

公司研究

上半年女装承压、医美相对突出，下半年期待疫情后业绩改善

——朗姿股份（002612.SZ）2022年中报点评

增持（维持）

当前价：31.04元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.42
总市值(亿元)	137.34
一年最低/最高(元)	20.20/41.75
近3月换手率	254.80%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.32	14.97	2.58
绝对	8.83	21.09	-12.47

资料来源：Wind

相关研报

21年女装、医美、婴童业务齐头并进，疫情影响下22Q1利润承压——朗姿股份（002612.SZ）2021年年报及2022年一季度报点评（2022-05-01）

女装恢复、医美高增，业务多元、布局医美景气赛道促增长——朗姿股份（002612.SZ）2021年中报点评（2021-08-18）

要点

上半年受疫情影响收入、归母净利润分别同比+1.10%、-90.09%

公司2022年上半年实现营业收入18.09亿元、同比增长1.10%，归母净利润925万元、同比下滑90.09%，扣非归母净利润1308万元、同比下滑85.10%，EPS为0.02元。

分季度来看，22Q1、Q2单季度收入分别同比+0.26%、+1.95%，归母净利润分别同比转亏、同比-80.23%。

上半年医美收入同比+18.45%，女装/婴童收入同比-10.20%、-0.45%

公司业务较为多元，主要覆盖高端女装/医美/婴童三大业务，2022年上半年女装、医美、婴童收入占总收入的比重分别为41.27%、34.76%、22.42%，拆分开来看：

女装业务：女装业务实现收入7.47亿元、同比-10.20%。上半年包含上海北京等一二线城市在内的多地疫情反复，对线下客流和销售带来较大不利影响，其中直营店受损最为明显；利润端估计微亏。**1) 分品牌来看：**主要品牌朗姿、莱茵占女装收入的比重分别为70%、19%、收入分别同比-13.18%、-1.36%；**2) 分渠道来看：**电商、直营、经销收入占女装收入的比重分别为26%、59%、15%，收入分别同比+19.74%、-24.21%、+26.45%；**3) 渠道数量方面：**总门店数共计634家、较年初减少4家（同比-0.63%），其中直营店432家（+1.65%）、经销店172家（-8.02%）、线上店铺30家（+15.38%）。

医美业务：医美业务实现收入6.29亿元、同比+18.45%；净利润合计亏损约1000万元、净利率为-1.70%（21H1为盈利约2400万元、净利率4.46%）。收入虽仍有较高增长，但疫情对利润影响较大。

1) 分项目来看：手术类、非手术类项目占医美业务收入比例分别为22%、78%，分别同比-8.89%、+29.46%，非手术类收入增速较快主要由于21年下半年新增较多医美机构，以及同口径医美机构收入规模同比增加；**2) 分品牌来看：**米兰柏羽、晶肤医美、高一生收入各占医美业务收入的65%、24%、11%，收入分别同比+21.48%、+26.90%、-8.77%。22年6月末公司拥有29家医美机构，米兰柏羽、晶肤医美、高一生各为4/23/2家，其中米兰柏羽、高一生门店数同比持平、晶肤医美门店数净增加1家；**3) 分机构运营时间来看：**老机构（3年以上）、次新机构（1~3年）、新设机构（1年以内）各占医美业务收入的66%、30%、3%，收入分别同比+4.58%、+120.18%、-59.19%，净利率分别为5.02%、-12.97%、-43.50%、老机构在疫情背景下经营韧性相对较强；以规模最大的四川米兰为例，上半年收入增长9%、净利率为9%。

婴童业务：婴童阿卡邦业务实现收入4.06亿元、同比-0.45%、主要系汇率变动影响，上半年婴童业务的韩币收入同比+9.64%；实现净利润2232万元。

费用率提升超过毛利率，存货周转放缓，经营净现金流减少

毛利率：上半年同比提升1.23PCT至57.58%。其中女装、医美、婴童业务毛利率分别为62.74%（+2.93PCT）、48.76%（-3.37PCT）、60.78%（+6.74PCT），医美业务毛利率下降主要系新增医美机构培育费用较高，且受疫情影响，经营性固定费用支出刚性并略有上升所致。

费用率：上半年期间费用率同比提升 5.99PCT 至 56.78%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 42.71% (+3.96PCT)、8.75% (+0.99PCT)、3.16% (+0.41PCT)、2.17% (+0.63PCT)，销售费用率提升幅度较大主要系上半年疫情影响下费用刚性，其中主要为广告宣传费、店铺管理费以及装修费用同比增加较多。

其他指标方面：1) 存货 22 年 6 月末较 22 年初增加 3.51% 至 10.69 亿元、同比增加 25.22%；存货周转天数为 247 天、同比增加 41 天。

2) 应收账款 22 年 6 月末较 22 年初减少 8.80% 至 2.32 亿元、同比减少 17.23%；应收账款周转天数为 24 天、同比减少 5 天。

3) 上半年实现经营净现金流 1.07 亿元、同比减少 50.14%，主要系上半年收到其他与经营活动有关的现金同比减少较多所致。

上半年医美业务表现突出、女装承压，期待下半年疫情后消费复苏

2022 年上半年公司三大业务板块中医美业务增长最快、表现突出，其中成熟医美机构不断发展壮大，自建医院级机构高新米兰快速成长、晶肤医美连锁机构规模不断增加，进而带动医美业务规模增长可观；女装业务上半年受疫情影响较大、销售同比下滑；童装业务不考虑汇率变动影响后保持一定增长。展望下半年我们期待随着疫情逐步受控，女装业务迎来边际改善，高粘性的医美业务继续提升规模和效率、在行业规范化趋势中不断强化市场份额。

考虑到疫情影响存不确定性，我们下调公司 22~24 年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别下调 38%/12%/21%），对应 22~24 年 EPS 分别为 0.22、0.45、0.55 元，22、23 年 PE 分别为 139 倍、69 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致终端消费疲软；费用控制不当；医美业务出现医疗事故或者纠纷的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,876	3,665	3,974	4,693	5,350
营业收入增长率	-4.35%	27.42%	8.43%	18.08%	14.01%
净利润（百万元）	142	187	99	199	245
净利润增长率	141.65%	31.97%	-47.27%	101.16%	23.34%
EPS（元）	0.32	0.42	0.22	0.45	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.80%	6.34%	3.27%	6.23%	7.26%
P/E	97	73	139	69	56
P/B	4.6	4.6	4.5	4.3	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-16

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,876	3,665	3,974	4,693	5,350
营业成本	1,319	1,575	1,671	1,941	2,201
折旧和摊销	47	71	74	79	84
税金及附加	17	19	24	28	32
销售费用	1,122	1,463	1,669	1,933	2,194
管理费用	236	284	322	375	428
研发费用	93	113	123	145	177
财务费用	45	62	69	66	63
投资收益	99	57	50	50	50
营业利润	156	199	134	246	311
利润总额	138	190	122	239	294
所得税	2	-36	18	36	44
净利润	136	226	103	203	250
少数股东损益	-6	38	5	5	5
归属母公司净利润	142	187	99	199	245
EPS(元)	0.32	0.42	0.22	0.45	0.55

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	379	471	216	270	302
净利润	142	187	99	199	245
折旧摊销	47	71	74	79	84
净营运资金增加	-332	-326	21	76	124
其他	522	538	22	-84	-150
投资活动产生现金流	106	-851	-20	-55	-40
净资本支出	-96	-163	-70	-80	-90
长期投资变化	885	915	0	0	0
其他资产变化	-682	-1,603	50	25	50
融资活动现金流	-290	581	-157	-168	-184
股本变化	7	0	0	0	0
债务净变化	-246	599	-57	-71	-59
无息负债变化	190	1,076	96	167	162
净现金流	197	187	39	46	79

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	54.2%	57.0%	58.0%	58.6%	58.9%
EBITDA 率	6.4%	9.0%	6.8%	8.0%	8.0%
EBIT 率	3.7%	6.1%	5.0%	6.4%	6.4%
税前净利润率	4.8%	5.2%	3.1%	5.1%	5.5%
归母净利润率	4.9%	5.1%	2.5%	4.2%	4.6%
ROA	2.6%	3.3%	1.5%	2.8%	3.3%
ROE (摊薄)	4.8%	6.3%	3.3%	6.2%	7.3%
经营性 ROIC	3.9%	10.4%	6.6%	9.7%	10.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	30%	47%	47%	47%	46%
流动比率	1.89	1.05	1.08	1.15	1.22
速动比率	0.99	0.54	0.57	0.59	0.62
归母权益/有息债务	5.32	2.56	2.75	3.11	3.48
有形资产/有息债务	6.98	4.75	5.11	5.73	6.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	5,154	6,851	6,962	7,230	7,522
货币资金	291	478	517	563	642
交易性金融资产	222	169	169	169	169
应收账款	294	254	261	279	306
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	80	85	99	133	152
存货	930	1,033	1,079	1,214	1,367
其他流动资产	92	94	94	94	94
流动资产合计	1,943	2,153	2,268	2,510	2,796
其他权益工具	4	5	5	5	5
长期股权投资	885	915	915	915	915
固定资产	406	588	593	603	617
在建工程	173	26	23	22	21
无形资产	392	372	364	357	350
商誉	627	629	629	629	629
其他非流动资产	14	654	654	654	654
非流动资产合计	3,210	4,698	4,694	4,720	4,726
总负债	1,557	3,232	3,271	3,366	3,469
短期借款	135	659	601	531	472
应付账款	170	218	267	349	418
应付票据	0	20	20	23	26
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	77	141	141	141	141
流动负债合计	1,028	2,056	2,095	2,190	2,293
长期借款	0	75	75	75	75
应付债券	422	422	422	422	422
其他非流动负债	12	589	589	589	589
非流动负债合计	529	1,176	1,176	1,176	1,176
股东权益	3,597	3,619	3,691	3,864	4,053
股本	442	442	442	442	442
公积金	1,780	1,763	1,773	1,793	1,817
未分配利润	745	783	841	989	1,148
归属母公司权益	2,961	2,956	3,024	3,192	3,376
少数股东权益	636	663	667	672	676

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	39.01%	39.91%	42.00%	41.20%	41.00%
管理费用率	8.22%	7.74%	8.10%	8.00%	8.00%
财务费用率	1.57%	1.68%	1.73%	1.41%	1.19%
研发费用率	3.24%	3.07%	3.10%	3.10%	3.30%
所得税率	1%	-19%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.30	0.07	0.07	0.14	0.17
每股经营现金流	0.86	1.06	0.49	0.61	0.68
每股净资产	6.69	6.68	6.84	7.21	7.63
每股销售收入	6.50	8.28	8.98	10.61	12.09

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	97	73	139	69	56
PB	4.6	4.6	4.5	4.3	4.1
EV/EBITDA	92.6	50.3	54.3	38.8	34.1
股息率	1.0%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE