数量多，规模小，技术未必比综合性医院差，专注于一个或几个部位的美容或者一种治疗方法（例如：眼部美容或鼻部美容，埋线提升）；关注服务的细节（例如：请“客人”睁开眼睛时，先关闭或移开无影灯，尽量减轻或避免“客人”的不适；术（治疗）后使用小巧的肤色胶布包扎），专科美容医院实行合伙制。
台湾	医生更“全能”，要给到消费者整体的审美方案；消费者更看中“名医”，医生集团以技术为导向；诊所多，体量小，价格透明，口碑营销为主。

资料来源：艾瑞咨询，《台湾医生看两岸医美行业现状》，《韩国医美现状与分析》，华福证券研究所

近年来，医美行业发生多起并购，随着资本的进入，具备一定时间积淀的医美机构加快扩张速度，以大型综合医院树立品牌形象，以多点布局门诊部或诊所的方式增加区域覆盖密度，提升服务半径，实现连锁品牌效应与规模效应。

从成本角度来看，相比大型综合性的医美医院，医美诊所与医美门诊部的设立门槛较低，并可以提供大部分非手术类的医美项目，依托标准化程度较高的非手术类医美项目进行复制连锁扩张。例如，美容医院的基本设备要求项目有 30 余项，而医美门诊部的基本设备要求项目仅为 15 项左右，医美诊所则根据不同的科室设置要求较少数目的基本项目配置。

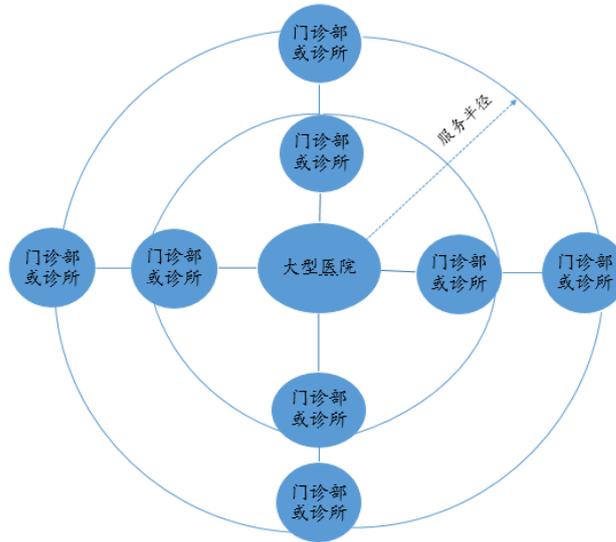
图表 31：美容医院与医美门诊部、医美诊所的设置要求对比

性质	床位和牙椅	科室设置	设备
美容医院	住院床位总数 20 张以上，美容治疗床 12 张以上，牙科综合治疗椅 4 台以上	临床科室：至少设有美容咨询设计室、美容外科、美容牙科、美容皮肤科、美容中医科、美容治疗室、麻醉室；医技科室：至少设有药剂科、检验科、放射科、手术室、技工室、消毒供应室、病案资料室	基本设备（呼吸机、心电监护仪、自动血压监测仪、电动吸引器、体外除颤器、麻醉机、吸脂机、无影灯、紫外线消毒灯、高压蒸气灭菌设备、器械柜、美容外科手术相应的手术器械、X 光机及暗室成套设备、喷砂洁牙器、光固化治疗机、正颌外科器械、X 光牙片机、银汞搅拌机、技工设备、口腔全景 X 光机、牙科必备的消毒设备、电凝器、激光机、电子治疗机、皮肤磨削机、离子喷雾器、文眉机、皮肤测试仪、超声波美容治疗机、多功能健胸治疗机、恒温培养箱、电冰箱、洗衣机、消毒柜、检验科需要的配套设备及具有上网功能的计算机）；病房每床单元设备，与二级综合医院相同；具有与开展的诊疗科目相应的其他设备。
医美门诊部	至少设有美容治疗床 4 张，手术床位 2 台，牙科综合治疗椅 2 张，观察床位 2 张。	临床科室：至少设有美容咨询室、美容外科、美容皮肤科、美容牙科，可设置美容中医科、美容治疗室；医技科室：至少设有药剂科、化验室、手术室。	基本设备（手术床和成套美容外科手术器械、无影灯、紫外线消毒灯、高压蒸气灭菌设备、电凝器、电动吸引器、离子喷雾器、多功能美容仪、皮肤磨削机、文眉机、激光治疗机、电冰箱、消毒柜、牙科必备的消毒设备、具有上网功能的计算机）；具有与开展的诊疗科目相应的其他设备。
医美诊所	至少设有美容治疗床 2 张，或手术床 1 张及观察床 1 张，或牙科综合治疗椅 1 张。	临床科室：美容外科、美容皮肤科、美容牙科、美容中医科 4 科目中不超过 2 个科目；医技科室：根据开设的科目，设置相应的医技科室。	基本设备（美容外科：手术床及相应成套美容外科器械、消毒柜、吸引器、无影灯、紫外线消毒灯、电凝器、高压蒸气灭菌设备；美容皮肤科：皮肤磨削机、离子喷雾器、多功能美容仪、激光机或电子治疗机、超声波、治疗仪、消毒柜、文眉机、高压蒸气灭菌设备；美容牙科：消毒柜、牙科必备的消毒设备、高压蒸气灭菌设备。）；具有与开展的诊疗科目相应的其它设备；具有上网功能的计算机。

资料来源：中华人民共和国卫生健康委员会官网，《美容医疗机构、医美科（室）基本标准（试行）》，华福证券研究所

从服务半径角度来看，大型的医美机构，可以通过在二三线城市多点布局门诊部或诊所的方式，提升区域的覆盖密度与服务半径，以非手术类医美项目进行引流与养客，部分门诊部或诊所也可以专攻某一细分市场，与其他诊所及大型综合医院实现差异化的市场定位，逐渐形成品牌共享、人才共享等协同效应。

图表 32：医美机构通过开设门诊部与诊所扩大服务半径



资料来源：华福证券研究所

2.10 互联网平台或将成为医美服务机构未来主要获客渠道

互联网平台在一定程度上降低了医美机构、医生与消费者之间的信息不对称性。另外，互联网平台的客群定位更精准，营销效率较高，或将成为医美服务机构未来主要的获客渠道。传统广告的投放方式粗放单一，客群的定位精准性较差，获客效率低；代理商（即渠道商）引流的模式按单笔消费金额提佣，佣金比例通常高达 30%-70%，获客成本较高，后两者的市场份额或将逐步让予互联网平台。

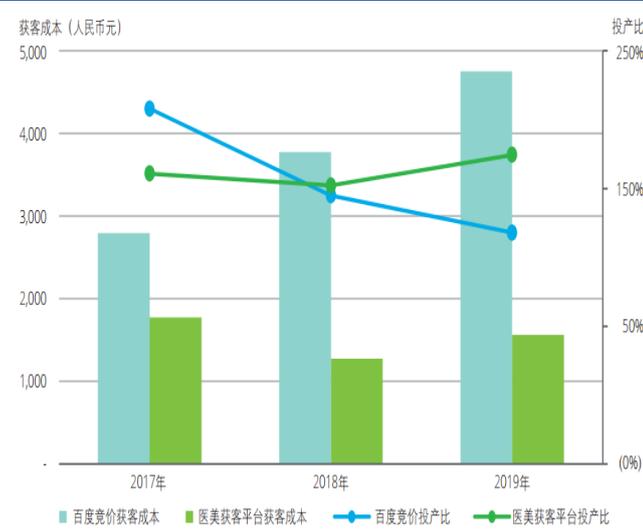
图表 33：2019 年中国医美市场不同营销模式的对比

	传统广告导流	互联网平台导流	代理商导流
运作方式	传统媒体、户外、搜索引擎	医美 APP、自媒体、信息流与转诊平台	美容院、KOL、异业合作等
花费占比	60%-90%	10%-40%	无特定预算，按分成收取费用，分成比例约为 30%-70%。
适用机构	大型连锁机构	适用于直客类的中小型医院、门诊部、诊所等，大型机构也在尝试。	美容院转诊多适用于渠道医院，如思瑞国际
获客效果	提升机构曝光率	营销形式多样，可打造明星 IP 医生或旗舰店	客户信任度高，客单价高
局限性	投入产出比逐年降低，受舆情营销较大	人群覆盖有限，目前多为年轻人群	渠道依赖性强，客户随渠道流动，人群覆盖有限
案例	机场、电梯等 LED 屏	新氧、悦美案例展示等、微博、小红书、微信公众号等	-

资料来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

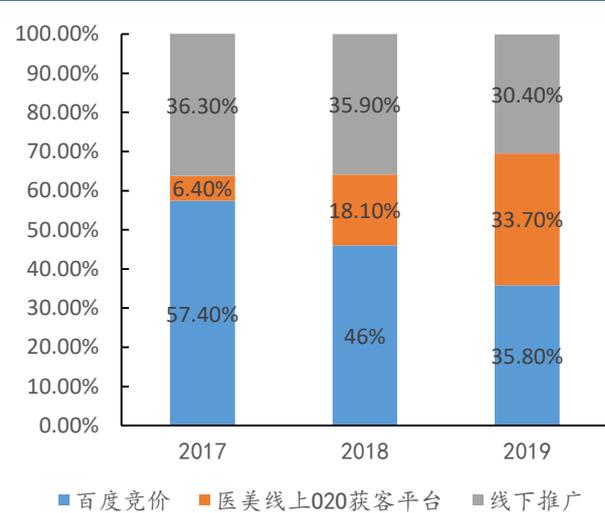
根据德勤 2017 年至 2020 年数家并购交易尽职调查案例的平均统计，2017 至 2019 年，头部医美机构在医美 O2O 平台的推广投放占比从 6.4%提升至 33.7%，而在百度竞价的投放占比从 57.4%下降至 35.8%，线下投放占比从 36.3%下降至 30.4%。百度竞价的投产比从 150%以上降至 150%以下，医美获客平台的投产比呈上升趋势。

图表 34：头部医美机构线上渠道获客成本及投产比



资料来源：德勤&美团《中国医美市场趋势洞察报告》，华福证券研究所

图表 35：头部医美机构推广渠道投放占比



资料来源：德勤&美团《中国医美市场趋势洞察报告》，华福证券研究所

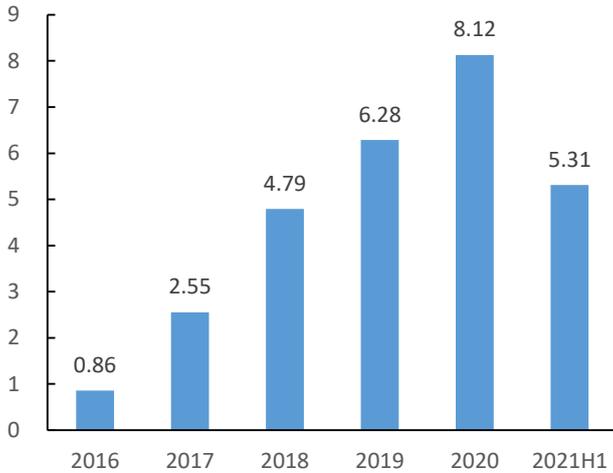
三、公司医美业务稳健扩张，区位优势明显，人才体系搭建成功

3.1 医美业务表现较好，对公司整体收益贡献上升

公司于 2016 年正式进入医疗美容服务业务领域，先后收购了“米兰柏羽”、“晶肤医美”与“高一生”三个品牌。医美业务管理层面由朗姿医疗管理公司及各医美机构实施并已搭建了“医管公司（后台）- 事业部（中台）- 医疗机构（前台）”三级组织架构，后台负责医美业务规划和管理支持、中台负责营销和运营、前台提供医疗和服务，通过上述集团管控和医美业务板块三级管理和运营体系的搭建，基本形成了朗姿医美的管理集约化，风险可控，各终端医美机构业务上具有独立自主性并相互协同的经营管理模式，加强集团各业务板块的资源协同。截至 2021H1，公司拥有 22 家医疗美容机构，其中医院 4 家、门诊或诊所 18 家，主要分布在成都、西安、重庆、深圳、长沙、宝鸡和咸阳等地区，初步形成了以成都和西安为中心的区域布局。

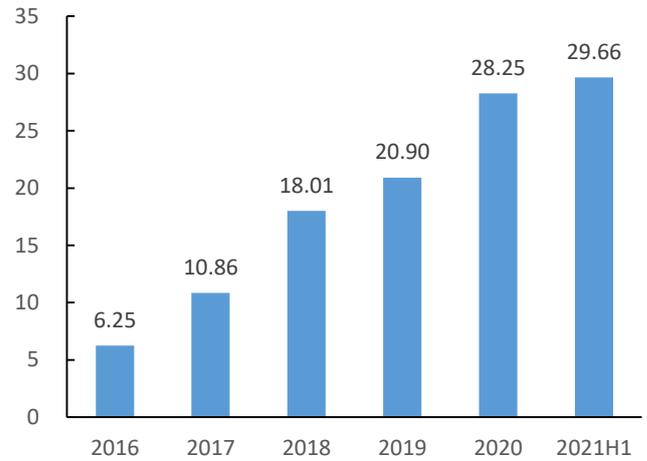
医美板块总体表现较好，对公司整体收益贡献逐步上升。2016 年至 2021H1，公司医美板块营业收入从 0.86 亿元增长至 5.31 亿元，在公司总营收的占比从 6.25% 增长至 29.66%。2020 年，公司医美业务的利润贡献最高，带动公司实现归属于母公司所有者的净利润 14,203.68 万元，增长 141.65%。2021 年前三季度，公司医疗美容业务实现营业收入 82,101.75 万元，同比增长 37.37%。

图表 36: 2016-2021H1 公司医美业务营收 单位: 亿元



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

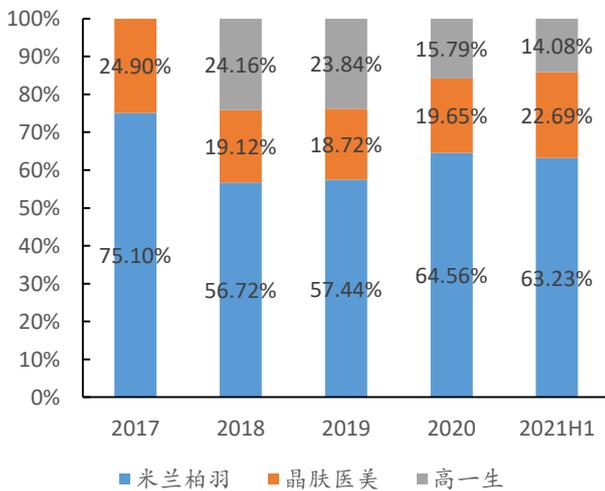
图表 37: 2016-2021H1 公司医美业务营收占比 单位: %



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

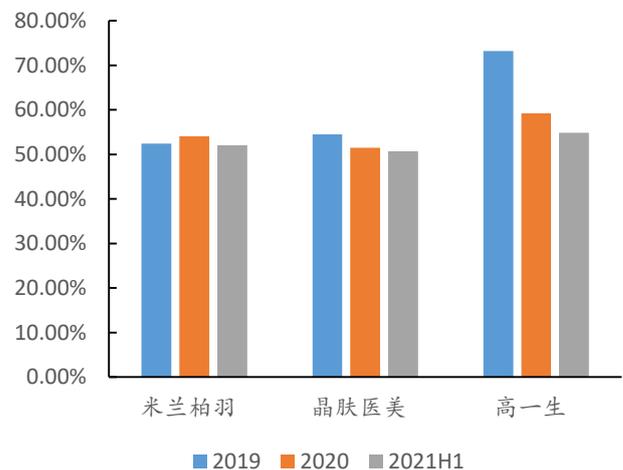
从品牌看, 米兰柏羽占营收比重最高, 毛利率有所提升。晶肤医美扩张较快, 2018 年至 2021H1, 营收占比从 19.12% 提升至 22.69%; 由于晶肤医美主打的是轻医美项目, 同质化竞争较为严重且新店较多, 毛利率有所下滑。

图表 38: 公司医美业务按品牌拆分营收占比



资料来源: 公司公告, 华福证券研究所

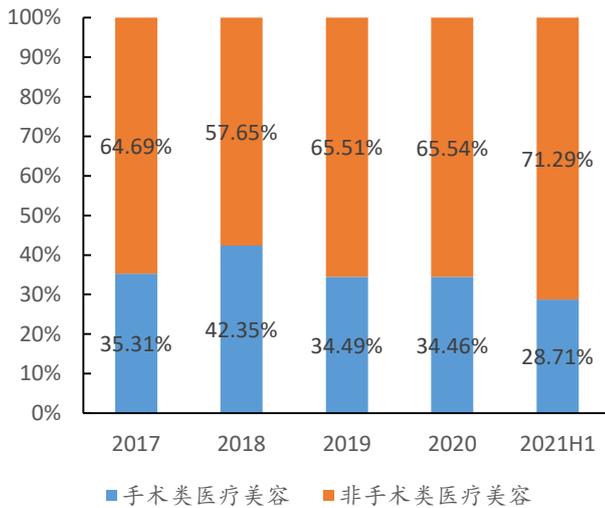
图表 39: 公司医美业务按品牌的毛利率



资料来源: 公司公告, 华福证券研究所

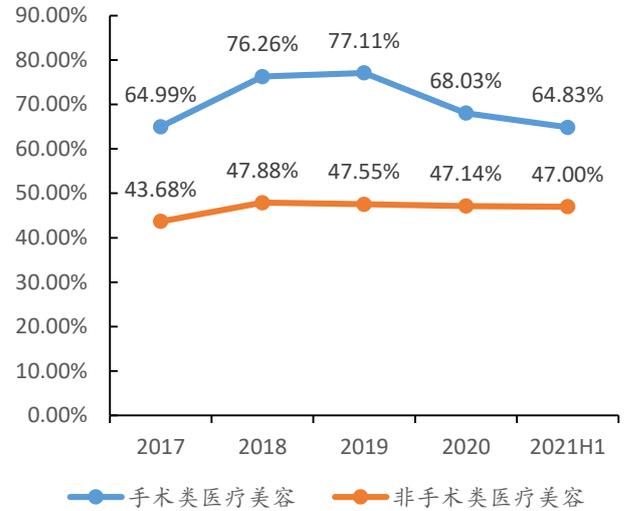
从项目看, 公司非手术类项目的营收占比逐步提升, 毛利率基本保持稳定。2017 年至 2021H1, 公司手术类项目的营收占比从 35.31% 下降至 28.71%, 非手术类项目的营收占比从 64.69% 上升至 71.29%。

图表 40：公司医美业务按项目拆分管收占比



资料来源：公司公告，华福证券研究所

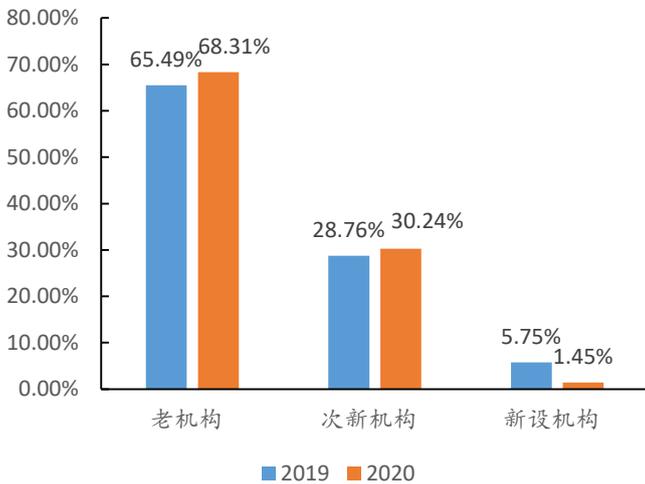
图表 41：公司医美业务按项目的毛利率



资料来源：公司公告，华福证券研究所

从新老机构看，公司成熟机构的收入规模与销售净利率向好，次新机构的收入规模提升，由于新设机构数量增加，贡献营收不多。次新机构与新设机构的销售净利率有望随着运营逐步成熟而改善。

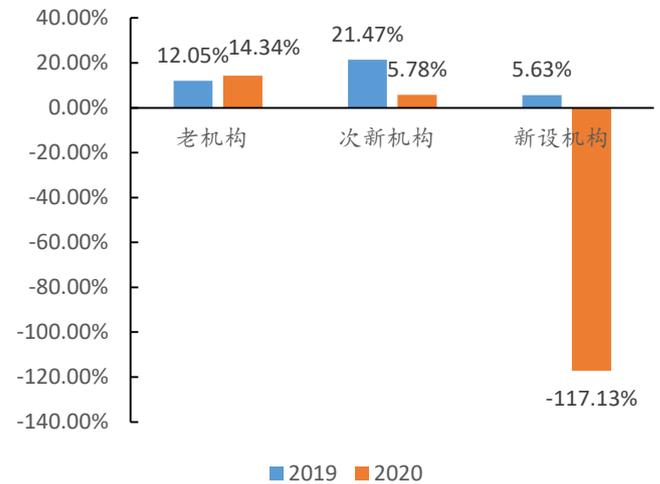
图表 42：2020 年公司新老医美机构占医美营业收入比重



资料来源：公司公告，华福证券研究所

(注：老机构指机构运营时间在三年以上(不含三年)的机构；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；新机构是指机构运营时间在一年(含一年)以内的机构。)

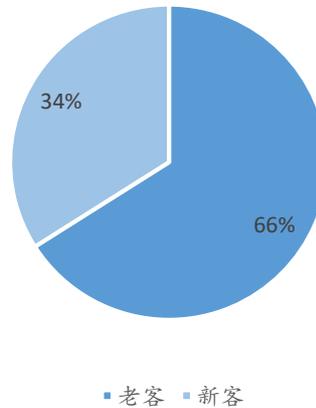
图表 43：2020 年公司新老医美机构销售净利率



资料来源：公司公告，华福证券研究所

从客户构成来看，老客占比较高。2020年，公司老客占比达到66%，客户粘性较强。

图表 44：2020 年公司新客与老客占比



资料来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 医美机构的品牌定位有所区分，实现错位竞争与协同效应

公司目前拥有三大医美品牌---“米兰柏羽”、“晶肤医美”与“高一生”，品牌定位、机构类型与区域分布有所区分，对不同类型的客户进行覆盖的同时实现错位竞争。另外，在医美各品牌相互独立的基础上，可以共享知名医师、高端诊疗设备、医疗技术和管理经验等方面的资源，共享药品、医疗器械、医疗耗材、医疗设备的统一采购价格，共享广告投放和营销推广，实现较好的资源协同效应。

图表 45：截至 2021H1 公司医美业务品牌矩阵

品牌名称	品牌形象	品牌定位	数量 (家)	类型	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	医院、门诊部	成都、深圳、西安
晶肤医美		专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌	16	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳
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	医院、门诊部	西安、宝鸡

资料来源：公司公告，华福证券研究所

米兰柏羽成立于 2005 年，其前身为“米兰美容外科医院”，2013 年升级为“四川米兰柏羽医学美容医院”。2018 年米兰柏羽成为成都医美“十强”医院，同年年底，获评中国 5A 级医美机构认证。2020 年，米兰柏羽打开成都、西安、深圳三地市场。2021 年 1 月，米兰柏羽选址成都高新 CBD 商圈，新建全国第四家医院——成都

高新米兰柏羽医学美容医院，开启一城两院的新格局，进一步深耕成都市场。通过成都高新米兰柏羽医学美容医院，米兰柏羽开始推进产品研发、服务升级与品牌升级。成都高新米兰柏羽医学美容医院除了传统的外科、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（BODY CODES）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，将生活美容与医学美容相结合。四川米兰柏羽与成都高新米兰柏羽医院均是独栋建筑，外形设计高端，体现出其坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌定位。

图表 46：四川米兰柏羽医学美容医院



资料来源：公司官网，华福证券研究所

图表 47：成都高新米兰柏羽医学美容医院



资料来源：公司官网，华福证券研究所

“晶肤医美”定位于国内“医学年轻化”连锁品牌，创立于 2011 年，2016 年并入公司。借助公司搭建的管控体系和品牌发展模式，晶肤医美逐步成为规范化、标准化、可复制的医美连锁品牌，目前在全国 5 个城市内打造“半小时内必有晶肤”的战略布局，已经拥有 16 家连锁医美机构、60 余名专业医生团队。通过连锁化的发展模式与区域化的管理体系，晶肤医美可以降低前期投资，对高端或大型成本较高设备可采用共享模式；另外，可以共享医生资源，由于晶肤医美主打轻医美项目，产品和服务的标准化程度较高，业务操作流程规范统一，医生可根据顾客求美需要提供标准化服务的同时，在不同的医美机构之间进行流动化作业。

图表 48：晶肤医疗美容连锁（四川总院）



资料来源：公司官网，华福证券研究所

图表 49：晶肤医疗美容连锁（新南院）



资料来源：公司官网，华福证券研究所

高一生医美品牌创立于 1991 年，至今已有 30 年的品牌发展历史。高一生医美旗下拥有 2 家机构，西安和宝鸡各有 1 家医院和门诊部。西安高一生医疗美容医院开设有美容外科、微整抗衰、皮肤美容、毛发、中医体雕、口腔六大医学中心。医院环境优美，有 30 万级准洁净手术室 11 间，由德国设计营造了全智能的服务流程，覆盖从候诊、到术前设计、术前准备、再到手术治疗、术后护理等各个环节。

图表 50：高一生医疗美容医院大厅



资料来源：公司官网，华福证券研究所

图表 51：高一生医疗美容医院环境



资料来源：公司官网，华福证券研究所

3.3 医美机构的区位优势显著

公司旗下的医美机构选址均在居民小区、购物中心、公园等人口密度较高、人流量较大、商圈较繁华的地段，有助于增强品牌曝光度，树立品牌形象，使得客户的到店易达性提高，有助于长期的客群维护。

图表 52：公司医美机构区位选址

品牌	旗下机构	区位	附近住宅小区、购物中心、公园等
米兰柏羽	四川米兰柏羽医学美容医院	成都市武侯区人民南路 21 号	小区：盘谷花园、棕南公寓、棕南小区等； 购物中心：壹加壹分店等
	成都高新米兰柏羽医学美容医院	成都高新区天府大道北段 999 号	小区：泛林格兰晴天等； 购物中心：成都银泰中心、成都首座万豪酒店； 公园：交子公园
	西安米兰柏羽医疗美容医院	西安市莲湖区桃园南路 21 号	小区：公园天下、东航公寓、西港国际花园等； 购物中心：西市城、西市生活广场等； 公园：丰庆公园
	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	深圳市福田区红荔西路天健商务大厦 2F	小区：聚豪园、华茂欣园、凯旋豪庭等； 购物中心：星光广场等； 公园：景田南路街心公园、莲花山公园

晶肤医美	晶肤医疗美容连锁(四川院)	成都市青羊区中同仁路 55 号	小区: 聚星城、捷隆公寓等; 购物中心: 星光广场等; 景点: 宽窄巷子
	晶肤医疗美容连锁(星宏院)	成都市锦江区红星路四段 37 号星城银座二三层	小区: 雅仕苑等; 购物中心: 香樟广场等; 公园: 思蜀园、锦华馆等
	晶肤医疗美容连锁(华星院)	成都市武侯区黄门街 4 号 6 楼	小区: 新气象小区等; 购物中心: 铜锣湾广场等; 公园: 滨江公园等
	晶肤医疗美容连锁(光华院)	成都市青羊区光华村新光华广场 2F	小区: 大地锦苑、西华家园等; 购物中心: 大地新光华广场、乐宾百货等; 公园: 忠孝人文纪念公园等
	晶肤医疗美容连锁(锦城院)	成都市高新区锦城大道 666 号	小区: 南苑一区、中海·城南一号等; 购物中心: 奥克斯广场、成都悠方购物中心等; 公园: 鲨鱼公园、锦城公园等
	晶肤医疗美容连锁(新南院)	成都市武侯区科华南路 10 号 1 栋 6 号	小区: 武海·美丽南庭、长寿院社区等; 购物中心: 三瓦窑商业广场、利万佳购物广场等; 公园: 米家沟游园、府河西公园等
	晶肤医疗美容连锁(喜悦院)	成都市武侯区大悦路 465 号 1 栋 1 单元 1 层 107 号	小区: 锦翠花园·南苑、中粮祥云等; 购物中心: 成都大悦城等; 公园: 尚潮蹦蹦床主题公园、簇锦公园等
	晶肤医疗美容连锁(外科院)	成都市金牛区蜀汉路 89 号	小区: 阳光心筑、欣园等; 购物中心: 仁义百货等; 公园: 石人公园等 医院: 成都市西区医院
	晶肤医疗美容连锁(未央院)	西安市未央路赛高商务港 9F	小区: 怡宝花园、秦丰小区、赛高国际、盛世一品等; 购物中心: 星光广场, 艾斯广场等; 公园: 街心公园, 文景公园等
	晶肤医疗美容连锁(新城院)	西安市胡家华东万和城东北角 2F	小区: 恒基·碧翠锦华、丹尼尔世纪华城等; 购物中心: 华东万和城、丹尼尔奥莱国际、长缨鞋城等;
晶肤医疗美容连锁(荣耀院)	西安市雁塔区高新四路 12 号城市皇冠 1 栋 3 单元	小区: 丹枫国际、城市皇冠、新西兰二期等; 购物中心: 高新九号广场、旺	

			座国际购物中心等； 公园：捷瑞公园、唐城墙遗址公园
	晶肤医疗美容连锁（美立院）	陕西省咸阳市渭城区人民东路 102 号	小区：永大观邸、鼎城花园等； 购物中心：亨通商城、凤凰生活广场等； 公园：古渡公园、渭滨公园
	晶肤医疗美容连锁（长沙院）	长沙市五一广场南壹号公馆二层	小区：鸿运花苑等； 购物中心：五一广场、福达万代商业广场等； 公园：王泉庙等 医院：长沙市口腔医院
	晶肤医疗美容连锁（重庆院）	重庆市江北区观音桥建新南路 1 号	小区：嘉陵三村等； 购物中心：融恒·盈嘉中心、重庆新世界百货(江北店)等； 公园：嘉陵公园等
高一	西安高一生医疗美容医院	西安市碑林区长安北路 1 号陕西省体育场东门对面(地铁站南出口)	小区：长安大街 3 号等； 休闲：省图书馆绿化广场、陕西体育场等； 酒店：会展国际酒店等
	宝鸡高一生医疗美容医院	宝鸡市渭滨区清姜路 36 号 1 号楼 B 座 2F	小区：景宏名园、枫林苑小区、新烽火水岸丽园等； 公园：宝鸡人民公园等；

资料来源：公司官网、高德地图、百度地图、房天下、华福证券研究所

3.4 完善的人才培养机制与学术平台

优质的人才 是医美服务行业重要的资源，尤其是优质的医生需要长时间的培养，拥有成熟稳定的人才团队意味着该机构已经具备了一定的竞争壁垒，行业的新进入者需要通过提供更高的薪酬水平与更好的学术平台进行“抢人”，而学术平台的搭建也需要时间与资金的投入，这都意味着入行门槛的提高。根据医聘网统计，医美机构的医技类岗位平均每 10 个月跳一次槽，运营类岗位平均每 12 个月跳一次槽，较高的跳槽频率，使得医美机构的人才资源容易出现断层，不易搭建人才梯队，管理与技术的传承发展较弱，从而最终影响消费者对医美产品的体验与评价。

公司于 2021 年成立了朗姿医美培训中心，从专业培训、管理培训、通用能力三方面搭建起较完善的人才培养机制，有助于形成人才储备库，降低人才断层的风险。

图表 53：公司从专业培训、管理培训与通用能力方面搭建的人才培养机制

专业培训	• 打造学习发展路径，使员工达到不同的能级标准
管理培训	• 培养与储备人才，支撑公司战略发展
通用能力	• 以通用系列课程培训，塑造与培养人才

资料来源：朗姿医美公众号，华福证券研究所

公司建立起从校招管培生到机构总经理的人才培养路径。例如，“朗星计划”是公司针对优秀应届毕业生推出的人才培养体系，经过系统化培训带教，多维度的训练和考核，使得优秀的毕业生在一年作为可以成长为公司的储备管理人员。

图表 54：公司从校招管培生到机构总经理的人才培养路径



资料来源：i 朗姿微信公众号，华福证券研究所

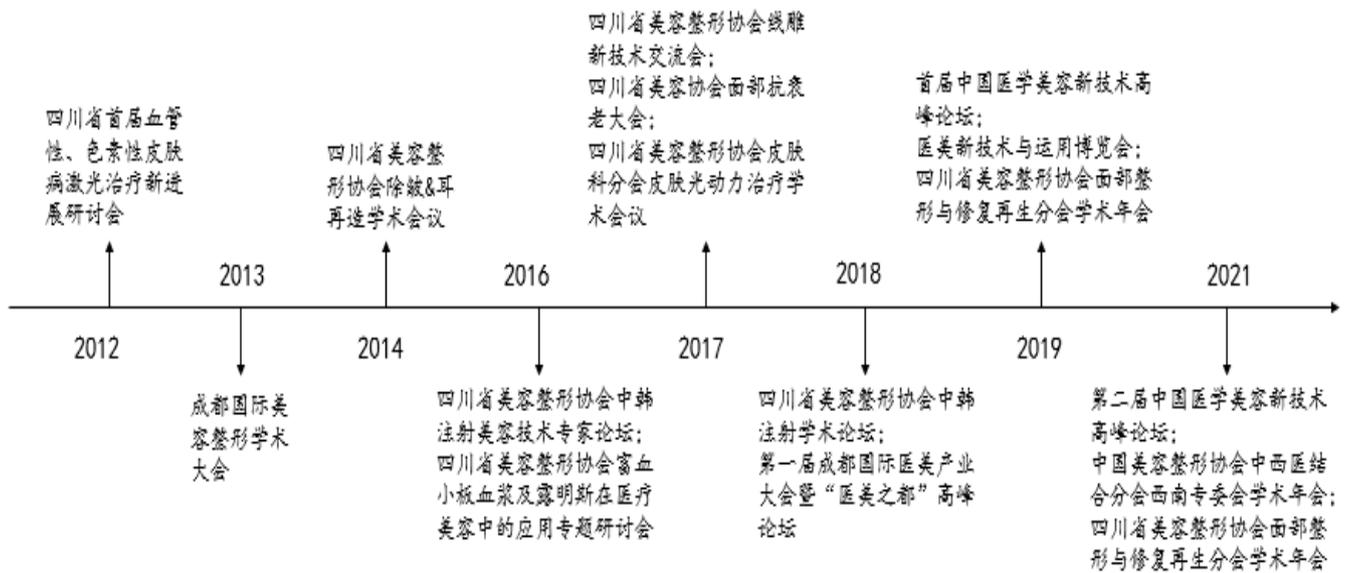
公司通过老带新的体系，进行医生的专业化、场景化训练，搭建人才梯队。2021年10月16日，朗姿医美医疗委员会主办了第一届头面部解剖高级培训班，有集团旗下各机构的40余位高级医师参加。培训采用标本头面部深度解剖方式开展，在整形外科以及医学部老师的带领下，对前沿头面部解剖技术、解剖结构、美容外科/微整/皮肤科治疗等内容重点进行了培训。例如，吴溯帆教授为公司的学员梳理并示范了肉毒毒素注射在皮下脂肪及面部表情肌解剖应用要点，重点讲解了头面部表情肌及表情肌分类以及20个面部肌肉解剖要点及手术定位方法。

我国的公立医院通常通过评级、职称与编制留住优秀医生，对于民营医院来说，虽然不能提供编制，但是也可以通过提供良好的学术平台、科研环境以帮助医生申报课题、发表论文、提升实践技能、评定职称，畅通医生的职业发展路径。

在学术成果方面，公司旗下的四川米兰柏羽医院具有1篇世界整形外科领域顶级杂志 PRS 论文、1篇国际美容整形外科学会杂志 APS 论文、4项国家实用新型专利（双眼皮效果设计器、可调节间距的双眼皮设计器、一次性使用无菌注射器、一次性使用无菌限速注射器），先后培养进修生100余名。

在学术环境建设方面，公司举办或承办过多项学术交流活动，扩大公司及医生在业界的影响力。例如，公司通过承办2021第二届中国医学美容新技术高峰论坛进行技术与分享。米兰柏羽美容整形外科技术副院长陈波介绍了“塔式支架搭建”技术对常规鼻小柱支撑底部的改善作用，现场讲解了自体肋软骨及筋膜组织的在鼻尖部的应用；米兰柏羽美容微创科主任、米兰柏羽美容微创中心技术副院长王鹏在面部年轻化&皮肤美容分论坛上，分享了双美胶原蛋白在修复治疗中的临床应用体会。

图表 55：朗姿医美举办或承办的医美学术活动



资料来源：朗姿医美公众号，华福证券研究所

在人才激励方面，公司搭建起“基本薪酬+超额业绩提成+合伙人计划”的三层薪酬体系。通过合伙人计划，核心骨干医生有机会成为新设机构的事业合伙人，建立起管理团队、医生与机构风险共担、利益共享的机制。另外，朗姿股份先后于 2014、2016 与 2021 年发布了共三期员工持股计划，绑定核心成员，激励员工工作积极性。

图表 56：截至 2020 年 12 月 31 日朗姿股份与员工合伙设立的医美机构

2020 年新设机构	朗姿医疗的持股比例
成都武侯喜悦晶肤医美诊所有限公司	60%
成都武侯华星晶肤医美诊所有限公司	55%
西安荣耀晶肤医美有限公司	51%
成都高新米兰柏羽医学美容医院有限公司	51%
成都青羊光华晶肤医美诊所有限公司	49.40%
成都高新锦城晶肤医美诊所有限公司	70.95%
西安市新城区晶肤医美有限公司	24%
成都蓉雅晶肤医美门诊部有限公司	21%
成都锦江星宏晶肤医美诊所有限公司	6%
宝鸡高一一生医美门诊部有限公司	30%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

在医生方面，公司拥有优秀知名的医生资源，有助于公司品牌形象的树立与维护，客户引流与设置价格梯度丰富的医美项目。在咨询师方面，公司通过年度优秀人物展示，提高员工的企业归属感。

图表 57：公司部分名医简介

姓名	介绍
魏家宾	医学博士，副主任医师，从业 23 年。中华医学会整形与美容分会会员；中华医学会整形与美容乳房整形分会会员；峰度超声刀手术系统临床指定医师；EMBRACE RF 钻石精雕临床操作认证医师；BRAV·C 澎湃胸核心创研专家；曼托、傲诺拉假体隆胸西南地区指定培训导师；艾尔建“弧度之美”（西中国区）专家评委；中国人民解放军医疗成就奖
康春雨	东南大学硕士，副主任医师，从业 20 年。米兰柏羽王牌项目皮肤全扩张两次法耳再造创研专家；中华医学会整形外科学分会耳再造专业学组委员；四川省美容整形协会常务理事；第一届耳整形专家委员会委员
卢尚宾	毕业于泸州医学院临床医学专业本科，副主任医师，从业 11 年，擅长眼部整形，参与研发米兰柏羽金标美杜莎极塑电眼；中华医学会整形外科学分会医美与艺术学组会员，获得韩国 BIO 外科医院进修结业证书。
韩飞	副主任医师，从业 16 年。具备在中国人民解放军第四军医大学、西京医院、韩国首尔 Shimian rhinoplasty Clinic 和 BK 整形外科医院，四川大学华西医院的深造经历。
董薇薇	主治医师，从业 11 年。中国整形美容协会委员，韩国优雅斯指定教培专家，获国际医疗美容整形协会终身荣誉会员奖牌，2018 微整形抗衰老技术杰出贡献奖。

资料来源：新氧，公司官网，华福证券研究所

图表 58：i 朗姿微信公众号的年度优秀人物展示


资料来源：i 朗姿微信公众号，华福证券研究所

图表 59：公司年度优秀客服人员部分名单

姓名	职位
何乾乾	西安米兰柏羽营销客服副经理
胡奕	喜悦晶肤的咨询助理、美学设计师 西安高一生数字营销中心电商推广组组长
何红艳	长
刘达	深圳米兰柏羽营销推广负责人
葛峰	晶肤连锁事业部产品运营经理
姜琳	宝鸡高一生营销部微客服组组长

资料来源：i 朗姿微信公众号，华福证券研究所

3.5 具备较雄厚的资本实力，助推医美机构扩张

医美服务行业具备资本密集的性质。在创建初期，医美服务机构需要大量的资金购置设备与材料、租赁场地、招募人员等。在发展时期，医美服务机构需要在品牌推广、渠道建设、学术研究、连锁化布局等方面进行持续的资本投入，形成规模效应，促进利润的持续增长。公司拥有较雄厚的资本实力，2020 年，公司使用自有资金 2.08 亿元以新设或收购的方式进行医美连锁机构的扩张。

图表 60：2020 年公司重大的股权投资情况

被投资公司名称	投资方式	持股比例	投资金额（元）
成都武侯喜悦晶肤医疗美容诊所有限公司	新设	60.00%	3,600,000.00
成都武侯华星晶肤医疗美容诊所有限公司	新设	55.00%	3,300,000.00
西安荣耀晶肤医疗美容有限公司	新设	51.00%	4,080,000.00
成都高新米兰柏羽医学美容医院有限公司	新设	51.00%	5,100,000.00
成都蓉雅晶肤医疗美容门诊部有限公司	收购	21.00%	3,861,000.00
成都锦江星宏晶肤医疗美容诊所有限公司	收购	6.00%	360,000.00
宝鸡高一生医疗美容门诊部有限公司	收购	30.00%	4,500,000.00
四川米兰柏羽医学美容医院有限公司	收购	100.00%	133,800,000.00
深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	收购	100.00%	6,600,000.00
四川晶肤医学美容医院有限公司	收购	100.00%	19,950,000.00
重庆晶肤医疗美容有限公司	收购	100.00%	3,150,000.00
长沙市芙蓉区晶肤医疗美容有限公司	收购	100.00%	3,450,000.00
西安晶肤医疗美容有限公司	收购	100.00%	11,850,000.00
成都高新锦城晶肤医疗美容诊所有限公司	收购	70.95%	5,100,000.00
合计			208,701,000.00

数据来源：公司公告，华福证券研究所

自 2020 年至今，公司共设立了 5 支医美股权投资基金用于投资医美产业标的，以加快公司的医美业务战略布局，提升医美业务的规模化和行业竞争力水平。

图表 61：公司医美股权投资基金设立情况

基金名称	基金总规模（万元）	朗姿股份出资（万元）
芜湖博辰五号股权投资合伙企业（有限合伙）	40,100	20,000
芜湖博辰八号股权投资合伙企业（有限合伙）	25,100	12,500
芜湖博辰九号股权投资合伙企业（有限合伙）	50,100	25,000
成都朗姿武发医疗美容产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	50,100	10,000
芜湖博辰十号股权投资合伙企业（有限合伙）	60,100	30,000
合计	225,500	97,500

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.6 践行“安全医美、品质医美、口碑医美”的理念

针对医疗风险，公司建立了系统完善的一整套医院（诊所）管理制度、严格规范的诊疗业务流程和服务追踪体系，具体包括：1）公司在推出新的医疗美容产品前会开展严格的评估和审批程序以评估涉及的风险；2）在医疗美容机构建立了规范的医疗质量管理体系；3）定期组织医疗专业人才和其他相关工作人员接受关于医疗操作规程的培训；4）各医疗美容机构专人对制度执行情况和医疗操作规程执行情况进行监督检查。此外，公司法务部也会对药品和医美器械的采购及业务合作供应商等进行审核审批。2021 年 8 月 23 日至 9 月 28 日，公司旗下朗姿医美开启了 2021 年度的检查活动，为期 40 天，针对 20 多家医美机构的医疗质量与安全进行不间断、拉网式、全覆盖、全流程的检查。朗姿医美医疗委员会还邀请了行业内权威专家共同制定了医美行业第一标杆及安全检查标准，推动了公司旗下各机构向规范化、标准化、精

准化方向发展。

四、 公司服装业务品牌矩阵丰富，区位优势明显，营收逐步回暖

4.1 女装品牌定位高端，品牌矩阵丰富

公司以女装业务起家，在该领域具备丰富的运营管理经验，通过“自主创立”、“代理运营”、“品牌收购”三种模式在中高端女装市场进行多品牌布局。截至2021H1，公司在运营的自有女装品牌共6个，分别是LANCY (LANCY FROM25)、LIME FLARE、liaalancy、m.tsubomi（其中m.tsubomi品牌是于2019年通过收购的方式获得），以及于2021年推出的新品牌L BY LANCY和电商设计师品牌LANCY PINK；代理运营的女装品牌2个，分别是MOJO S.PHINE、JIGOTT。公司的女装品牌矩阵丰富，在客户定位、设计风格、产品线与品牌理念方面具备差异化，形成对不同类型，不同年龄层客户的覆盖。

图表 62：截至 2021H1 公司女装业务品牌矩阵

品牌名称	目标客户	品牌风格	品牌理念
LANCY (LANCY FROM25)	25—45 岁，兼具魅力、阅历与影响力的都市精英女性	经典、优雅	诠释都市精英女性对“女性美、影响力、多元场合”的追求，展现女性由内而外散发的气场和力量，取悦自我，成就自我
liaalancy (俪雅)	25—45 岁，事业有成讲究个人品位与独特气场的精英女性	高雅、尊贵	-
L BY LANCY (悦朗姿)	30—55 岁，中产和新中产女性	雅致、精致	诠释中国当代女性对“自由、热爱、生活”的追求，以高性价比、全场景的生活装，满足当代女性对美和生活的热情
LIME FLARE (莱茵福莱尔)	28—35 岁，具有较强的时尚感及文化感的都市精英女性	时尚、精致	表达“高品质的时尚生活方式&态度”
m. tsubomi (子芭米)	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	高档、日常	主张单纯的日常、以纯粹的心态与世界相处
LANCY PINK	25—38 岁，自信、独立、有态度的高阶优雅女性	精致、职场	-
MOJO. S. PHINE (莫佐，也称卓可)	30—45 岁，追求纯粹、高级感、初始风格，具有浪漫主义情怀的女性	奢华、优雅	表达高级优雅和个性独我的极致魅力

JIGOTT (吉高特)	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	浪漫、高贵	-
--------------	---	-------	---

资料来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 女装品牌线下VIP客群稳健增长，线上搭建起私域流量池

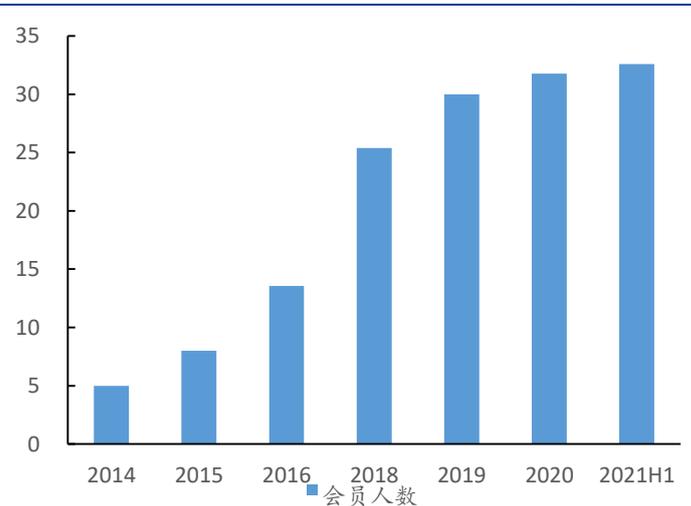
公司线下VIP客户稳步增长，线上通过多元化的营销渠道搭建起私域流量池。2014年至2021H1，公司线下VIP用户从5万余人增长至32.59万余人。公司通过社群运营，微商城，逐步建立起微信生态；通过培养各品牌自己的店铺网红、高级搭配师，借用抖音、小红书、淘宝直播、微信直播等社交平台以长期、持续的做品牌展示、渗透和流量导入，2021H1公司女装线上采用平台新的引流方式导入VIP客户近19.39万人；截至2021年12月初，公司在抖音渠道开设的朗姿官方旗舰店已拥有29.7万粉丝；

图表 63：公司在抖音渠道开设的朗姿官方旗舰店



资料来源：抖音朗姿官方旗舰店，华福证券研究所

图表 64：公司女装线下VIP客户稳步增长 单位：万人



数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.3 女装品牌线下门店选址具备区位优势

服装品牌的塑造与推广、销售渠道的铺设均需要大量的资金与时间投入，优质的店铺区位资源具备一定的稀缺性。截至2021H1，公司女装业务共有线下580个销售终端及22个线上渠道，选址均位于国内大型高端商场、SKP或机场，形成了较广泛且有区位优势的销售终端网络。以朗姿品牌在北京的销售终端为例，选址均在大型高端的购物商场，并在定位高级奢华与流行时尚的奢侈品百货SKP中开设了店铺，另外在首都国际机场与大兴国际机场均设置了专柜。

图表 65：公司旗下朗姿品牌在北京的销售终端

店铺	地址
北京百大	北京市东城区王府井大街255号王府井百货大楼二层朗姿专柜
北京百盛	北京市西城区复兴门内大街101号百盛购物中心二层朗姿专柜
北京翠微	北京市海淀区复兴路33号翠微大厦二层朗姿专柜

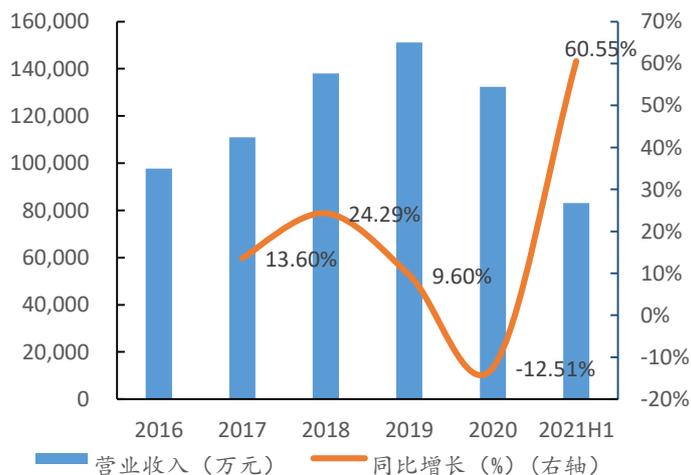
北京当代	北京市海淀区中关村大街当代商城四层朗姿专柜
北京阜成门华联	北京市西城区阜成门外大街1号华联商厦2层朗姿专柜
北京金源	北京市海淀区远大路燕莎友谊商城三层朗姿专柜
北京双安	北京市海淀区北三环西路38号双安商场三层朗姿专柜
北京燕莎	北京市朝阳区亮马桥52号燕莎友谊商城三层朗姿专柜
北京汉光	北京市西城区西单大街汉光百货商场三层朗姿专柜
朗姿通州万达	北京市通州区新华西街58号万达广场二层朗姿专柜
朗姿北京通州国泰	北京市通州区八里桥南街1-1号国泰百货1层朗姿专柜
朗姿北京荟聚	北京市大兴区欣宁街15号荟聚中心一层朗姿专柜
朗姿北京甘家口大厦	北京市海淀区三里河路17号甘家口大厦三层朗姿专柜
北京 SKP	北京市朝阳区建国路87号北京 SKP 三层朗姿店
北京机场 T2	北京首都国际机场2号航站楼国内出发朗姿专柜
北京机场 T3	北京首都国际机场3号航站楼国内出发朗姿专柜
朗姿大兴国际机场安检内店	北京市大兴区大兴国际机场航站楼隔离区里朗姿专柜
朗姿大兴国际机场安检区外店	北京市大兴区大兴国际机场航站楼三层隔离区外 LIAA 专柜

资料来源：公司官网、华福证券研究所

4.4 2021H1 公司女装业务营收回暖

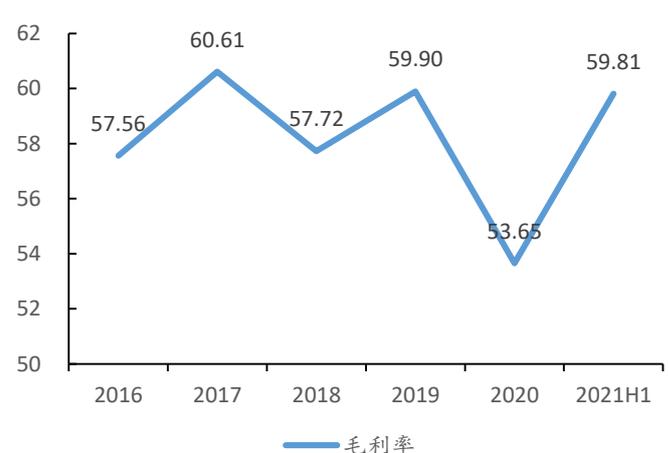
2021H1 公司女装业务毛利率回升，营收逐步回暖。2016年至2019年，公司女装业务营业收入保持稳健增长态势，从97712.02万元增至151205.73万元，毛利率基本保持稳定。2020年，受疫情影响，公司女装业务营业收入下降至132293.38万元，毛利率下降至53.65%。随着疫情逐步好转，2021年上半年，公司女装业务回暖，营收同比增长60.55%，毛利率重新回到59.9%左右。

图表 66：2016-2021H1 公司女装营业收入与同比增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 67：2016-2021H1 公司女装业务毛利率 单位：%

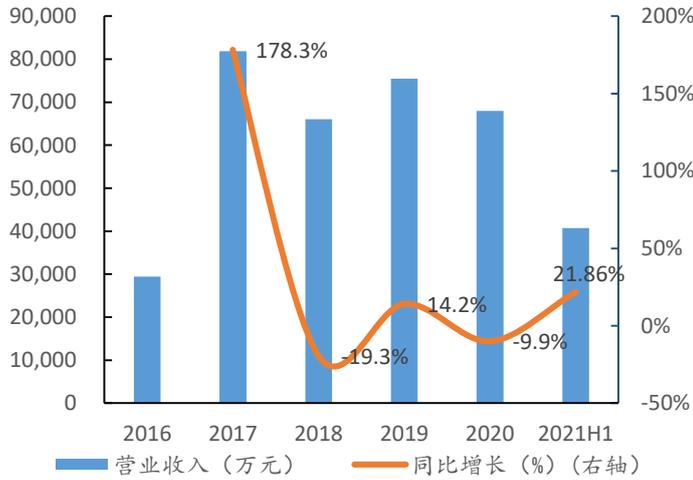


数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.5 婴童业务营收逐步回暖

在婴童用品市场，公司投资的阿卡邦是韩国第一家也是知名度较高的专业经营幼儿及孕妇服装和用品公司，共拥有 10 多个系列品牌，公司婴童业务目前以韩国业务

为主。2020 年疫情初期，韩国与国内同样受到疫情的较大影响，营收增速有所下滑，通过充分利用各类线上销售平台，调整产品品类与控制成本，公司婴童业务有所回暖。2021H1，婴童业务营收同比增速为 21.86%，毛利率为 54.04%。

图表 68：2016-2021H1 公司婴童业务收入与同比增速


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 69：2016-2021H1 公司婴童业务毛利率 单位：%


数据来源：公司公告，华福证券研究所

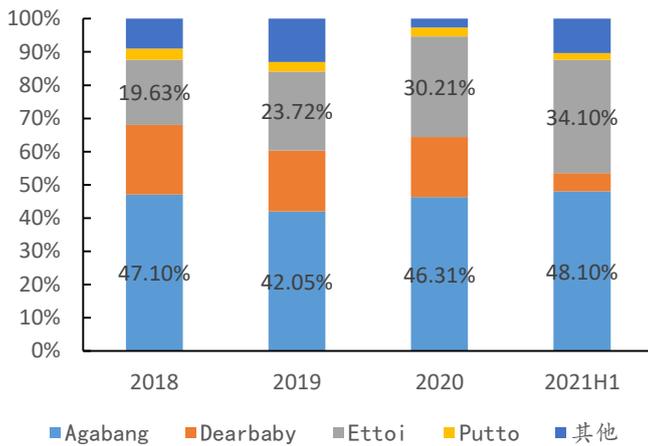
4.6 国内主推 Ettoi 品牌，营收占比逐步提升

目前，公司已引入阿卡邦的部分婴童品牌，抢占中国时尚婴童品牌市场，其中 Ettoi（爱多娃）为现阶段国内主推品牌。Ettoi 秉持欧式设计风格，营收占比从 2018 年的 19.63% 提升至 2021H1 的 34.1%。

图表 70：截至 2021H1 公司婴童业务品牌矩阵

品牌	品牌介绍
Agabang	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）	0-4 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

资料来源：公司公告，华福证券研究所

图表 71：2018-2021H1 公司婴童业务各品牌营收占比


数据来源：公司公告，华福证券研究所

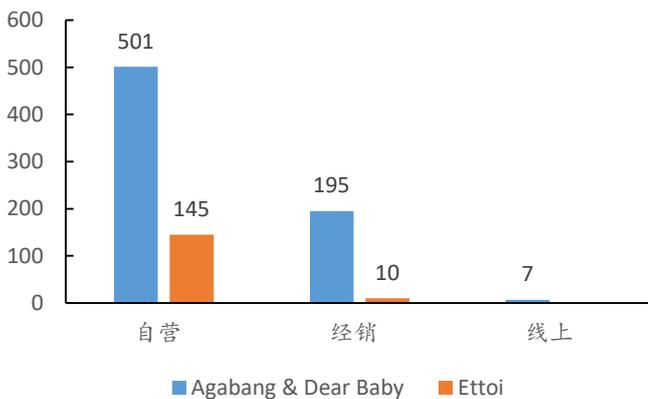
图表 72：公司 Ettoi 品牌介绍

品牌简介	2002 年 ETTOI 在韩国最先推出了欧式风格的童装品牌
设计理念	2002 年 ETTOI 品牌融入新的理念，增加了时代的责任感，赋予了人文气息，将英式正统风格以现代摩登的方式诠释了裕如悠闲的新生活。
品牌风格	体现您的价值，并提供丰富、快乐及提升您的生活品质
品牌标志	

资料来源：公司公告，华福证券研究所

4.7 婴童业务自营店铺占比较高，专柜选址占据优势区位

截至 2021H1，公司婴童业务板块共铺设了 858 家店铺，其中线上有 7 家，线下有 851 家，线下店铺以自营为主，有助于公司及时全面的掌握销售信息，自营店铺对销售策略的执行力也更强。与公司的女装品牌相似，公司童装品牌的店铺区位选址也具备一定优势，销售终端多位于高端百货。以阿卡邦在杭州的专柜选址为例，均位于杭州的主流高端商场。

图表 73：截至 2021H1 公司婴童各品牌的渠道分布


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 74：阿卡邦品牌在杭州专柜选址均位于高端百货

杭州阿卡邦	区位
	武林广场 1 号杭州大厦 B 座 6 楼阿咖邦专柜
	延安南路 98 号西湖银泰负一楼阿咖邦
	延安路 536 号武林银泰 B 馆 4F 阿卡邦专柜
	城西银泰百货三楼童装区阿卡邦专柜
	西湖文化广场 18 号银泰-1 楼阿卡邦专柜
	富春路 701 号杭州万象城 4 楼阿卡邦专柜

资料来源：公司公告，华福证券研究所

五、 盈利预测与投资建议

公司作为打造从衣美到颜美的泛时尚产业生态圈的多业务板块上市公司，近年来通过外拓与内增，医美服务业务的收效较好，建立起定位不同、错位竞争的医美品牌矩阵，门店选址区位优势显著，人才体系与学术平台较完善，医美服务已经成为公司的第二大贡献收入来源；另外，公司传统业务高端女装与婴童业务板块也建立起丰富的品牌矩阵、区位优势壁垒。结合公司 2021 前三季度业绩表现，随着毛利较高的女

装业务的回暖,我们预测公司 2021 年至 2023 年的营业收入分别为 35.34 亿元/43.11 亿元/52.63 亿元,同比增长 22.86%/22.01%/22.06%; 归母净利润分别为 2.33 亿元/3.25 亿元/3.98 亿元,同比增长 64.09%/39.6%/22.24%。

图表 75: 公司收入拆分预测

单位: 百万元

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
女装业务收入	1,512.06	1,322.93	1,587.52	1,873.27	2,210.46
YOY	9.60%	-12.51%	20.00%	18.00%	18.00%
医美业务收入	628.49	812.5	1,137.49	1,569.74	2,119.15
YOY	31.15%	29.28%	40.00%	38.00%	35.00%
婴童业务收入	754.64	679.78	747.76	807.58	872.19
YOY	14.22%	-9.92%	10.00%	8.00%	8.00%
其他业务收入	72.75	61.22	61.22	61.22	61.22
YOY	97.59%	-15.85%	0.00%	0.00%	0.00%
总营业收入	3,007.26	2,876.44	3,534.00	4,311.82	5,263.03
YOY	12.99%	-4.35%	22.86%	22.01%	22.06%

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

由于公司业务板块差异较大,我们采取分部估值法,主要分为三部分:

1) 女装业务: 预计 2021-2023 年的净利润分别为 1.20 亿元/1.61 亿元/1.99 亿元,参考可比上市公司估值,2021 年给予女装业务 16 倍 PE,对应市值为 19.2 亿元; 2) 医美业务,由于公司医美业务仍然处于快速扩张期,部分机构处于初创期尚未盈利,我们采取 PS 估值法,预计 2021-2023 年医美营业收入分别为 11.37 亿元/15.70 亿元/21.19 亿元,参考可比的医疗服务行业上市公司估值,2021 年给予医美业务 14 倍 PS,对应市值为 159.18 亿元; 3) 阿卡邦: 公司持有韩国上市公司阿卡邦 26.53% 股权,截至 2021 年 11 月 29 日,阿卡邦的市值为 1736.5 亿韩元,按照 2021 年 11 月 29 日外汇汇率换算,折合人民币 9.28 亿元,对应合理市值为 2.46 亿元。朗姿股份 2021 年对应合理市值为 180.84 亿元,对应合理价值为 40.91 元/股,首次覆盖,给予“强烈推荐”评级。

图表 76: 可比公司估值

股票简称	股票代码	营业收入 (单位: 百万元)			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
森马服饰	002563.SZ	16415.85	18782.74	21316.27	12.42	10.44	8.92
歌力思	603808.SH	2406.78	2777.82	3197.78	15.58	12.97	10.96
地素时尚	603587.SH	2979.60	3437.00	3974.55	11.95	10.25	8.82
欣贺股份	003016.SZ	2294.70	2867.34	3484.76	12.87	10.20	8.25
股票简称	股票代码	营业收入 (单位: 百万元)			PS		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
爱尔眼科	300015.SZ	15130.04	19062.62	23962.77	15.36	12.19	9.70
通策医疗	600763.SH	2925.07	3788.28	4850.67	21.41	16.53	12.91

数据来源: ifind、华福证券研究所

六、 风险提示

医疗事故影响企业信誉风险、行业增速放缓风险、疫情反复影响线下门店生意风险、机构拓展不及预期风险。

图表 77：财务预测摘要

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	291.01	353.40	431.18	526.30	营业收入	2876.44	3534.00	4311.82	5263.03
应收票据及账款	294.50	361.65	441.25	538.59	营业成本	1318.84	1509.43	1845.04	2252.04
预付账款	33.98	41.74	50.93	62.17	营业税金及附加	16.86	23.10	28.18	34.40
其他应收款	79.70	90.41	110.30	134.64	销售费用	1122.17	1316.06	1563.47	1908.37
存货	929.81	1064.18	1300.79	1587.73	管理费用	236.49	281.09	334.60	408.41
其他流动资产	314.29	335.39	360.34	390.85	研发费用	93.14	111.07	135.51	165.41
流动资产总计	1943.28	2246.76	2694.79	3240.28	财务费用	45.23	31.29	39.79	48.21
长期股权投资	884.86	884.86	884.86	884.86	资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00
固定资产	406.42	367.01	323.10	274.68	信用减值损失	-6.67	0.00	0.00	0.00
在建工程	172.65	143.88	115.10	86.33	其他经营损益	-2.51	-3.20	-3.20	-3.20
无形资产	392.49	327.07	261.66	196.24	投资收益	99.29	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	150.82	75.41	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1203.05	1151.78	1100.51	1049.24	资产处置收益	5.88	2.36	2.36	2.36
非流动资产合计	3210.28	2950.01	2685.22	2491.34	其他收益	16.74	14.79	14.79	14.79
资产总计	5153.56	5196.77	5380.01	5731.62	营业利润	156.36	275.90	379.18	460.14
短期借款	135.18	414.51	537.32	815.37	营业外收入	2.82	3.10	3.10	3.10
应付票据及账款	170.48	197.95	241.96	295.33	营业外支出	21.48	18.23	18.23	18.23
其他流动负债	722.47	530.75	647.51	790.35	利润总额	137.69	260.77	364.05	445.00
流动负债合计	1028.13	1143.21	1426.79	1901.05	所得税	1.90	37.94	52.97	64.75
长期借款	421.92	421.92	421.92	421.92	净利润	135.80	222.83	311.08	380.26
其他非流动负债	106.76	106.76	106.76	106.76	少数股东损益	-6.24	-10.24	-14.30	-17.47
非流动负债合计	528.68	528.68	528.68	528.68	归属母公司股东净利	142.04	233.07	325.38	397.73
负债合计	1556.81	1671.89	1955.47	2429.73	EBITDA	262.01	552.34	668.63	687.10
股本	442.45	442.45	442.45	442.45	NOPLAT	193.18	262.34	357.85	434.22
资本公积	1641.21	1641.21	1641.21	1641.21	EPS(元)	0.32	0.53	0.74	0.90
留存收益	877.40	815.77	729.72	624.55	主要财务比率				
归属母公司权益	2961.06	2899.43	2813.38	2708.21	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	635.70	625.46	611.16	593.68	成长能力				
股东权益合计	3596.75	3524.88	3424.54	3301.89	营收增长率	-4.35%	22.86%	22.01%	22.06%
负债和股东权益合计	5153.56	5196.77	5380.01	5731.62	EBIT增长率	-26.00%	59.67%	38.27%	22.13%
现金流量表 (单位: 百万元)					EBITDA增长率	-20.74%	110.81%	21.05%	2.76%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	归母净利润增长率	141.65%	64.09%	39.60%	22.24%
税后经营利润	135.80	222.83	311.08	380.26	盈利能力				
折旧与摊销	79.09	260.28	264.78	193.88	毛利率	54.15%	57.29%	57.21%	57.21%
财务费用	45.23	31.29	39.79	48.21	净利率	4.72%	6.31%	7.21%	7.23%
投资损失	-1.07	0.00	0.00	0.00	营业利润率	5.44%	7.81%	8.79%	8.74%
营运资金变动	234.18	-405.34	-209.47	-254.16	ROE	4.80%	8.04%	11.57%	14.69%
其他经营现金流	-113.94	-1.73	-1.73	-1.73	ROA	2.60%	4.48%	6.05%	6.94%
经营性现金净流量	379.28	107.33	404.46	366.47	ROIC	4.05%	6.82%	8.82%	10.65%
资本支出	129.02	0.00	0.00	0.00	估值倍数				
长期投资	126.50	0.00	0.00	0.00	P/E	113.98	69.46	49.76	40.70
其他投资现金流	-149.05	1.73	1.73	1.73	P/S	5.63	4.58	3.75	3.08
投资性现金净流量	106.46	1.73	1.73	1.73	P/B	5.47	5.58	5.75	5.98
短期借款	-240.15	279.33	122.81	278.04	股息率	0.82%	1.82%	2.54%	3.11%
长期借款	-6.03	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	93.34	59.39	43.22	35.92
普通股增加	7.37	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	65.16	31.40	26.10	25.78
资本公积增加	-112.28	0.00	0.00	0.00	EV/NOPLAT	88.38	66.12	48.77	40.80
其他筹资现金流	61.29	-325.99	-451.21	-551.11					
筹资性现金净流量	-289.79	-46.66	-328.40	-273.07					
现金流量净额	197.15	62.39	77.78	95.12					

数据来源: ifind、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn