

朗姿股份 (002612.SZ)

内生外延助力成长，推进全国化医美连锁布局

增持

核心观点

公司概况：主营女装业务起家，收购进入婴童用品及医美行业。公司成立于2006年，以时尚女装业务起家，2014年/2016年分别通过收并购进入婴童用品/医美行业。其中医美业务主要系终端医美机构运营，是推动公司近年来收入增长的主要引擎，2016年至2021年收入复合增速达到67.27%，占比自6.35%快速提升至30.56%，2022上半年疫情反复下收入仍增长18.45%，占比提升至34.76%。目前公司体内医美机构数量29家，且公司参与设立六支医美并购基金，基金整体规模达到27.56亿元，以加速体外整合医美机构。

行业概况：医美产业长期成长空间大，合规趋势下头部机构优势凸显。据Frost & Sullivan数据，2021年中国医美行业市场规模达到1891亿元，2017-2021年复合增速达到17.5%，且渗透率较欧美日韩仍有较大提升空间，未来在医美技术进步、配套完善及美丽健康消费升级背景下有望持续增长。整体竞争趋势看，医美监管持续趋严，加速净化行业竞争环境，合规化经营的头部医美机构，医师团队及品牌认知较高，迎来提升市场份额的机遇期。

公司优势：医美服务质量及运营管理能力优异，内生外延双轮驱动规模成长。

1) 公司拥有730名的领先医疗服务团队，包括中华医学会成员等多名资深医师，旗下米兰柏羽旗舰店获得行业协会最高的“5A”评级。2) 公司医美业务打通了产业资源联动，与艾尔建等知名上游企业共同开展消费者教育及机构运营赋能等，提升消费者到店转化和留存，老客消费占比可达到60%-70%水平。3) 体内+体外双轮驱动规模化成长，公司体内以三大品牌持续开店布局，体外则借助6大产业基金进行运营孵化并在成熟后并表，从而实现了对包括北京、南京、长沙、武汉、昆明、郑州、深圳等多地覆盖布局，未来借助日益成熟的运营管理能力，有望加速实现全国连锁扩张。

估值与投资建议：医美行业整体渗透率提升空间仍广阔，当前疫情冲击以及合规监管趋势下，集中度有望加速提升；公司持续以外延扩张+内生增长的方式提升医美市场份额：一方面借助优质运营管理下提升现有机构品牌力，带动新设机构的盈利快速提升；另一方面，充分利用体外基金孵化优势，扩大公司医美机构业务版图，发挥规模化优势。此外，时尚女装和婴童业务在未来品牌升级、渠道建设完善下也有望稳步增长。我们预计公司2022-2024年分别实现归母净利润7611万元/2.14亿元/3.61亿元，通过分部估值法，给予公司合理估值24.95元/股-29.25元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：疫情反复；市场竞争环境恶化；医美机构运营管理不善；商誉减值风险；医美基金运营管理不善、医疗人才流失。

公司研究 · 深度报告

美容护理 · 医疗美容

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：柳旭

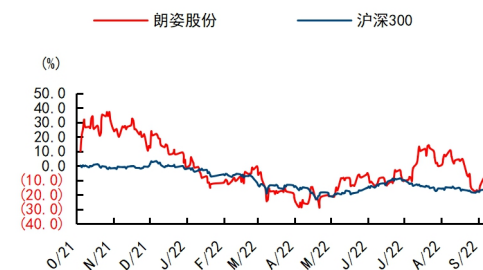
0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	24.95 - 29.25 元
收盘价	25.38 元
总市值/流通市值	11218/6396 百万元
52周最高价/最低价	41.86/20.25 元
近3个月日均成交额	457.15 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,876.44	3,665.21	4,004.68	4,652.47	5,377.99
(+/-%)	-4.35%	27.42%	9.26%	16.18%	15.59%
净利润(百万元)	142.04	187.45	76.11	214.46	361.37
(+/-%)	141.65%	31.97%	-59.40%	181.79%	68.50%
每股收益(元)	0.32	0.42	0.17	0.48	0.82
EBIT Margin	6.33%	8.84%	2.58%	6.97%	9.90%
净资产收益率(ROE)	4.80%	6.34%	2.55%	6.98%	11.23%
市盈率(PE)	76.38	57.88	142.55	50.59	30.02
EV/EBITDA	54.14	35.63	75.33	33.61	21.71
市净率(PB)	3.66	3.67	3.63	3.53	3.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况.....	5
公司沿革及经营概况.....	5
公司旗下三大业务简介：医美增长稳健，占比持续提升.....	6
股权结构及管理层.....	10
行业简析：医美市场中长期成长空间大，头部医美机构优势凸显.....	11
医美市场规模及驱动因素.....	11
医美行业发展脉络一：监管驱逐劣币，头部医美机构优势凸显.....	13
医美行业发展脉络二：关注医美企业资本运作，提升综合竞争力.....	15
女装及婴童用品行业：市场规模大，仍具成长空间.....	15
公司分析：全国布局的医美服务龙头，运营管理能力优异.....	18
公司优势一：领先的优质医疗资源，建立医师人才培养体系.....	19
公司优势二：高效的营销获客体系，联动产业资源打造品牌粘性.....	20
公司优势三：标准化运营助力扩张，精细化管理体系提升效率.....	21
女装品牌矩阵满足个性化需求，婴童业务积极强化国内业务.....	24
盈利预测.....	27
假设前提及未来三年业绩预测.....	27
盈利预测的敏感性分析.....	30
估值与投资建议.....	31
医美业务估值.....	31
时尚女装业务估值.....	34
婴童业务及持股上市公司价值.....	35
投资建议：构建泛时尚生态圈业务，看好医美业务中长期成长.....	35
风险提示.....	36
附表：财务预测与估值.....	38
免责声明.....	39

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	5
图 2: 公司营业收入及增速 (亿元、%)	6
图 3: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)	6
图 4: 公司三大业务收入增速 (亿元、%)	6
图 5: 公司分业务营收占比 (%)	6
图 6: 公司医美业务收入及增速 (亿元、%)	7
图 7: 公司医美业务各品牌占比 (%)	8
图 8: 公司医美业务分类别占比 (%)	8
图 9: 公司女装业务收入及增速 (亿元、%)	8
图 10: 公司女装业务各品牌占比 (%)	9
图 11: 公司女装业务各渠道占比 (%)	9
图 12: 公司婴童业务收入及增速 (亿元、%)	9
图 13: 公司婴童业务各品牌占比 (%)	10
图 14: 公司婴童业务分渠道占比 (%)	10
图 15: 公司股权结构及下属主要子公司 (截至 2022 年 6 月 30 日)	10
图 16: 中国医美市场规模及增速 (亿元、%)	11
图 17: 中国医美市场手术类/非手术类规模及增速.....	11
图 18: 主要国家每千人医疗美容治疗次数 (2020 年)	12
图 19: 美国医美消费者年龄结构分布 (按疗程数)	12
图 20: 中国医美消费者年龄结构分布 (2021 年)	13
图 21: 中国按城市等级划分的医疗美容渗透率 (2021 年)	13
图 22: 艾尔建医美业务收购历程.....	15
图 23: 中国女装市场规模及预测 (亿元)	16
图 24: 中国女装市场中高端女装零售额占比 (%)	16
图 25: 相关国家女性人均女装消费支出对比 (美元)	16
图 26: 中国居民人均衣着消费支出 (元)	16
图 27: 2018-2024 年中国母婴行业市场规模及预测 (亿元)	17
图 28: 2014-2021 年中国童装市场零售收入及预测 (亿元)	17
图 29: 2021 年中国母婴消费者母婴消费相对于上一年的变化.....	17
图 30: 中国医美用户选择医生时考虑的因素.....	18
图 31: 医疗美容机构的竞争要素分析.....	19
图 32: 晶肤医疗美容医院.....	20
图 33: 高一生医疗美容医院.....	20
图 34: 医美机构与上游产品方联合开展消费者教育.....	21
图 35: 医美机构管理标准化可复制.....	22
图 36: 朗姿医美实现新一代协作和创新的价值云平台.....	23
图 37: LANCY(朗姿) 女装品牌收入及增速 (亿元、%)	25

图 38: 主品牌朗姿升级形象.....	25
图 39: 阿卡邦品牌营业收入及增速 (亿元、%)	26
图 40: 爱多娃品牌营业收入及增速 (亿元、%)	26
表 1: 公司旗下业务及品牌矩阵.....	5
表 2: 公司管理层履历.....	11
表 3: 2021 年以来部分获批的医美产品.....	13
表 4: 《医疗器械分类目录》调整, 将“水光针”等按 III 类医疗器械监管.....	14
表 5: 2021 以来医美领域相关监管文件梳理.....	14
表 6: 中国整形美容协会“医疗美容机构评价标准实施细则—医院标准”	19
表 7: 朗姿旗下医美并购基金直接/间接持有的企业.....	23
表 8: 公司旗下女装品牌矩阵及价格带.....	24
表 9: 朗姿服装领域部分研发设计项目.....	25
表 10: 公司旗下婴童品牌矩阵及价格带.....	26
表 11: 公司医美业务盈利预测 (百万元、%)	28
表 12: 公司时尚女装业务盈利预测 (百万元、%)	29
表 13: 公司盈利预测表 (百万元、%)	30
表 14: 朗姿股份盈利预测的情景分析 (乐观、中性、悲观)	30
表 15: 主要医美机构上市公司简介.....	31
表 16: 朗姿可比医美公司的财务数据、市值及经营对比.....	32
表 17: 朗姿医美业务与爱尔眼科、通策医疗财务数据、市值及经营对比.....	33
表 18: 朗姿医美业务可比公司估值.....	34
表 19: 朗姿女装业务可比公司 2021 年财务数据.....	34
表 20: 朗姿股份女装业务可比公司估值.....	34

公司概况

公司沿革及经营概况

朗姿股份成立于 2006 年，早期主要从事中高端品牌女装的设计、生产与销售，2014 年通过收购韩国童装上市公司阿卡邦进入婴童业务，2016 年通过收并购进入医疗美容服务领域。目前公司已形成以时尚女装、医疗美容、绿色婴童三大业务为主的多产业互联、协同发展的泛时尚业务生态圈。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表1：公司旗下业务及品牌矩阵

业务	品牌矩阵	目标客户/品牌定位
时尚女装	LANCY（朗姿）	25—45 岁，兼具魅力、阅历与影响力的都市精英女性
	Liaalancy	25—45 岁，事业有成讲究个人品位与独特气场的精英女性
	LANCY FROM 25	30—55 岁，中产和新中产女性
	LANCY FROM 25/LANCY PINK	25—38 岁，自信、独立、有态度的年轻女性
	MOJO S. PHINE	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
	LIME FLARE	28—35 岁，具有较强的时尚感及文化感的都市精英女性
	JIGOTT	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
	m. tsubomi	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
医疗美容	米兰柏羽	坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌
	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
	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
绿色婴童	Agabang（阿卡邦）	0-4 岁，诞生于 1979 年，“法式浪漫可爱风”的婴童服装及用品品牌，公司主打品牌
	Ettoi（爱多娃）	0-7 岁，“英伦精致优雅风”的时尚类高端婴童服装品牌
	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
	2ya2ya0	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

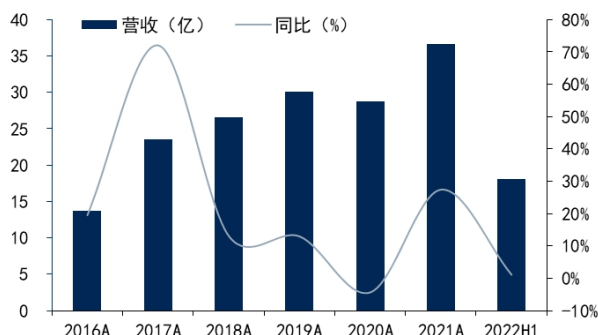
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业绩方面，公司 2021 年营收同比+27.42%至 36.65 亿元，归母净利润同比+31.97%至 1.87 亿元，其中各业务板块，线上线下全渠道均实现了业绩增长。2016-2021 年营收/归母净利润复合增速分别为 21.79%/2.66%。其中 2019 年归母净利润受

受计提对外投资资产减值准备及所得税进一步增长等影响，同比下降 72.07%。

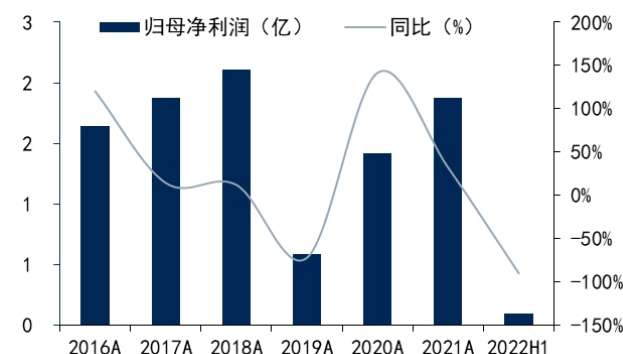
最新 2022 上半年数据看，公司营收 18.09 亿元，同比+1.10%，归母净利润 924.88 万元，同比-90.09%，扣非净利润同比-85.10%。整体疫情对服装板块收入端造成疫情压制，同时线下门店各项费用刚性，以及新设医美机构爬坡期，综合影响了公司业绩表现。但在大环境承压下，公司医美业务收入同比+18.45%，在疫情疫情影响下仍取得稳健表现，其中非手术类医美收入同比+29.46%，表现靓丽。

图2：公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



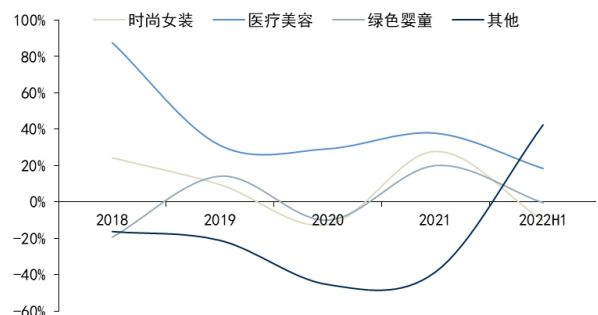
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司旗下三大业务简介：医美增长稳健，占比持续提升

各项业务占比看，公司时尚女装业务占比较高，医美业务快速提升。2021 年，公司时尚女装/医疗美容/绿色婴童业务占营业收入的比重分别为 46.15%/30.56%/22.27%，分别同比+0.16pct/+2.31pct/-1.36pct。

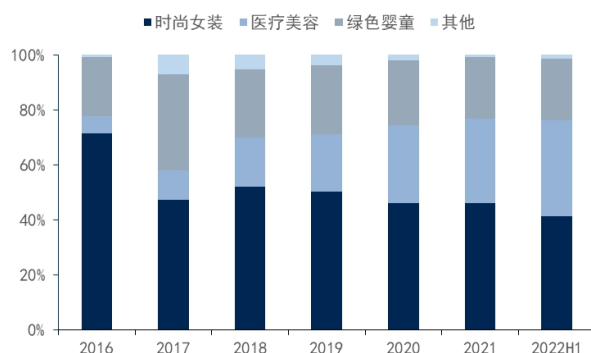
其中公司自布局医美业务以来，在行业红利释放及公司积极的布局下，业务增长迅速，营收占比自 2016 年的 6.35%快速增长至 30.56%，2016-2021 年收入复合增速达到 67.27%。利润端看，公司 2021 年医美板块实现归母净利润 4142 万元，占整体归母净利润的 22.10%。最新 2022 上半年数据看，疫情下医美业务仍取得稳健表现，收入同比+18.45%，营收占比已经进一步提升至 34.76%。

图4：公司三大业务收入增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：公司分业务营收占比（%）



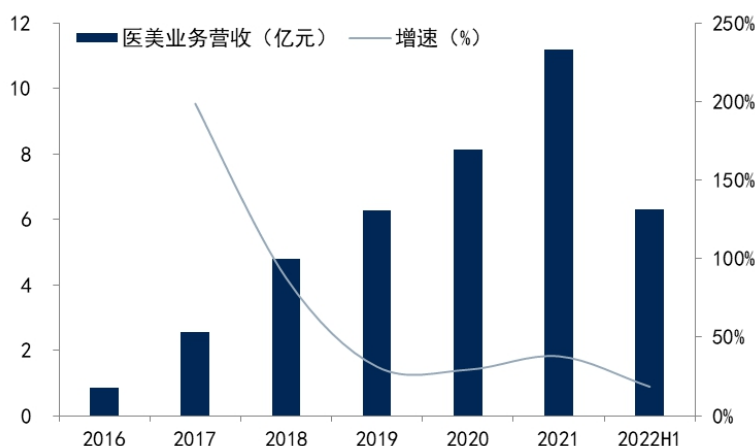
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1、医疗美容业务简介：旗下三大医美医院品牌，轻医美占比高

公司医美业务主要系终端医美机构，运营“米兰柏羽”、“晶肤医美”和“高一生”三大品牌，截至 2022 上半年，共计拥有 29 家医疗美容机构，其中综合性医院 5 家、门诊部或诊所 24 家，主要分布在成都、西安、重庆、深圳、长沙、宝鸡和咸阳等地。此外，公司为持续把握医美市场增长红利，设立医美并购基金，体外整合医美机构，先后设立六支医美并购基金，基金整体规模达 27.56 亿元。

公司 2019-2021 年医美业务营业收入分别为 6.28 亿元/8.12 亿元/11.20 亿元，分别同比+31.15%/+29.28%/+37.84%，2022 年上半年营业收入 6.29 亿元，同比+18.45%，疫情影响下仍表现稳健。

图6：公司医美业务收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 分品牌

1) 米兰柏羽：定位高端综合性医美品牌，全面打通成都、西安、深圳三地市场，贡献医美收入大头，2019-2021 年占医美收入的比重分别为 57.44%/64.56%/62.77%。该品牌旗下拥有 4 家医美机构，其中旗舰店四川米兰柏羽是中国整形美容协会认证的 5A 级医疗美容医院，2021 年主营收入达到 4.65 亿元，单体院部收入属于市场较优水平。

2) 晶肤医美：主打激光与微整形类服务，在“医学年轻化”细分市场具备优势，2019-2021 年占医美收入比重分别为 18.72%/19.65%/22.87%，2022 年上半年占比 24.31%。

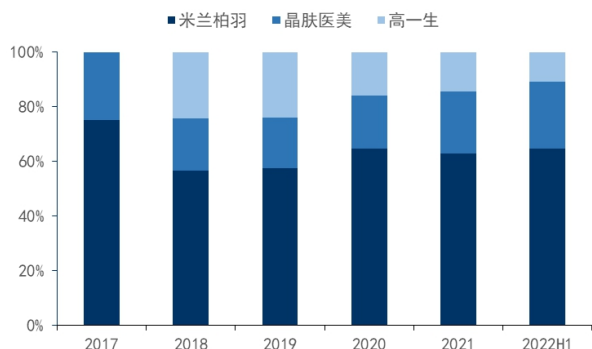
3) 高一生：定位专业技术行业领先的高端医美品牌，区域医美标杆型机构，2019-2021 年占医美收入比重分别为 23.84%/15.79%/14.36%，2022 年上半年占比 10.84%。

4) 昆明韩辰：昆明韩辰医美医院总营业面积 8955 平方米，区域性医美知名品牌。设有微整科、整形外科、皮肤科等科室，从事整形美容、皮肤美容、微整形美容、植发养发等业务，2021 年营收 1.67 亿元，净利润亏损 1866 万元，2022 上半年营收 9564 万元，净利润盈利 695 万元。根据公司收购公告中披露的业绩承诺：2022-2024 年扣非净利润分别不低于 1482/1605/1633 万元。

◆ 分医美业务类别

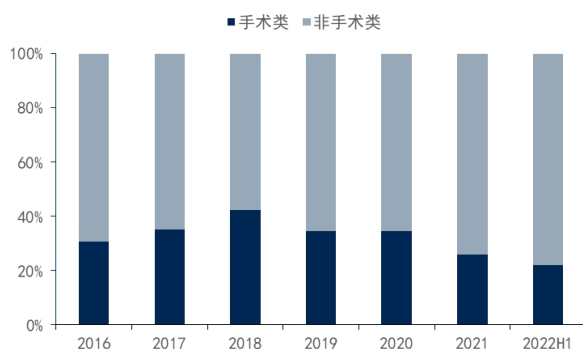
轻医美凭借创伤小、恢复快、并发风险少等优势，日益受到求美者的青睐，且对于医美机构而言，前期投入资金更少，更易标准化。公司医美业务中轻医美亦占比较高，2019-2021 年非手术类医美分别实现收入 4.12 亿元/5.33 亿元/8.31 亿元，占医美业务收入比重分别为 65.51%/65.54%/73.86%，2022 年上半年非手术类医美实现营收 4.90 亿元，占比 77.92%。

图7：公司医美业务各品牌占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司医美业务分类占比（%）

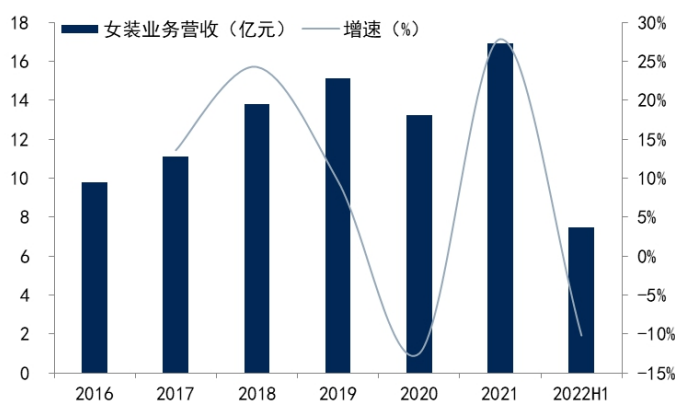


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、女装业务简介：朗姿主品牌占比高，线上渠道增速快

公司女装业务通过“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，旗下拥有 7 个自主品牌，面向 25-50 岁的女性，满足女性客户多层次、差别化的个性化需求。2019-2021 年女装业务营业收入分别为 15.12 亿元/13.23 亿元/16.92 亿元，分别同比+9.6%/-12.51%/+27.86%。2022 年上半年女装收入同比-10.20%，主要受到全国多地疫情散发影响。

图9：公司女装业务收入及增速（亿元、%）



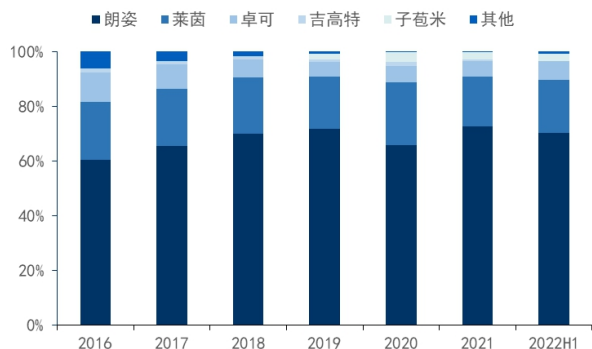
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分品牌：主品牌“朗姿”占比较高，2019-2021 年占女装收入的比重分别为 71.91%/65.82%/72.66%，2022 年上半年占比 70.26%。该品牌的目标客户为 25—45 岁，兼具魅力、阅历与影响力的都市精英女性。

分渠道：公司女装品牌定位中高端，总体上以线下自营为主，提供优质的线下实

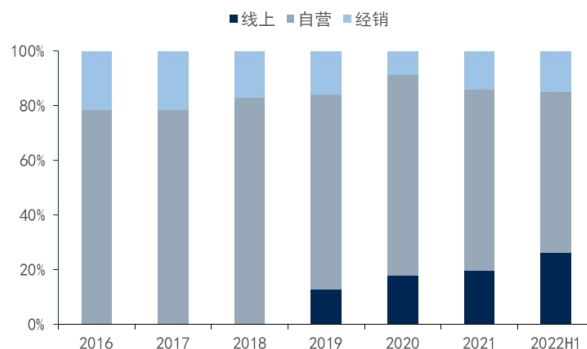
购物体验，2019-2021 年线下渠道占女装收入的比重分别为 71.31%/73.24%/66.07%。门店数量方面，公司女装业务 2021 年终端门店数量合计 638 家，总店数比 2020 年末增加 30 家，其中线下自营 425 家，经销 187 家，线上店铺 22 家（自营为主）。同时在线上消费大趋势下，尤其是年轻消费者线上购物习惯较为成熟，公司线上渠道持续发力，占比从 2019 年的 12.62% 提升至 2021 年的 19.77%，2022 年上半年达 26.26%。

图 10：公司女装业务各品牌占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11：公司女装业务各渠道占比（%）



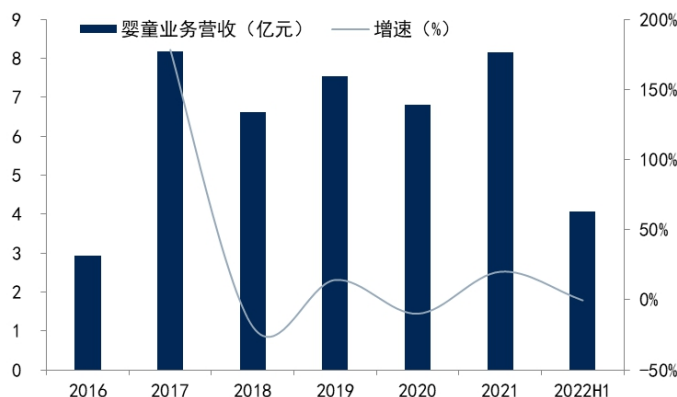
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3、婴童业务简介：收购而来，国内市场主推高端“Ettoi”品牌

2014 年，公司收购荣称韩国第一童装企业的上市公司阿卡邦，将业务触角拓展至婴幼儿服装及用品。目前公司拥有 Agabang（阿卡邦）、ETT01（爱多娃）、Putto、Designskin、Dear Baby 等自有品牌，并在韩代销 Offspring、EasyWalker、NICI 等品牌。

公司 2019-2021 年婴童业务营业收入分别为 7.55 亿元/6.80 亿元/8.16 亿元，分别同比+14.22%/-9.92%/+20.05%，在疫情反复下实现稳步复苏。2022 年上半年婴童业务营收 4.06 亿元，同比-0.45%，受全国多地疫情散发影响。

图 12：公司婴童业务收入及增速（亿元、%）



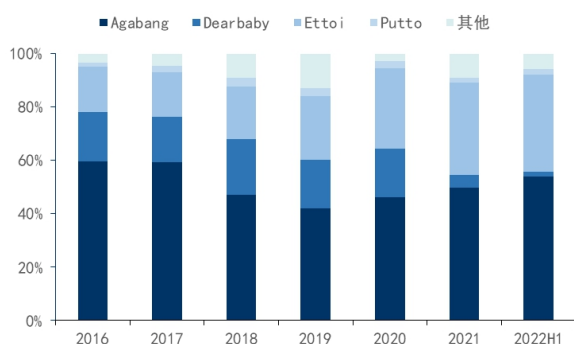
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分品牌：Agabang（阿卡邦）品牌目前占比较高，2019-2021 年占婴童收入比重分别为 42.05%/46.31%/49.95%，该品牌历史悠久，诞生于 1979 年，定位“法式浪

漫可爱风”的婴童服装及用品品牌。Ettoi（爱多娃）品牌定位 0-7 岁，英伦精致优雅风的时尚类高端婴童服装品牌，是公司在国内主推的高端童装品牌，2019-2021 年占婴童收入比重分别为 23.72%/30.21%/34.76%，2022 年上半年占比 36.60%。

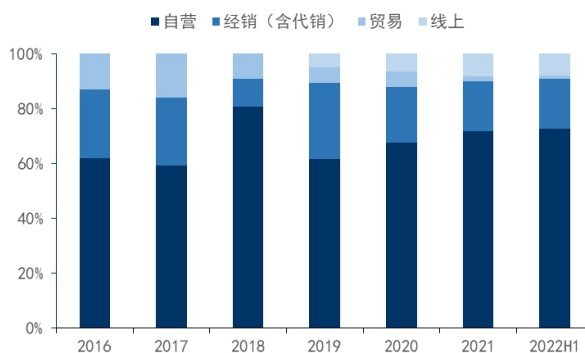
分渠道：公司婴童业务以线下自营为主，提供优质的线下实体购物体验，2019-2021 年占婴童收入的比重分别为 61.53%/67.65%/71.63%。线上渠道占比有所提升，从 2019 年的 5.07%提升至 2021 年的 8.17%，2022 年上半年占比 7.81%。

图 13：公司婴童业务各品牌占比（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14：公司婴童业务分渠道占比（%）



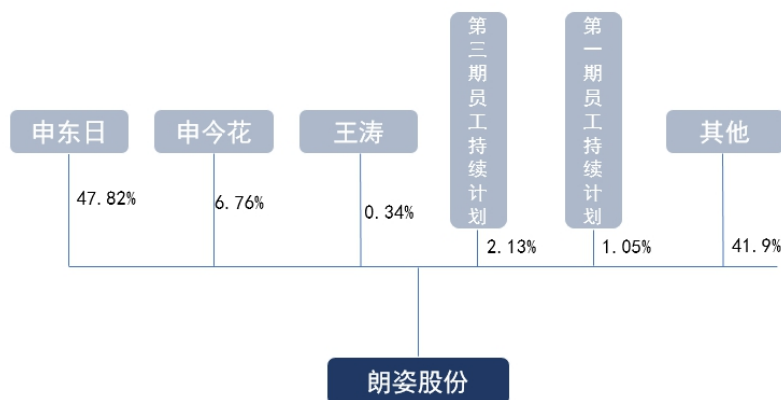
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

股权结构及管理层

股权结构方面，公司实际控制人为申东日、申今花兄妹。截至 2022 年 6 月 30 日，兄妹二人合计持股 54.58%（申东日 47.82%、申今花 6.76%），股权结构较为稳定。

此外，公司注重员工利益共享，上市以来分别于 2014 年、2016 年、2021 年推出三期员工持股计划，涉及员工达到 345 人，涵盖董监高、核心骨干及其他在职员工，有助于绑定优质人才，提升员工积极性。

图 15：公司股权结构及下属主要子公司（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

管理层方面，董事长申东日拥有长江商学院 EMBA 学位，社会履历包括北京市顺义区人大常委会委员、北京服装纺织行业协会副会长、中国服装纺织协会副会长等。其他高管团队也均拥有较高的学历背景及社会资源。

表2：公司管理层履历

名字	公司职务	履历
申东日	董事长、法定代表人	长江商学院 EMBA，北京市顺义区人大常委会委员、北京服装纺织行业协会副会长、中国服装纺织协会副会长
申今花	董事、总经理	长江商学院 EMBA，任公司董事、总经理，朗姿服饰和北京莱茵董事、总经理、法定代表人，朗姿韩国执行董事、法定代表人，北京卓可董事，朗姿韩国监事。
王建优	副总经理兼董事会秘书	南京大学博士研究生学历、管理学博士学位、理论经济学博士后、教授级研究员
常静	副总经理兼财务总监	西安交通大学硕士研究生学历、管理学硕士学位，高级会计师，美国项目管理协会 PMP 资格认证
王国祥	副总经理兼营销管理中心总经理	曾任扬州侨台设备安装公司工程师、浙江雅莹服饰有限公司商务总监

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

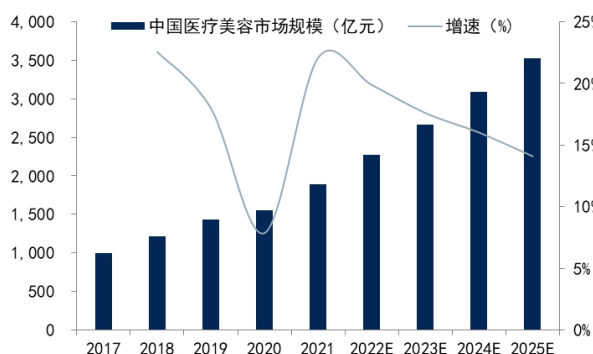
行业简析：医美市场中长期成长空间大，头部医美机构优势凸显

医美市场规模及驱动因素

医美行业整体上兼具高成长性和广阔发展空间。据 Frost & Sullivan 数据（引自爱美客招股书），2021 年中国医美行业市场规模达到 1891 亿元，同比增速达到 22%，2017-2021 年复合增速达到 17.5%，预计至 2025 年市场规模达到 3529 亿元。

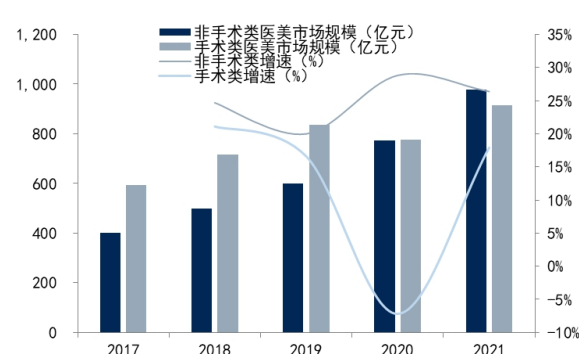
从具体项目来看，可分为手术类与非手术类，其中非手术类亦称轻医美或微整，该类疗程具有恢复时间短，并发风险较低及治疗成果更可逆等特点，日益受到爱美人士的追捧。Frost & Sullivan 数据显示，2021 年中国非手术类医美市场规模 977 亿元，占比 51.64%，较 2017 年提升 11.26pct。

图 16：中国医美市场规模及增速（亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

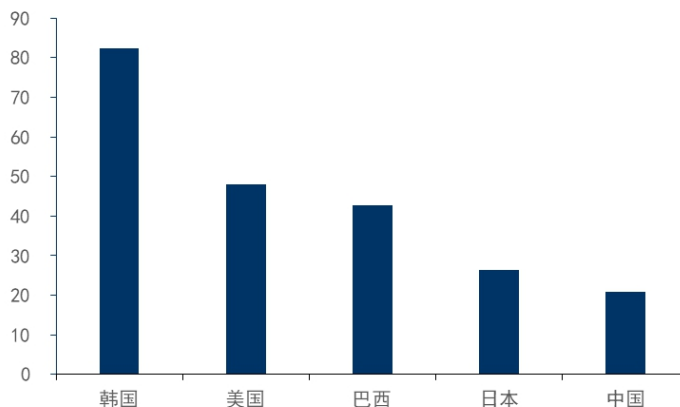
图 17：中国医美市场手术类/非手术类规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

不过对标美国、巴西及韩国等成熟医美市场，中国医美市场渗透率仍有较大提升空间，2020 年中国每千人医美治疗次数约为韩国的 1/4、不及美国和巴西的 1/2。

图18: 主要国家每千人医疗美容治疗次数（2020 年）



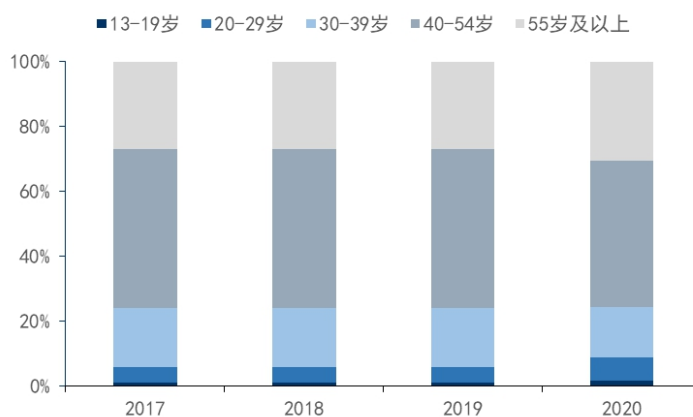
资料来源: Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

对于未来行业驱动因素，我们认为，短期来看，由于医美消费的强粘性以及高端属性，在阶段性的线下疫情封控逐步解除后，有望实现较为确定消费需求恢复。

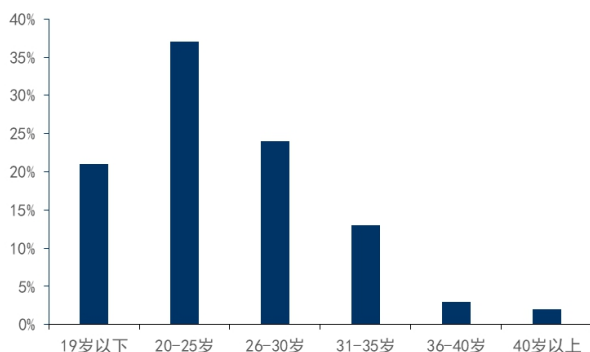
长期来看，在美丽健康消费升级趋势下，消费者的医美消费习惯正被加速教育，未来随着年轻消费者成长后消费力提升以及下沉市场医美消费崛起，行业红利有望加速释放，且长期发展确定性高。例如从年龄结构看，根据 Frost & Sullivan 数据，2021 年的医美消费群体中，19 岁以下消费者占比 21%，20-25 岁消费者占比 37%，26-30 岁消费者占比 24%，未来随着这部分人群的需求成长和消费升级有望为行业单价水平、消费频次的持续提升带来支撑。

从较为成熟的医美市场经验看，医美消费者以 40 岁以上群体为主，消费能力和需求均较年轻消费者突出。如美国 2020 年医美总疗程数中，40-54 岁消费者占比 45%，55 岁及以上消费者占比 31%，30 岁以下年轻消费者占比 9%，相对较低。

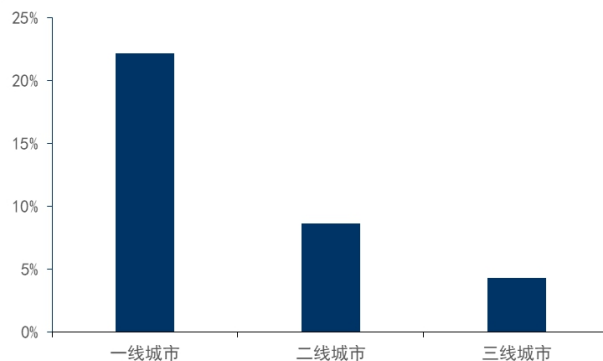
图19: 美国医美消费者年龄结构分布（按疗程数）



资料来源: 美国整形外科协会、国信证券经济研究所整理

图20：中国医美消费者年龄结构分布（2021 年）


资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图21：中国按城市等级划分的医疗美容渗透率（2021 年）


资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

同时供给端合规/多元化产品供给不断丰富，有助于激活潜在的医美消费需求以及增强消费者对于医美安全性的信心。除了传统玻尿酸产品外，近一年来再生材料和胶原蛋白相关产品上市推广放量，一定程度上进一步完善了医美合规市场的产品供应，也将对终端销售带来一定的刺激效果。

如 2021 年三款再生材料类产品获批，分别是伊妍仕少女针（华东医药）、艾维岚童颜针（圣博玛）以及濡白天使童颜针（爱美客）。其中 2022 上半年，华东医药医美板块合计实现营业收入 8.97 亿元（剔除内部抵消因素），按可比口径同比增长 130.25%。整体来看，相关产品均有助于拓展企业产品条线，推动业绩的持续成长。胶原蛋白市场，在注射领域，锦波生物重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维于 2021 年取得三类证。

表3：2021 年以来部分获批的医美产品

产品	所属生产/代理公司	获批时间	产品类别
伊妍仕™	华东医药	2021 年 4 月	药械-再生材料
艾维岚	长春圣博玛	2021 年 4 月	药械-再生材料
濡白天使	爱美客	2021 年 4 月	药械-再生材料
薇旖美三型胶原蛋白	锦波生物	2021 年 6 月	药械-胶原蛋白
BELOTERO®（保柔缇®）	Merz	2021 年 10 月	药械-玻尿酸
乔雅登丰颜®（含有利多卡因，Juvéderm® VOLUMA® with Lidocaine）	艾尔建	2021 年 12 月	药械-玻尿酸
ELASTY®Lumilax“注射用交联透明质酸钠凝胶”	韩国 Dongbang Medical	2022 年 3 月	药械-玻尿酸
射频治疗仪 LiTi	深圳半岛医疗	2022 年 4 月	器械-仪器
铂安润	四环医药	2022 年 4 月	药械-玻尿酸

资料来源：各公司公告、国家药监局、国信证券经济研究所整理

医美行业发展脉络一：监管驱逐劣币，头部医美机构优势凸显

近年来，医美监管持续趋严，加速净化医美行业竞争环境。医美上游产品端，国家药监局进行了更为详细的梳理，包括对《医疗器械分类目录》进行调整，“水光针”、“射频美容类器械”、“整形用植入线材”按 III 类医疗器械监管，通过明确产品监管规则，进一步明确相关产品的定位和规范，有助于更多的合规产品推出并在市场上顺利销售，从而为行业持续发展夯实规范化的基础。

表4:《医疗器械分类目录》调整,将“水光针”等按 III 类医疗器械监管

子目录	一级类别	二级类别	预期用途	类别
无源植入器械	整形及普通外科植入物	整形美容用注射材料	用于注射到真皮层,主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用,改善皮肤状态。	III
物理治疗器械	高频治疗设备	射频治疗(非消融)设备	用于治疗皮肤松弛,减轻皮肤皱纹,收缩毛孔,紧致、提升皮肤组织,或者治疗痤疮、腋痕,或者减少脂肪(脂肪软化或分解)等。	III
无源植入器械	整形及普通外科植入物	整形用植入线材	用于植入面部组织,以提升松弛下垂组织,纠正皱纹。	III

资料来源:国家药监局、国信证券经济研究所整理

而从朗姿股份主营布局的医美下游机构端情况来看,去年以来市场监管部门针对医美下游机构运营环节展开了多项治理措施,主要打击了“黑医美”等违法经营的医疗美容机构。如 2021 年 6 月 10 日,国家卫健委、市场监管总局等八部门联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》,联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作,6 月 10 日发布政策后,各地纷纷进行政策跟进,同时医美行业开展自律行动,深化科学的消费者教育。新氧持续推进行业自律行动,助力医美行业实现“三个标准化”;小红书于 6 月 1 日开展“臻美行动”,对医美内容进行专项治理。

此外。随着医美广告监管的出台,整治虚假违法医美广告一直是医美行业的执法重点之一。2021 年 11 月,市场监管总局发布《医疗美容广告执法指南》,进一步明确了医美广告的概念和范围、监管细则、监管方向,打击水货产品的宣传及虚假扩大诊疗范围的宣传,同时打击制造“容貌焦虑”、广告代言人模式及医美广告的内容传播。

表5: 2021 以来医美领域相关监管文件梳理

政策	发布单位	发布时间	相关内容
《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	原卫计委等 7 部委	2017 年 5 月 18 日	严厉打击无证行医,规范医疗美容服务行为;严厉打击走私注射用透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒素等药品、医疗器械行为。
《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动督查工作的通知》	原卫计委办公厅	2017 年 11 月 23 日	督促地方扎实开展打击非法医美专项行动
《关于开展医疗乱象专项整治行动的通知》	卫健委等 8 部委	2019 年 3 月 6 日	重点检查健康体检、医疗美容、皮肤(性传播疾病)等社会办医活跃的领域以及违规开展免疫细胞治疗、干细胞临床研究和治疗等行为。
《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	卫健委办公厅等 8 部委	2020 年 4 月 3 日	规范医疗美容服务;在我国境内上市的药品和第二类、第三类医疗器械实行产品注册管理,未取得注册批准的产品不得上市
《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	国家卫健委、公安部、海关总署等八部委	2021 年 6 月 10 日	2021 年 6 月至 12 月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作、规范医疗美容服务行为、打击非法制售药品医疗器械行为以及查处违法广告和互联网信息。
《医疗美容广告执法指南》	市场监督管理总局	2021 年 11 月 2 号	加强医疗美容广告监管工作提供指引,切实规范和加强医疗美容广告监管,有效维护医疗美容广告市场秩序

资料来源:国家卫健委、市场监督管理总局、国信证券经济研究所整理

总体上,严监管有利于加速挤压非法市场份额,推动行业整体良性发展,尤其在医美机构端:通过打击非法医疗机构,行业进一步出清,“黑诊所”等非法机构存活能力减弱,利好证件齐全、执业规范的头部机构。

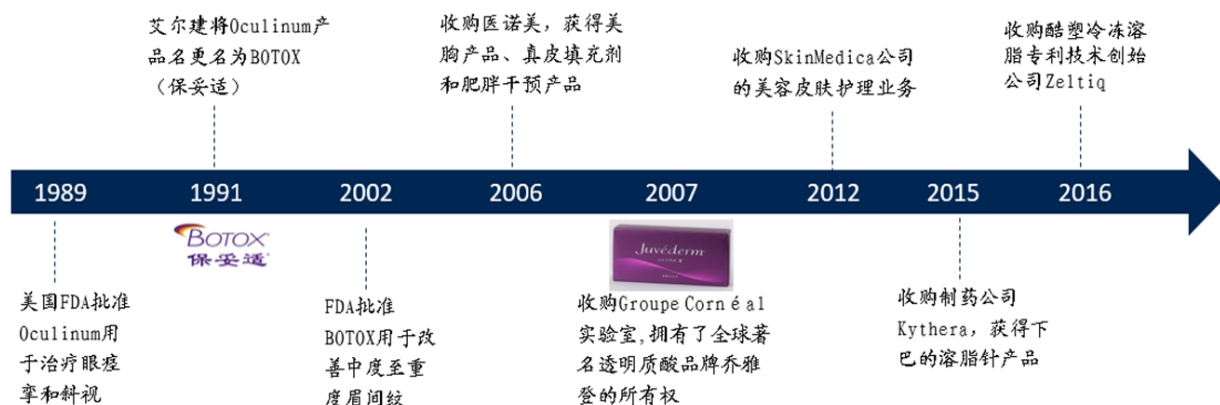
其中以医美广告法来看,其中重点提及打击利用广告代言人为医疗美容做推荐、证明,医疗美容广告中出现的所谓“推荐官”“体验官”等,以自己名义或者形象为医疗美容做推荐证明的,应当被认定为广告代言人。从以往实际案例看,“推荐官”“体验官”等当前较多的是出现在互联网新媒体营销带货平台中,这也是

低价流量型医美机构的主要获客方式。政策监管进一步加大了单纯以价格拉新的难度，而头部医美机构对于老会员的维护能力较强，沉淀了较多的私域流量，同时也更加凸显了机构内在的医疗服务水平、品牌口碑及会员运营能力，而这正是龙头合规机构近年来积极突破的方向。

医美行业发展脉络二：关注医美企业资本运作，提升综合竞争力

对于医美企业而言，1) 医美上游企业的长期成长离不开丰富的产品管线支撑，有助于做大规模体量、强化渠道绑定和品牌认知以及在一定程度上可抵御单一产品生命周期缩短的风险，提升企业的综合竞争力。而在企业布局产品管线的过程中，一方面通过自身研发投入进行布局，但由于医美产品的研发生产耗时较长、投入资金大及面临研发失败风险，因此具备一定资金实力的头部企业，也常常会通过外延并购方式拓展产品线。从国际经验看，回顾全球医美龙头艾尔建发展历程，其也是通过积极的外延收购策略，逐步建立了从手术外科、填充注射到光电皮肤类完善的医美产品矩阵。

图22：艾尔建医美业务收购历程



资料来源：艾尔建官网、搜狐、国信证券经济研究所整理

2) 对于医美下游机构而言，目前市场竞争激烈，集中度较低，且获客成本依旧较高，资本化将为企业的连锁扩张带来资金支持。强化营销投入提升品牌认知度，并通过股权方式绑定相对稀缺的医生人才资源。例如朗姿股份先后设立了六支医美并购基金，基金整体规模达27.56亿元。公司通过基金的专业化收购和孵化医美机构标的，降低直接收购对于上市公司业绩拖累，并在成熟后注入，长期将利于公司医美业务规模持续稳健提升。

女装及婴童用品行业：市场规模大，仍具成长空间

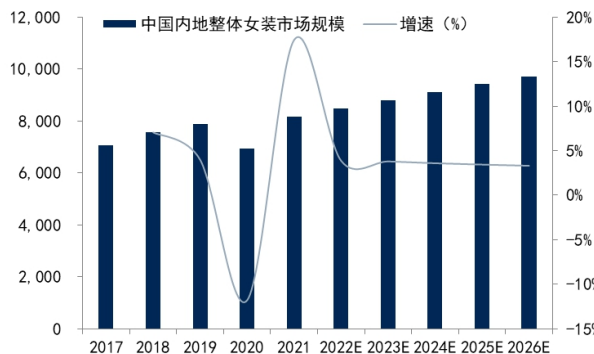
◆ 女装行业：规模增速平稳，中高端女装占比提升

女装占据我国服装消费市场主要地位，总体市场规模稳健上升，根据Euromonitor数据（引自玮言服饰招股书），我国女装行业市场规模自2017年7068.70亿元增长至2021年的8149.20亿元，年均复合增长率为3.62%，预计2026年市场规模能够达到9724.04亿元。

其中在消费升级大背景下，以及消费者结构的改变，年轻女性对服装在品质、款式、舒适度和色彩等方面的要求越来越高，更加追求具有时尚感和个性化的服饰

产品，推动了中高端女装市场的发展。Euromonitor 数据显示，近年来中高端女装零售额占比稳定在 20%以上，且有望逐步提升。

图23：中国女装市场规模及预测（亿元）



资料来源：Euromonitor（引自玮言服饰招股书）、国信证券经济研究所整理

图24：中国女装市场中高端女装零售额占比（%）



资料来源：Euromonitor（引自玮言服饰招股书）、国信证券经济研究所整理

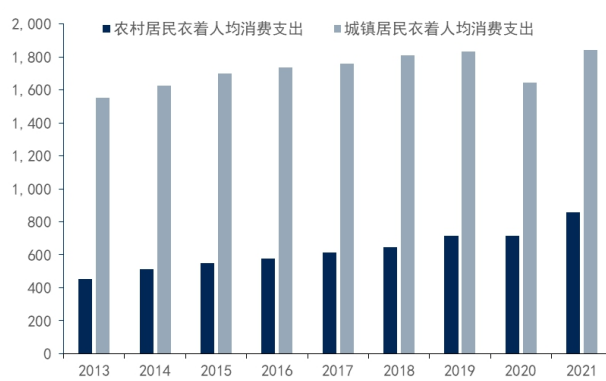
不过相较于发达国家市场相比，中国女装市场仍有提升空间。其中以人均支出看，2021 年英国女性人均女装消费支出达到 942.23 美元，同期中国女性人均女装消费支出仅 216.18 美元。未来随着人均消费能力提升，以及消费者对于质量、品牌和服务体验的重视，有望推动女装市场规模持续扩大。

图25：相关国家女性人均女装消费支出对比（美元）



资料来源：Euromonitor（引自玮言服饰招股书）、国信证券经济研究所整理

图26：中国居民人均衣着消费支出（元）



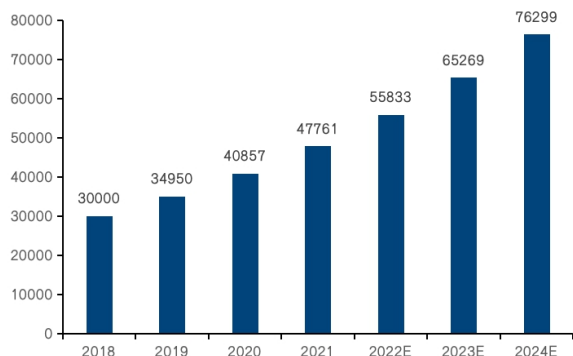
资料来源：Euromonitor（引自玮言服饰招股书）、国信证券经济研究所整理

◆ 母婴行业：市场规模稳步增长，童装板块处于成长期

母婴产业指面向 0-14 岁婴童群体以及孕产妇，涉及商品生产、零售、生活服务、教育、娱乐、医疗卫生等多个行业，属于综合性消费行业。产品可以分为“商品”和“服务”两大板块，其中婴童类产品包括童装、食品、玩具、洗护用品等；孕产妇类产品包括孕期奶粉及营养品等；婴童类服务包括早教娱乐等；孕产妇类服务涉及月子中心等相关服务。

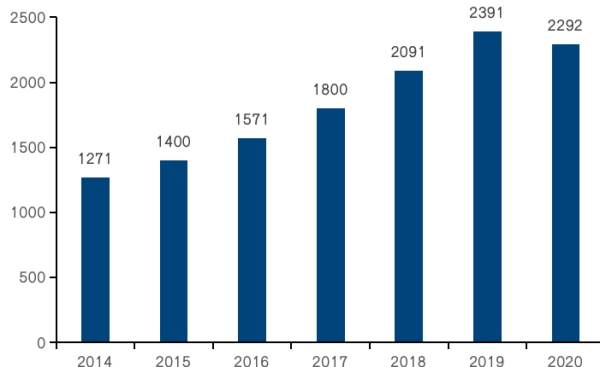
其中根据艾媒咨询的数据，2020 年童装市场零售收入达 2292 亿元，2014-2020 年复合增长率为 10.33%，相比于女装和男装，我国童装市场起步较晚，处于快速成长期。

图27：2018-2024 年中国母婴行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

图28：2014-2021 年中国童装市场零售收入及预测（亿元）

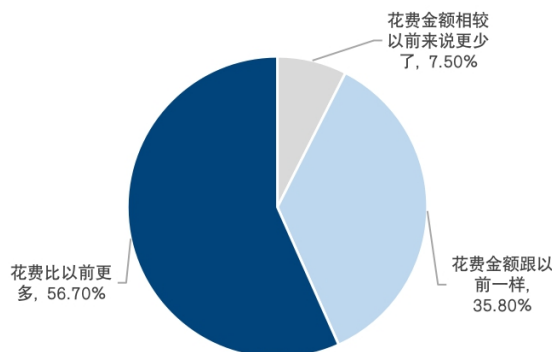


资料来源：Euromonitor（引自嘉曼服饰招股书）、国信证券经济研究所整理

尽管从近两年数据看，人口出生率呈现下降趋势，但母婴行业仍有成长动能：

- 1) 三胎政策的放开以及随着配套政策未来的落地完善，有望成为推动新生儿增加和人口结构改善的重要动能，同时有力推动我国母婴行业的持续发展。
- 2) 居民收入不断提升，消费升级促进高端婴童消费。据 Frost&Sullivan 的数据，中国城镇家庭的婴幼儿年平均消费金额从 2007 年的 4260 元快速增长至 2012 年的 8702 元，年均复合增长率为 15.4%，预计 2017 年在 14000 元左右，年复合增长率持续维持在 12% 以上，保持高速增长的预期。
- 3) 家庭及人口结构转变，90 后孕育者促进母婴消费观念升级。消费升级除了传统商品价格提升外，更重要在于母婴家庭对于早教、亲子游乐等服务的重视，有助于提升整体消费支出和消费频次。

图29：2021 年中国母婴消费者母婴消费相对于上一年的变化



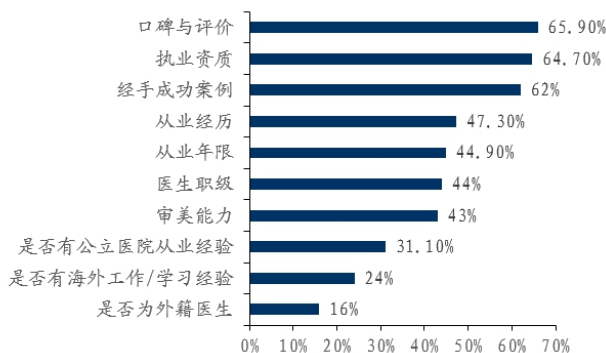
资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

公司分析：全国布局的医美服务龙头，运营管理能力优异

在整个医美产业链中，医疗美容机构处于产业中游，起到连接上游厂商和终端消费者的作用，赚取购销差价及相关服务费用。从核心竞争要素来看，我们认为**合规且优质的医疗服务资源、高效率的营销获客体系以及标准化运营管理能力**较为重要，三者共同推动机构的品牌知名度提升，助力盈利能力提升，形成良性循环。

1) 求美者的消费素养逐步提升，对于黑诊所的辨识度会增强，对于合规医师的资质和经验要求会提高。**合规且优质的医疗服务资源正是医美机构竞争的核心**，在看重效果、口碑的医美服务领域，有助于提升消费者满意度和粘性，形成评价口碑。据艾瑞咨询统计，医美用户在选择医生时，较为看重医生的口碑与评价、执业资质和医生经手的成功案例。

图 30：中国医美用户选择医生时考虑的因素

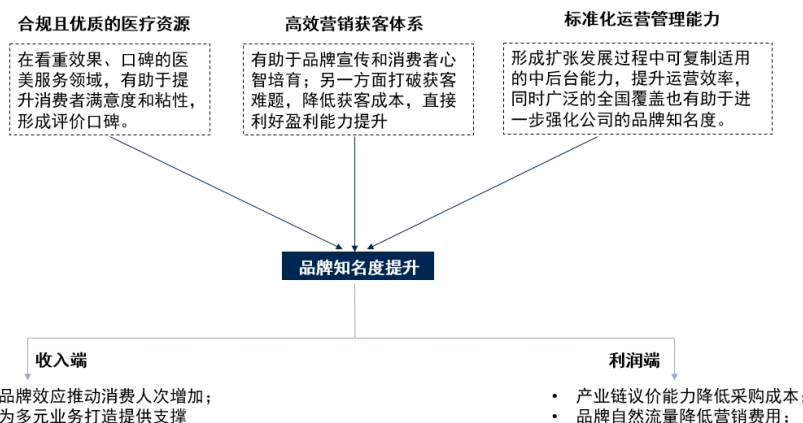


资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

2) **高效率营销获客体系**一方面有助于实现品牌推广和消费者教育，另一方面对于医美机构而言，**降低获客成本直接利好其盈利能力提升**。获客成本也正是目前行业面临的核心难点之一，轻医美项目的单个获客成本平均在 500-1000 元不等，销售费用占收入的比重可能达到 30%左右，其中营销及广告费用占大头。

3) **标准化运营管理能力则是助力机构扩张的关键**，体现在员工管理/培训、医疗质量管理、客户服务及数字化管理等中后台指标的标准化，以便在连锁扩张过程中进行复用，提升整体经营效率，同时广泛的全国覆盖也有助于进一步强化公司的品牌知名度，降低成本获客支出，提升盈利能力。

图 31：医疗美容机构的竞争要素分析



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司优势一：领先的优质医疗资源，建立医师人才培养体系

医疗团队方面，截至 2022 年 6 月 30 日，朗姿医美旗下拥有医生及医护人员 730 人，核心医师团队在行业核心期刊已发表多篇学术论文。具体到三大医美品牌看，米兰柏羽旗下拥有 4 家连锁医美机构，分别位于成都、深圳、西安，其中四川米兰柏羽获得中国整形美容协会荣誉颁发的“5A 级美容医院”。而据中国整形美容协会 2021 年的最新评价结果，全国获评“5A 美容医院”的仅 30 家，有效期为 2022 年 1 月至 2024 年 12 月。

获评 5A 实际上也反映了米兰柏羽较为优质的医疗服务质量，受到了行业官方协会认可。中国整形美容协会在医院管理、患者安全、医疗质量管理与持续推进、医院服务方面设立较为明晰的评价细则，得分 950 分-1000 分（总分 1000 分）的为 5A 机构，在医师数量、职级、医疗安全等方面均处于领先地位。

表 6：中国整形美容协会“医疗美容机构评价标准实施细则—医院标准”

评价大类	评价内容（节选）
医院管理	建立医疗卫生专业技术人员的“三基”培训考核制度，落实执业人员岗前及在岗继续医学教育；严格执行国家财务制度及价格政策，医疗服务收费和药品价格公开、透明；开展业务业绩情况，建立特色专科及医师技术档案。
患者安全	完善关键流程（手术室、病房）的患者识别措施，健全转科交接登记制度；有主动报告医疗安全（不良）事件的制度与工作流程；定期分析医疗安全信息，利用信息资源改进医疗安全管理；针对患者疾病诊疗，为患者及亲属提供相关的健康教育，协助患者对诊疗方案做出正确理解与选择；主动邀请患者参与医疗安全活动。
医疗质量管理与持续改进	依据《医疗技术临床应用管理办法（2018）》规定，建立医疗技术临床管理委员会及其临床科室管理小组，制定医疗技术管理制度，严格实行临床医疗技术准入管理，加强临床一般类技术、限制类技术的管理，严格禁止类技术应用的管
医院服务	理；主要诊疗部门医疗质量管理与持续改进；临床实验质量管理与持续改进；护理质量管理与持续改进。
	维护患者合法权益；医德医风制度建设；优化服务环境和服务流程；开展医院文化建设

资料来源：中国整形美容协会、国信证券经济研究所整理

其他医美品牌看，晶肤医美旗下共拥有 23 家机构，其中在成都 15 家、西安 3 家、咸阳 1 家、长沙 2 家、重庆 2 家。晶肤医美拥有资深的医师团队，多位行业协会成员专家，如晶肤医疗美容（凤城二路院）院长中华医学会成员、中国整形美容协会会员等，在医美产品端，是艾维岚童颜针、濡白天使、伊妍仕少女针、乔雅登、双妹胶原蛋白等知名产品的指定授权注射专家。晶肤医疗美容（胡家庙院）院长毕业于第四军医大学临床医学专业，从事皮肤美容临床工作 14 年，是中国中西医结合医学美容协会会员、中国整形美容协会与艺术专业委员会委员，是艾维岚童

颜针、濡白天使、伊妍仕少女针等知名产品的指定授权注射专家。

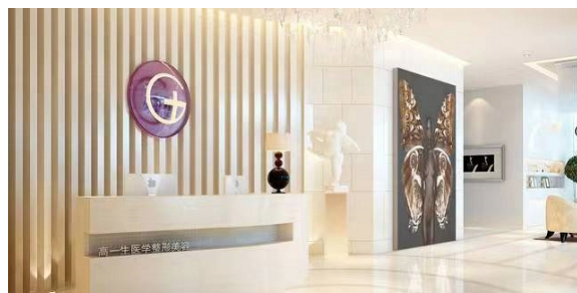
高一生医美旗下拥有 2 家机构，分别位于西安和宝鸡。高一生品牌创立于 1991 年，历史超过 30 年，创始人团队拥有丰富的外科、微创及整形医院管理经验，通过多年的沉淀现已成为西安当地首屈一指的医疗整形品牌。

图 32：晶肤医疗美容医院



资料来源：晶肤医美、国信证券经济研究所整理

图 33：高一生医疗美容医院



资料来源：高一生、国信证券经济研究所整理

此外，公司建立了较为完备的医师培训体系，保证优质医疗人才的供给和留存。如 2022 年 1 月，公司在四川米兰总院正式成立了朗姿医美医师培训基地。培训基础常年以常态化的方式，通过采用内部选聘专家、走出去、请进来等多种途径，定期、不定期的组织医美从业人员进行多学科、不同层次的专业技能培训，为年轻医师们，提供一个系统学习，提升专业素养的新平台；2022 年 7 月 2 日，开展青苗医生培训计划，是公司集“专业培训+权威指导+实战操作+就业分配”为一体的全方位医疗人才培养储备项目。

同时，朗姿医美携手知名的医美产品企业，开展医师注射培训等，与艾尔建美学达成战略合作，借助艾尔建美学旗下艾尔建学院，对旗下机构的医疗卫生专业人士进行评估及培训教育，提升医生诊疗水平。

公司优势二：高效的营销获客体系，联动产业资源打造品牌粘性

一是，在渠道把握方面，朗姿医美建立了全渠道的营销获客网络。

包括美团、新氧等电商类平台；抖音、快手等信息流平台；以及搜索引擎类、自媒体平台 and 线下户外渠道。公司运营分析部每月会针对各医美机构在上述各获客渠道的投入产出比及优质渠道数量进行定量的分析，医美的获客成本总体上也在逐步趋于下降的过程中。

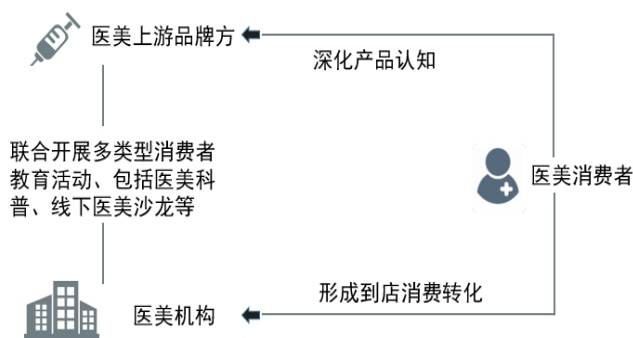
其中在线上渠道方面，公司把握流量线上化趋势，组建新媒体团队负责打造社交化医美内容，为受众科普相关医美知识，以此沉淀大量的“知识内容”，形成自身的私域流量。实际上，医美广告新规发布以来，社交媒体营销监管趋于严格，低价营销、广告带货等行为逐步退出，也利好会员私域体系建设完善的头部医美机构。朗姿医美通过自身打造的品牌优势和技术优势，获得了较为稳定的粘性客户，老客消费占比达到 70% 左右。

二是，联动产业上下游资源，形成稳定的品牌认知和消费粘性

我们认为主要体现在两个方面：1) 联合开展消费者医美教育，包括医美知识科普、合规知识教育、品牌教育等，促成到店消费转化。朗姿医美与艾尔建合作推进正

品验证的各种技术和模式，提高消费者对正品的认知和辨识能力，并利用数字化平台推出相关科普内容。朗姿医美与专业化医美互联网平台美呗达成战略合作，美呗拥有众多精准的医美消费用户，业务覆盖全国，双方将对朗姿旗下各区域机构端口提供精细赋能，在区域差异化能力打造，品项打造，医生 IP，数据实时共享，运营效率提升等各层级各维度开展更深层的合作。

图 34: 医美机构与上游产品方联合开展消费者教育



资料来源: Deloitte、艾尔建美学、国信证券经济研究所整理

2) 与品牌方合作，联合制定产品营销方案。目前求美者的自主选择意识不断提升，对特定医美品牌形成了较强的认知，例如高端医美产品乔雅登，差异化医美产品嗨体等。在此背景下，医美机构可与相关品牌方联合开展线下专家坐诊、品牌主题日等活动，提升顾客粘性。

具体到朗姿看，例如米兰柏羽旗下举办了“全民水光节”活动，日前已经是第四届，活动有全球百家正品联盟助力，12 大水光品牌，提供百万福利补贴，有助于吸引新客及增加老客粘性。此外，朗姿医美对单品类采购大的产品，医管采购部正在积极与相关上游知名供应商洽谈深度合作模式，探索公司医美机构所需的高性价比定制化产品，为客户提供更好的服务。

公司优势三：标准化运营助力扩张，精细化管理体系提升效率

一是，朗姿基于旗下三大医美品牌的特征，均建立了不同品牌的流程标准体系，同时设立了服务监督机制，及时收集顾客对服务细节的反馈，进而不断完善服务标准流程。

从最开始的获客出发，如前文所述，公司建立了全渠道的营销获客网络，运营分析部每月会统一对渠道投放进行分析；顾客到院方面，公司建立了标准化的面诊流程，从识别客户需求、到个性化定制诊疗方案，到诊疗关怀，到术后回访。此外在员工管理/培训、医疗质量管理及数字化管理等中后台指标方面均建立了标准化流程体系，以便在连锁扩张过程中进行复用，提升运营效率。

图 35：医美机构管理标准化可复制

营销投放	顾客服务	运营管理	医疗质量管理
- 全渠道获客 - 专业新媒体团队 - 专业公关团队 - 运营分析部进行渠道投放分析	- 前台标准化接待服务，录入会员系统 - 标准的咨询服务流程 - 标准的面诊流程，从识别需求、到个性化定制诊疗方案，到诊疗关怀，到术后回访	- 标准化的人员培训和管理制度 - 短期内部医生的轮训和继续教育、中期开启有资质医生培训班、长期开展院校合作等模式	- 标准的临床方案和临床解决路径 - 标准的临床结果评估 - 成立朗姿医疗委员会，加强集团下属各机构的医疗安全管理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析整理

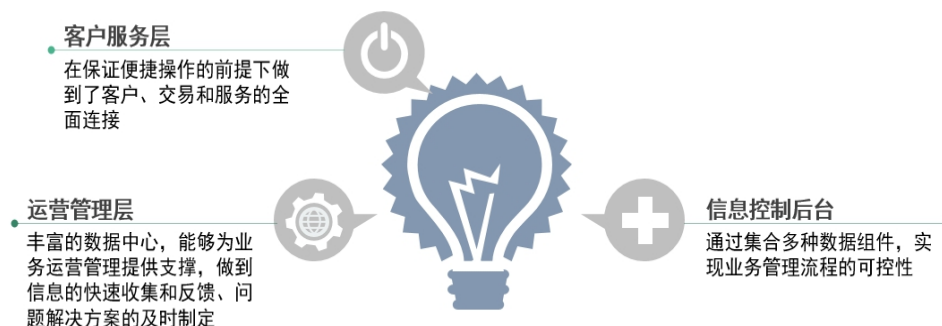
二是，公司以信息化助力精细管理，搭建“集团管控+医管公司+事业部+医疗机构（医院、诊所、门诊部）”的四级信息化管理体系，提升效率并有效控费。

具体到信息化系统方面，公司在医美领域逐步建立了一个以朗姿医美为中心，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云平台：

- 1) 客户服务层，在保证便捷操作的前提下做到了客户、交易和服务的全面连接；
- 2) 运营管理层面，丰富的数据中心，能够为业务运营管理提供支撑，做到信息的快速收集和反馈、问题解决方案的及时制定；
- 3) 信息控制后台，通过集合多种数据组件，实现业务管理流程的可控性。总体上对公司集团层面实现对各家医美机构的业务把控起到强大支持作用，同时能够严格落实医美业务安全性、规范性的基本要求。

未来，公司也将进一步投入信息化系统建设，逐步完成搭建业界最先进、智能的咨询模型、治疗模型和客户回访模型，实现协同的客户协作关系、强大的医美机构网络服务能力管理、动态的业务运营智能分析。

图36：朗姿医美实现新一代协作和创新的“价值云平台”



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

三是，在外延推进连锁扩张方面，2020年12月至今先后设立了6支医美并购基金，为公司积极寻找并储备优质医美标的，有助于加速医美业务扩张步伐。

截至2022上半年，基金整体规模达27.56亿元，公司合计出资12.25亿元。医美基金主要委托朗姿韩亚资管（公司持股29.23%的参股公司）作为管理人，据不完全统计，截至2022年8月15日，6支医美并购基金直接/间接持股的企业达到20家，包括湖南雅美、南京华美、武汉五洲整形外科医院等区域知名的一线医美机构。

表7：朗姿旗下医美并购基金直接/间接持有的企业

基金名称	基金规模（亿元）	朗姿出资占比	控制企业	基金持股比例	间接持股
芜湖博辰五号股权投资合伙企业（有限合伙）	4.01	49.88%	北京丽都医疗美容医院有限公司 南京韩辰美容医院有限公司 昆明韩辰医疗美容医院有限公司	80% 65% 75%	
芜湖博辰八号股权投资合伙企业（有限合伙）	2.51	49.80%	武汉五洲整形外科医院有限公司 武汉韩辰医疗美容医院有限公司 深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	65% 60% 18%	武汉韩辰美容美体服务（60%）
芜湖博辰九号股权投资合伙企业（有限合伙）	5.01	49.90%	郑州华领医疗美容医院有限公司 湖南雅美医疗美容医院有限公司 郑州集美医疗美容医院有限公司	73.30% 63% 63%	成都姿颜医美供应链管理（73.3%） 湘潭雅美医疗美容医院（59.85%） 株洲雅美医疗美容（56.7%） 株洲雅美美容（56.7%） 衡阳雅美医疗美容医院（49.14%） 护肤（56.7%）
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）	5.01	19.96%	南京华美美容医院有限公司	27.22%	
芜湖博辰十号股权投资合伙企业（有限合伙）	6.01	49.92%	杭州格莱美医疗美容医院有限公司 南京华美美容医院有限公司	70% 42.78%	杭州格莱美皮肤美容研究院（70%） 杭州格莱美祛斑技术研究院（70%） 杭州格莱美口腔门诊部（70%）
芜湖博恒一号股权投资合伙企业（有限合伙）	5.01	49.90%	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	31%	

资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

以上医美基金实际上也为公司储备了潜在的并购标的，根据公司投资参与设立的医美产业基金合同的相关约定，当产业基金未来退出投资标的时，在同等条件下，朗姿股份或其指定主体有权优先收购产业基金拟退出的投资项目。

如近期公司公告称，拟 1.58 亿元收购博辰五号医美基金持有的昆明韩辰医疗美容医院有限公司 75% 股权，纳入公司合并报表范围。昆明韩辰医美医院总营业面积 8955 平方米，2021 年营收 1.67 亿元，净利润亏损 1866 万元，2022 上半年营收 9564 万元，净利润盈利 695 万元。同时，博辰五号承诺昆明韩辰 22/23/24 年净利润分别不低于 1482/1605/1633 万元，累计不低于 4720 万元，若未达成则承担向朗姿股份支付相应补偿款的义务。从而对上市公司报表带来业绩增厚。

总体上，本次收购昆明韩辰，一定程度上证明了公司通过体外产业基金孵化医美机构这一外延战略的可行性，随着公司后续体外基金培育成熟标的陆续并表，有望强化公司医美业务加速扩张预期，以及由此带来的业绩弹性。

女装品牌矩阵满足个性化需求，婴童业务积极强化国内业务

◆ 时尚女装：建立多品牌矩阵，加速推进全面营销网络

1、公司女装品牌矩阵完善，推动品牌升级迭代。女性消费者选择服装时更关注服装的品质、款式、色彩和舒适度，追求个性化、时尚化的产品，公司通过差异化的产品定位及设计风格，构建包含 7 个自有女装品牌及 2 个独家代理运营品牌在内的时尚女装品牌矩阵。一方面有利于满足女性客户多层次、差别化的个性化需求，如追求自我、强调品质、充满活力等；另一方面满足她们不同年龄段的表达诉求，如成熟女装、中淑女装等。

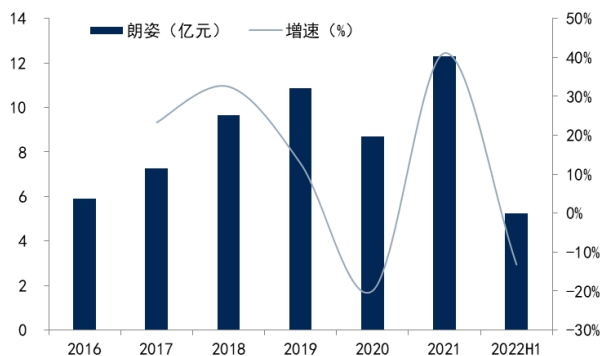
表8：公司旗下女装品牌矩阵及价格带

品牌	风格	主要产品类型	主要产品价格带	2021 年业务收入占比
LANCY (朗姿)	经典、优雅	中高端通勤、高级商务女装、高级女士礼服	1980-20000 元	72.66%
Liaalancy (俪雅)	高雅、尊贵	高端女装系列、活力针织、时尚都市、商务通勤	1280-16800 元	
LANCY FROM 25 (悦朗姿)	雅致、精致	中高端通勤、商务女装、女士休闲装、运动装	680-8999 元	
LANCY FROM 25/LANCY PINK	精致、职场	中高端通勤、商务女装、女士休闲装、运动装	1000-4000 元	
LIME FLARE (莱茵福莱尔)	时尚、精致	中高端女装知性系列、活力针织、时尚都市、商务通勤系列	1499-19000 元	18.10%
MOJO S. PHINE (莫佐)	奢华、优雅	高端商务女装、优雅知性、商务休闲	5000-7000 元	5.63%
JIGOTT (吉高特)	浪漫、高贵	高端商务女装	4000-10000 元	0.83%
m. tsubomi (子苞米)	高档、日常	中高端女装日常系列、通勤系列、风格系列	1280 元	2.59%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

品牌升级以公司主品牌 LANCY (朗姿) 为例，该品牌创立于 2000 年，2021 年公司对其进行了全面的品牌升级，将朗姿品牌高端产品线拆分为 LANCY (朗姿) 和 LANCY FROM 25 (悦朗姿)，采用双品牌战略。全新设计 LOGO “LANCY” 以简洁的方式传达品牌的思想内核，并推出全新 VI 色“朗姿红”，设计全新店铺形象以突出品牌高级质感和辨识度。朗姿单品牌收入从 2016 年的 5.9 亿元增长至 2021 年 12.29 亿元，2022 年上半年收入 5.25 亿元，2016-2021 年复合增长率达 15.82%。总体上，LANCY (朗姿) 的短期增速可能受疫情反复影响，但长期来看品牌升级是驱动增长的重要动力。

图37: LANCY(朗姿) 女装品牌收入及增速 (亿元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图38: 主品牌朗姿升级形象



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、优异的研发设计能力及覆盖面广且深的优质营销网络。公司坚持服装产品的自主研发、设计与开发，并在北京、韩国分别设立了研发设计中心。公司设计团队积极参与国际时尚前沿发布会，及时反馈顾客需求，紧抓潮流趋势。截止 2022 年上半年末，公司自有服装设计师 110 人，签约服装设计师 1 人，公司服装板块研发设计中心已获得 2 项国家发明专利、28 项软件著作权、14 项外观设计专利、21 项实用新型专利。

此外，公司依托供应链整合能力，采用自营和经销相结合，以及线上线下相融合的经营方式，建立了 7 个品牌女装互为支撑、资源共享、覆盖面广且深的营销中心和供应链体系。截止 2022 年 6 月 30 日，公司共有 634 家线下销售终端（包括 432 家自营和 172 家经销），30 个线上销售渠道，拥有女装线下 VIP 客户已达 31.93 万余人。

表9: 朗姿服装领域部分研发设计项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
一种服装装饰链条固定结构	解决缝缀无走线位置的装饰链条时费时费力、牢固性和美观度不足的问题，以及装饰链条刮蹭衣身面料的问题。	2020 年 5 月 21 日申请专利，2021 年 5 月 14 日首次公开。
一种避免领口咧开和肩部下滑的女式衣服	意在有效避免具有衣身较宽松或面料组织较稀疏特点的开领较大的女式衣服发生领口咧开和肩部下滑的现象，穿着舒适性和美观度高。	2020 年 5 月 21 日申请专利，2021 年 5 月 14 日首次公开。
一种可拆卸领子的西服	通过可拆卸的西服领使穿着者可在正式场合与非正式场合之间快速切换服装风格，舒适性和实用性高。	2020 年 7 月 14 日申请专利，2021 年 6 月 1 日首次公开。
一种具有前后双口袋结构的羽绒服	前后双口袋结构的设计既具有良好的保暖作用，又便于取拿物品且可有效防止物品丢失。	2020 年 7 月 14 日申请专利，2021 年 6 月 1 日首次公开。
一种可自动调节松紧的合体服装扣合结构	可自动调节松紧，使合体服装既可展现穿着者的身体线条，又可满足穿着者自由活动的需求。	2020 年 7 月 14 日申请专利，2021 年 6 月 1 日首次公开。
一种可自动调节松紧的里布及带有该里布的服装	提供了一种可自动调节松紧的里布及带有该里布的服装，能够解决腰部可调节松紧类服装的里布淤量不均匀和不稳定现象。	2021 年 6 月 2 日申请专利，2022 年 3 月 22 日首次公开。
一种带有可拆装帽子的外套上衣	外套上衣能够解决现有冬季外套中扣合式帽子在穿着过程中扣子需频繁开合而导致性能下降，以及帽子的扣合因需要独立操作而不够便利的技术问题。	2021 年 6 月 21 日申请专利，2022 年 3 月 22 日首次公开。
一种防位移斗篷服装	可有效避免斗篷发生偏移和滑落，使穿着者可始终保持良好的穿着状态，服装穿着稳定性和舒适性高。	2020 年 7 月 14 日申请专利，2021 年 6 月 1 日首次公开。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3、委托加工和定制生产模式，减少库存数量和周转时间。公司女装产品完全自制生产的比例较小，主要采用委托加工和定制生产模式。在委托加工模式下，公司向生产商提供产品设计样板、工艺单以及面、辅料，生产商按照公司要求进行生产；在定制模式下，定制生产供应商按公司提供的产品设计样板和工艺单，购

买公司指定规格的面、辅料，严格按照公司的订单要求组织生产，保质准时供应。

◆ 绿色婴童：韩国国民品牌，未来重点提高国内市场占有率

公司 2014 年成为品牌历史 40 年的韩国知名童装上市公司阿卡邦（韩国 KOSDAQ 上市公司，证券代码：“013990”）的第一大股东，将时尚的触角由中高端女装拓展到婴幼儿服装及用品。阿卡邦旗下拥有旗下拥有 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。

经过四十多年的运营发展，韩国阿卡邦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，被誉为韩国婴童用品的国民品牌，旗下品牌在亚洲也具有一定的市场和影响力。目前在国内市场依然处于品牌推广阶段，未来提高国内童装业务市场占有率是公司重要战略方向，是阿卡邦整体业绩提升的重要引擎。

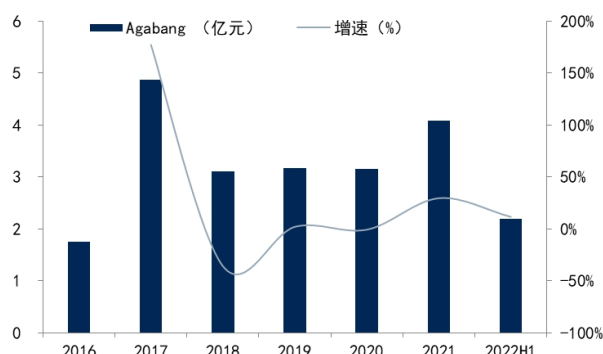
表 10：公司旗下婴童品牌矩阵及价格带

品牌	主要产品类型	主要产品价格带	主要销售区域
Agabang (阿卡邦)	婴童服装	299-899 元	韩国、东南亚
Dearbaby	婴童服装	300-1000 元	韩国、东南亚
Ettoi (爱多娃)	高端婴小童服装	498-3698 元	中国（一二线城市为主）、韩国、东南亚
Design skin	儿童家居	1098-1898 元	韩国、东南亚

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

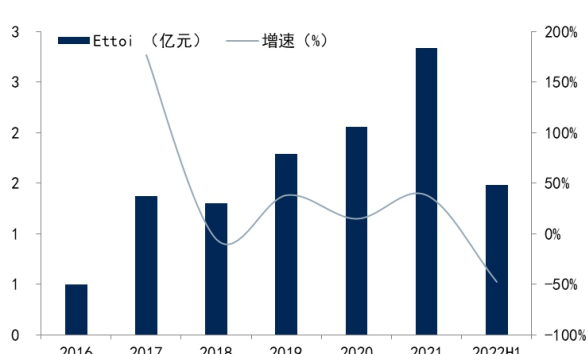
为匹配国内婴童市场的消费需求，公司将国内主推品牌从“阿卡邦”调整为“ETTOI 爱多娃”，充分调动国内设计师的优势、减少韩国跨境采购、提高自做货比例，实现中韩两国订货同步，稳步推进国内营销网络布局战略，开展形式多样的品牌推广活动，进一步提升国内童装市场的市占率和竞争力。爱多娃业务收入从 2016 年 0.5 亿元提升至 2021 年 2.84 亿元，2022 年上半年营收 1.48 亿元，2016-2021 年复合增长率为 41.75%，业务占比也从 2016 年 16.86% 提升至 2021 年 34.76%，2022 年上半年达 36.60%。

图 39：阿卡邦品牌营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 40：爱多娃品牌营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提及未来三年业绩预测

我们对公司进行分业务预测，盈利预测基于以下假设条件：

◆ 医美业务

1、收入预测方面，我们分品牌、分单店收入进行假设预测

1) **米兰柏羽**：定位高端综合医美品牌，2019-2021 年收入分别为 3.61 亿元/5.25 亿元/7.03 亿元，该品牌旗下拥有 4 家医美机构，其中旗舰店四川米兰柏羽位于成都，2021 年主营收入达到 4.65 亿元，占米兰柏羽品牌的 66%。

未来开店方面，预计作为旗舰代表以进一步强化现有门店运营为主，整体开店节奏较慢，预计 2022-2024 年门店数量分别为 4 家/4 家/5 家；平均单店收入看，2022 年虽在一定程度上受疫情反复影响，但米兰柏羽凭借较高的品牌认知和顾客粘性，上半年收入仍实现了 21.48% 的增长，同时考虑成都本土疫情以及出于谨慎考虑，我们预计 2022 年平均单店收入同比增长 22%，达到 2.14 亿元。后续随着疫情防控形势向好及新开店影响，我们预计 2023-2024 年平均单店收入分别为 2.7 亿元/2.86 亿元。

综上假设，我们预计公司米兰柏羽品牌 2022-2024 年分别实现收入 8.58 亿元/10.81 亿元/14.32 亿元，分别同比增长 22%/26%/32.5%。

2) **晶肤医美**：定位专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌，2019-2021 年收入分别为 1.18 亿元/1.60 亿元/2.56 亿元，该品牌旗下拥有 23 家医美机构，主打轻医美项目，包括激光和微整等。

未来开店方面，轻医美连锁的可复制性相对较强，也符合当前医美消费趋势，公司对于未来该品牌的开店总体较为支持，预计 2022-2024 年门店数量分别达到 25 家/30 家/35 家。平均单店收入看，综合考虑疫情防控及新开店影响，预计 2022-2024 年平均单店收入分别为 1339 万元/1473 万元/1605 万元。

综上假设，我们预计晶肤医美品牌 2022-2024 年分别实现收入 3.35 亿元/4.42 亿元/5.62 亿元，分别同比增长 30.68%/32%/27.17%。

3) **高一生**：定位专业技术行业领先的高端医美品牌，区域医美标杆型机构，2019-2021 年收入分别为 1.50 亿元/1.28 亿元/1.61 亿元，该品牌旗下拥有 2 家医美机构，分别位于陕西西安和宝鸡。

未来开店方面，综合性医美医院预计开店节奏较慢，我们假定未来三年门店维持在 2 家。平均单店收入看，考虑西安疫情的影响及后续疫情防控整体形势向好，预计 2022-2024 年平均单店收入分别为 8444 万元/1.01 亿元/1.11 亿元。

综上假设，我们预计高一生品牌 2022-2024 年分别实现收入 1.69 亿元/2.03 亿元/2.23 亿元，分别同比增长 5%/20%/10%。

2、净利润预测方面，主要对毛利率及费用率进行预测

毛利率方面，2022 年短期医美终端促销折扣加大给毛利率带来下行压力，但随着疫情防控整体向好，消费复苏背景系凭借优异的品牌力有望提升客单价水平，毛利率有望稳步提升。我们预计公司 2022-2024 年医美业务毛利率分别为 50.39%/52.32%/54.50%。

费用率方面，受 2022 上半年疫情反复对收入端造成压制，人员工资、房租水电等费用刚性及营销端加大获得力度等影响，预计短期费用率有所提升。但后续随着整体疫情防控形势向好，公司规模效益提升、终端品牌力增强，以及管理机制的改善，仍有望趋于稳定下降，整体费用端的反弹空间较大。

综合以上假设预测，我们预计公司 202-2024 年医美业务分别实现营收 13.61 亿元/17.25 亿元/22.17 亿元，分别同比+21.54%/+26.73%/+28.49%；分别实现净利润 3416 万元/1.51 亿元/3.02 亿元，分别同比-8.62%/+342.48%/+99.66%。

表 11: 公司医美业务盈利预测（百万元、%）

	2021	2022E	2023E	2024E
医美业务收入	1119.93	1361.20	1725.07	2216.55
YOY	37.84%	21.54%	26.73%	28.49%
毛利率	51.84%	50.39%	52.32%	54.50%
体内门店总数（家）	28	31	36	42
平均单店收入	40.00	43.91	47.92	52.78
YOY	-6.47%	9.78%	9.13%	10.13%
1、米兰柏羽	702.95	857.60	1080.57	1431.76
YOY	34.01%	22.00%	26.00%	32.50%
门店数量	4	4	4	5
平均单店收入	175.74	214.40	270.14	286.35
YOY	34.01%	22.00%	26.00%	6.00%
毛利率	51.36%	50.56%	52.92%	55.23%
2、晶肤医美	256.14	334.73	441.84	561.87
YOY	60.46%	30.68%	32.00%	27.17%
门店数量	22	25	30	35
平均单店收入	11.64	13.39	14.73	16.05
YOY	-5.18%	15.00%	10.00%	9.00%
毛利率	50.23%	48.97%	50.51%	52.52%
3、高一生	160.84	168.88	202.66	222.92
YOY	25.34%	5.00%	20.00%	10.00%
门店数量	2	2	2	2
平均单店收入	80.42	84.44	101.33	111.46
YOY	25.34%	5.00%	20.00%	10.00%
毛利率	56.47%	52.32%	53.12%	54.82%
净利润	37.39	34.16	151.16	301.82
YOY	-53.28%	-8.62%	342.48%	99.66%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

◆ 时尚女装业务

1、收入预测方面，我们分渠道进行假设预测

1) 线上渠道方面：公司持续推进新零售融合发展，根据不同电商渠道的特性，制定了科学合理的货品流转体系，实现了“精准做货、快速流转”的业务目标，有力地促进线上销售收入持续保持快速增长，其中 2022 上半年线上渠道同比增长约 20%。目前疫情进一步培养了线上消费习惯，后续在社媒营销加速、新兴电商渠道加码下，仍有望取得稳健增长。预计 2022-2024 年分别实现收入 4.01 亿元/4.62 亿元/5.08 亿元，分别同比+20%/+15%/+10%。

2) 线下自营渠道：2022 年受疫情等外部因素影响，预计收入有所下滑，后续在疫情防控整体形势向好下，有望实现复苏增长。预计 2022-2024 年分别实现收入 10.62 亿元/11.47 亿元/12.15 亿元，分别同比-5%/+8%/+6%。

3) 线下经销渠道：公司近年来积极借助经销的力量推动女装业务发展，整体在中高端品牌定位下加大了对于经销商的吸引力。预计 2022-2024 年分别实现收入

2.87 亿元/3.39 亿元/3.80 亿元。

2、净利润预测方面，主要对毛利率及费用率进行预测

毛利率方面，公司积极推进女装业务品牌升级以及渠道结构优化，整体毛利率水平有望维持稳健提升。预计 2022-2024 年毛利率分别为 61.19%/61.62%/61.97%。

费用率方面，受疫情影响及公司把握消费复苏机遇，积极开展品牌宣传等，预计短期费用率有所提升，后续随着中高端品牌打造逐渐成效、以及管理机制的改善，仍有望趋于稳定下降。

综合以上假设预测，我们预计公司 202-2024 年时尚女装业务分别实现营收 17.50 亿元/19.47 亿元/21.03 亿元，分别同比+3.48%/+11.25%/+7.99%。分别实现净利润 2166 万元/8006 万元/1.15 亿元，分别同比-83.19%/+269.62%/+43.41%。

表 12：公司时尚女装业务盈利预测（百万元、%）

	2021	2022E	2023E	2024E
女装业务收入	1691.54	1750.46	1947.34	2102.99
YOY	27.86%	3.48%	11.25%	7.99%
营业成本	658.35	678.10	752.69	809.14
YOY	7.37%	3.00%	11.00%	7.50%
毛利率	61.08%	61.19%	61.62%	61.97%
线上	334.49	401.39	461.60	507.76
YOY	41.70%	20.00%	15.00%	10.00%
自营	1117.53	1061.65	1146.58	1215.38
YOY	15.33%	-5.00%	8.00%	6.00%
经销	239.52	287.42	339.16	379.86
YOY	103.09%	20.00%	18.00%	12.00%
净利润	128.83	21.66	80.06	114.82
YOY	97.99%	-83.19%	269.62%	43.41%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

◆ 绿色婴童及其他业务

1、收入预测方面，公司童装品牌在韩国市场竞争优势显著，未来综合各渠道消费潜力，调整货品结构及折扣，优化低效店铺，提升业绩，进一步巩固并提升在韩国婴童品牌市场的地位。国内市场产品端充分发挥国内设计师优势，提高自做货比例，更好符合国内市场消费需求；渠道端稳步推进国内营销网络布局战略，开展形式多样的品牌推广活动，进一步提升国内童装市场的销售规模及品牌影响力。预计公司婴童业务 2022-2024 年分别实现收入 8.53 亿元/9.39 亿元/10.15 亿元，分别同比+4.58%/+9.97%/+8.13%。其他业务假定收入增速稳定在 5%左右，则 2022-2024 年分别实现收入 3955 万元/4153 万元/4361 万元。

2、利润预测方面，假定公司持有阿卡邦的股权比例不变，为 26.53%，考虑公司持股公司阿卡邦未来的业绩情况以及其他业务，并出于谨慎考虑，我们假定公司 2022-2024 年绿色婴童及其他业务实现净利润 910 万元/3727 万元/2139 万元。

总体上，综合以上预测，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营收 40.05 亿元/46.52 亿元/53.78 亿元，分别同比+9.26%/+16.18%/+15.59%；以及参考现有子公司股权结构，综合考虑少数股东损益，预计 2022-2024 年分别实现归母净利润 7611 万元/2.14 亿元/3.61 亿元，分别同比-59.40%/+181.79%/+68.50%。

表 13: 公司盈利预测表 (百万元、%)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3665.21	4004.68	4652.47	5377.99
YOY	27.42%	9.26%	16.18%	15.59%
—医美业务	1119.93	1361.20	1725.07	2216.55
YOY	37.84%	21.54%	26.73%	28.49%
—时尚女装业务	1691.54	1750.46	1947.34	2102.99
YOY	27.86%	3.48%	11.25%	7.99%
—绿色婴童业务	816.08	853.46	938.53	1014.83
YOY	20.05%	4.58%	9.97%	8.13%
—其他业务	37.67	39.55	41.53	43.61
YOY	-38.47%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利润	2089.72	2257.79	2655.52	3113.03
毛利率	57.01%	56.38%	57.08%	57.88%
归母净利润	187.45	76.11	214.46	361.37
YOY	31.97%	-59.40%	181.79%	68.50%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

盈利预测的敏感性分析

考虑到疫情反复等外部因素可能对线下客流造成影响，从而对线下门店的单店收入产生影响，其中我们重点关注医美业务，该业务是推动公司成长的核心所在。故我们结合上文的假定对公司盈利预测进行情景分析：

1) 乐观假设下公司 2022-2024 年医美业务平均单店收入分别同比增长 14.48%、15.84%、16.92%；2) 中性假设下，公司 2022-2024 年医美业务平均单店收入分别同比增长 9.78%、9.13%、10.13%；3) 悲观假设下，公司 2022-2024 年医美业务平均单店收入分别同比增长 5.81%、5.97%、7.32%。具体对应的预测结果如下：

表 14: 朗姿股份盈利预测的情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,876.44	3,665.21	4062.92	4836.87	5765.97
(+/-%)	-4.35%	27.42%	10.85%	19.05%	19.21%
归母净利润(百万元)	142.04	187.45	93.74	240.01	387.86
(+/-%)	141.65%	31.97%	-49.99%	156.05%	61.60%
中性预测					
营业收入(百万元)	2,876.44	3,665.21	4004.68	4652.47	5377.99
(+/-%)	-4.35%	27.42%	9.26%	16.18%	15.59%
归母净利润(百万元)	142.04	187.45	76.11	214.46	361.37
(+/-%)	141.65%	31.97%	-59.40%	181.79%	68.50%
悲观预测					
营业收入(百万港元)	2,876.44	3,665.21	3905.77	4433.47	5046.28
(+/-%)	-4.35%	27.42%	6.56%	13.51%	13.82%
归母净利润(百万元)	142.04	187.45	51.79	172.43	297.98
(+/-%)	141.65%	31.97%	-72.37%	232.95%	72.82%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司主营医疗美容、时尚女装和婴童用品业务，三大业务的竞争环境、发展格局不尽相同，因此我们将采取分部相对估值的方法对公司合理价值进行评估。

医美业务估值

在医美业务的可比公司选取上，我们主要基于两个方面考虑：

- ◆ **首先**，公司医美业务主要系下游医疗美容机构运营，为消费者提供医疗美容服务。目前较为纯正的从事医疗美容机构运营的上市公司主要系医思健康、华韩股份、医美国际、瑞丽医美等；此外还有部分跨界经营的企业，如奥园美谷收购浙江连天美进入医美服务行业等。

与上述医美机构上市公司相比，朗姿目前在全国化连锁布局能力、基于医美基金带来的外延并购能力以及财务数据方面均处于领先地位，整体经营表现较为优异，获得了较为明显的估值溢价，具体来看：

1、从经营模式角度：朗姿医美目前体内拥有 29 家医美机构，且参与设立六支医美并购基金，覆盖成都、长沙、杭州、武汉、西安、重庆、北京、深圳等全国重点医美消费城市，以及宝鸡、咸阳、湘潭等具备一定消费能力的三线及以下城市，全国化布局显著领先可比医美公司。而可比公司以区域性布局为主，因此在当前的应对疫情等大环境不利因素下，抗风险能力也能相对较弱。

其中华韩股份旗下 17 家医美机构主要集中在江苏地区；医美国际旗下 13 家医美机构主要集中东部沿海城市，包括上海、杭州、广州、深圳、惠州、烟台等；医思健康中国（除港澳台）18 家机构主要集中在大湾区和上海；奥园美谷旗下的 4 家医美机构，位于杭州、广州两个城市；瑞丽医美旗下 4 家医美机构主要位于长三角地区。

表 15：主要医美机构上市公司简介

公司	医美业务简介
朗姿股份	2016 年通过收购进入医美行业，目前体内拥有 29 家医美机构，且参与设立六支医美并购基金，形成全国化连锁布局趋势，整体经营利润亦较为优异，剔除近两年的疫情影响看，公司 2019 年旗下医美机构的整体净利率达到 14.38%，2020 年仍达到 9.85%，其中开业三年以上老机构净利率 14.34%。
华韩股份	拥有南京友谊等知名医美品牌，目前主要布局江苏区域市场，包括布局了长沙、北京、海南等，净利率较为稳健
医美国际	起家于大湾区的头部医美机构，目前 13 家医美机构主要集中东部沿海城市，近两年聚焦优质旗舰医美机构，剥离部分偏远低效资产，并重点发医美连锁
奥园美谷	2021 年通过收购进入医美服务行业，目前旗下拥有 4 家医美机构，位于杭州、广州两个城市
医思健康	中国（除港澳台）市场重点在大湾区布局医美连锁机构，以“DR REBORN”品牌运营为主，目前拥有 18 家服务点。
瑞丽医美	主要布局长三角地区，目前旗下拥有 4 家医美机构

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、财务数据角度看：

1）成长性看，朗姿医美业务不仅整体规模领先，且整体收入增速大幅领先，2018-2021 年收入复合增速达到 37.84%，且 2022 上半年疫情影响下仍取得 18.45% 的增长。而可比公司看，2018-2021 年，华韩股份收入复合增速为 11.64%，医美国际收入复合增速-5.35%，瑞丽医美收入复合增速 5.84%；医思健康旗下美学医疗美容及养生服务的收入复合增速-4.03%。

2）盈利能力看，朗姿虽整体医美机构数量较多，整体经营管理难度较大，仍取得了较为优异的毛利率和净利率水平。朗姿医美业务 2021 年毛利率 51.83%，在可比医美公司中处于领先地位。剔除近两年的疫情影响看，朗姿 2019 年旗下医美

机构的整体净利率达到 14.38%，2020 年仍达到 9.85%，其中开业三年以上老机构净利率 14.34%。与同行比较看，华韩股份 2019 年/2020 年销售净利率分别为 10.32%/13.49%；医美国际近两年净利润有所亏损；瑞丽医美 2019/2021 年净利率分别为 5.37%/2.98%。

此外，以朗姿医美的旗舰医院四川米兰柏羽为例，其经营面积 1.2 万 m²，2021 年主营收入达到 4.65 亿元，坪效达到 3.88 万元/m²，净利润 6296 万元，净利率 13.54%，整体经营较为优异。且 2022 上半年看，在疫情影响下仍取得 2.57 亿元的主营业务收入，同比增长 7.09%，净利率水平近 10%。

表 16: 朗姿可比医美公司的财务数据、市值及经营对比

	430335.NQ	AIH	2135.HK	2138.HK	000615.SZ	002612.SZ
指标	华韩股份	医美国际	瑞丽医美	医思健康奥园美谷（医美业务）	朗姿股份医美业务	
营业收入（亿元）	9.63	6.46	1.88	9.68	4.30	11.20
yoy	8.50%	-28.39%	14.33%	10.20%		37.84%
18-21 年复合增速	11.64%	-5.35%	5.84%	-4.03%		32.70%
归母净利润（亿元）	0.94	-5.87	-0.18			0.37
yoy	-13.64%	-149.12%	-516.16%			-53.26%
18-21 年复合增速	161.70%	-	-199.69%			-
毛利率（%）	46.77%	41.74%	37.00%		47.05%	51.83%
净利率（%）	10.58%	-103.71%	-9.69%			3.34%
旗下医美机构数量及覆盖区域（截至 2022 上半年）	17 家，布局江苏区域，长沙，北京等	13 家，东部沿海为主	4 家，长三角	18 家，大湾区和上海	4 家，杭州+广州	29 家，全国布局
总市值（亿元，截至 22 年 9 月 14 日）	17.00	0.40	3.07	54.36	53.20	112.29
2021 年 PE	27.13	-	-	49.76	-	74.85

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理 注：医思健康收入为美学医疗美容及养生服务业务，网点为中国（除港澳台）市场

综合所述，由于医美下游产业的特殊性，具备规模化和全国化布局的机构无论是应对短期当前疫情等大环境不利因素的抗风险能力，还是中长期获客成本和合规成本的盈利能力稳定性上，都具有较高的经营优势，可持续经营能力也相对较强。从过去 5 年以上的资本市场表现来看，市场对多数区域医美机构和地产系跨界布局医美机构持续经营成长确实存在一定不确定性预期（多数企业也无盈利一致预期），且部分于港股和美股上市企业又存在较大的跨市场折价。而如我们前文所述，朗姿医美通过过去 6 年的发展初步验证了其经营的稳定性和成长性，且作为 A 股市场全国化布局的医美服务机构企业具备一定稀缺性。因此直接将相关公司与之进行估值可比并不具备合理性。

◆ 其次，我们也选取消费医疗企业爱尔眼科、通策医疗等作为可比公司，主要基于以下考量：

1、从行业维度看：

医美服务总体上与民营眼科医疗服务、民营口腔医疗服务在资本结构、商业模式、服务特征、竞争格局及发展前景上具有一定的相似性。具体来看：

- 1) 资本结构方面，均以民营资本为主。据《中国卫生健康统计年鉴 2021》，2020 年医美（美容医院+整形外科医院）、眼科、口腔专科医疗机构中，民营机构占比分别为 99.43%、94.72%、82.65%。
- 2) 商业模式方面，均赚取购销差价和医疗服务收入。即最终销售定价及包括了上游采购成本，也包括了为消费者提供各类医疗咨询、诊断、治疗及术后关怀等医疗服务的成本。

3) 服务特征方面，均强调医疗服务的合规属性，以医疗服务质量取胜。

4) 竞争格局方面，目前医美、眼科、口腔龙头集中度均不高，整体较为分散。医美方面，据艾媒咨询数据，中国医美行业大型连锁医美集团的市占率仅 10%，中小民营连锁机构及私人诊所/美容院占比高达 80%，此外公立医院占比 10%。眼科方面，据弗若斯特沙利文及国家卫健委数据（引自朝聚眼科招股书），2020 年预计眼科医疗服务市场规模 1467 亿元，其中龙头企业爱尔眼科 2020 年营收 119 亿元，占比 8%；华夏眼科 2020 年营收 25 亿元，占比 1.7%。口腔方面，据中国卫生健康统计年鉴及灼识咨询数据（引自牙博士医疗招股书），2020 年中国口腔服务行业市场规模 1628 亿元，其中龙头企业通策医疗 2020 年营收 20.88 亿元，占比 1.3%。

5) 发展前景上，未来随着居民收入水平提升，以及美丽健康消费升级，包括医美、眼科及口腔在内的终端消费医疗市场前景广阔，行业整体渗透率有望持续提升，未来三年预计市场规模复合增速均在 10%以上。

2、从公司层面看：

1) 院部数量及布局范围看，截至 2022 上半年，爱尔眼科全国医院数量 187 家，门诊部 132 家；通策医疗全国范围拥有 65 家口腔医疗机构，整体上均领先朗姿医美。但未来借助内生+外延，以及旗下医美并购基金的优势，朗姿医美正逐步成为全国具有代表性的医美机构龙头。

2) 从财务数据看，朗姿医美整体规模小于爱尔眼科和通策医疗，但营收复合增速较为领先，规模逐步发展壮大；毛利率方面较为接近，朗姿医美业务 2019-2021 年毛利率分别为 57.75%/54.34%/51.84%，略领先可比公司；净利率水平看，朗姿医美业务 2019-2021 年净利率分别为 14.38%/9.80%/3.38%，其中 2021 年下降较多主要系行业内轻医美趋势的发展拉低毛利率、新租金会计准则和新增 9 家医美机构，促销引流促销较多影响。爱尔眼科 2019-2021 年净利率分别为 13.30%/13.68%/13.21%，整体表现更为稳健。

表 17：朗姿医美业务与爱尔眼科、通策医疗财务数据、市值及经营对比

指标	爱尔眼科	通策医疗	朗姿股份医美业务
营业收入（亿元）	150.01	27.81	11.20
yoy	25.93%	33.19%	37.84%
18-21 年复合增速	23.27%	21.61%	32.70%
归母净利润（亿元）	23.23	7.03	0.37
yoy	34.78%	42.67%	-53.26%
18-21 年复合增速	32.05%	28.39%	-
毛利率（%）	51.92%	46.06%	51.83%
净利率（%）	16.47%	28.27%	3.34%
旗下体内机构数量（截至 2022 上半年）	319	65	29
总市值（亿元，截至 22 年 9 月 14 日）	2,079.81	435.75	112.29
2021 年 PE	98.38	90.79	74.85

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整体

基于以上分析，综合考虑朗姿医美业务显著优于可比医美上市公司，且相关企业近两年经营波动较大，包括跨界的企业目前大股东层面存在一定经营困难，暂无一致预期；以及朗姿医美业务中长期逐步成长为全国连锁龙头，整体盈利能力也有望向优质的消费医疗企业看齐。故我们主要选取眼科医疗服务企业爱尔眼科、口腔医疗服务企业通策医疗作为可比公司，并采用 PE 估值法。

与可比公司比较来看，一方面，公司医美业务规模体量较小，但成长性领先，

2018–2021 年收入复合增速达到 32.70%。未来随着医美渗透率持续提升，合规进程加速，公司整体医美业务仍具有高成长表现。另一方面，公司当前与爱尔眼科、通策医疗相比，在全国化连锁布局方面及品牌效益方面确实仍有所不足，整体全国化布局后的盈利能力有待进一步验证。**综合考虑下，我们给予公司医美业务 2024 年 36–40xPE，对应市值约 100.08 亿元–112.2 亿元。**

表 18: 朗姿医美业务可比公司估值

代码	公司简称	股价	总市值	PE			归母净利润		
		2022/9/15	亿元	22E	23E	24E	22E	23E	24E
300015.SZ	爱尔眼科	28.80	2,028.40	68.47	52.53	40.35	29.62	38.62	50.27
600763.SH	通策医疗	133.50	428.05	58.70	46.03	35.52	7.29	9.30	12.05
	加权平均			66.77	51.39	39.51			
002612.SZ	朗姿股份（医美业务）						0.34	1.42	2.78

资料来源：公司公告、wind 一致预测、国信证券经济研究所整理

时尚女装业务估值

可比公司选取上，A 股市场主营时尚服装业务的公司主要有歌力思、安正时尚、地素时尚等。我们选取这三家公司作为可比公司，并采用 PE 估值法。

表 19: 朗姿女装业务可比公司 2021 年财务数据

	603808.SH	603839.SH	603587.SH	朗姿股份女装业务
指标	歌力思	安正时尚	地素时尚	
营业收入（亿元）	23.63	30.78	28.98	16.92
YOY	20.42%	-14.37%	13.00%	27.86%
2018–2021 年复合增速	-1.01%	23.12%	11.32%	7.03%
归母净利润（亿元）	3.04	0.70	6.89	-
YOY	-31.72%	-64.70%	9.47%	-
2018–2021 年复合增速	-5.93%	2.62%	-19.11%	-
毛利率（%）	67.02%	47.11%	76.59%	61.08%
净利率（%）	14.08%	2.40%	23.80%	-

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

表 20: 朗姿股份女装业务可比公司估值

代码	公司简称	股价总市值（亿元）		归母净利润（亿元）			PE		
		2022/9/15	2022/9/15	22E	23E	24E	22E	23E	24E
603587.SH	地素时尚	14.58	70.14	6.03	7.32	8.67	11.62	9.58	8.09
603808.SH	歌力思	9.10	33.59	2.08	3.54	4.54	16.13	9.48	7.41
603839.SH	安正时尚	6.87	27.49	1.21	1.43	1.65	22.72	19.22	16.66
	平均						16.82	12.76	10.72
	朗姿股份（女装业务）			0.22	0.57	0.82			

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理预测 注：地素时尚、歌力思、安正时尚为 wind 一致预测

与可比公司相比，公司女装规模体量相对较小，但是疫情缓和下表现了较强的修复能力，2021 年收入同比增速 27.86%，领先同行。我们参考公司历史数据、可比公司净利率水平及盈利预测假设条件，预计公司时尚女装业务 2024 年归母净利润为 8200 万元左右，参考可比公司平均水平，并考虑朗姿主品牌的市场知名度和中高端品牌定位的有效推进，给予 2024 年 12–15xPE，对应市值 9.84 亿–12.30 亿元。

婴童业务及持股上市公司价值

公司持有韩国婴童上市公司阿卡邦（韩国 KOSDAQ 上市公司）26.53%股权，为平滑短期因素扰动影响，我们取阿卡邦过去一年平均市值为 7.67 亿人民币，公司持股对应市值 2.03 亿元。此外，公司持有上市公司若羽臣 12.33%股份，若羽臣过去一年平均市值为 22.49 亿元，公司持股对应市值 2.77 亿元。

综上所述，分业务估值下，我们最终得出公司 2024 年合理估值为 114.72 亿元-129.3 亿元，对应股价为 24.95 元/股-29.25 元/股，

投资建议：构建泛时尚生态圈业务，看好医美业务中长期成长

医美行业整体渗透率提升空间仍广阔，当前疫情冲击以及合规监管趋势下，集中度有望加速提升；公司持续以外延扩张+内生增长的方式提升医美市场份额：一方面借助优质运营管理下提升现有机构品牌力，带动新设机构的盈利快速提升；另一方面，充分利用体外基金孵化优势，扩大公司医美机构业务版图，发挥规模化优势。此外，时尚女装和婴童业务在未来品牌升级、渠道建设完善下也有望稳步增长。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 7611 万元/2.14 亿元/3.61 亿元，分别同比-59.40%/+181.79%/+68.50%，通过分部估值法，给予公司合理估值 24.95 元/股-29.25 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了相对估值方法,对公司分业务进行估值,多角度综合得出公司的合理估值在 24.95 元/股-29.25 元/股,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,可能存在假设较为乐观的情况。医美业务选取了同属于消费医疗领域的龙头企业爱尔眼科和通策医疗;女装业务选取了主营时尚服装业务的公司歌力思、安正时尚、地素时尚,选取 PE 估值指标进行比较,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 9.26%/16.18%/15.59%,可能对公司线下客流复苏及客单价预计偏乐观,进而高估未来 3 年业绩的风险;

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 56.38%/57.08%/57.88%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险;

我们预计公司医美业务在疫情缓和后实现消费复苏,平均单店年收入未来三年分别同比增长 9.78%/9.13%/10.13%,若线下客流恢复不及预期,医美消费支出下降,存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

医美机构管理不善,出现违规使用医美产品或者出现医疗事故: 医美服务注重合规及医疗服务质量,而手术质量受到医师素质、诊疗设备、质量控制水平等多种因素的影响,各类整形美容机构均不可避免地存在一定的医疗风险,公司若控制不当,可能对品牌影响造成影响;

医疗人才流失的风险: 医疗美容医生执业资格要求较高,是医疗美容机构的核心资源,医疗美容机构对医生个人品牌存在一定依赖。医疗人才的流失可能对消费粘性、品牌口碑造成一定影响;

公司营销模式无法顺应市场变化的风险: 近年来,市场营销方式发生了巨大变化,新兴媒体流量呈现爆发式增长,网络流量入口呈现碎片化,营销渠道更为多元化。如若未来公司不能及时把握市场营销模式的变化,迅速捕捉符合市场偏好的营销模式,则可能出现公司营销决策失误,进而影响公司经营业绩。

医美并购基金管理不善的风险: 公司旗下已设立 6 支医美并购基金,为公司积极寻找并储备优质医美标的,从而有利于加速医美业务扩张步伐。若基金管理不善,或投资决策失误,可能对医美业务扩张节奏造成一定影响。

行业风险

市场竞争环境恶化,价格战进一步加剧的风险: 当前医美市场竞争格局仍较为分散,存在一定的价格战现象,且非法医美依旧存在。若市场竞争环境进一步恶化,公司可能被动进一步增加营销支出,且获客效率降低,进而对盈利能力造成影响;

劳动力成本上升风险: 时尚女装和绿色婴童行业目前总体上仍属于劳动密集型行

业，受人力资源成本的影响较大，公司不可避免的面临人力资源成本上升带来的经营压力增大的风险；

疫情反复的风险：当前疫情仍有局部散发情况，疫情反复可能对行业需求造成不利影响；

原材料价格波动的风险：可能提高公司的成本，对盈利造成影响。

财务风险

资金不足的风险：医美业务扩张对资金需求较大，如果公司在满足现有经营业务的基础上自有资金不足，或不能融资更多的外部资金，则对公司整体战略的实施将会产生较大影响；

商誉减值风险：公司过去几年并购较多、产生一定的商誉，目前商誉 6.29 亿元，占归属于上市公司股东净资产的 21%，存在一定的减值风险。

境外资产占比较高的风险：公司持有韩国上市公司阿卡邦 26.53% 股权，境外资产占公司净资产的 21.93%。国际环境变化、境外资产管理不善可能对财务造成影响。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司控股股东为申东日，实际控制人为申东日、申今花兄妹。截至 2022 年 6 月 30 日，兄妹二人合计持股 54.58%，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	291	478	287	352	372	营业收入	2876	3665	4005	4652	5378
应收款项	374	338	329	319	368	营业成本	1319	1575	1747	1997	2265
存货净额	930	1033	1033	1074	915	营业税金及附加	17	19	32	37	43
其他流动资产	126	134	100	116	134	销售费用	1122	1463	1700	1835	2024
流动资产合计	1943	2153	1919	2030	1959	管理费用	236	284	423	459	513
固定资产	579	614	695	740	757	财务费用	45	62	46	44	26
无形资产及其他	392	372	357	342	327	投资收益	99	57	60	50	50
投资性房地产	1354	2798	2798	2798	2798	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	885	915	905	915	925	其他收入	(80)	(120)	0	0	0
资产总计	5154	6851	6674	6825	6767	营业利润	156	199	117	330	557
短期借款及交易性金融负债	135	659	797	486	32	营业外净收支	(19)	(9)	0	0	0
应付款项	170	238	272	322	396	利润总额	138	190	117	330	557
其他流动负债	722	1159	764	1060	1187	所得税费用	2	(36)	18	50	84
流动负债合计	1028	2056	1834	1867	1615	少数股东损益	(6)	38	24	66	112
长期借款及应付债券	422	497	497	497	497	归属于母公司净利润	142	187	76	214	361
其他长期负债	107	679	684	689	694						
长期负债合计	529	1176	1181	1186	1191	现金流量表（百万元）					
负债合计	1557	3232	3015	3053	2806	净利润	142	187	76	214	361
少数股东权益	636	663	672	699	743	资产减值准备	(120)	11	3	1	1
股东权益	2961	2956	2987	3073	3217	折旧摊销	47	71	81	89	96
负债和股东权益总计	5154	6851	6674	6825	6767	公允价值变动损失	(0)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	45	62	46	44	26
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	82	(432)	(309)	305	299
每股收益	0.32	0.42	0.17	0.48	0.82	其它	118	(8)	7	26	44
每股红利	0.23	0.39	0.10	0.29	0.49	经营活动现金流	270	(171)	(143)	635	801
每股净资产	6.69	6.68	6.75	6.94	7.27	资本开支	0	(103)	(150)	(120)	(100)
ROIC	6%	12%	3%	8%	13%	其它投资现金流	43	53	0	0	0
ROE	5%	6%	3%	7%	11%	投资活动现金流	346	(80)	(140)	(130)	(110)
毛利率	54%	57%	56%	57%	58%	权益性融资	57	58	0	0	0
EBIT Margin	6%	9%	3%	7%	10%	负债净变化	(7)	75	0	0	0
EBITDA Margin	8%	11%	5%	9%	12%	支付股利、利息	(102)	(173)	(46)	(129)	(217)
收入增长	-4%	27%	9%	16%	16%	其它融资现金流	(257)	575	139	(312)	(454)
净利润增长率	142%	32%	-59%	182%	69%	融资活动现金流	(418)	437	93	(441)	(671)
资产负债率	43%	57%	55%	55%	52%	现金净变动	197	187	(190)	65	20
息率	0.9%	1.6%	0.4%	1.2%	2.0%	货币资金的期初余额	94	291	478	287	352
P/E	76.4	57.9	142.5	50.6	30.0	货币资金的期末余额	291	478	287	352	372
P/B	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4	企业自由现金流	309	(79)	(291)	550	748
EV/EBITDA	54.1	35.6	75.3	33.6	21.7	权益自由现金流	45	571	(191)	201	272

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032