

# 朗姿股份 (002612.SZ)

## 女装受疫情影响，医美稳健增长

### 核心观点:

- 公司公布 2022 年中报。2022H1 实现营收 18.09 亿元，同比增长 1.10%；归母净利润 0.09 亿元，同比减少 90.09%；扣非后归母净利润 0.13 亿元，同比减少 85.10%。分季度看，2022Q2 营收同比增长 1.95%，归母净利润同比下降 80.23%，扣非归母净利润同比下降 74.12%。
- 女装业务受疫情影响有所下降，看好疫后复苏。(1) 女装业务 2022H1 实现收入 7.46 亿元，同比减少 10.20%；毛利率 62.74%，同比增加 2.93pct。22Q1/Q2 营收同比减少 4.15%/16.05%。(2) 分渠道：自营、经销、电商分别实现收入 4.39 亿元、1.11 亿元、1.96 亿元，同比增长 -24.21%、26.45%、19.74%。
- 医美业务维持较高增长，受新设机构等影响，利润率有所下降。(1) 医美业务 22H1 实现收入 6.29 亿元，同比增长 18.45%；毛利率 48.76%，同比减少 3.37pct。22Q1/Q2 营收同比增长 18.03%/18.86%。(2) 分品牌：米兰柏羽收入 4.08 亿元、晶肤医美收入 1.53 亿元、高一生收入 0.68 亿元；同比增长 21.48%、26.90%、-8.77%；毛利率分别为 50.35%、45.48%、46.60%，分别下降 1.68/5.21/8.24pct。截至 2022H1，米兰柏羽、晶肤医美、高一生门店分别为 4 家、23 家、2 家。
- 毛利率上升，费用率有所增加。22H1 毛利率 57.58%，同比增长 1.23pct。22H1 期间费用率 56.78%，同比增加 5.99pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别增加 3.96/0.99/0.41/0.63pct。
- 盈利预测与投资建议：预计 22-24 年业绩分别为 0.47 元/股、0.64 元/股、0.87 元/股。随着疫情逐渐得到控制，公司业务逐渐复苏；医美新设机构逐步成熟，看好公司未来发展。采取分部估值法，公司合理价值为 36.91 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示。女装估值偏离风险；医美估值回落风险；业务模式风险。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,876	3,665	4,206	4,955	5,826
增长率 (%)	-4.4	27.4	14.8	17.8	17.6
EBITDA (百万元)	178	391	400	486	594
归母净利润 (百万元)	142	187	206	283	387
增长率 (%)	141.6	32.0	10.0	37.4	36.7
EPS (元/股)	0.32	0.42	0.47	0.64	0.87
市盈率 (P/E)	76.72	74.85	64.69	47.08	34.45
ROE (%)	4.8	6.3	6.5	8.2	10.1
EV/EBITDA	62.71	39.13	35.92	28.77	22.74

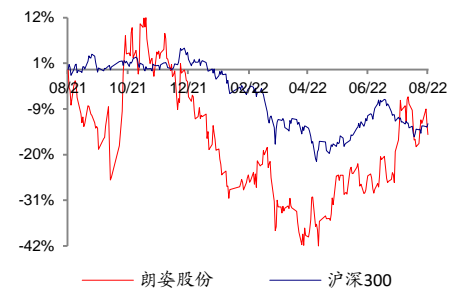
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

增持

当前价格	30.14 元
合理价值	36.91 元
前次评级	增持
报告日期	2022-08-18

### 相对市场表现



### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

### 分析师:

左琴琴



SAC 执证号: S0260521050001

SFC CE No. BSE791



zuoqinqin@gf.com.cn

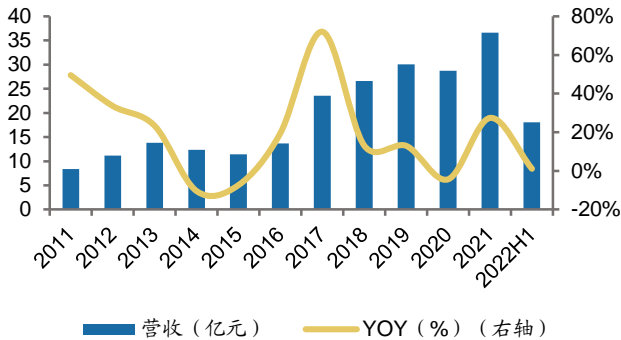
### 相关研究:

朗姿股份 (002612.SZ): 疫后有望快速复苏，医美将迎来暑期高峰	2022-05-30
朗姿股份 (002612.SZ): 服装业务明显复苏，医美加速连锁拓店	2022-04-28
朗姿股份 (002612.SZ): 盈利能力显著改善，医美业务增长迅速	2021-11-08

## 一、2022H1 业绩恢复疫情前水平

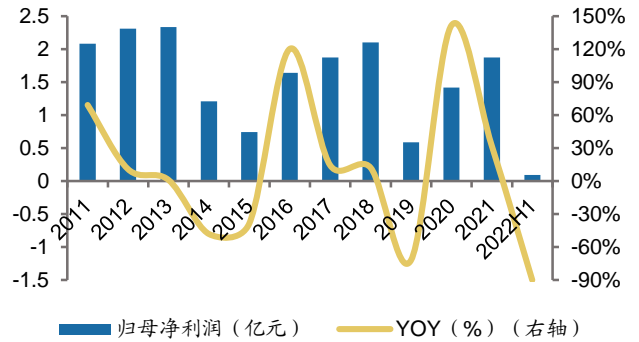
朗姿股份发布2022中报，2022H1实现营收18.09亿元，同比增长1.10%；归母净利润0.09亿元，同比减少90.09%；扣非后归母净利润0.13亿元，同比减少85.10%。分季度看，2022Q2营收同比增长1.95%，归母净利润同比下降80.23%，扣非归母净利润同比下降74.12%。

图 1：历年营收及增速



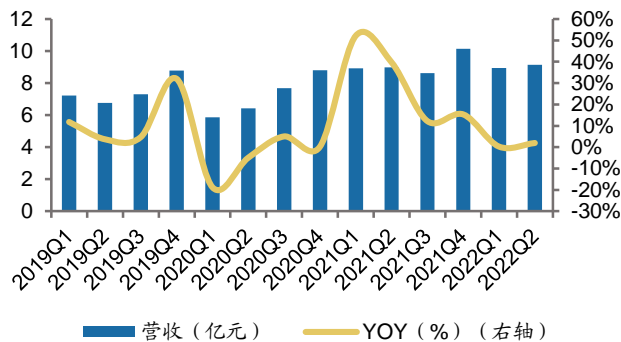
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 2：历年归母净利润及增速



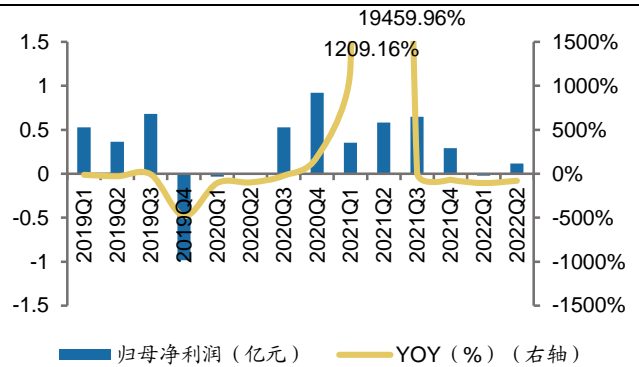
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 3：分季度营收及增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 4：分季度归母净利润及增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

## 二、女装业务恢复明显，电商渠道持续发力

女装业务2022H1实现收入7.46亿元，同比减少10.20%；毛利率62.74%，同比增加2.93pct。

**分渠道：**持续加大新零售渠道建设，电商增速较快。自营、经销、电商渠道2022H1分别实现收入4.39亿元、1.11亿元、1.96亿元，同比分别增长-24.21%、26.45%、19.74%。截至2022H1，女装业务共有634家门店，其中自营432家、经销172家、线上30家，门店总数同比增加32家。

**分品牌：**主品牌朗姿2022H1实现收入5.25亿元，同比减少13.18%，占女装营收比例

72.68% (YOY-2.41pct)；莱茵品牌营收1.45亿元，同比减少1.36%，占女装营收比例17.70% (YOY+1.74pct)。

### 三、医美业务持续高增长

医美业务2022H1实现收入6.29亿元，同比增长18.45%；毛利率48.76%，同比下降3.37pct。

**分品牌：**2022H1，米兰柏羽实现收入4.08亿元，同比增长21.48%，占医美业务收入比64.85%；晶肤医美实现收入1.53亿元，同比增长26.90%，占医美业务收入比24.31%；高一生实现收入0.68亿元，同比减少8.77%，占医美业务收入比10.84%。截止2022H1，共有医疗美容机构29家，其中米兰柏羽4家、晶肤医美23家、高一生2家，其中2022H1晶肤医美新增1家门店。

**分手术非手术：**2022H1，手术业务实现营收1.39亿元，同比增长22.08%，占医美业务收入比22.08%；非手术业务实现营收4.90亿元，同比增长29.46%，占医美业务收入比77.92%。

### 四、盈利预测与投资建议

预计22-24年业绩分别为0.47元/股、0.64元/股、0.87元/股。

估值方面，由于女装和医美服务的行业差异较大，采取分部估值法，主要分为四个部分：（1）女装：预计22-24年女装归母净利润分别为1.34亿元/1.90亿元/2.18亿元，参考可比服装上市公司估值，2022年给予女装业务15XPE，对应合理市值为20.15亿元。（2）医美：预计2022-2024年医美营业收入分别为14.55亿元/18.36亿元/22.97亿元。参考可比医疗服务上市公司PS估值，给予医美业务9.5XPS，对应合理市值为138.26亿元。（3）韩国阿卡邦：朗姿股份持有韩国上市公司阿卡邦26.53%股权，基于2021年8月18日至2022年8月17日阿卡邦平均市值1479.69亿韩元，按照2022年8月17日外汇汇率换算，折合人民币7.67亿元，对应合理市值为2.03亿元。（4）若羽臣：朗姿股份持有上市公司若羽臣12.33%股权，基于2021年8月18日至2022年8月17日若羽臣平均市值23.18亿元，对应合理市值为2.86亿元。朗姿股份2022年对应合理市值为163.31亿元，对应合理价值为36.91元/股，维持“增持”评级。

### 五、风险提示

女装估值偏离风险；医美估值回落风险；业务模式风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,943</b>	<b>2,153</b>	<b>2,272</b>	<b>2,767</b>	<b>3,046</b>
货币资金	291	478	440	780	850
应收及预付	328	295	339	398	466
存货	930	1,033	1,133	1,212	1,332
其他流动资产	394	347	360	377	397
<b>非流动资产</b>	<b>3,210</b>	<b>4,698</b>	<b>4,737</b>	<b>4,770</b>	<b>4,799</b>
长期股权投资	885	915	915	915	915
固定资产	406	588	604	618	628
在建工程	173	26	37	48	60
无形资产	392	372	371	371	371
其他长期资产	1,354	2,798	2,810	2,819	2,825
<b>资产总计</b>	<b>5,154</b>	<b>6,851</b>	<b>7,010</b>	<b>7,537</b>	<b>7,845</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,028</b>	<b>2,056</b>	<b>1,967</b>	<b>2,153</b>	<b>2,415</b>
短期借款	135	659	385	361	367
应付及预收	170	238	255	292	337
其他流动负债	722	1,159	1,327	1,501	1,710
<b>非流动负债</b>	<b>529</b>	<b>1,176</b>	<b>1,176</b>	<b>1,176</b>	<b>756</b>
长期借款	0	75	75	75	75
应付债券	422	422	422	422	2
其他非流动负债	107	679	679	679	679
<b>负债合计</b>	<b>1,557</b>	<b>3,232</b>	<b>3,143</b>	<b>3,330</b>	<b>3,171</b>
股本	442	442	442	442	442
资本公积	1,641	1,620	1,620	1,620	1,620
留存收益	884	926	1,132	1,415	1,802
归属母公司股东权益	2,961	2,956	3,162	3,446	3,833
少数股东权益	636	663	705	762	841
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,154</b>	<b>6,851</b>	<b>7,010</b>	<b>7,537</b>	<b>7,845</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,876</b>	<b>3,665</b>	<b>4,206</b>	<b>4,955</b>	<b>5,826</b>
营业成本	1,319	1,575	1,839	2,107	2,432
营业税金及附加	17	19	22	26	31
销售费用	1,122	1,463	1,637	1,953	2,296
管理费用	236	284	315	372	437
研发费用	93	113	129	152	179
财务费用	45	62	56	47	30
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	99	57	65	76	90
<b>营业利润</b>	<b>156</b>	<b>199</b>	<b>285</b>	<b>389</b>	<b>528</b>
营业外收支	-19	-9	-9	-9	-9
<b>利润总额</b>	<b>138</b>	<b>190</b>	<b>276</b>	<b>380</b>	<b>519</b>
所得税	2	-36	28	39	53
<b>净利润</b>	<b>136</b>	<b>226</b>	<b>248</b>	<b>341</b>	<b>466</b>
少数股东损益	-6	38	42	58	79
<b>归属母公司净利润</b>	<b>142</b>	<b>187</b>	<b>206</b>	<b>283</b>	<b>387</b>
EBITDA	178	391	400	486	594
EPS (元)	0.32	0.42	0.47	0.64	0.87

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>379</b>	<b>471</b>	<b>389</b>	<b>500</b>	<b>593</b>
净利润	136	226	248	341	466
折旧摊销	79	186	109	117	124
营运资金变动	234	117	27	56	46
其它	-70	-58	5	-14	-42
<b>投资活动现金流</b>	<b>106</b>	<b>-851</b>	<b>-92</b>	<b>-83</b>	<b>-71</b>
资本支出	-96	-163	-97	-99	-101
投资变动	126	-810	0	0	0
其他	76	122	5	16	30
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-290</b>	<b>581</b>	<b>-335</b>	<b>-77</b>	<b>-452</b>
银行借款	136	922	-274	-24	6
股权融资	57	58	0	0	0
其他	-483	-399	-61	-53	-458
<b>现金净增加额</b>	<b>197</b>	<b>187</b>	<b>-38</b>	<b>340</b>	<b>70</b>
期初现金余额	94	291	478	440	780
期末现金余额	291	478	440	780	850

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-4.4%	27.4%	14.8%	17.8%	17.6%
营业利润增长	0.2%	27.3%	43.3%	36.2%	35.8%
归母净利润增长	141.6%	32.0%	10.0%	37.4%	36.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.2%	57.0%	56.3%	57.5%	58.3%
净利率	4.7%	6.2%	5.9%	6.9%	8.0%
ROE	4.8%	6.3%	6.5%	8.2%	10.1%
ROIC	2.3%	4.5%	4.9%	5.9%	7.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.2%	47.2%	44.8%	44.2%	40.4%
净负债比率	43.3%	89.3%	81.3%	79.1%	67.8%
流动比率	1.89	1.05	1.16	1.28	1.26
速动比率	0.95	0.52	0.55	0.70	0.68
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.56	0.54	0.60	0.66	0.74
应收账款周转率	9.79	14.44	14.44	14.44	14.44
存货周转率	3.09	3.55	3.71	4.09	4.37
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.32	0.42	0.47	0.64	0.87
每股经营现金流	1	1	1	1	1
每股净资产	6.69	6.68	7.15	7.79	8.66
<b>估值比率</b>					
P/E	76.72	74.85	64.69	47.08	34.45
P/B	3.68	4.75	4.22	3.87	3.48
EV/EBITDA	62.71	39.13	35.92	28.77	22.74

## 广发纺织服装行业研究小组

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

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

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

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

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

## 法律主体声明

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

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

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

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

## 重要声明

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

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

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

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

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

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

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

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

## 权益披露

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

## 版权声明

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