

外延内生发力医美终端，打造美丽产业

——朗姿股份 (002612.SZ) 首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点:

● 服装医美双轮驱动，打造美丽产业

公司创立于2006年，系高端女装领军企业之一，2011年在深交所上市；2014年收购韩国国民童装上市公司阿卡邦；2016年进军医美，战略投资韩国梦想医美集团并相继收购米兰柏羽、晶肤医美、高一生三大品牌。公司主营业务涵盖女装、婴童、医美三大板块，2021年实现营收36.65亿元，同比+27%，归母净利润1.87亿元，同比+32%。其中医美业务2017年以来快速增长，2017-2021年间营收占比由11%升至31%，收入体量由2.55亿提升至2021年11.20亿，已成为拉动公司营收增长的重要动力。

● 医美行业：赛道高景气，终端市场具备连锁化规模化潜力

中国医美市场规模2021年达到1891亿，2016-2021年的五年复合增速达到19.50%，赛道景气度较高。医美终端由民营机构主导，竞争分散，根据弗若斯特沙利文数据，2020年我国医美服务市场CR5仅为7.27%，具备连锁化规模化扩张潜力。同时过去行业存在较多乱象，近年来，监管不断加码，打击“黑医美”推动的行业规范化，有望加速非合规市场向合规市场转化，利好合规化、头部机构。

● 医美业务：立足三大品牌，布局产业基金，加速全国布局，集团化作战

体内：业务涵盖三大品牌，米兰柏羽、高一生、晶肤分别定位高端、技术、轻医美，拥有28家机构，覆盖成都、西安、深圳、重庆、长沙、咸阳、宝鸡7个城市。体外：拥有六支医美产业基金，总规模达27.56亿元。集团化方面，公司于2017年成立子公司独立运营医美业务，现已形成“集团-医管公司-事业部-医疗机构”四级组织架构，集团化作战，管理+资源全面赋能医美业务。

● 投资建议

我们预计2022-2024年公司实现营业收入40.35/47.43/54.62亿元，实现归母净利润1.50/2.25/2.69亿元，对应EPS分别为0.34/0.51/0.61元，PE92/61/51x。首次覆盖，给予“增持”评级。

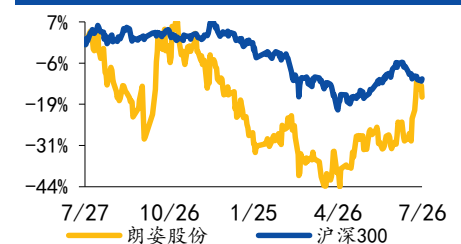
● 风险提示

疫情反复、政策监管风险、新设机构业绩不及预期。

基本数据

52周最高/最低价(元):	40.08 / 20.81
A股流通股(百万股):	251.94
A股总股本(百万股):	442.45
流通市值(百万元):	7860.45
总市值(百万元):	13804.30

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	李典
执业证书编号	S0020516080001
电话	021-51097188-1866
邮箱	lidian@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2876.44	3665.21	4035.34	4742.49	5462.25
收入同比(%)	-4.35	27.42	10.10	17.52	15.18
归母净利润(百万元)	142.04	187.45	149.76	224.82	269.18
归母净利润同比(%)	141.65	31.97	-20.11	50.12	19.73
ROE(%)	4.80	6.34	4.84	6.95	7.93
每股收益(元)	0.32	0.42	0.34	0.51	0.61
市盈率(P/E)	97.19	73.64	92.18	61.40	51.28

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目 录

1.公司介绍：服装医美双轮驱动，打造美丽产业	5
1.1 深耕服装多年，跨界医美完善泛时尚生态圈	5
1.2 财务分析：医美业务引领收入增长，库存周转持续优化	6
2.行业分析：医美赛道高景气，终端市场具备连锁化规模化潜力	10
3.医美业务：资本助力医美版图扩张，集团化作战	15
3.1 战略清晰，立足三大品牌，外延内生推进全国连锁布局	15
3.1.1 米兰柏羽：高端综合性医美品牌，三城四店经营	17
3.1.2 高一生：专业技术行业领先的高端医美品牌	19
3.1.3 晶肤：乘轻医美之风，连锁多点开花	20
3.1.4 医美产业基金：投资优质标的，入驻核心城市	22
3.2 集团化作战，资源+管理全方位赋能	23
4.其他业务：女装品牌矩阵完善，加速婴童业务国内渗透	27
4.1 时尚女装：定位中高端，线上业务提速	27
4.2 绿色婴童：盈利能力改善，国内市场份额有望持续提升	29
5.盈利预测与投资建议	31
6.风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司服装业务品牌矩阵	5
图 3：公司医美产业布局	6
图 4：朗姿股份股权结构	6
图 5：公司营业收入及增速、医美营业收入及增速	7
图 6：公司各项营业收入占比	7
图 7：公司分业务毛利率	7
图 8：医美板块非手术医美业务占比提升	7
图 9：2018-2022Q1 公司费用率情况	8
图 10：公司归母净利润及增速	8
图 11：公司归母净利润率	8
图 12：2021 年公司服装业务存货周转天数回落	9
图 13：可比公司存货周转天数	9
图 14：医美行业市场规模	10
图 15：我国医美用户规模	11
图 16：2020 年各国医美每千人诊疗量对比	11
图 17：2019-2021 年医美消费人群按年龄划分	11
图 18：2021 年医美消费人群按城市等级划分渗透率	11
图 19：医美产业链情况	12
图 20：按所有形式划分的中国医美市场规模(单位：亿元)	12

图 21: 不同机构类型可开展美容外科项目级别	13
图 22: 2019 年医美行业乱象	14
图 23: 小红书针对医美品类专项整治	14
图 24: 公司医美板块发展历程	15
图 25: 公司医美机构数量	16
图 26: 公司医美业务收入及增速	17
图 27: 公司医美业务分品牌收入占比	17
图 28: 公司医美业务归母净利润及净利率	17
图 29: 医美业务按机构类型销售净利率	17
图 30: 米兰柏羽迎来三城四店经营模式	18
图 31: 成都医美市场规模	18
图 32: 米兰柏羽品牌收入及毛利率	18
图 33: 四川米兰柏羽单店营业收入及增速	19
图 34: 四川米兰柏羽单店净利润及净利率	19
图 35: 米兰柏羽医院环境	19
图 36: 选址成都高新区打造时尚分院	19
图 37: 高一生医院环境	20
图 38: 高一生品牌收入及毛利率	20
图 39: 晶肤医美门店环境	20
图 40: 晶肤品牌收入及增速	20
图 41: 四川晶肤单店营业收入及增速	21
图 42: 四川晶肤单店净利润及净利率	21
图 43: 我国轻医美项目服务收入占比	21
图 44: 轻医美项目复购率较高	21
图 45: 公司已在成都市内布局 14 家晶肤连锁	22
图 46: 2021 年新城晶肤获得合伙人计划奖	22
图 47: 上市公司体内+投资医美机构分布情况	23
图 48: 朗姿医美业务已形成四级管控体系	23
图 49: 朗姿医美价值云平台	24
图 50: 医疗委员会开展 2021 年度医美医疗安全检查	24
图 51: 公司率先制定《朗姿医美医疗安全条例》	24
图 52: 2022 年 7 月朗姿医美开设美容注射强化班	25
图 53: 2022 年 1 月朗姿医美成立医师培训基地	25
图 54: 2012-2021 公司参加或承办的学术交流会议	25
图 55: 公司战略合作布局	26
图 56: 朗姿医美与艾尔建美学签订战略合作备忘录	26
图 57: 晶肤医美与 FILLMED 和 LiteMed 建立三方合作	26
图 58: 公司女装收入及毛利率	28
图 59: 公司女装业务分品牌收入占比	28
图 60: 朗姿品牌形象全面升级	28
图 61: 朗姿品牌收入及毛利率	28
图 62: 女装业务渠道结构	29

图 63: 女装业务自营收入及占比.....	29
图 64: 女装业务线上收入及增速.....	29
图 65: 女装业务线上渠道占比	29
图 66: ETTOI 上海静安寺门店.....	30
图 67: 绿色婴童业务收入及毛利率	30
表 1: 头部医美服务连锁机构终端布局.....	13
表 2: 公司医美业务三大品牌布局	16
表 3: 公司医美产业基金投资情况	22
表 4: 公司女装品牌矩阵.....	27
表 5: 公司童装主要品牌矩阵	29

1. 公司介绍：服装医美双轮驱动，打造美丽产业

1.1 深耕服装多年，跨界医美完善泛时尚生态圈

公司创立于 2006 年，系高端女装领军企业之一，2011 年在深交所上市；2014 年收购韩国国民童装上市公司阿卡邦，业务拓展至婴童服装及用品；2015 年底参股 L&P Cosmetic，切入化妆品业务。2016 年与韩亚银行设立朗姿韩亚资管，同年进军医美，战略投资韩国梦想医美集团并相继收购米兰柏羽、晶肤医美、高一生三大品牌。2019 年转让部分资产管理股份，该业务不再纳入合并范围。2020 年转让 L&P 全部股权，聚焦资源打造涵盖女装、婴童、医美三大业务，横跨中韩两国的泛时尚产业生态圈。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

服装业务：品牌矩阵丰富，渠道布局完善，行业地位稳固。（1）女装：公司于 2000 年创立朗姿品牌，切入国内中高端女装市场，后通过多种模式完善多品牌差异化布局。旗下自有女装品牌 7 个，大陆独家代理品牌 2 个，主品牌朗姿位列国内女装前十位；截至 2021 年共拥有 612 家女装店铺，26 个线上销售渠道。（2）童装：公司 2014 年收购了韩国“第一童装企业”阿卡邦，旗下拥有 7 大品牌。公司在国内主推 ETTOI、Design skin 两大品牌，截至 2021 年共拥有 547 家国内外销售终端。

图 2：公司服装业务品牌矩阵



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

医美业务：区域优势突出，外延内驱双管齐下加速全国扩张。(1) 战略投资韩国医美标杆企业梦想集团，积累核心技术；控股米兰柏羽、晶肤医美和高一生三大优质医美品牌，迅速打开医美市场；设立六支医美产业基金，投资优质标的，基金整体规模达 27.56 亿元。**(2)** 成立子公司独立负责医美业务经营，募集资金自建、升级终端机构。截至 2022Q1，公司已拥有 28 家医美机构，在成都、西安两大西部核心城市初步成为区域头部医美品牌，业务向全国范围辐射。

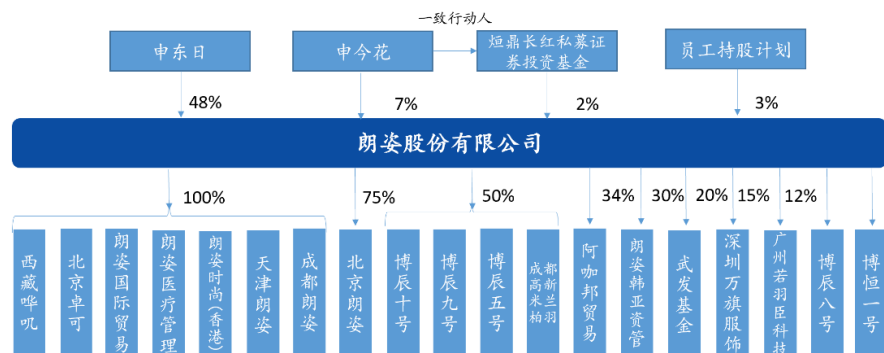
图 3：公司医美产业布局



资料来源：公司公告，国元证券研究所

申氏兄妹持股过半，员工持股绑定核心团队。公司股权集中，截至 2022/3/31，公司董事长申东日、总经理申金花申氏兄妹及其一致行动人烜鼎长红私募基金控股比例达 56.58%，处于绝对控制地位，家族股权稳定。公司通过持股平台绑定员工与公司利益，目前已实施至第三期。良好的激励约束机制有助于提高员工凝聚力，促进公司长期健康发展。

图 4：朗姿股份股权结构



资料来源：iFind，国元证券研究所

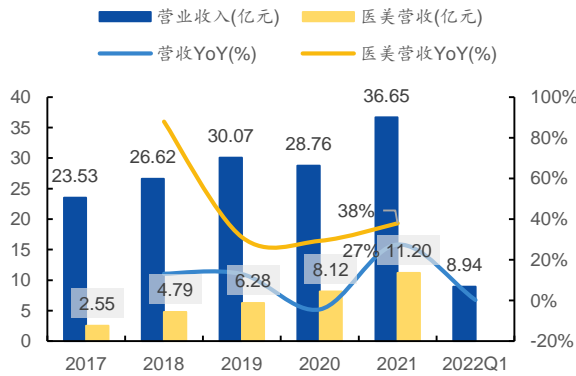
1.2 财务分析：医美业务引领收入增长，库存周转持续优化

服装业务主导营收，医美业务引领增长。公司主要经营品类为传统服装业务，2021 年女装和童装板块收入占比达 68%。而医美业务 2017 年以来快速增长，营收占比由 2017 年的 11% 升至 31%，收入体量由 2017 年的 2.55 亿提升至 2021 年 11.20 亿，已成为拉动公司营收增长的重要动力。2022 年 Q1 公司实现营业收入 8.94 亿元，同

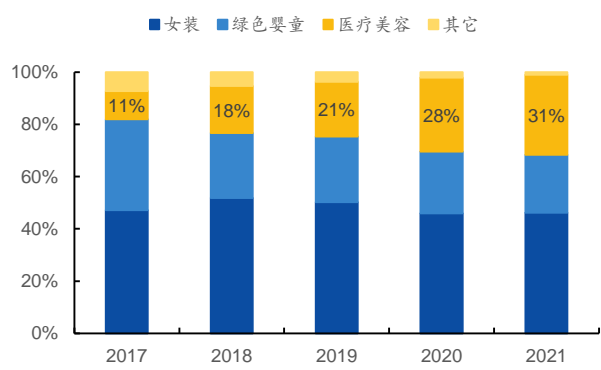
比增长 0.26%，增速放缓主要受到新冠疫情的影响，特别是女装线下门店部分暂时性停业，其中医美业务表现出更好的韧性，收入增长 18.03%。

图 5：公司营业收入及增速、医美营业收入及增速

图 6：公司各项营业收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

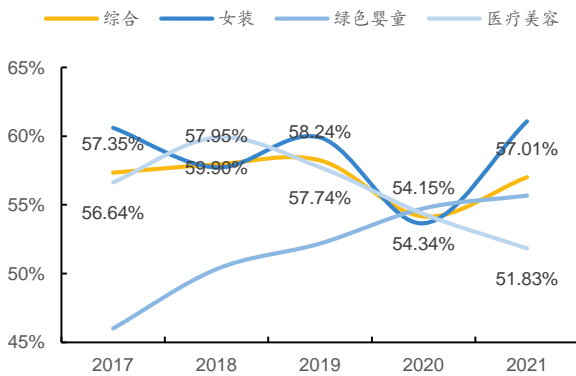


资料来源：公司公告，国元证券研究所

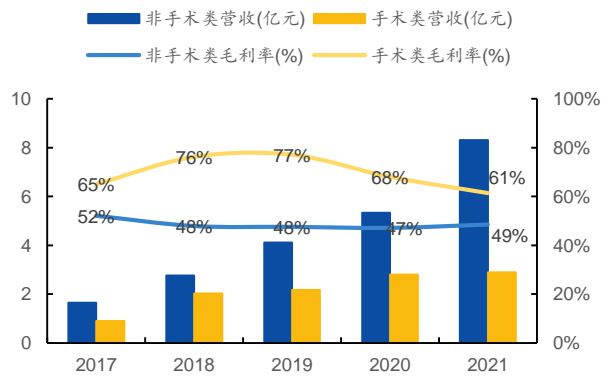
毛利率方面，2019-2021 年公司综合毛利率分别为 58.24%/54.15%/57.01%，2022Q1 综合毛利率 58.3%，随着疫情缓解稳步修复。分业务看，2021 年传统服装板块毛利率明显回暖，女装和婴童板块毛利率分别提升 7.43%/0.93%。医美板块由于非手术类整形业务占比提升、新增机构、以及疫情期间门店低价获客策略，2021 年毛利率为 51.83%，较 2020 年下滑 2.51%。

图 7：公司分业务毛利率

图 8：医美板块非手术医美业务占比提升



资料来源：公司公告，国元证券研究所

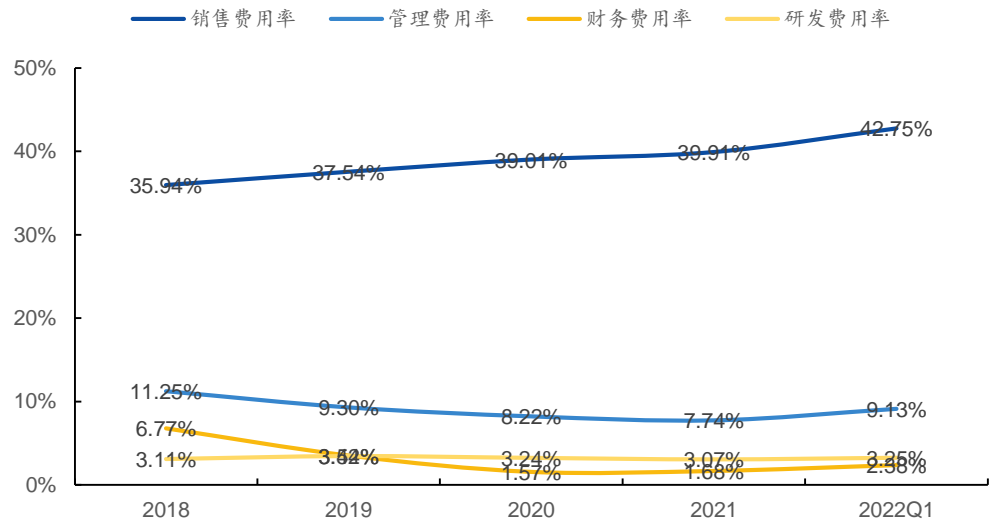


资料来源：公司公告，国元证券研究所

过去四年费用率稳中有降，2022 年 Q1 受到疫情和新设等因素影响费用率上升较多。2018-2021 年间管理费用率由 11.25% 下降至 7.74%；财务费用率由 2018 年的 6.77% 下降到 2021 年的 1.68%。销售费用受到女装及医美业务宣传力度加大以及租赁费用上升等因素的影响，由 2018 的 35.94% 上升至 2021 年 39.91%。整体研发费用率维持在 3.00%-3.50% 区间。2022 年 Q1 整体费用率上升较为明显，销售/管理/研发/财务费用率同比分别上升 6.17%/1.88%/0.57%/1.18%。主要原因系疫情线下停业门店成本费用刚性拖累盈利表现、21 年新增多家女装及医美机构处于业绩爬坡期、公司加大女装研发投入、有息负债上升等。预期随着疫情缓解公司线下业务将逐步恢复，

盈利能力将得到改善。

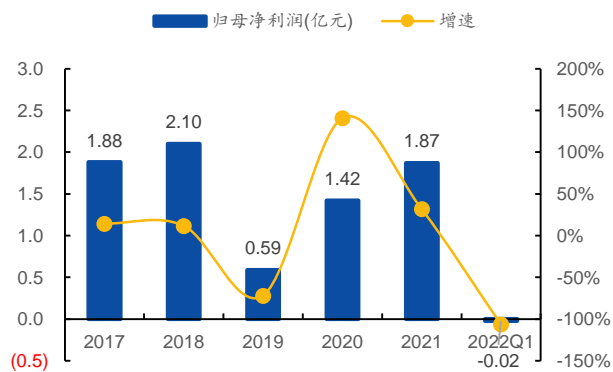
图 9：2018-2022Q1 公司费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

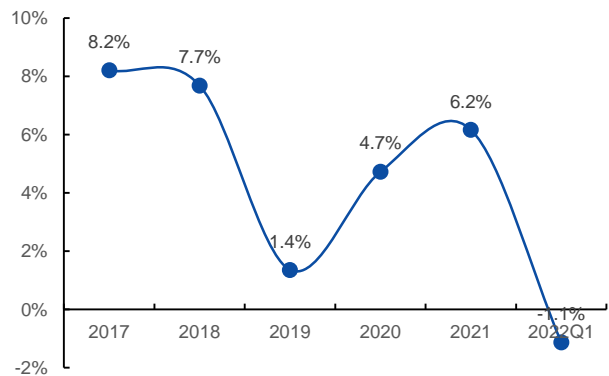
利润方面，公司整体净利润整体波动较大，主要受到资产减值、阿卡邦业绩亏损、疫情、新设机构等因素的扰动。2019 年受计提 L&P 资产减值准备以及所得税增加影响，利润下滑 72%，2020 年线下女装及童装业务受疫情冲击较大，医美业务的贡献核心利润。2021 年女装及童装业务盈利能力持续改善，医美业务受到新设 8 家机构及米兰柏羽高新二院亏损等影响，盈利能力阶段性下滑。2022H1 受到疫情反复及 21 年新增多家女装和医美机构尚处于爬坡期，整体利润亏损 800-1200 万元。

图 10：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 11：公司归母净利润率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

存货管理持续优化，经营效率提升。存货是公司所处服装行业的关键资产之一。2021 年末公司存货 10.32 亿元，占总资产比例达 15.08%。疫情以来线下自营终端销售受阻，存货风险增加。公司采用“以销定产”和“准时采购”模式组织生产经营，降低库存积压，2021 年女装和童装存货周转水平平均有所提升。2019-2021 年存货周转天

数分别为 280/263/224 天。

图 12: 2021 年公司服装业务存货周转天数回落

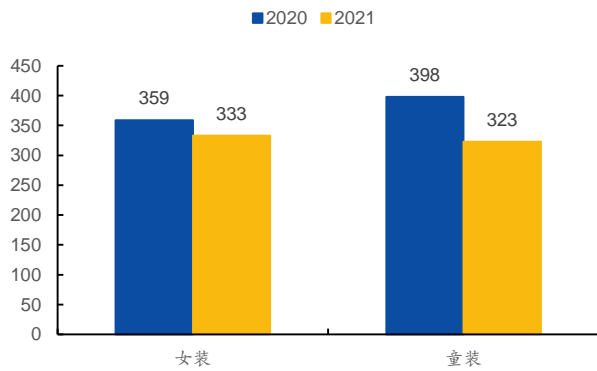
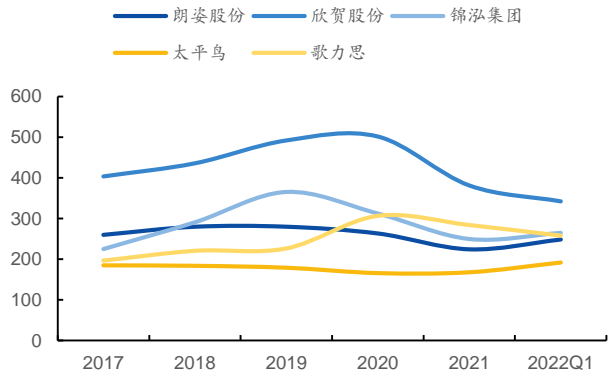


图 13: 可比公司存货周转天数



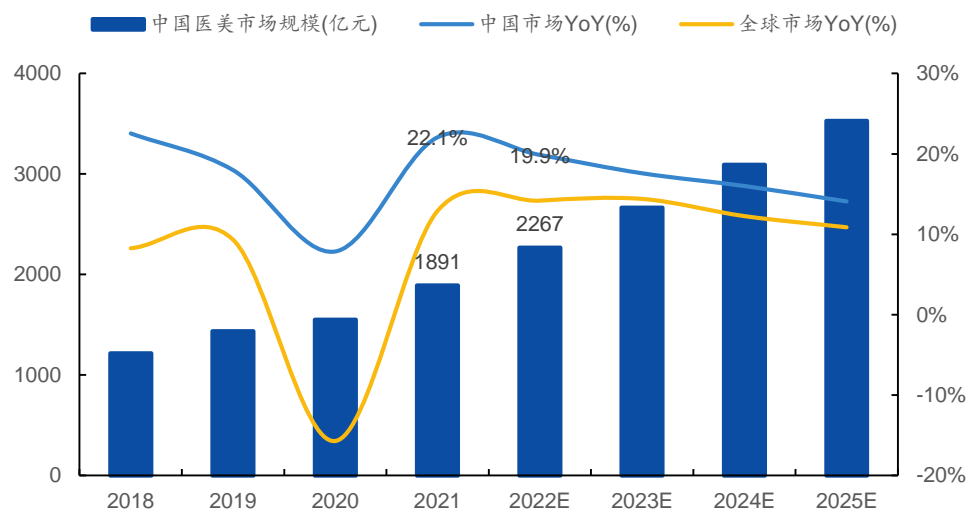
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

2.行业分析：医美赛道高景气，终端市场具备连锁化规模化潜力

医美市场终端规模超过 1800 亿，是消费市场中的黄金赛道。根据弗若斯特沙利文数据，中国医美市场规模 2021 年达到 1891 亿，即使受到新冠疫情的影响 2020 国内市场依然实现 7.9% 的增速并在 21 年增速反弹至 22.1%，2016-2021 年的五年复合增速达到 19.5%，远超全球的 4.3%；预计 2025 年有望达到 3529 亿，2030 年达到 6382 亿元，2021-2030E 的 CAGR 为 14.5%，是消费行业中的黄金赛道。

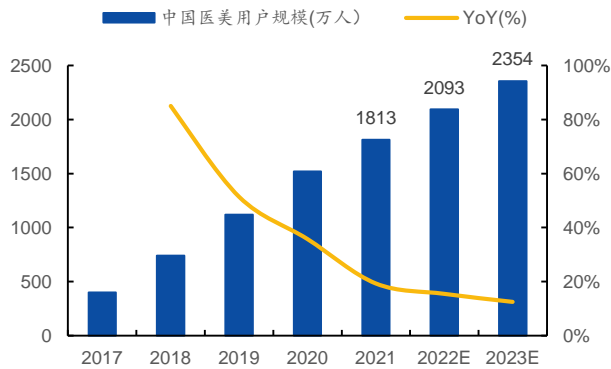
图 14：医美行业市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

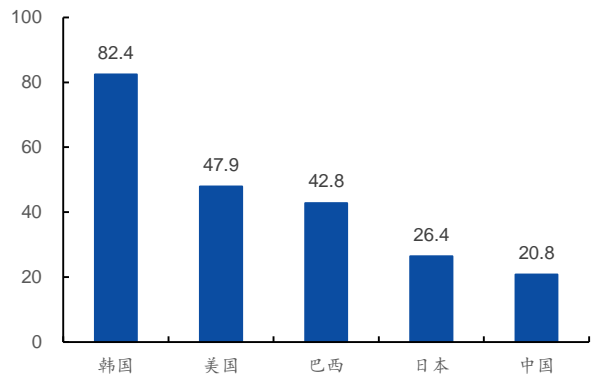
用户规模方面，根据《2021 医美行业白皮书》，2021 年我国医美用户约为 1813 万人，预计到 2023 年有望达到 2354 万。渗透率方面，2020 年我国医美项目每千人诊疗量仅为 20.8 次，美国、巴西千人诊疗量分别为 47.9/42.8 次，韩国和日本千人诊疗量为 82.4/26.4 次。对比海外医美大国，我国本土消费规模提升潜力巨大。

图 15：我国医美用户规模



资料来源：新氧数据颜究院，艾媒咨询，国元证券研究所

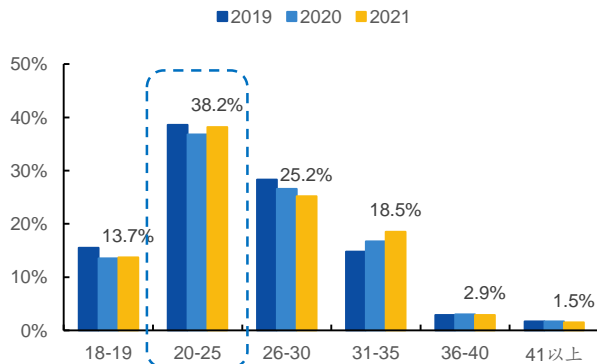
图 16：2020 年各国医美每千人诊疗量对比



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

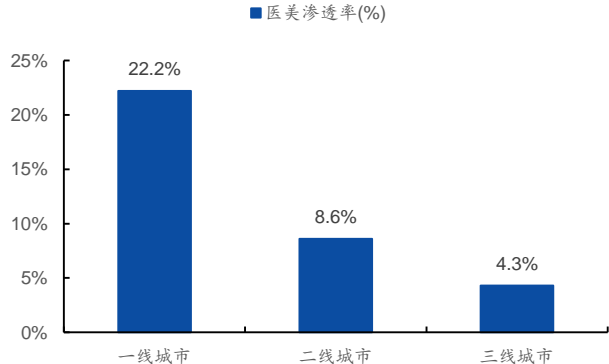
Z世代成消费主力，新中产崛起，下沉市场空间广阔。我国医美消费核心人群以女性为主，2021年女性在整体医美消费者中的占比约87.4%。从年龄段来看，20-25岁Z世代年轻消费者占比接近4成，是核心主力人群。31-35岁新中产人群占比连年上升，85后及80后抗衰需求突出，成为行业增长新动能。从城市等级上来看，一线、二线、三线城市渗透率分别为22.2%/8.6%/4.3%，不同线城市渗透率差距大，整体下沉市场具备潜力。

图 17：2019-2021 年医美消费人群按年龄划分



资料来源：新氧数据颜究院，国元证券研究所

图 18：2021 年医美消费人群按城市等级划分渗透率

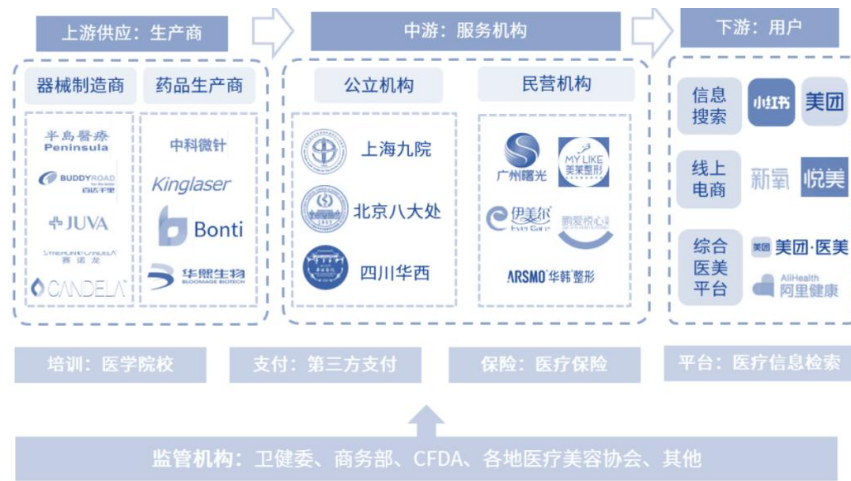


资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

医疗美容行业的产业链主要包括三个核心环节：

(1) 上游原料及药械供应商，主要从事玻尿酸、肉毒素等药品器械以及射频激光等器械设备的研发、生产。(2) 中游服务机构，主要包括公立机构如二甲以上医院的整形美容科室、医疗美容专科医院；民营机构如医疗美容医院、门诊和诊所等。(3) 下游获客平台/渠道，主要包括线下和线上的广告如户外、交通工具、电梯以及网页、社交媒体等；线上包括百度竞价、新氧更美等第三方平台、信息流、双微；线下包括夜场、线下美容院、SPA会所、医院等导流机构。

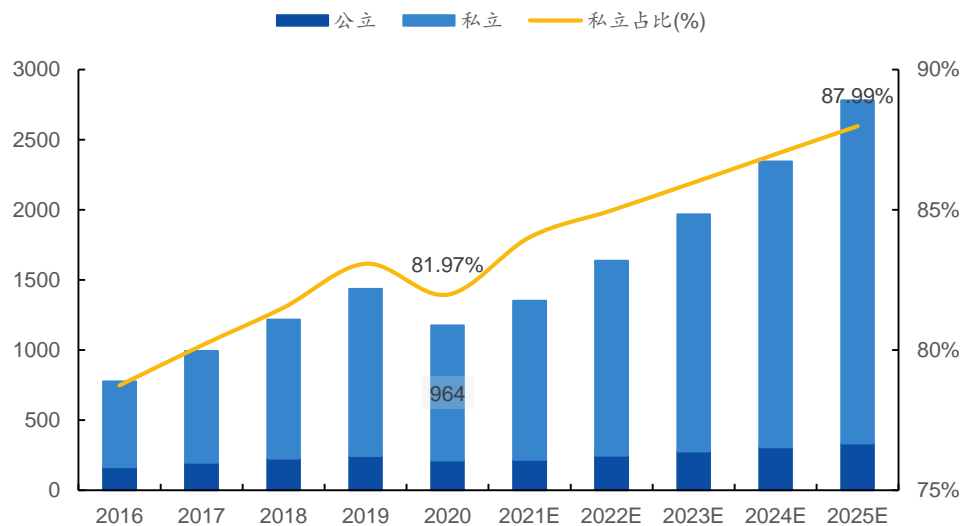
图 19：医美产业链情况



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

医美终端由民营机构主导，其中中小民营门诊部及诊所数量占比超 70%。我国医美终端可分为公立与民营机构两大类。相对公立机构，民营机构以盈利获客为主要目的，在服务水平、价格优惠、预约难度方面均占优，成为求美者的首选。2020 年我国私立医美机构贡献了 82% 的市场收益。民营机构可进一步划分为三级整形外科医院、美容医院、医美门诊部、医美诊所等。不同类型对于人员、科室设置、设备、床位、医疗用房等条件具有不同要求，可开展的美容外科项目级别也有所不同，其中三级整形外科医院可开展一至四类项目。

图 20：按所有形式划分的中国医美市场规模(单位：亿元)



资料来源：Frost&Sulliva，国元证券研究所

图 21：不同机构类型可开展美容外科项目级别

机构类型	临床科室	医技科室	可开展的美容外科项目级别
医疗美容诊所	可设置不超过2个科目 美容外科 美容皮肤科 美容牙科 美容中医科	手术室、治疗室、观察室 美容治疗室 诊疗室 中医美容治疗室	可开展一级项目
医疗美容门诊部	至少设置 美容咨询室 美容外科 美容皮肤科 美容牙科 美容中医科 美容治疗室 麻醉科	药剂科、化验室、手术室	可开展一级、二级项目
医疗美容医院	至少设置 美容咨询室 美容外科 美容皮肤科 美容牙科 美容中医科 美容治疗室 麻醉科	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	开展一级、二级、三级项目

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

竞争格局方面，行业集中度较低，看好规模化、连锁化扩张潜力。根据弗若斯特沙利文数据，2020年我国医美服务市场CR5仅为7.27%，整体集中度较低。现有头部玩家按照经营范围可分为两类：（1）全国性连锁，其中美莱、艺星规模较大，目前已分别完成29城36院、19城24院布局，朗姿医美通过三大品牌米兰柏羽、高一生、晶肤覆盖7城，28个机构，体内机构以区域为主，但通过产业基金进行投资布局，逐渐覆盖全国。其它连锁机构如联合丽格，采取医生合伙人模式，以少数医院+多家门诊的方式布局全国，覆盖区域广，终端规模小。（2）区域性终端，包括连锁和单体机构两类。区域型连锁以医院为主要经营形式，在特定区域进行集中布局。如浙江瑞丽、江苏美贝尔、北京伊美尔等。区域型单体机构在地方拥有较高品牌声誉，但仍未形成连锁，如杭州连天美等。

表 1：头部医美服务连锁机构终端布局

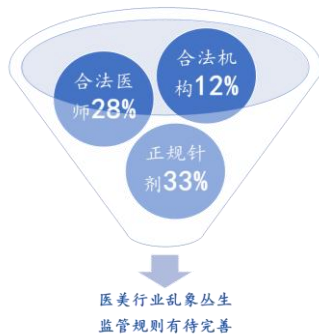
品牌	创立时间	门店布局	机构数量
美莱	1999	全国连锁，覆盖29城	36
艺星	2009	全国连锁，覆盖19城	24
联合丽格	2012	全国连锁，覆盖13城	3医院+39门诊部
医美国际	2011	全国连锁，覆盖11城	8医院+5门诊部
朗姿医美	2016	西南区域型连锁，覆盖成都、重庆、深圳等7城	4医院+24门诊部
华韩整形	2000	以江苏为核心，覆盖全国13城	7医院+8门诊部
伊美尔	1997	北部区域型连锁，覆盖北京、天津、青岛等5城	7医院+2门诊部
瑞丽医美	2008	浙江区域型连锁，覆盖杭州、芜湖、瑞安3城	2医院+2门诊部
美贝尔	2012	江苏区域型连锁，覆盖常州、南京、苏州等7城	5医院+2门诊部

资料来源：各公司官网，公司公告，国元证券研究所

国家监管及平台整治力度加大，利好合规机构。据艾瑞咨询统计，2019年，中国具备医疗美容资质的机构数量约1.3万家，而实际非法经营医美的店铺数量达到8万家，合法合规的医美机构仅占行业的12%，合法医师仅占行业的28%，正规剂剂占

比仅有 33%。近年来，医美监管不断加码，打击“黑医美”，推动行业规范化，2021 年下半年八部委共同开展“打击非法医疗美容服务专项整治工作方案”，2021 年 11 月市场监管总局发布《医疗美容广告执法指南》，规范医美广告发布秩序。互联网平台方面，2022 年 2 月起小红书也启动了有史以来最严格的医美专项治理行动。一方面取消了 216 家私立机构的认证，仅对公立三甲医院及三甲医院医美科医生开放专业认证；另一方面，对普通用户生产的医美笔记进行检查清理，首批共处置违规笔记 27.9 万篇，其中下架站内涉嫌营销引流的医美笔记 14.2 万篇，处罚违规账号 16.8 万个。监管力度加大，有望推动非合规市场向合规市场加速转化，利好合规机构。

图 22：2019 年医美行业乱象



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 23：小红书针对医美品类专项治理



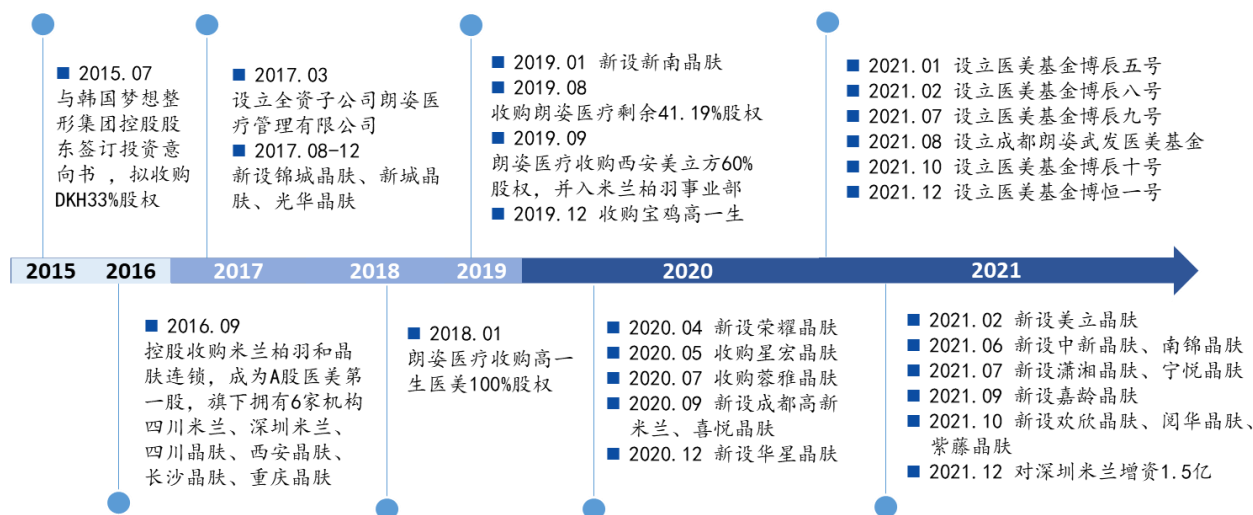
资料来源：小红书，国元证券研究所

3. 医美业务：资本助力医美版图扩张，集团化作战

3.1 战略清晰，立足三大品牌，外延内生推进全国连锁布局

外延内生布局医美赛道。公司医美业务发展路径清晰：**(1) 初始布局期：2015-2016年**，公司开启医美版图，战略投资韩国医美服务集团 DMG、整形医院“Dream Plastic Surgery”，并收购控股“米兰柏羽”、“晶肤”6家医美机构。**(2) 业务整合期：2017年3月**公司成立全资子公司朗姿医疗，独立负责医美业务的运营管理。同年通过合伙人计划新设3家晶肤。2018年投资控股西安最大整形美容医院陕西“高一生”开启西北地区医美布局。2019年收购“美立方”（后更名为“西安米兰柏羽”），新开新南晶肤，收购宝鸡高一生。**(3) 加速扩张期：2020年**以来公司加大医美板块投入。2020年收购及新开晶肤6家，并新设成都高新米兰柏羽；2021年陆续成立6只医美基金并新增9家晶肤，12月对深圳米兰进行增资。

图 24：公司医美板块发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

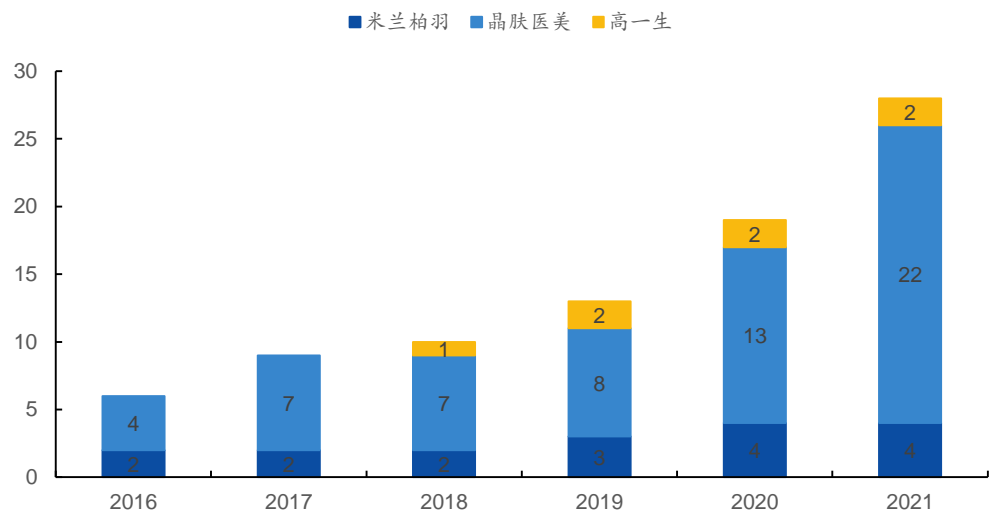
目前上市公司体内医美涵盖三大品牌，28家机构，覆盖成都、西安、深圳、重庆、长沙、咸阳、宝鸡7个城市并在体外拥有六支医美产业基金，总规模达27.56亿元。公司目前旗下拥有米兰柏羽、晶肤医美和高一生三大国内知名医美品牌，分别定位高端、技术、轻医美多店连锁，形成立体发展格局，有助于把握消费者细分需求，持续提升公司的市场覆盖和服务质量。截至2021年末，公司已在成都、西安、深圳、长沙等多地开设28家医疗美容机构，其中成都、西安两大城市已初步实现区域头部医美品牌的阶段目标，业务向全国范围辐射。

表 2：公司医美业务三大品牌布局

品牌	时间	定位	门店数量	门店类型	门店区域
BRAVOU 米兰柏羽	2005	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
FRESKIN 晶肤医美	2011	专注年轻化细分市场、标准化快速复制的 医美连锁 品牌	22	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳
Gonice 高一生整形	1991	专业技术领先 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，国元证券研究所

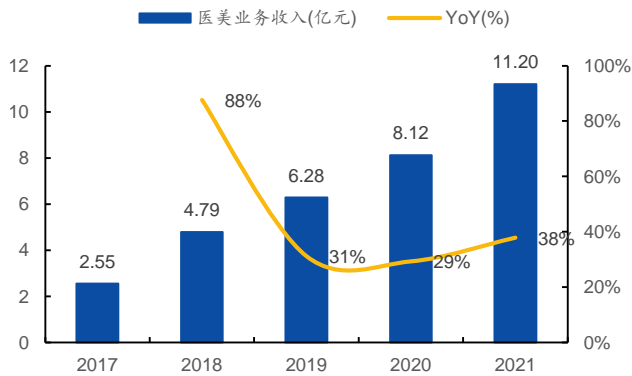
图 25：公司医美机构数量



资料来源：公司公告，国元证券研究所

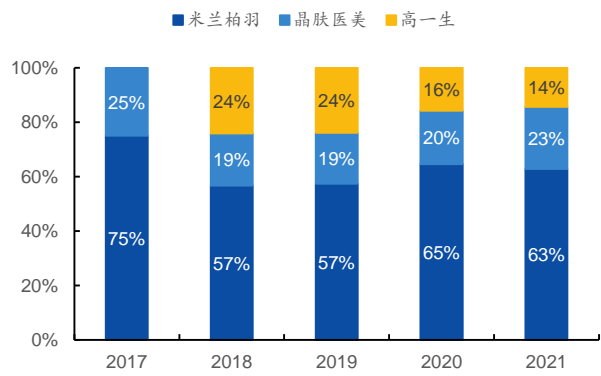
医美收入增长稳定，米兰柏羽占比约六成，晶肤占比提升。2019-2021 公司医美业务分别实现收入 6.28/8.12/11.20 亿元，同比分别提升 31%/29%/38%，疫情期间仍展现出较好韧性。从品牌分布来看，米兰柏羽的收入贡献长期稳定在 60%上下，2021 年达 63%。晶肤医美 2019-2021 年收入占比分别为 19%/20%/23%，品牌贡献度逐年提升

图 26：公司医美业务收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

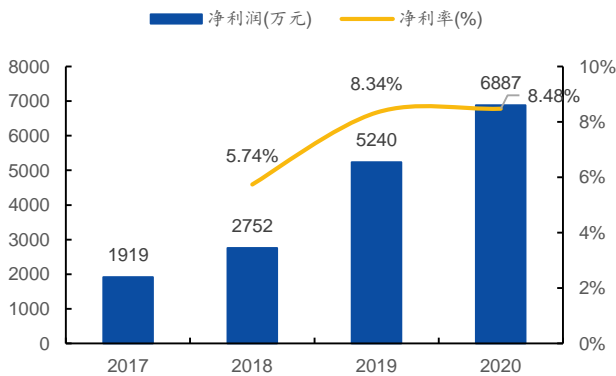
图 27：公司医美业务分品牌收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

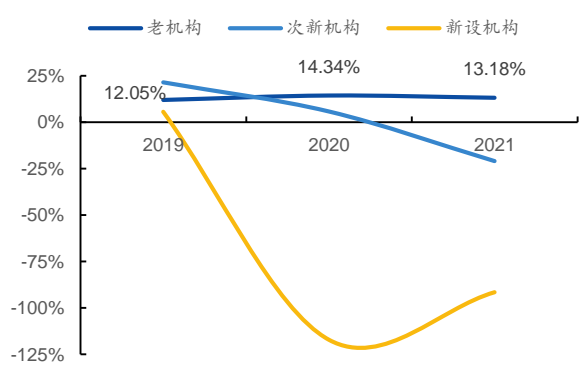
受新设机构影响，利润水平有所波动，老机构盈利稳定。2021 年公司医美业务整体净利率由 8.48% 下滑至 4% 以下，主要系 21 年新设 8 家晶肤医疗机构和米兰柏羽高新二院前期亏损、西安高一生受疫情及医院升级装修所致。长期来看，公司运营三年以上老机构盈利水平稳定，2019-2021 年销售净利率分别为 12.05%/14.34%/13.18%，新设和次新机构利润有望持续爬坡。

图 28：公司医美业务归母净利润及净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 29：医美业务按机构类型销售净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.1.1 米兰柏羽：高端综合性医美品牌，三城四店经营

米兰柏羽：成都首屈一指的高端综合性医美品牌，开启三城四店经营模式。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”。2016 年，米兰柏羽正式并入朗姿股份旗下医美核心板块。米兰柏羽参照全球公认的最高医疗服务标准 JCI 标准对医疗机构进行管理运营，提供高品质的医美解决方案和差异化的价值体验。2018 年四川米兰柏羽成为成都医美“十强”医院，获评中国 5A 级医美机构认证，截止 2021 年底已成功服务 70 万+求美者。目前公司通过新设、合并等方式全面打通成都、西安、深圳三地市场，成都和西安各拥有 2 家和 1 家综合性医院，深圳拥有 1 家医美门诊部，迎来三城四店的崭新经营模式。

2019-2021 年分别实现收入 3.61/5.25/7.03 亿元，增速稳定在 30%以上，毛利率稳定在 50%上下，经营状况稳中向好。

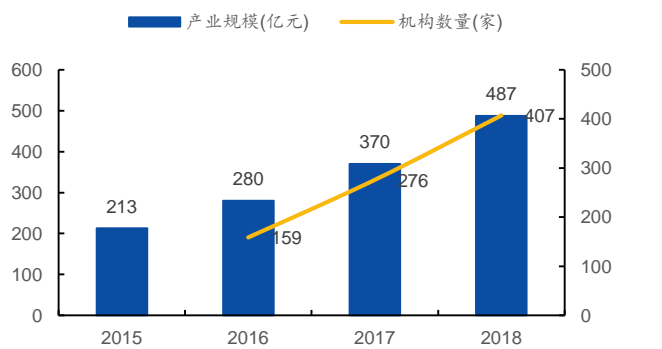
图 30：米兰柏羽迎来三城四店经营模式



资料来源：四川米兰柏羽总院公众号，国元证券研究所

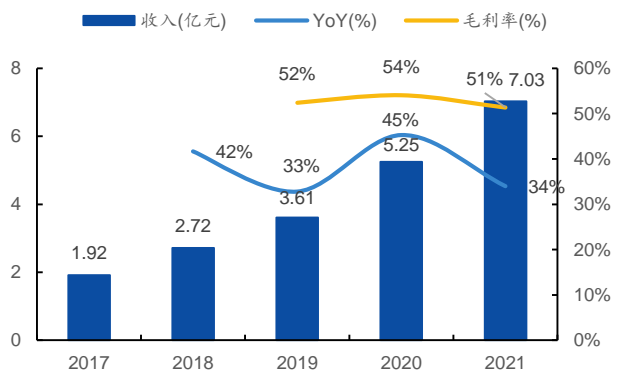
米兰柏羽以成都为核心发展区域，持续受益于当地消费者旺盛需求以及产业政策的大力支持。2018 年成都率先提出“打造中国美容第一城”概念，发布《成都医疗美容产业发展规划（2018-2030 年）》。作为“医美之都”，2018 年成都市医美消费者渗透率已达 5.9%，高于国内 2.51%的水平。

图 31：成都医美市场规模



资料来源：成都市医疗美容产业协会，国元证券研究所

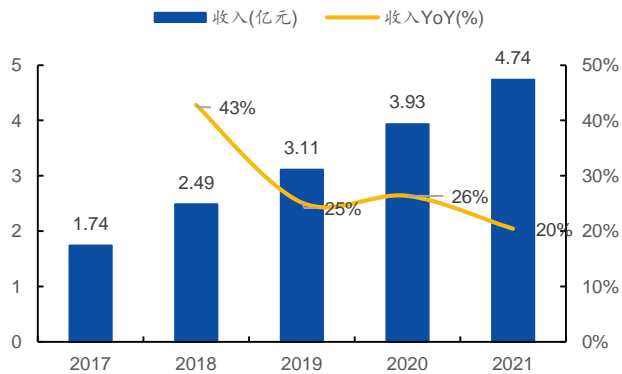
图 32：米兰柏羽品牌收入及毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

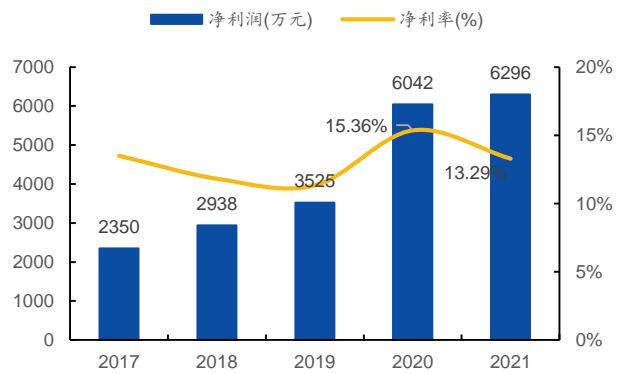
四川米兰：米兰柏羽旗舰机构，单店表现亮眼。作为旗舰机构，科室设置塑美空间 12000 平米，拥有 14 大明星院长、158 位国内外核心专家，2021 年再次获得 5A 评级。同年单家医院实现收入 4.6 亿元，医美收入占比 41.5%，实现净利润 6296 万元，净利率 13.3%。

图 33：四川米兰柏羽单店营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 34：四川米兰柏羽单店净利润及净利率



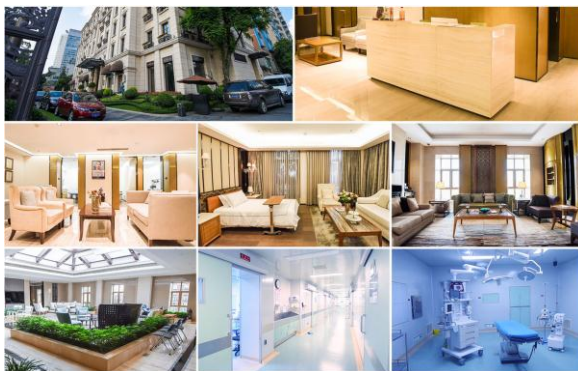
资料来源：公司公告，国元证券研究所

西安米兰：助推三大品牌区域协同。2019 年公司收购西安美立方 60% 股权，对其按照米兰柏羽模式进行打造，与同处西安地区的高一生、晶肤医美品牌产生地区性协同。

成都高新米兰：自建机构第一家，选择核心金融圈打造时尚分院。2021 年 1 月朗姿医美选址成都高新 CBD 核心商圈，新设第一家综合医院。开业首年便贡献了 8049 万的收入。米兰柏羽总院和高新米兰新院完善一城两院布局。

深圳米兰：增资 1.5 亿，由门诊部加速向综合医院转化。2016 年公司收购深圳米兰柏羽门诊部 70% 股权。2021 年 12 月 14 日，朗姿医疗及相关方签订《增资协议》，向深圳米兰合计出资 1.5 亿元人民币，支持其综合性医院建设。增资完成后，朗姿医疗、莘县爱米、博恒一号以及博辰八号分别持股 46%、5%、31% 和 18%。公司以资本助力深圳米兰业务规模提升，有望进一步提升其在深圳地区的市场竞争力。

图 35：米兰柏羽医院环境



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 36：选址成都高新区打造时尚分院



资料来源：四川米兰柏羽总院公众号，国元证券研究所

3.1.2 高一生：专业技术行业领先的高端医美品牌

专业技术领先的高端医美品牌，聚焦陕西进行区域化布局。品牌创立于 1991 年，为西安地区经营规模和品牌知名度及技术实力最强的医美机构之一。拥有全球高端医疗仪器，并与美国、法国、瑞典、台湾等众多世界顶级医疗美容权威机构及实力雄厚的专业医疗龙头开展技术交流与合作。品牌在西安和宝鸡各拥有 1 家综合性医院和

门诊部。其中西安高一一生作为旗舰机构，占地面积 6000 平米，拥有 11 间智能手术室，18 间 VIP 病房及多台百万级先进设备，曾获“中国十大最具影响力整形机构”等荣誉称号。

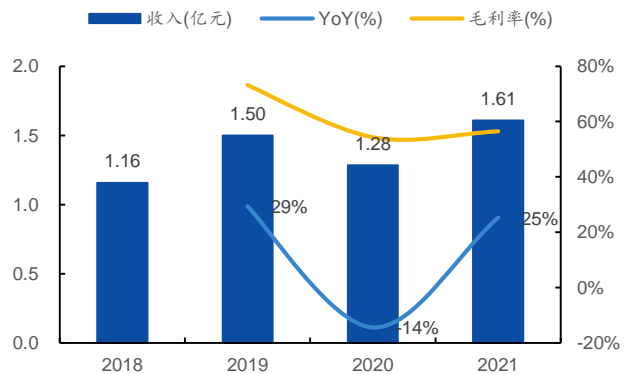
2019-2021 年高一一生品牌分别实现收入 1.50/1.28/1.61 亿元，2021 年毛利率为 56%，在三大品牌中居首位。品牌盈利能力良好，收入规模仍有较大提升空间。

图 37：高一一生医院环境



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 38：高一一生品牌收入及毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.1.3 晶肤：乘轻医美之风，连锁多点开花

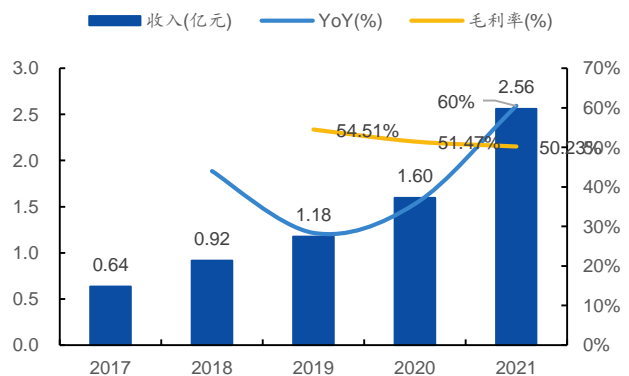
聚焦“医学年轻化”连锁品牌。晶肤聚焦轻医美，主打激光与微整形类医疗美容服务，专注年轻细分市场，满足客户年轻化塑形需求，实现“晶肤医美，让爱年轻”的品牌理念。2019-2021 年晶肤品牌分别实现收入 1.18/1.60/2.56 亿元，2021 年收入同比增速高达 60%，有望持续享轻医美细分赛道红利，实现高速增长。作为晶肤旗舰机构的四川晶肤收入增长良好，盈利能力突出。2021 年四川晶肤实现营业收入 9365 万，同比增长 39.14%，净利润 1687 万，净利润率达到 18%。

图 39：晶肤医美门店环境



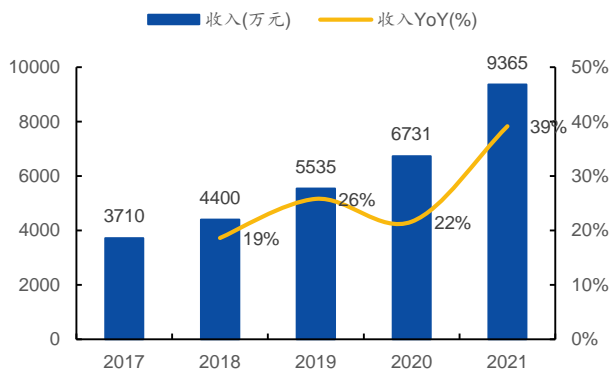
资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 40：晶肤品牌收入及增速



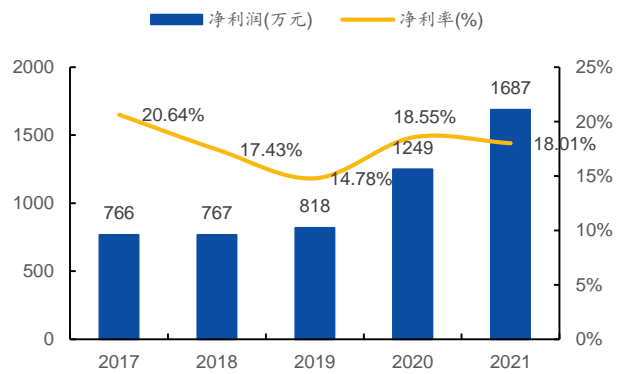
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 41：四川晶肤单店营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

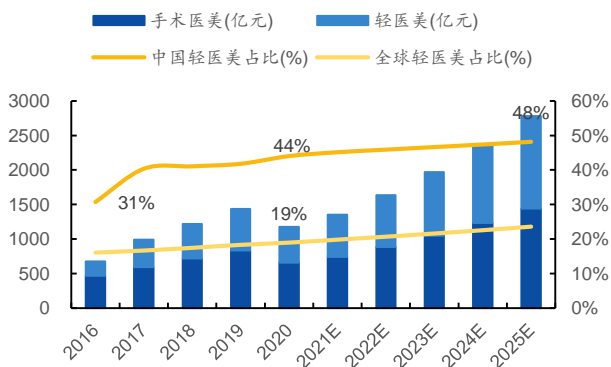
图 42：四川晶肤单店净利润及净利润率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

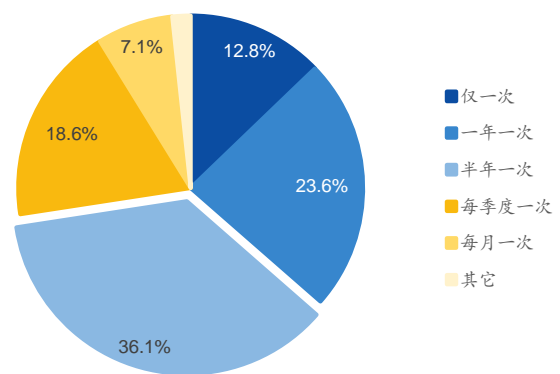
轻医美赛道快速发展，具备风险小、单价低、高复购等特点。轻医美作为非侵入性项目，具备风险小、单价低、恢复时间短、复购率高的特征，迎合了年轻医美用户对微创和高性价比的需求，占比持续提升。根据 Frost&Sullivan 统计，2020 年中国非手术类项目服务收入占比达到 44%，远高于全球 19% 水平，预计到 2025 年有望达到 48%。据艾媒统计，2021 年超过 8 成轻医美用户会周期性体验轻医美项目，其中 36.1% 的用户半年消费一次，23.6% 的用户一年一次，而 18.6% 的用户每季度消费一次。此外超过 9 成轻医美用户会选择分享消费经历，其中向熟人分享的用户比例超过 4 成。

图 43：我国轻医美项目服务收入占比



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

图 44：轻医美项目复购率较高



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

标准化复制，连锁经营，晶肤筑高品牌壁垒。晶肤通过产品、服务、运营及人才培养的标准化的复制扩张，形成连锁化经营，通过广泛覆盖提升消费者认知度。品牌定位于“医美的生活化和社区化”，截至 2021 年末旗下共拥有 22 家机构，其中在成都拥有 14 家、西安拥有 3 家、咸阳拥有 1 家、长沙拥有 2 家、重庆拥有 2 家。2022H1 公司新设成都高新水街晶肤 1 家机构，未来有望在现有门店基础上，加快拓店步伐。逐步实现“半小时内必有晶肤”的区域布局目标，在激烈的行业竞争中构筑起品牌壁垒，门店数量及规模快速增长。

引入合伙人机制，激发核心人才潜能。2017年起公司开始推广合伙人制度，以朗姿医疗有限公司作为普通合伙人，晶肤医美核心骨干医生作为有限合伙人共同投资新设机构。在新机构达到一定盈利水平后，朗姿医疗有权优先收购合伙人持有的机构股权。2017年内公司通过合伙人计划完成新建光华、锦城、新城3家晶肤诊所，2019年新建新南晶肤，2020年新增喜悦、华星、蓉雅、荣耀、星宏5家晶肤，2021年新增美立晶肤，同年光华和新城晶肤达成业绩目标，分别整体按照2144万元、2470万元估值实现了合伙人的退出。合伙人计划使得医生与机构建立了风险共担、利益共享机制，有助于留住核心人才，加速医生孵化。

图 45：公司已在成都市内布局 14 家晶肤连锁

图 46：2021 年新城晶肤获得合伙人计划奖



资料来源：企查查，公司公告，国元证券研究所绘制

资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所

3.1.4 医美产业基金：投资优质标的，入驻核心城市

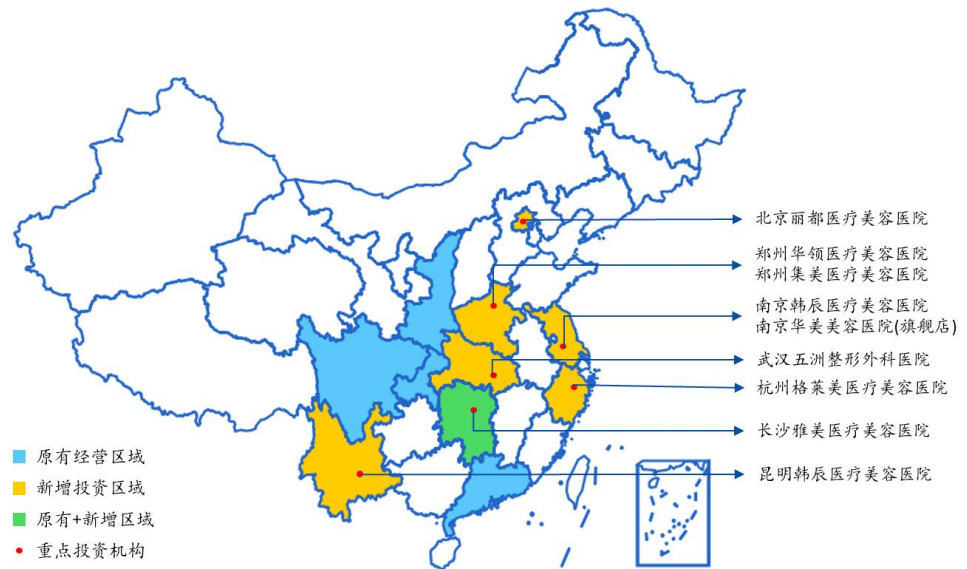
设立产业基金，直接或间接投资了 18 家产业链上下游相关企业机构，覆盖全国 7 个省份、10 座城市。公司利用其专业的投研团队优势发掘行业机会，截至 2022Q2 共设立了博辰五号、八号、九号、十号、武发基金和博恒一号合计六支医美产业基金，总规模为 27.56 亿元，其中公司认缴金额为 12.25 亿元。根据约定，当产业基金退出投资标时，在同等条件下，公司或其指定主体有权优先收购。公司通过产业基金，直接或间接投资了 18 家产业链上下游相关企业机构，覆盖全国 7 个省份、10 座城市。不少机构为成立年数长、本土销量排名靠前、品牌认证数多、经营规模大、综合水平领先的综合性医院，其中包括一家三级医院。公司通过孵化优质企业，加速业务版图向一二线城市扩张，已覆盖主要医美发达地区。

表 3：公司医美产业基金投资情况

	基金规模(亿元)	公司出资占比	投资标的
博辰五号	4.01	49.88%	北京丽都、昆明/南京韩辰
博辰八号	2.51	49.80%	武汉五洲、武汉韩辰
博辰九号	5.01	49.90%	郑州华领、郑州集美、湖南雅美
武发基金	5.01	19.96%	南京华美美容
博辰十号	6.01	49.92%	杭州格莱美、南京华美美容
博恒一号	5.01	49.90%	-

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 47：上市公司体内+投资医美机构分布情况

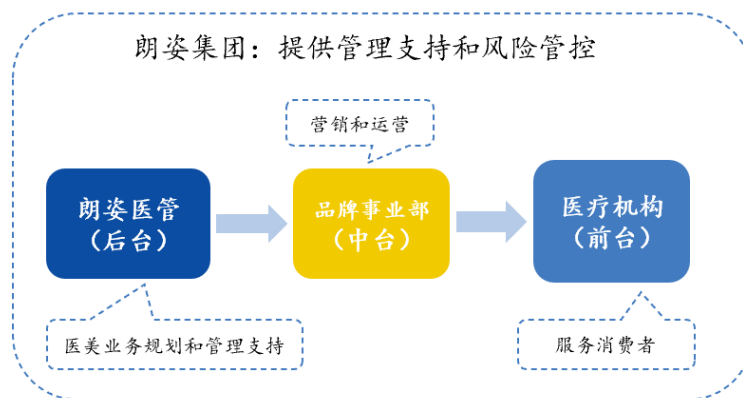


资料来源：企查查，公司公告，国元证券研究所绘制

3.2 集团化作战，资源+管理全方位赋能

公司于 2017 年成立朗姿医疗管理有限公司，独立运营医美业务，已逐步搭建起“医管公司（后台）- 事业部（中台）- 医疗机构（前台）”三级组织架构。其中后台负责医美业务总体规划和支持；中台负责统一品牌营销和运营策略；前台面向消费者提供医疗和服务，形成兼具管理集约性与业务独立性的经营管理模式。基于此，上市公司对其业务发展提供人财物支持和风险管控，保障管理效率的提升和成本的有效控制。

图 48：朗姿医美业务已形成四级管控体系



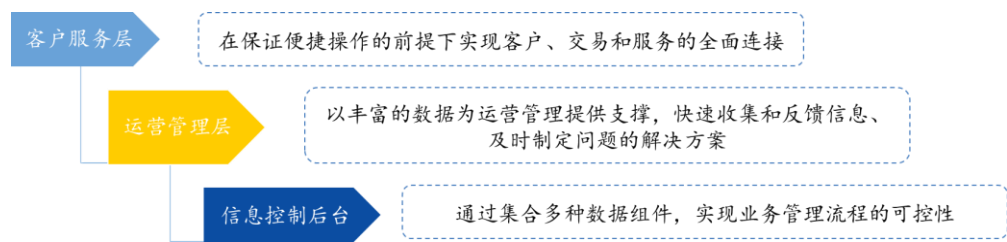
资料来源：公司公告，国元证券研究所

集团化采购，扩大成本优势。公司作为经营规模较大的区域龙头企业，具备一定的议价能力。集团化采购有利于实现招标采购的公平、公开和公正，确保医疗器械和药品

的品质，降低库存，节省采购成本。2019 年公司通过主要物资集团化采购，主耗原材料的采购成本取得有效降低，降幅分别在 10%-76%不等。

信息化建设，立足数据实现高效管理。公司已建立起以医美业务为中心，连接客户/会员、上下游伙伴和公司内部，整合所有相关软件，实现新一代协作和创新的价值观云平台，支持集团层面实现对各家医美机构的业务把控。未来公司将立足业务数据持续搭建咨询、治疗和客户回访等运营模型，优化客户协作关系、提升机构网络服务能力、实现业务运营智能分析。

图 49：朗姿医美价值云平台



资料来源：公司公告，国元证券研究所

成立医疗管理委员会，保障医美安全合规。2021 年公司成立医疗管理委员会；8 月，委员会开展了集团医美医疗质量与安全检查工作，对下属各机构的医疗安全制度管理、安全技能掌握、安全设施配备、医疗安全行为等进行了地毯式检查和现场指导；2022 年 4 月，率先制定并推出了《朗姿医美医疗安全条例》，发挥行业自律示范先行作用，力求为消费者提供更优质、安全的服务。

图 50：医疗委员会开展 2021 年度医美医疗安全检查

图 51：公司率先制定《朗姿医美医疗安全条例》



资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所



资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所

成立医师培训基地，完善人才培养体系。医师执业能力是医美终端行业的成功关键因素。公司注重人才建设，不定期邀请行业专家开展专题讲座和业务培训，并通过建立线上内训师管理认证机制提升学员美学实操技术。2021 年，已开设 2 个线上必修课专栏、4 个选修课专栏以及 6 个医学专栏，共发布 155 个视频，总学习人数达 12254 人次。2022 年 1 月公司成立朗姿医美医师培训基地，进一步提升医师专业素养和服务水平。

图 52：2022 年 7 月朗姿医美开设美容注射强化班



资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所

图 53：2022 年 1 月朗姿医美成立医师培训基地



资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所

积极参与承办对外学术交流，把握行业前沿，鼓励学术创新。2012-2021 年间公司先后参加或承办学术交流 16 余场，2021 年先后承办中国鼻整形高峰论坛、第二届中国医学美容新技术高峰论坛、美沃斯国际医学美容大会，通过学术专业的研讨与交流提升从业人员医美知识和专业水平，进一步拓宽视野。同时鼓励学术创新，科研成果丰厚。截至 2021 年末，医美板块已获得 1 项国家发明专利、3 项外观设计专利、27 项实用新型专利。其中米兰柏羽在世界整形外科领域顶级杂志 PRS 发表论文 1 篇、国际美容整形外科学会官方杂志 APS 发表论文 1 篇及国家级核心刊物发表论文 20 余篇。

图 54：2012-2021 公司参加或承办的学术交流会议

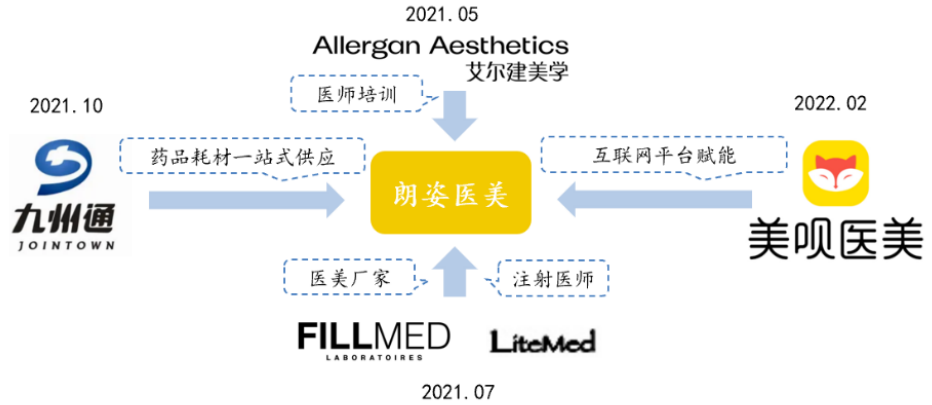
2013	2014	2016	2017	2018	2019	2021
<ul style="list-style-type: none"> 2013 成都国际美容整形学术大会 	<ul style="list-style-type: none"> 四川省美容整形协会除皱&耳再造学术会议 	<ul style="list-style-type: none"> 四川省美容整形协会中韩注射美容技术专家论坛 四川省美容整形协会富血小板血浆及露明斯在医疗美容中的应用专题研讨会 	<ul style="list-style-type: none"> 四川省美容整形协会线雕新技术交流会 四川省美容协会面部抗衰老大会 四川省美容整形协会皮肤科分会皮肤光动力治疗学术会议 	<ul style="list-style-type: none"> 四川省美容整形协会中韩注射学术论坛 第一届成都国际医美产业大会暨“医美之都”高峰论坛 	<ul style="list-style-type: none"> 首届中国医学美容新技术高峰论坛 医美新技术与运用博览会 四川省美容整形协会面部整形与修复再生分会学术年会 	<ul style="list-style-type: none"> 中国鼻整形高峰论坛 第二届中国医学美容新技术高峰论坛 美沃斯国际医学美容大会

资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所

2021 年来公司已与上游数字化医药分销与供应链服务商九州通、抗衰品牌 FILLMED、医美行业全球领先者艾尔建美学，下游互联网平台美呗以及医生组织 LiteMed 台医俱乐部建立了战略合作关系，以行业生态链赋能旗下机构。2021 年 5 月 20 日，朗姿医美与艾尔建美学达成战略合作，借助艾尔建学院，对旗下机构的从业人员进行评估及培训教育，提升医生诊疗水平。同时双方共同推进正品验证的各种技术和模式，提高求美者对正品的认知。2021 年 7 月 28 日，朗姿股份旗下晶肤连锁机构与法国抗衰老医学领导品牌 FILLMED 菲欧曼和 LiteMed 台医俱乐部建立三方战略合作。2021 年 10 月 18 日，朗姿医美与九州通宣布达成战略合作，有望发挥九州通在普药

普耗品种高满足率及冷链配送等优势，通过其一站式采购服务平台，加快产品到库时间，进一步提高消费者的满意度。

图 55：公司战略合作布局



资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所

图 56：朗姿医美与艾尔建美学签订战略合作备忘录



资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所

图 57：晶肤医美与 FILLMED 和 LiteMed 建立三方合作



资料来源：朗姿医美公众号，国元证券研究所

4.其他业务：女装品牌矩阵完善，加速婴童业务国内渗透

4.1 时尚女装：定位中高端，线上业务提速

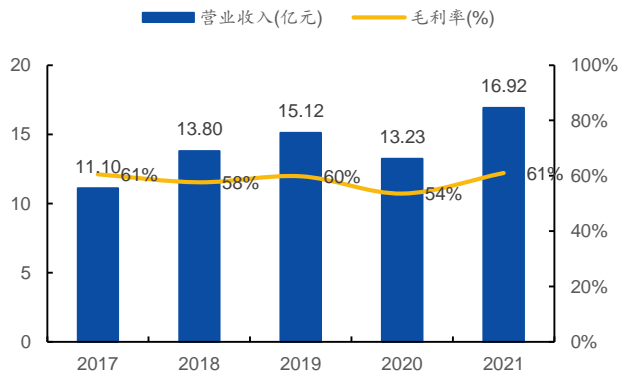
定位中高端构筑品牌矩阵，满足女性消费者多层次需求。公司通过“自主创立”、“代理运营”、“品牌收购”三种模式在中高端女装市场进行多品牌布局。目前在运营的自有女装品牌共7个，分别为LANCY、LANCYFROM25、LIME FLARE、liaalancy、m.tsubomi(2019年收购)，以及重新定位后的年轻化品牌LANCYFROM25、LANCY PINK；中国大陆独家代理运营的女装品牌MOJO S.PHINE、JIGOTT。公司系列女装品牌覆盖25-55岁年龄段，680-22800元价格带，通过差异化的产品定位及设计风格，满足女性客户差别化的个性需求和不同年龄段的表达诉求。2019-2021年分别实现营业收入15.1/13.2/16.9亿元，毛利率分别为60%/54%/61%，已基本恢复至疫情前水平。分品牌来看，主品牌朗姿是公司女装业务收入的主要贡献者，2021年收入占比达73%，莱茵以20%占比居第二位。

表4：公司女装品牌矩阵

品牌	风格	目标客户	价格区间（元）
LANCY	经典、优雅	25-45岁，兼具魅力、阅历与影响力的都市精英女性	1980-20000
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	1280-16800
LANCY FROM 25	雅致、精致	30-55岁，中产和新中产女性	680-8999
LANCY FROM 25/LANCY PINK	精致、职场	25-38岁，自信、独立、有态度的年轻女性	1000-4000
MOJO S.PHINE	奢华、优雅	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	5000-7000
LIME FLARE	时尚、精致	28-35岁，具有较强的时尚感及文化感的都市精英女性	1499-19000
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	4000-10000
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	1280-22800

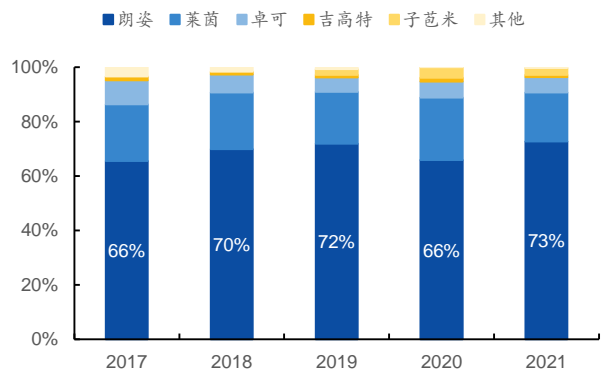
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 58：公司女装收入及毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 59：公司女装业务分品牌收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

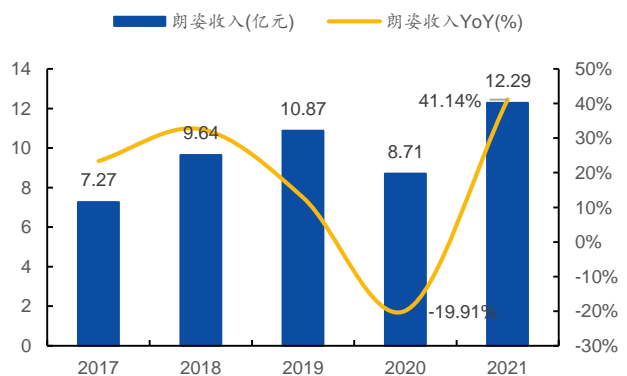
主品牌形象升级，收入改善。朗姿品牌创立于 2000 年，2021 年，公司启动品牌升级计划，将朗姿品牌高端产品线从原有品牌中独立出来，拆分为 LANCY（朗姿）和 LANCYFROM 25（悦朗姿），采用双品牌战略运营。同时上线全新 LOGO“LANCY”，升级店铺形象，以简洁的方式强调个体解放的女性主义。公司通过品牌形象升级强化品质高端定位，加速收入改善，2021 年朗姿单品牌实现 41.1% 增长。

图 60：朗姿品牌形象全面升级



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 61：朗姿品牌收入及毛利率

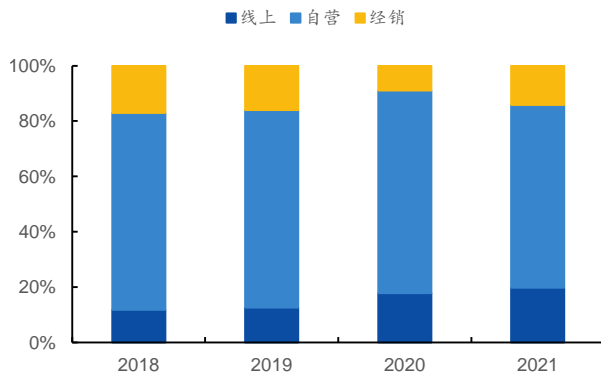


资料来源：公司公告，国元证券研究所

渠道方面，以线下自营为主，持续获客建立品牌忠诚，线上渠道高增长。分渠道来看，公司女装业务渠道以自营为主，占比超六成，而线上渠道占比在 2018-2021 年间 14.2% 提升至 19.8%，保持较快增长。**(1) 线下自营：**2021 年末女装业务共有 638 家店铺，其中自营店铺 425 家、经销店铺 187 家、线上店铺 26 家，总店数比 2020 末增加 30 家。公司通过线下门店深度触达用户，培养了忠诚、稳定、庞大的客户群，目前线下 VIP 客户已达 32.91 万余人。**(2) 线上电商：**2021 年女装电商渠道实现营业收入总额 3.34 亿元，较上年同比增长 41.7%。按渠道贡献来看，天猫仍为主要渠道，2021 年流水增速达 40%，朗姿/莱茵天猫店支付金额同比提升超 50%/70%。双十一大促期间，朗姿天猫单店支付金额超 1 亿，大淑女装圈排名第一。唯品与抖音渠道平分秋色，其中抖音渠道取得较大突破，流水规模超 1 亿，有望进一步打开下沉市场，带动

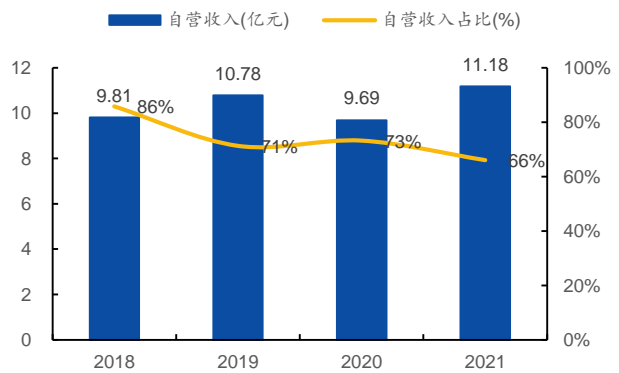
品牌流量变现。线上收入高增有望对线下业务形成良好补充，极大程度缓解疫情冲击。

图 62：女装业务渠道结构



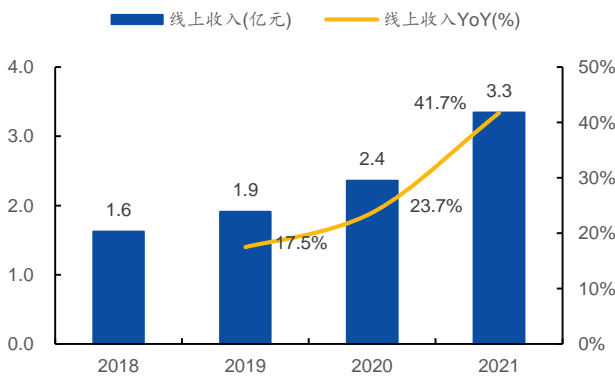
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 63：女装业务自营收入及占比



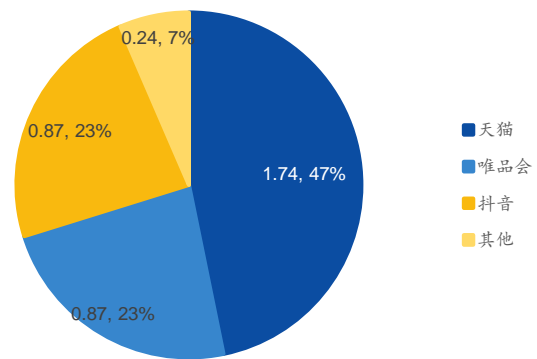
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 64：女装业务线上收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 65：女装业务线上渠道占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.2 绿色婴童：盈利能力改善，国内市场份额有望持续提升

2014年，公司成为品牌历史约40年的韩国知名童装上市公司阿卡邦的第一大股东。其产品对0-4岁婴幼儿的服装、用品、护肤品、玩具等孩童成长用品领域进行了全面覆盖，旗下拥有Agabang阿卡邦、ETTOI爱多娃、Putto、Designskin、Dear Baby等一系列自有品牌，并在韩国销售Offspring、EasyWalker、NICI等代理品牌。

表 5：公司童装主要品牌矩阵

品牌	定位	价格区间	销售区域
阿卡邦	为0-4岁婴童提供高性价比的内外出服及用品	299-899	韩国/东南亚
Dearbaby	为2-6岁中高端小童提供色彩及设计独特的服装	300-1000	韩国/东南亚
ETTOI	为0-7岁婴、小童提供精致、高品质服饰	498-3698	中国/韩国/东南亚
Design skin	为0-7岁儿童提供韩国进口创意爬行垫产品	1098-1898	韩国/东南亚

资料来源：公司公告，国元证券研究所

韩国国民地位稳固，渠道网络布局完善。阿卡邦经过四十多年的持续运营，在韩国构筑了优秀的品牌认知度和最大的流通网络，连续多年取得韩国企业效率协会“第一知名度品牌”、“第一童装企业”等荣誉，在韩国民众中深入人心，在东亚也具有一定的市场和影响力。截至 2021 年末，阿卡邦共在韩国拥有 515 家销售终端，主要分布于高端商场、大型商超、街边店，渠道实现广泛覆盖。

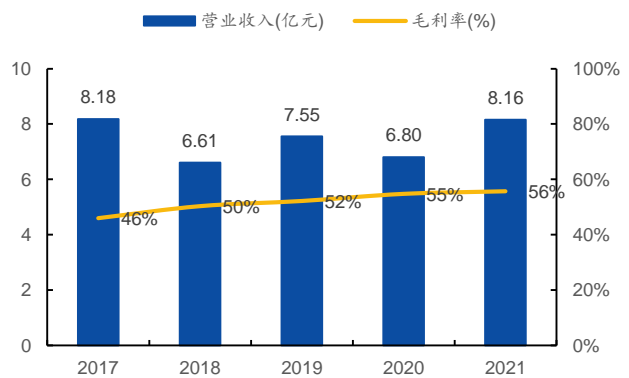
国内市场主推品牌 ETTOI 爱多娃，加速市场渗透。目前公司国内市场仍处于品牌推广阶段，已在具有消费潜力的一二线城市布局 32 家线下销售终端。2019-2021 年公司绿色婴童分别实现收入 7.6/6.8/8.2 亿元，毛利率稳步提升，盈利能力持续改善。未来有望在维持韩国市场竞争优势的同时，持续提高国内市占率，实现收入快速增长。

图 66: ETTOI 上海静安寺门店



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 67: 绿色婴童业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

基本假设：

(1) 时尚女装业务 2022-2024 年营收增速分别为 0%/6%/5%，达 16.92/17.93/18.83 亿元。

(2) 医美行业我们预计 2022-2024 年公司医美业务营收增速分别为 22%/32%/26%，达 13.68/18.04/22.68 亿元。

(3) 绿色童装业务：我们预计 2022-2024 年公司婴童业务营收增速分别为 15%/18%/15%，达 9.39/11.07/12.73 亿元。

我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 40.35/47.43/54.62 亿元，实现归母净利润 1.50/2.25/2.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.34/0.51/0.61 元，PE92/61/51x。首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

疫情反复、政策监管风险、新设机构业绩不及预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1943.28	2152.53	2649.18	3000.01	3383.79
现金	291.01	477.62	554.70	684.10	796.15
应收账款	293.70	253.87	403.12	432.97	475.73
其他应收款	79.70	84.60	100.93	119.83	133.58
预付账款	33.98	40.77	50.00	60.96	65.08
存货	929.81	1032.87	1244.27	1413.60	1626.48
其他流动资产	315.09	262.80	296.16	288.55	286.78
非流动资产	3210.28	4698.22	3610.96	3588.94	3574.17
长期投资	884.86	914.95	910.58	974.53	921.23
固定资产	406.42	587.82	545.44	495.75	442.40
无形资产	392.49	371.79	343.71	324.23	298.45
其他非流动资产	1526.52	2823.65	1811.23	1794.42	1912.09
资产总计	5153.56	6850.75	6260.14	6588.95	6957.96
流动负债	1028.13	2055.92	1312.61	1485.89	1656.69
短期借款	135.18	658.85	389.79	394.61	481.08
应付账款	170.48	218.27	238.09	276.29	318.95
其他流动负债	722.47	1178.80	684.74	815.00	856.66
非流动负债	528.68	1176.03	1173.36	1165.77	1178.03
长期借款	0.00	75.11	67.24	60.19	73.48
其他非流动负债	528.68	1100.92	1106.12	1105.58	1104.55
负债合计	1556.81	3231.95	2485.97	2651.66	2834.71
少数股东权益	635.70	662.51	677.61	700.27	727.41
股本	442.45	442.45	442.45	442.45	442.45
资本公积	1641.21	1619.66	1619.66	1619.66	1619.66
留存收益	883.75	925.91	1044.70	1188.33	1349.17
归属母公司股东权益	2961.06	2956.29	3096.56	3237.01	3395.84
负债和股东权益	5153.56	6850.75	6260.14	6588.95	6957.96

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	379.28	470.58	-711.45	323.68	124.56
净利润	135.80	225.65	164.86	247.48	296.32
折旧摊销	79.09	108.59	103.28	104.02	104.65
财务费用	45.23	61.50	23.37	8.64	7.30
投资损失	-99.29	-56.51	-105.26	-87.02	-82.93
营运资金变动	234.18	116.59	-728.98	-157.46	-216.35
其他经营现金流	-15.73	14.76	-168.72	208.02	15.58
投资活动现金流	106.46	-851.31	1099.21	-99.33	5.22
资本支出	130.74	163.52	0.00	0.00	0.00
长期投资	-130.40	808.92	-559.93	114.28	10.71
其他投资现金流	106.80	121.12	539.28	14.95	15.92
筹资活动现金流	-289.79	580.96	-310.68	-94.95	-17.73
短期借款	-240.15	523.67	-269.06	4.82	86.48
长期借款	-7.05	75.11	-7.87	-7.05	13.29
普通股增加	7.37	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-112.28	-21.56	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	62.31	3.73	-33.74	-92.72	-117.49
现金净增加额	197.15	186.62	77.08	129.40	112.04

利润表

单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2876.44	3665.21	4035.34	4742.49	5462.25
营业成本	1318.84	1575.50	1790.26	2071.87	2388.43
营业税金及附加	16.86	19.35	24.05	27.03	30.84
营业费用	1122.17	1462.75	1614.14	1873.28	2130.28
管理费用	236.49	283.63	363.18	403.11	464.29
研发费用	93.14	112.55	121.06	142.27	163.87
财务费用	45.23	61.50	23.37	8.64	7.30
资产减值损失	-0.08	-0.19	-0.14	-0.16	-0.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	99.29	56.51	105.26	87.02	82.93
营业利润	156.36	199.01	208.04	305.06	360.92
营业外收入	2.82	2.66	2.89	2.79	2.78
营业外支出	21.48	11.61	16.98	16.69	15.09
利润总额	137.69	190.06	193.95	291.16	348.61
所得税	1.90	-35.59	29.09	43.67	52.29
净利润	135.80	225.65	164.86	247.48	296.32
少数股东损益	-6.24	38.20	15.10	22.66	27.14
归属母公司净利润	142.04	187.45	149.76	224.82	269.18
EBITDA	280.67	369.10	334.69	417.72	472.87
EPS (元)	0.32	0.42	0.34	0.51	0.61

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-4.35	27.42	10.10	17.52	15.18
营业利润 (%)	0.17	27.28	4.54	46.64	18.31
归属于母公司净利润 (%)	141.65	31.97	-20.11	50.12	19.73
获利能力					
毛利率 (%)	54.15	57.01	55.64	56.31	56.27
净利率 (%)	4.94	5.11	3.71	4.74	4.93
ROE (%)	4.80	6.34	4.84	6.95	7.93
ROIC (%)	7.17	12.29	6.37	8.51	9.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.21	47.18	39.71	40.24	40.74
净负债比率 (%)	8.68	22.71	18.38	17.15	19.56
流动比率	1.89	1.05	2.02	2.02	2.04
速动比率	0.85	0.48	0.94	0.94	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.61	0.62	0.74	0.81
应收账款周转率	7.48	11.30	10.40	9.81	10.32
应付账款周转率	7.83	8.11	7.85	8.06	8.03
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.32	0.42	0.34	0.51	0.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	1.06	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	6.69	6.68	7.00	7.32	7.68
估值比率					
P/E	97.19	73.64	92.18	61.40	51.28
P/B	4.66	4.67	4.46	4.26	4.07
EV/EBITDA	45.85	34.87	38.45	30.81	27.21

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188