

朗姿股份 (002612)

2022 年中报点评：疫情影响女装业务，医美业务收入增长、新机构拖累净利 增持（维持）

2022 年 08 月 17 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,665	3,853	4,367	4,969
同比	27%	5%	13%	14%
归属母公司净利润（百万元）	187	104	204	265
同比	32%	-45%	97%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.42	0.23	0.46	0.60
P/E（现价&最新股本摊薄）	73.27	132.16	67.24	51.81

投资要点

- **公司公布 2022 年中报：**22H1 营收 18.1 亿元/yoy+1.1%、归母净利润 924.9 万元/yoy-90.1%，利润端下滑较多，主因新开医美机构亏损拖累整体业绩。22H1 毛利率 57.58%/yoy+1.23pct、期间费用率 56.78%/yoy+5.99pct、归母净利率 0.51%/yoy-4.7pct。单 Q2 营收 9.1 亿元/yoy+1.95%、归母净利润 1149 万元/yoy-80.2%，在新开医美机构运营逐渐成熟、亏损收窄带动下，Q2 业绩环比 Q1 有所改善。
- **女装业务：疫情影响收入下滑、库存增加，毛利率仍呈增长。**22H1 女装收入 7.5 亿元/yoy-10.2%，占比 41%。**1) 分品牌：**22H1 朗姿/莱茵收入分别同比-13.2%/-1.4%，分别占女装的 70.3%/19.4%，较 21H1 末分别净开 18/12 家门店至 327/163 家，收入下滑主因上半年疫情影响门店客流及店效。**2) 分渠道：**22H1 自营/经销/线上收入分别同比-24.2%/+26.5%/+19.7%，公司推进多平台电商拓展、促销线上保持较快增长，22H1 天猫/抖音/唯品会支付金额分别同比增长 10%/97%/10%。**3) 分内生外延：**截至 22H1 末女装门店共 634 家（自营 432+经销 172+线上 30 家）、净增 32 家（自营-8&经销+32&线上+8 家）、同比+5.3%（自营-0.2%&经销+22.9%&线上 36.4%），线上及经销渠道均实现较快拓店、驱动收入增长。**4) 毛利率：**22H1 毛利率同比+2.93pct 至 62.74%。**5) 库存：**截至 22H1 末女装库存 6.7 亿元/同比+24%，存货周转天数 431 天/同比+140 天，主因上半年销售下滑同时增加下半年备货。
- **医美业务：收入增长 18%，新设及次新机构亏损拖累业绩。**22H1 医美收入 6.3 亿元/yoy+18.5%、占比 35%。**1) 分品牌：**米兰柏羽/晶肤医美/高一生收入分别同比+21.5%/+26.9%/-8.8%、分别占医美的 65%/24%/11%，晶肤医美收入增长主要来自新开机构驱动、米兰柏羽增长稳健、高一夫受疫情影响收入下滑。截至 22H1 末医美机构 29 家（米兰柏羽 4 家+晶肤医美 23 家+高一生 2 家）、较 21H1 末净开 7 家（均为晶肤医美）。**2) 分机构类型：**新设机构、次新机构、老机构收入分别同比-59.2%/+120.2%/+4.6%、分别占医美的 3%/30%/67%，次新机构随运营逐渐成熟、收入增长显著，净利率虽仍为负值但趋势转好、目前对公司净利仍拖累较大。**3) 毛利率：**22H1 医美业务毛利率同比下滑 3.36pct 至 48.76%，主因毛利率相对较低(47.3%)的非手术类业务占比提升（同比+6.6pct 至 78%）。**4) 净利：**新设机构及次新机构尚未盈利，22H1 分别净亏损 726/2463 万元，拖累医美业务净亏损 1069 万元（同期盈利 2368 万元）、净利率同比-6.2pct 至-1.7%。新机构销售净利率同比-30pct 至-43.5%、次新机构随运营成熟净利率同比+12pct 至-13.0%。具体而言，22H1 深圳米兰柏羽（改扩建医美医院正在推进）/成都高新米兰柏羽分别净亏损 818 万元/2053 万元。
- **童装业务：调整优化、恢复稳定。**22H1 童装收入 4.1 亿元/yoy-0.5%、占比 22%，收入下滑主因汇率变动引起，韩币收入同比+9.6%。**1) 分品牌：**主要品牌 Agabang/Ettoi 收入分别同比+11.5%/+6.9%、分别占童装的 54%/37%。截至 22H1 末童装门店 551 家（韩国 519 家+国内 32 家）、较 21H1 末净减少 307 家（韩国-295&国内-12 家），主因统计口径变化及店铺整合。**2) 毛利率：**22H1 童装毛利率 60.78%/yoy+6.74pct。**3) 库存：**截至 22H1 库存 3.1 亿元/yoy-8.8%，存货周转天数 326 天、同比下降 7 天，随童装业务整合优化、库存周转有所加快。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内高端女装及医美机构龙头，22H1 受国内疫情影响女装业务收入下滑，医美业务在新开机构驱动下收入上升、但新开医美机构需要培育期、尚处亏损拖累业绩下滑，童装业务经过优化整合恢复稳定。随医美新机构运营成熟，未来有望形成业绩贡献。考虑 Q2 疫情影响超预期，我们将 22-24 年归母净利润分别从 1.34/2.11/2.64 亿元调整至 1.04/2.04/2.65 亿元，分别同比-44.6%/+96.5%/+29.8%，EPS 分别为 0.23/0.46/0.60 元/股，对应 PE 132X/67X/52X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情恶化、经济低迷、医美安全事故等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.04
一年最低/最高价	20.81/40.08
市净率(倍)	4.68
流通 A 股市值(百万元)	7,820.16
总市值(百万元)	13,733.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.64
资产负债率(% ,LF)	45.86
总股本(百万股)	442.45
流通 A 股(百万股)	251.94

相关研究

- 《朗姿股份(002612)：21 年报&22 一季报点评：21 年业绩复苏，22Q1 疫情影响业绩承压》
2022-05-07
- 《朗姿股份(002612)：女装恢复&医美扩张，多元业务成长可期》
2022-02-23

表1: 22H1 公司收入、门店、毛利率按业务分拆

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	收入 占比	门店数 (家)	门店净变 动(家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
总营收	1809.13	1.1%	100.0%	1214	-268	57.58%	1.23 pct
分业务							
女装业务	746.56	-10.2%	41.3%	634	32	62.74%	2.93 pct
医美业务	628.79	18.5%	34.8%	29	7	48.76%	-3.36 pct
童装业务	405.63	-0.5%	22.4%	551	-307	60.78%	6.74 pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 22H1 女装业务收入、门店分拆

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	收入占 女装业务比重	门店数 (家)	门店净变 动(家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
女装业务	746.56	-10.2%	100%	634	32	62.74%	2.93 pct
分品牌							
朗姿	524.56	-13.2%	70.3%	327	18	/	/
莱茵	145.12	-1.4%	19.4%	163	12	/	/
莫佐	51.81	9.8%	6.9%	27	5	/	/
子芭米	19.59	-14.0%	2.6%	39	-2	/	/
其他	5.48	-45.4%	0.7%	78	-1	/	/
分渠道							
线上	196.02	19.7%	26.3%	30	8	/	/
自营	439.37	-24.2%	58.9%	432	-8	/	/
经销	111.17	26.5%	14.9%	172	32	/	/

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 22H1 医美业务收入、机构、毛利率按品牌分拆

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	收入占 医美业务比重	机构数 (家)	机构数净变 动(家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
医美业务	628.79	18.5%	100%	29	7	48.76%	-3.36pct
分品牌							
米兰柏羽	407.75	21.5%	64.8%	4	0	/	/
晶肤医美	152.85	26.9%	24.3%	23	7	/	/
高一生	68.19	-8.8%	10.8%	2	0	/	/
分业务类型							
手术类	138.84	-8.9%	22.1%	/	/	53.79%	-11.04 pct
非手术类	489.95	29.5%	77.9%	/	/	47.33%	0.33 pct
分机构类型							
						销售净利率	YOY (+/-)
老机构	422.22	4.6%	67.1%	/	/	5.02%	-7.56 pct
次新机构	189.90	120.2%	30.2%	/	/	-12.97%	12.06 pct
新设机构	16.68	-59.2%	2.7%	/	/	-43.50%	-29.97 pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4：22H1 童装业务收入、门店按品牌分拆

	22H1 收入 (百万元)	收入 YOY	收入占 童装业务比重	门店数 (家)	门店数净 变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
童装业务	405.63	-0.5%	100%	551	-307	60.78%	6.74 pct
分品牌							
Agabang	218.53	11.5%	53.9%	430	-273	/	/
Dearbaby	7.14	-67.6%	1.8%			/	/
Ettoi	148.47	6.9%	36.6%	121	-34	/	/
Putto	8.13	-5.0%	2.0%	/	/	/	/
其他	23.37	-44.3%	5.8%	/	/	/	/

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

朗姿股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,153	2,150	2,569	3,102	营业总收入	3,665	3,853	4,367	4,969
货币资金及交易性金融资产	647	381	657	1,056	营业成本(含金融类)	1,575	1,676	1,909	2,182
经营性应收款项	295	420	467	528	税金及附加	19	23	26	30
存货	1,033	1,171	1,255	1,315	销售费用	1,463	1,618	1,790	2,012
合同资产	0	0	0	0	管理费用	284	385	393	447
其他流动资产	178	178	189	203	研发费用	113	116	131	149
非流动资产	4,698	4,809	4,889	4,930	财务费用	62	82	86	81
长期股权投资	915	915	915	915	加:其他收益	11	23	26	30
固定资产及使用权资产	1,207	1,314	1,393	1,436	投资净收益	57	135	153	174
在建工程	26	26	26	26	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	372	375	376	374	减值损失	-18	0	0	0
商誉	629	629	629	629	资产处置收益	-1	8	9	10
长期待摊费用	192	192	192	192	营业利润	199	119	220	281
其他非流动资产	1,357	1,357	1,357	1,357	营业外净收支	-9	-15	-15	-15
资产总计	6,851	6,959	7,458	8,032	利润总额	190	104	205	266
流动负债	2,056	2,065	2,370	2,691	减:所得税	-36	5	10	13
短期借款及一年内到期的非流动负债	659	659	659	659	净利润	226	99	195	252
经营性应付款项	238	413	600	784	减:少数股东损益	38	-5	-10	-13
合同负债	415	503	573	655	归属母公司净利润	187	104	204	265
其他流动负债	744	491	538	594	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.23	0.46	0.60
非流动负债	1,176	1,176	1,176	1,176	EBIT	204	35	118	148
长期借款	75	75	75	75	EBITDA	391	145	238	278
应付债券	422	422	422	422	毛利率(%)	57.01	56.52	56.29	56.09
租赁负债	576	576	576	576	归母净利率(%)	5.11	2.70	4.68	5.34
其他非流动负债	102	102	102	102	收入增长率(%)	27.42	5.14	13.32	13.79
负债合计	3,232	3,241	3,546	3,867	归母净利润增长率(%)	31.97	-44.56	96.54	29.80
归属母公司股东权益	2,956	3,060	3,264	3,530					
少数股东权益	663	658	648	635					
所有者权益合计	3,619	3,718	3,912	4,165					
负债和股东权益	6,851	6,959	7,458	8,032					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	471	-84	419	489	每股净资产(元)	6.68	6.92	7.38	7.98
投资活动现金流	-851	-72	-43	4	最新发行在外股份(百万股)	442	442	442	442
筹资活动现金流	581	-89	-89	-89	ROIC(%)	5.10	0.62	2.01	2.44
现金净增加额	187	-246	286	404	ROE-摊薄(%)	6.34	3.40	6.26	7.51
折旧和摊销	186	109	120	129	资产负债率(%)	47.18	46.58	47.54	48.15
资本开支	-163	-227	-206	-175	P/E(现价&最新股本摊薄)	73.27	132.16	67.24	51.81
营运资本变动	117	-1	126	145	P/B(现价)	4.65	4.49	4.21	3.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>