

朗姿股份 (002612.SZ) 内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局

2022 年 12 月 16 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
黄泽鹏（分析师）
杨柏炜（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

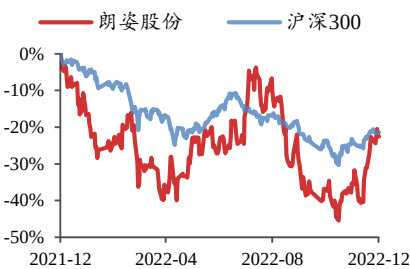
yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040052

日期	2022/12/16
当前股价(元)	26.78
一年最高最低(元)	35.59/18.20
总市值(亿元)	118.49
流通市值(亿元)	67.47
总股本(亿股)	4.42
流通股本(亿股)	2.52
近 3 个月换手率(%)	292.92

股价走势图



数据来源：聚源

● 双轮驱动加速扩张的区域医美机构龙头，首次覆盖给予“买入”评级

朗姿股份作为高端时尚品牌，已构筑女装、婴童和医美协同发展的泛时尚生态圈。近年来公司医美业务“内生+外延”双轮驱动初现成效，综合竞争力突出，未来依托品牌、资源、运营等优势加速推进全国连锁扩张，有望持续增长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 0.58/1.85/2.86 亿元，对应 EPS 为 0.13/0.42/0.65 元，当前股价对应 PE 为 204.5/64.0/41.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 医美机构：议价权未来有望提升，眼科机构连锁扩张经验值得借鉴

2021 年我国合规医美终端市场规模已接近 1900 亿元，未来行业渗透率、合规化程度仍有广阔提升空间。产业链中，医美机构是医美产品“B2B2C”传递链路上不可或缺一环，具备特殊渠道价值；虽然当前盈利能力不如产品方，但长期看受益于产业链价值分配重塑，议价权有望提升。行业竞争格局方面，目前医美机构端高度分散，但疫情冲击、监管趋严、资本入局等因素均有望推进行业整合出清。我们认为，借鉴眼科等较成熟的消费医疗服务机构扩张模式，龙头医美机构克服标准化经营难题做加速扩张，有望发挥“规模+品牌”效应强化综合竞争力。

● 精耕细作优质资产修炼内功，内生外延双轮驱动全国化扩张布局

(1) 优质医美资源：公司旗下四川米兰、陕西高一生均为区域高知名度优质医美机构，此外公司拥有诸多资深明星医生，也设置了高效完善的培养、激励机制。

(2) 高效管理模式：通过清晰的四级管理体系、完善信息化建设、深度融合的供应链和高效全渠道营销网络，公司整合资源精耕细作，未来有望持续降本增效。

(3) 双轮驱动：公司依托现有品牌框架持续深耕中西部地区，实现内生增长；同时借助体外基金孵化并购优质医美机构标的，实现外延扩张；在“内生+外延”双轮驱动下，公司稳步拓展，以多品牌分级连锁模式全方位占领市场，未来有望加速推进全国化布局，通过“规模+品牌”效应强化朗姿医美综合竞争力。

● **风险提示：**拓店不及预期、人力资源流失、竞争加剧、医疗事故、疫情反复。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,876	3,665	3,788	4,545	5,143
YOY(%)	-4.4	27.4	3.4	20.0	13.1
归母净利润(百万元)	142	187	58	185	286
YOY(%)	141.6	32.0	-69.1	219.4	54.8
毛利率(%)	54.2	57.0	56.4	56.7	56.9
净利率(%)	4.7	6.2	1.6	4.3	5.9
ROE(%)	3.8	6.2	1.7	5.2	7.5
EPS(摊薄/元)	0.32	0.42	0.13	0.42	0.65
P/E(倍)	83.4	63.2	204.5	64.0	41.4
P/B(倍)	4.0	4.0	4.0	3.8	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、始于“衣美”、探索“医美”，构筑泛时尚生态圈.....	4
2、医美：区域龙头锋芒渐显，加速拓展全国化布局.....	6
2.1、医美终端空间广阔格局分散，他山之石有望助力龙头连锁扩张.....	6
2.1.1、医美机构具备特殊价值，产业链议价能力未来有望提升.....	6
2.1.2、格局分散、营销费用高企、经营难以标准化是行业难题.....	7
2.1.3、轻医美东风为标准化经营铺路，监管趋严、资本入局有望加速行业出清.....	9
2.1.4、三大消费医疗赛道特征类似，眼科龙头经验具备可借鉴性.....	11
2.2、内生外延加速成长，区域龙头迈向全国化扩张布局.....	12
2.2.1、差异化品牌矩阵多维度拓展，公司医美业务表现优于同业.....	12
2.2.2、“内生+外延”双轮驱动，区域龙头有望走向全国.....	14
2.3、依托优质医美资源立足，精耕细作修炼内功实现降本增效.....	15
2.3.1、优质医美资产助力站稳脚跟，人才培养和激励体系赋能进一步成长.....	15
2.3.2、精细化运营提高效率，整合产业链及营销资源实现降本增效.....	16
3、女装&婴童：女装长于研发和营销，婴童重心转向国内市场.....	20
3.1、构建多元化女装品牌矩阵，研发、营销构筑核心优势.....	20
3.2、婴童业务与女装业务所有协同，未来经营重点将转向国内市场.....	21
4、盈利预测与投资建议.....	22
4.1、关键假设.....	22
4.2、盈利预测与投资建议.....	23
5、风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

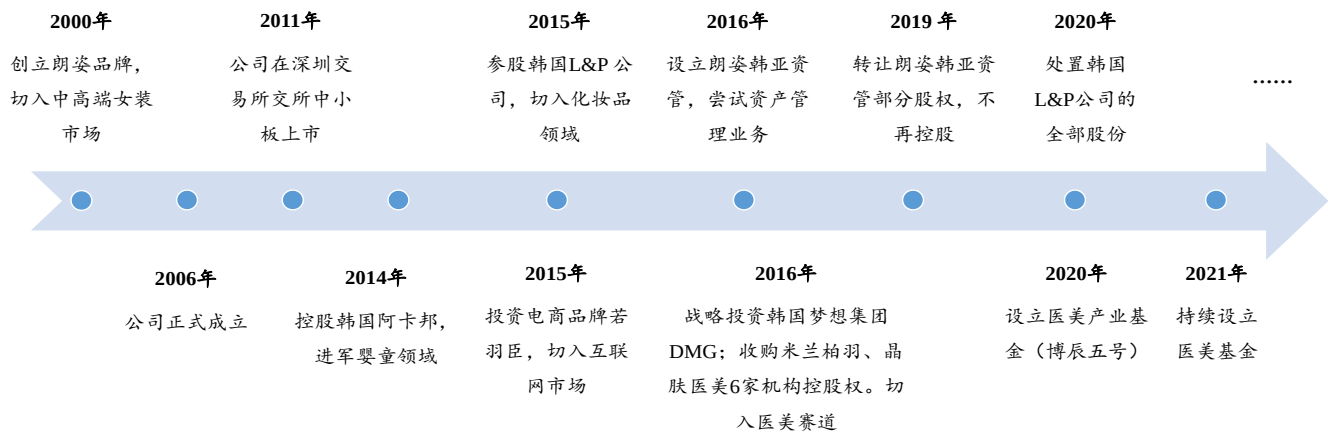
图 1：始于“衣美”、探索“医美”，朗姿股份构筑泛时尚业务生态圈.....	4
图 2：公司三大业务差异化定位，构建满足多层次、多阶段需求的时尚业务方阵.....	4
图 3：切入医美赛道以来，公司营收稳健增长.....	5
图 4：受多重因素影响近年来公司归母净利润波动较大.....	5
图 5：朗姿股份股权结构集中稳定，员工持股计划持续实施激励充分.....	5
图 6：2030 年我国医美终端市场规模有望超 6000 亿元.....	6
图 7：我国医美渗透率相较发达国家仍处于较低水平.....	6
图 8：医美机构处于下游，是产业链中不可或缺一环.....	7
图 9：民营医美机构是市场主要参与者.....	7
图 10：行业格局分散，中小型医美机构市场份额较大.....	7
图 11：获客费用高企对医美机构盈利空间形成挤压.....	8
图 12：医院、门诊部、诊所的科室和项目结构不同.....	8
图 13：综合性医院和轻医美机构具有不同的单店模型.....	8
图 14：手术项目因审美多元、难度较高而难以标准化.....	9
图 15：非手术类项目相对更依赖器械、设备.....	9
图 16：轻医美市场规模占比有望持续提升.....	9
图 17：医美消费者中年轻人占比更高（2021 年）.....	9
图 18：2022 年医美行业生产、经营、使用各环节监管继续趋严.....	10

图 19: 朗姿股份搭建差异化定位的医美品牌矩阵.....	12
图 20: 米兰柏羽事业部营收占比较大	12
图 21: 米兰柏羽和高一生毛利率较高, 晶肤医美较低.....	12
图 22: 朗姿股份医美业务规模、增速领先于同业.....	13
图 23: 朗姿股份医美业务毛利率处于行业较高水平.....	13
图 24: 公司体内医美业务以体内三个事业部为轴不断发展, 持续深耕中西部地区实现“内生增长”.....	14
图 25: 朗姿股份医美业务已覆盖中西部地区市场, 未来有望实现全国连锁	15
图 26: 四川米兰外观打造奢适美学空间	16
图 27: 四川米兰内部采用酒店式病房、会所式管理服务.....	16
图 28: 朗姿股份通过四级管理体系实现精细化运营.....	17
图 29: 公司搭建了先进、智能的价值云平台.....	17
图 30: 朗姿股份已搭建医美获客全渠道营销网络.....	18
图 31: 收购后西安米兰按照体内模式, 其业绩大幅改善.....	19
图 32: 昆明韩辰纳入基金后孵化较为成功.....	19
图 33: 2022H1 公司女装业务营收受疫情冲击下滑.....	20
图 34: 主品牌“朗姿”设计研发能力领先.....	20
图 35: 绿色婴童板块营业收入波动较小	21
图 36: 国内主品牌爱多娃营收占比持续上升.....	21
表 1: 近年来医美机构行业资本化进程加速.....	10
表 2: 医美、眼科、口腔医疗服务机构对医生和设备的依赖程度略有差别	11
表 3: 相较于同业公司, 朗姿股份医美业务资源丰富、旗舰医院质地优秀	13
表 4: 朗姿股份体外医美基金孵化优质标的, 未来有望实现全国化布局	14
表 5: 四川米兰作为朗姿股份医美业务的标杆机构, 具有丰富的医疗资源	16
表 6: 昆明韩辰在基金孵化过程中品牌力、运营效率有所提升	19
表 7: 朗姿女装板块构建了多元化品牌矩阵.....	20
表 8: 公司婴童板块拥有多个品牌, 其中阿卡邦、爱多娃营收占比较大	21
表 9: 预计朗姿股份医美业务 2022-2024 年营收有望保持较快增长	22
表 10: 朗姿股份 2022-2024 年整体营收有望维持相对稳健的增长态势.....	23
表 11: 朗姿股份医美业务“内生+外延”双轮驱动已现成效, 未来有望实现全国布局, 应享有一定估值溢价	24

1、始于“衣美”、探索“医美”，构筑泛时尚生态圈

始于“衣美”、探索“医美”，朗姿股份构筑泛时尚业务生态圈。(1) 始于“衣美”：朗姿股份成立于2006年，早期深耕中高端女装市场，2014年通过控股韩国知名童装公司阿卡邦，进军童装领域进一步拓宽业务范围。(2) 探索“医美”：2016年，公司通过收购米兰柏羽正式进军医美行业，尝试多元化经营；2020年，公司设立第一只医美产业基金，在医美领域持续探索。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：始于“衣美”、探索“医美”，朗姿股份构筑泛时尚业务生态圈



资料来源：公司公告、开源证券研究所

三大业务差异化定位，构建满足多层次、多阶段需求的时尚业务方阵。通过研判时尚产业变化趋势，公司构建了从“衣美”到“医美”的丰富时尚业务方阵，并通过多品牌运营策略，满足各自市场多层次、多阶段的消费需求。(1) 时尚女装：始终围绕研发设计、终端营销这两大附加值最高的环节，目前旗下共有6个自有品牌和1个独家代理品牌。(2) 绿色婴童：业务主体为控股子公司韩国阿卡邦，旗下拥有Agabang、ETTOI等品牌。(3) 医疗美容：目前拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”和“高一生”三大品牌，定位各有差异。

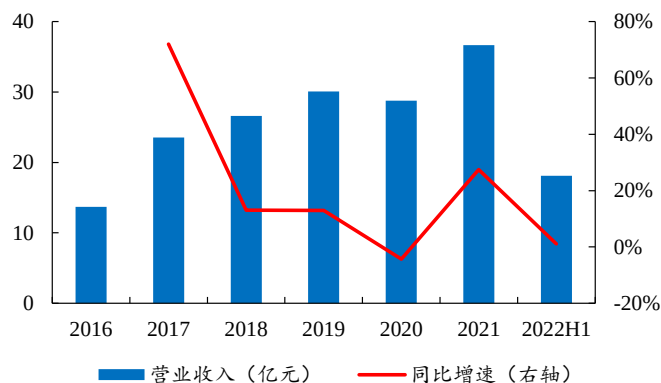
图2：公司三大业务差异化定位，构建满足多层次、多阶段需求的时尚业务方阵



资料来源：公司官网、开源证券研究所

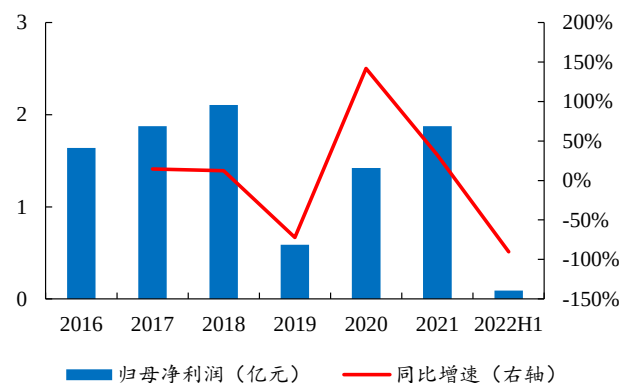
医美业务带动公司营收稳健增长，利润端受多重因素影响近年来波动较大。营收端：医美业务增速在三项业务中居首，拉动公司营收较快增长（2016-2021 年公司营收复合增速达 21.8%），2022H1 在疫情影响下医美业务仍保持 18.5% 同比增速，收入占比已达 34.8%。利润端：近年来，受股权投资韩国 L&P 公司计提大额资产减值损失、韩国阿卡邦前期确认的递延所得税资产转出、新设机构经营亏损及疫情反复等因素影响，公司归母净利润呈现较大波动。

图3：切入医美赛道以来，公司营收稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

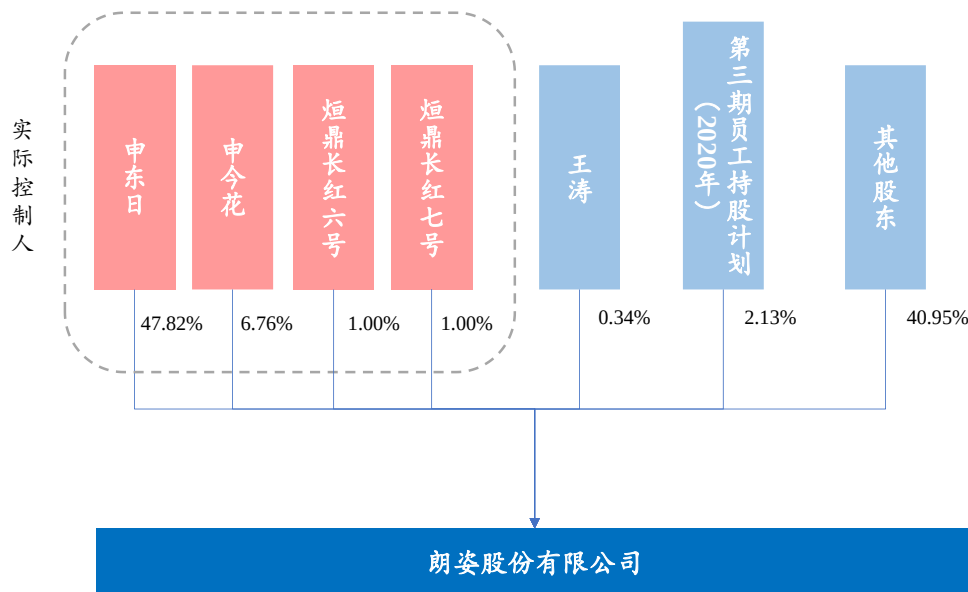
图4：受多重因素影响近年来公司归母净利润波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司股权结构集中稳定，员工持股计划持续实施激励充分。截至 2022 年 12 月，公司实际控制人申东日、申金花兄妹分别持股 47.82%、6.76%，此外二者还与烜鼎长红六号、烜鼎长红七号私募证券投资基金作为一致行动人，合计持股 56.58%，股权结构相对集中稳定。股权激励方面，公司上市以来实施了三次员工持股计划，除第一、二期已减持完毕以外，第三期员工持股计划尚持有 2.13%，激励较为充分。其中，第三期员工持股计划设置业绩考核指标的考核期为 2021-2022 年、2021-2024 年、2021-2026 年三个阶段，不仅展现了公司对未来业绩发展的乐观预期，也能够实现对员工的长期激励效果。

图5：朗姿股份股权结构集中稳定，员工持股计划持续实施激励充分



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

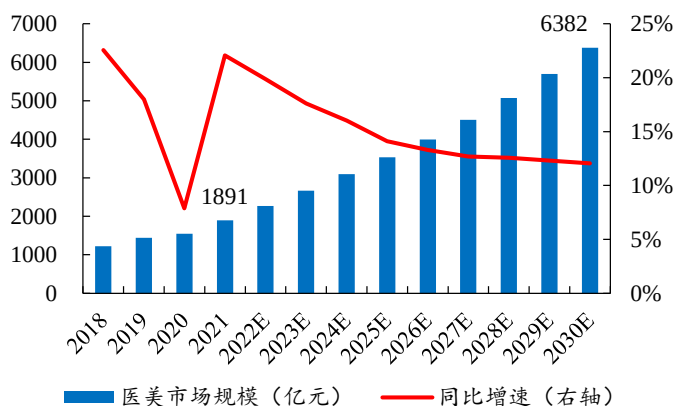
2、医美：区域龙头锋芒渐显，加速拓展全国化布局

2.1、医美终端空间广阔格局分散，他山之石有望助力龙头连锁扩张

2.1.1、医美机构具备特殊价值，产业链议价能力未来有望提升

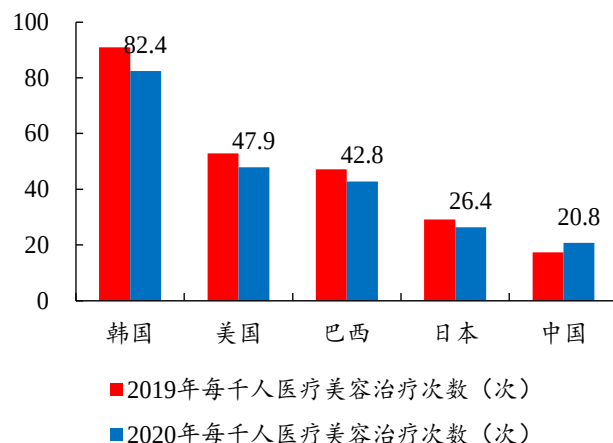
我国医美终端市场规模快速增长，行业渗透率仍有较大提升空间。随着国内中产阶级群体崛起，叠加“颜值经济”下消费者医美意识提升，我国医美行业需求迅速发展。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年按终端服务收入计算的中国医美市场规模已达 1891 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 17.5%，市场规模快速增长。但相比于美日韩等国家，我国医美渗透率仍处于较低水平，2020 年每千人医美治疗次数仅为 20.8 次，预计未来仍有较大提升空间。根据 Frost&Sullivan 预测，2021-2030 年间医美市场有望维持 14.5% 的复合增速，2030 年医美终端市场规模有望达到 6382 亿元。

图6：2030 年我国医美终端市场规模有望超 6000 亿元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图7：我国医美渗透率相较发达国家仍处于较低水平

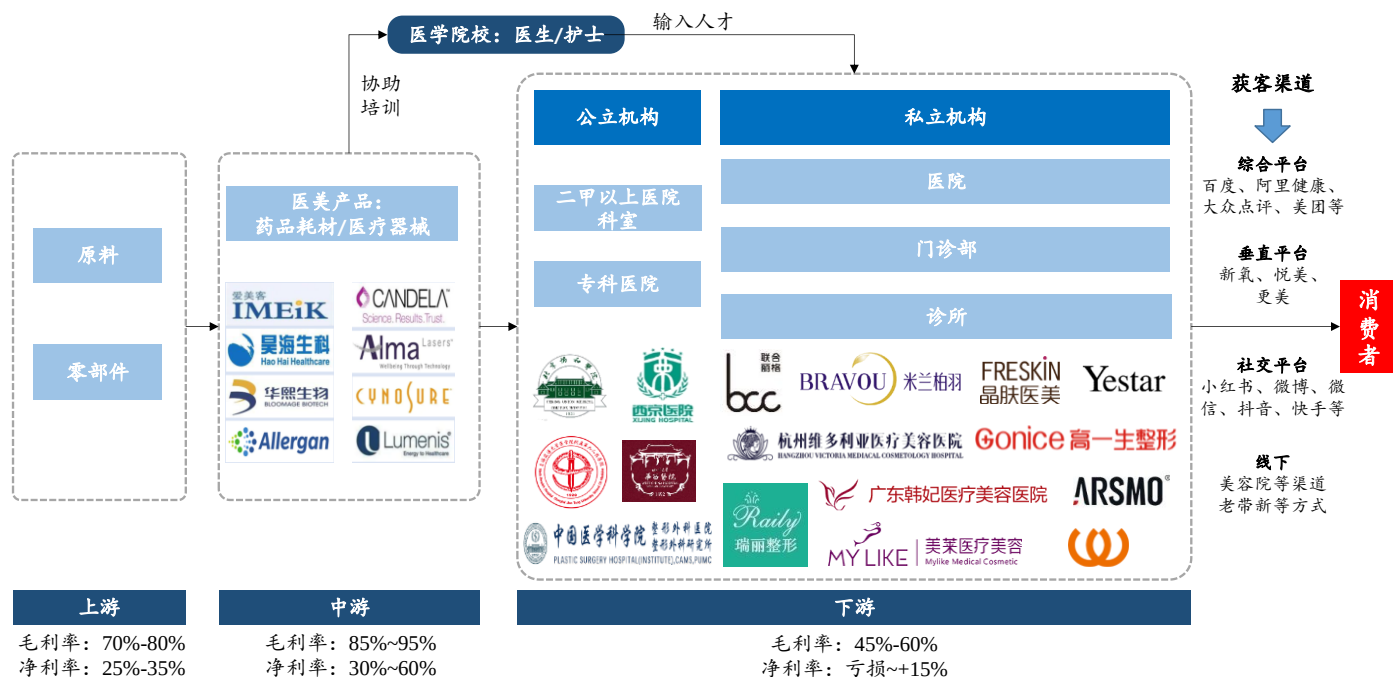


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

产业链：医美产品传递链路为 B2B2C，医美机构在产业链中具备特殊价值。医美产品的经典传递链路是厂商→医美机构→消费者（B2B2C），医美机构是连接医美产品和终端消费者之间的桥梁。对产品厂商而言，由于医美产品兼具“消费+医疗”属性，只有拥有相应资质、经过专业训练的医生才允许操作使用。因此医美产品必须通过机构才能提供给消费者；对消费者而言，一方面医美机构本身是医美项目的安全、效果的直接责任方，另一方面医美机构又可以通过咨询师向消费者提供帮助、辅助消费者决策。因此，医美机构一定程度上可以引导消费者需求变化趋势，进而影响医美产品的终端市场表现，在产业链中具备特殊价值。

目前医美机构盈利能力逊色于产品方，但长期看，医美产业链价值分配有望重塑。现阶段，中游产品端占据了产业链大部分价值，以爱美客为代表的产品厂商盈利能力较强，而医美机构整体议价能力、盈利能力均较弱。但我们认为，随着行业逐渐发展成熟步入下一发展阶段，产业链价值分配可能会出现变化，一方面医美产品端竞争将更加充分，届时生产商可能需要通过让渡部分价值给下游机构，以换取/维持自身产品的市场地位；另一方面不规范机构持续出清也将带来行业集中度提升，机构端竞争格局有望优化，大型优质连锁机构通过大体量、强品牌效应逐步抢占产业链话语权，并进一步谋求更低的采购成本以实现更高的盈利水平。

图8：医美机构处于下游，是产业链中不可或缺一环



资料来源：Wind、艾瑞咨询、德勤报告、爱美客等公司官网、开源证券研究所（注：上游利润率参考昊海生科、华熙生物，中游参考爱美客、巨子生物、锦波生物等，下游参考朗姿股份、华韩股份等）

2.1.2、格局分散、营销费用高企、经营难以标准化是行业难题

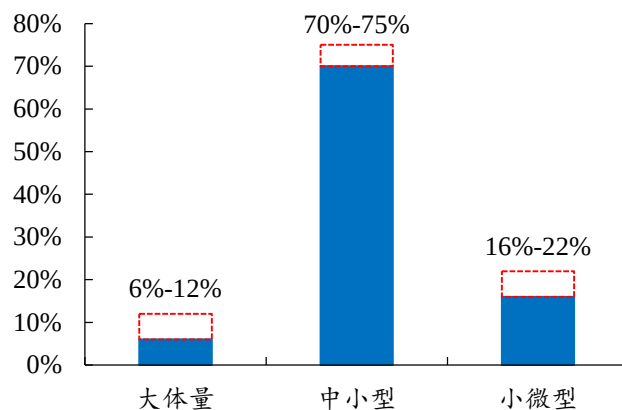
中小型民营机构是市场主要参与者，行业格局高度分散。根据所有制形式的不同，我国医疗美容机构可分为公立、民营两种，其中公立机构以“整形修复”（如兔唇、烧伤修复等）见长、民营机构则专精“整形美容”（更强调美）。目前民营机构是行业主力军，Frost&Sullivan 数据显示 2019 年我国医美市场规模中民营医美机构约占 83%。此外，医美行业格局高度分散，根据艾瑞咨询数据，行业内美莱、艺星等大体量机构的市场规模占比总和仅占约 6%-12%，而中小型机构占比则高达 70%-75%，行业集中度较低、竞争格局高度分散。

图9：民营医美机构是市场主要参与者



资料来源：公司官网

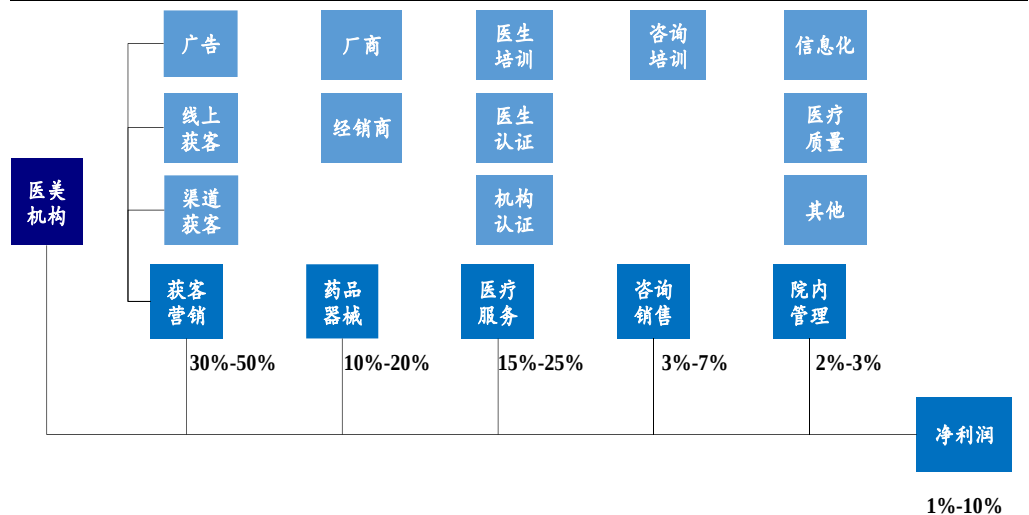
图10：行业格局分散，中小型医美机构市场份额较大



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

获客营销费用高企，挤压医美机构盈利空间。一方面行业具有明显可选属性，终端机构需要投入大量营销推广工作以获客；另一方面，我国医美机构竞争格局高度分散，为抢占消费者，各机构纷纷通过低价引流拓客。因此医美机构获客营销费用高企，从产业链情况来看，医美机构毛利率一般在45%-60%，而根据艾瑞咨询数据，2019年医美机构净利润率仅不到10%。各类费用中，医美机构获客营销费用率高达30%-50%，对盈利空间形成较大挤压。

图11：获客费用高企对医美机构盈利空间形成挤压



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

综合性医院毛利率更高，轻医美机构则能更快实现盈亏平衡。根据艾瑞咨询，我国医疗美容各级机构所设科室及科室数量有所不同，其中医美诊所可设置的科室最少，范围也最局限，除轻医美项目以外仅可开展一级手术项目；医美门诊部可设置的科室数量相对较多；医美综合性医院则可开展各级手术项目，且手术类占比往往较大。在实际机构经营中，（1）前期投入方面，综合性医院的单店体量大、前期投资大、盈亏平衡时间相对长，轻医美机构由于体积小、更灵活，往往能更快实现盈亏平衡；（2）盈利能力方面，一般而言综合性医院营收结构中高毛利手术类项目占比更大，因此综合毛利率相对较高可达55%左右，高于轻医美机构50%的水平，成熟的综合性医院净利率能达到8%-20%左右，轻医美机构的净利率则分化较大。

图12：医院、门诊部、诊所的科室和项目结构不同

专科医疗机构	可执行项目等级	临床科室	医技科室
医疗美容诊所	一级	可设不超过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
医疗美容门诊部（需设有麻醉科）	一、二级	至少设置：美容咨询室、美容外科、美容牙科、美容皮肤科、可以设置：美容中医科、美容治疗室、麻醉科	药剂科、化验室、手术室
医疗美容医院	一、二、三级	至少设置：美容咨询室、美容外科、美容牙科、美容皮肤科、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、病毒资料室

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图13：综合性医院和轻医美机构具有不同的单店模型

	综合性医院	轻医美机构
机构面积	≥8000平	≤3000平
单店营收	≥2亿元	≤1亿元
新设机构前期投资	大（1000万元左右或以上）	小（600-800万元）
毛利率	55%左右	50%左右
净利率	8%-20%	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：综合性医院结合行业内成熟的头部综合性医院情况做假设；轻医美机构结合晶肤医美和瑞丽医美数据做假设）

标准化经营是困扰行业已久的难题。由于医美行业具备较强医疗属性，最终呈现效果受到医生操作、医美产品、求美者自身特性等多方面因素影响；同时人们的审美本来就是多元的，因此医疗美容服务往往难以标准化。其中，手术类项目标准化难度更大，非手术类项目相对而言更依赖器械、设备，标准化经营难度相对较低。

图14：手术项目因审美多元、难度较高而难以标准化



资料来源：凤凰网

图15：非手术类项目相对更依赖器械、设备



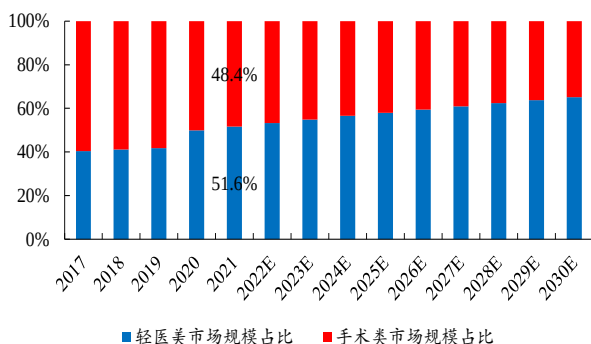
资料来源：思宇 MedTech 公众号

克服标准化经营难题，大规模连锁实现“规模+品牌”效应是医美机构未来破局之道。整体看，医美机构格局分散，在产业链中议价能力较弱因此毛利率较低；此外，医美机构营销获客费用较高也挤压了盈利空间。我们认为，未来医美机构可以通过大规模连锁实现体量提升，通过向上游集中采购的方式发挥规模效应、降低耗材成本，提高毛利率；此外医美机构大规模连锁也有助于增加品牌知名度，进而降低获客难度、降低营销获客费用，提升盈利能力。

2.1.3、轻医美东风为标准化经营铺路，监管趋严、资本入局有望加速行业出清

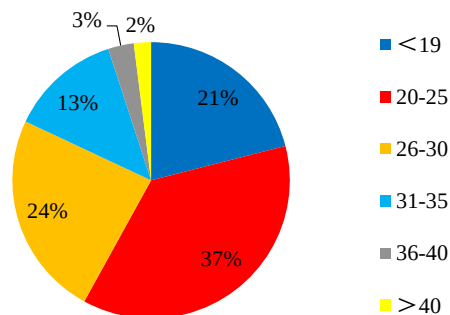
医美终端赛道发展趋势呈现轻医美化、年轻悦己、下沉化三个特点。(1) 轻医美化：相较于手术类项目，轻医美具有价格低、风险小、耗时短、恢复快等特点，因此越来越受消费者欢迎，Frost&Sullivan 数据显示，2021 年中国轻医美市场规模占比已达 51.6%，未来有望持续提升。(2) 年轻人悦己需求提升：医美消费者中年轻群体占比较大，Frost&Sullivan 数据显示，2021 年 25 岁以下的医美消费者占比达到 58%，年轻人群往往更注重自身情绪需求且容易受影响，悦己需求将随其消费能力提升逐步兑现。(3) 下沉化：根据极数数据，二线及以下城市医美用户增长强劲，从 2017 年的 27.1% 增长到 2020 年 9 月的 32.6%，下沉化市场开发潜力大，更适合轻医美机构快速占领市场。

图16：轻医美市场规模占比有望持续提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

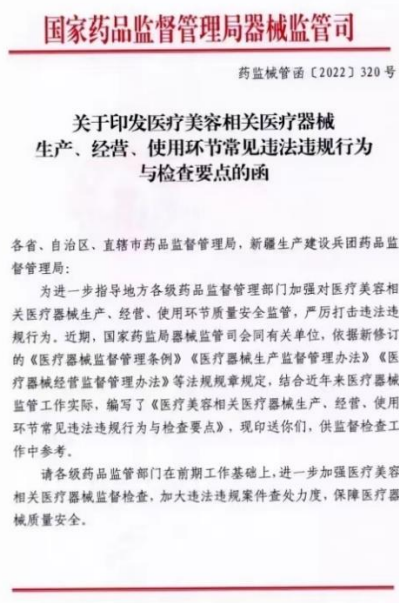
图17：医美消费者中年轻人占比更高（2021 年）



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

监管力度持续趋严，将对行业格局产生深远影响。2021 年以来，国内医美监管政策密集出台，在产品、机构执业、营销端多维度发力，逐渐完善了产业链各环节监管，促进医美行业迈入合规发展时代。2022 年 11 月，国家药品监督管理局再次强化医疗美容相关医疗器械生产、经营、使用环节的监管。我们认为，未来行业严监管趋势将持续，严格打击非合规产品、严格监管营销渠道、审核和限制线上线下广告宣传内容等一系列措施，都将对行业格局产生深远的影响。

图18：2022 年医美行业生产、经营、使用各环节监管继续趋严



资料来源：医政通医疗管理有限公司公众号

资本加速入局，促进行业整合和集中度提升。医美行业高景气吸引资本加速入局，近年来行业内投融资、并购、上市等事件频发，包括朗姿股份收购米兰柏羽、医美国际赴美上市、奥园美谷收购浙江连天美、拉芳家化投资医美国际等事件。资本为行业提供了发展资源和动力，收并购也进一步促进行业整合与集中度提升。

表1：近年来医美机构行业资本化进程加速

时间	公司	事件
2016 年	朗姿股份	收购米兰柏羽和晶肤两个中国医美品牌，进军医美行业
2016 年	伊美尔	在新三板挂牌
2017 年	苏宁环球	子公司上海苏亚医疗科技收购上海天大医疗美容医院有限公司 90% 股权
2017 年	朗姿股份	设立医美子公司朗姿医疗，以医美投资管理、医美人才培养输出等为核心业务。
2017 年	新华医疗	参与设立的金浦健康服务产业投资基金参与联合丽格 B 轮融资
2018 年	朗姿股份	收购西安高一生医疗美容医院 100% 股权
2019 年	医美国际	于纳斯达克实现美股上市
2019 年	朗姿股份	发行股份购买朗姿医疗剩余 41.19% 股权
2020 年	瑞丽医美	在香港联交所上市
2021 年	奥园美谷	收购连天美 55% 股权，进军医美行业
2021 年	拉芳家化	以约 1 亿元人民币资金参与鹏爱医美国际定向增发
2021 年	金发拉比	收购韩妃医院 36% 股权
2022 年	朗姿股份	收购昆明韩辰 75% 股权

资料来源：朗姿股份、苏宁环球、奥园美谷等公司公告、天下美商、聚美丽公众号等、开源证券研究所

2.1.4、三大消费医疗赛道特征类似，眼科龙头经验具备可借鉴性

本节，我们通过几种消费医疗业态的横向对比，将医疗美容服务机构与业态相对成熟的眼科医疗服务机构和口腔医疗服务机构作比较，以探讨医美机构的可复制性。

同为消费医疗，医美、眼科、口腔医疗服务机构具有较多相似之处。眼科、口腔及医美行业规模相似、商业模式相似，前期对资金依赖程度均较高，具有一定可比性。但在医生和设备依赖性方面，三者又略有区别。**(1) 医生：**医生是较难复制的因素，眼科、口腔和医美机构均有部分高难度项目对医生依赖程度较高，该项目的医生培训周期长、不易复制，而其他项目相对依赖度低。**(2) 设备：**设备是较容易复制的因素，医美的光电类项目和眼科的大部分项目对高精尖设备的依赖性较强，相比而言，口腔医疗所需设备普遍技术含量较低，对高精尖设备的依赖度不高。

表2：医美、眼科、口腔医疗服务机构对医生和设备的依赖程度略有差别

	医美	眼科	口腔
行业规模 (2019 年)	1436 亿元	1275 亿元	1720 亿元
CAGR (2016-2019 年)	22.8%	15.0%	16.7%
竞争格局	民营为主、格局分散	公立为主，民营机构格局从分散走向集中	公立民营占比较为平衡
医生依赖	手术类项目对医生依赖度高、培训周期长；轻医美项目对医生依赖度相对低、培训周期相对短	手术类项目对医生的经验、技术依赖度高，培训周期长	对医生的经验、技术依赖度高，培训周期长（种植牙、正畸）
设备依赖	光电射频类项目对设备的依赖度高	对设备依赖度高	除正畸类项目以外，对设备依赖度低
共同点	均提供消费医疗服务，商业模式相似，前期对资金的依赖程度均较高		

资料来源：Frost&Sullivan、灼识咨询、开源证券研究所

复盘消费医疗标杆企业爱尔眼科，其复制的核心推动力在于资金优势和扩张模式。爱尔眼科是眼科机构龙头，目前已成功实现全国连锁化复制，根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年公司市占率已达 7.8%，在私立眼科机构中市占率达 31.8%。复盘其经验我们看到：一方面爱尔眼科利用资金优势大量设置体外基金，并通过巧妙权益结构设计（公司及子公司仅作为出资占比小于 20%的有限合伙人）弱化了新建医院对上市公司的业绩影响、发挥资金杠杆作用，加快后期跑马圈地；另一方面，爱尔眼科采用“中心城市医院-省会医院-地市级医院-县级医院”的分级连锁模式进行扩张，实现医疗资源有效下沉和全方位多层次市场覆盖。综合来看，我们认为资金优势和优秀扩张模式是爱尔眼科实现快速扩张的核心推动力。

医美机构与眼科机构类似，爱尔眼科经验值得学习。医美机构和眼科机构同为消费医疗服务机构，存在诸多方面的相似性，我们认为医美机构选择成长路径方面可以借鉴参考爱尔眼科经验，学习其成熟的扩张模式。

2.2、内生外延加速成长，区域龙头迈向全国化扩张布局

2.2.1、差异化品牌矩阵多维度拓展，公司医美业务表现优于同业

朗姿股份搭建差异化定位的医美品牌矩阵，多维度拓展医美市场。目前公司已构筑差异化定位的医美品牌矩阵以覆盖多层次消费者，多维度实现医美业务发展：(1) **米兰柏羽**：定位于坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌，旗下共有 3 家医疗美容医院和 1 家门诊部机构；(2) **高一生**：定位于专业技术行业领先的高端医美品牌，旗下共有 1 家综合性医院和 1 家门诊部机构，是西安地区知名医美品牌；(3) **晶肤医美**：定位于年轻化、标准化快速复制的医美连锁品牌，旗下已扩张至 23 家机构，其中大部分为体量较小的门诊部和诊所，专注轻医美，主打激光和微整形类项目。

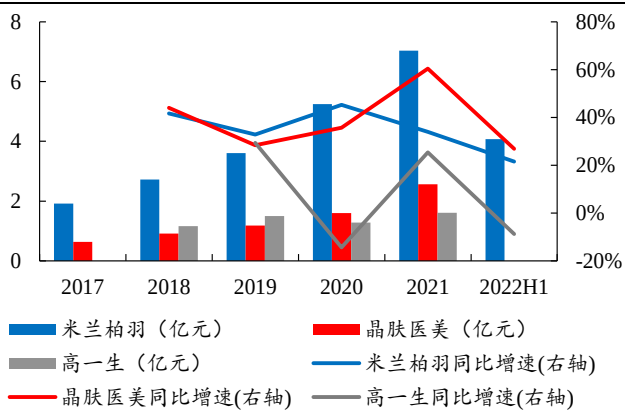
图19：朗姿股份搭建差异化定位的医美品牌矩阵



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

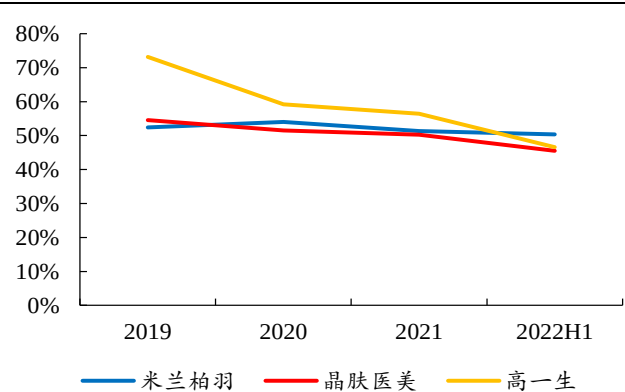
米兰柏羽事业部营收占比较大，晶肤医美毛利率略低于其余两家。营收方面，米兰柏羽事业部 2017-2022H1 期间营收占比始终维持 50%以上，2022H1 在疫情影响下收入仍达到 4.1 亿元（+21.5%），展现强劲韧性；晶肤事业部 2022H1 实现营收 1.5 亿元（+26.9%），受疫情影响增速有所下降；高一生事业部 2022H1 受西安疫情影响仅实现营收 0.7 亿元（-8.8%）。盈利能力方面，米兰柏羽和高一生作为综合性医院品牌毛利率较高，晶肤医美作为轻医美机构略低于前两者，2021 年米兰柏羽/高一生/晶肤医美毛利率分别为 51.36%/56.47%/50.23%。

图20：米兰柏羽事业部营收占比较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

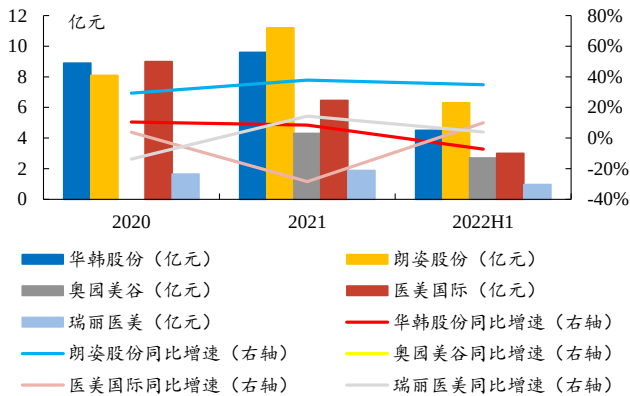
图21：米兰柏羽和高一生毛利率较高，晶肤医美较低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

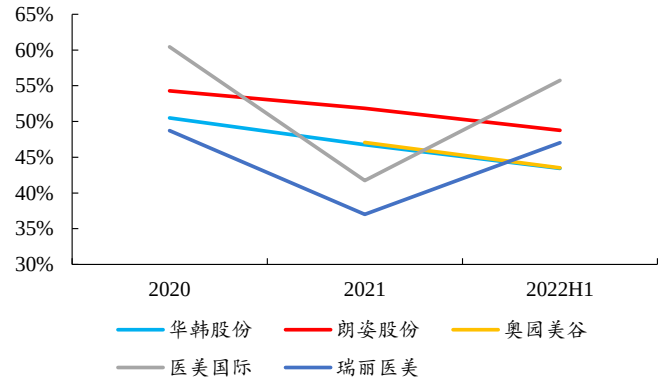
同业比较：公司医美业务财务表现优秀、资源丰富。我们选取同样从事医美机构运营的华韩股份、医美国际、瑞丽医美，以及同样跨界切入医美赛道的奥园美谷与朗姿股份进行对比：业务规模方面，2021/2022H1 朗姿股份医美业务营收分别为 11.2 亿元/6.3 亿元，且 2020 年以来公司医美业务营收同比增速稳定在 30% 以上，领先于其他同业公司。盈利能力方面，公司医美业务毛利率属于行业较高水平。从医美资源角度看，目前朗姿股份旗下已有 34 家医美机构，数量上处于行业领先水平；医生及医护人员多达 666 人，较为丰富；此外，旗舰机构四川米兰柏羽医学美容医院各方面指标均不逊色于优秀同行。

图22：朗姿股份医美业务规模、增速领先于同业



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

图23：朗姿股份医美业务毛利率处于行业较高水平



数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

表3：相较于同业公司，朗姿股份医美业务资源丰富、旗舰医院质地优秀

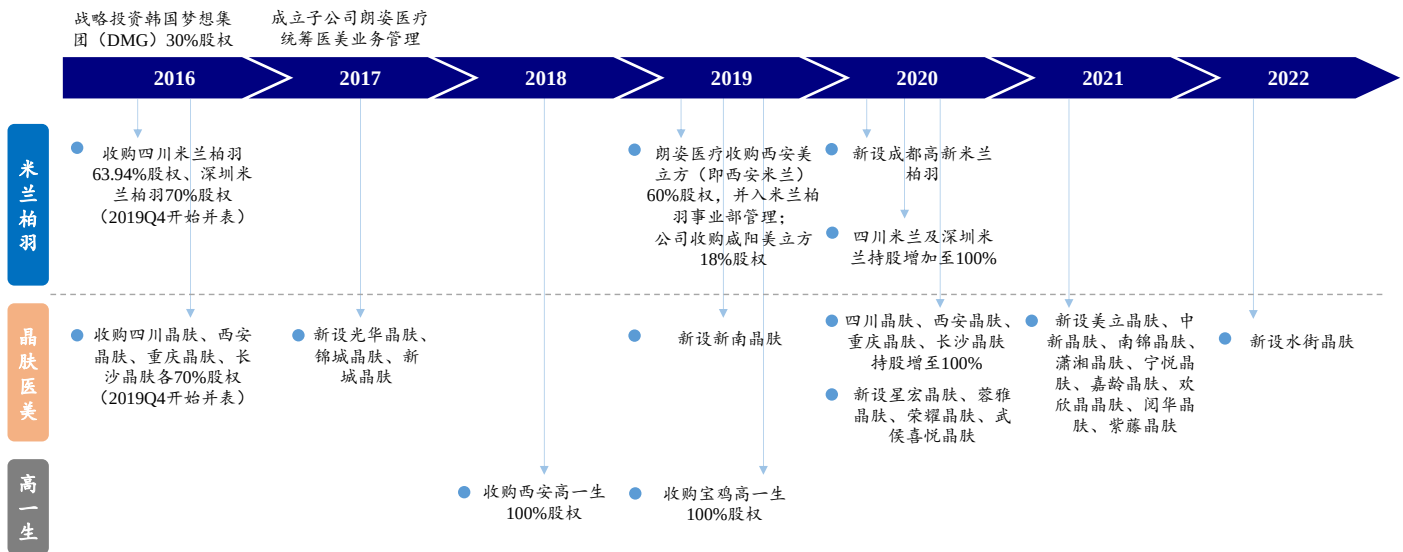
标的名称	朗姿股份	华韩股份	奥园美谷	瑞丽医美	医美国际
主要区域	四川、陕西	江苏	浙江、上海	浙江	全国布局
旗下机构 (2021)	医院（5家） 门诊部&诊所（23家）	医院（7家） 门诊部（8家）	医院（2家） 轻医美机构（2家）	医院（2家） 门诊部（2家）	门诊部（3家） 诊所（1家） 海外机构（2家）
主要医院	四川米兰柏羽医学美容医院（5A）、四川晶肤医学美容医院、西安高一生医学美容医院	南京医科大学友谊整形外科医院（5A）、南京华韩奇致美容医院（5A）	杭州连天美医疗美容医院（5A）、杭州维多利亚医疗美容医院（5A）	杭州瑞丽医疗美容医院（5A）	深圳鹏程医院、深圳鹏爱医疗美容医院
医生团队 (2021)	医生及医护人员 666 人	共 181 名医生 副主任以上医生 35 名	共 58 名医生 主任医生 5 人 副主任医生 8 人	共 125 余名医生	共 169 名医生 主任医生 6 人 副主任医生 31 人
旗舰医院	四川米兰柏羽	南医大友谊整形外科	连天美+维多利亚	杭州瑞丽	鹏程医院
面积 (m²)	12000	17000	20000+8000	7300	8391
认证情况	5A	5A、JCI	5A	5A	-
经营数据	2020 2021 2022H1	2020 2021 2022H1	2020 2021 2022H1	2019	2021
营收(亿元)	3.9 4.7 2.6	3.6 4.1 2.1	4.9 5.6 2.6	0.9	2.1
YOY	+25.4% +20.5% +9.1%	+30.0% +13.5% +0.3%	+5.3% +15.5% +74.0%	-	-
净利率 (%)	15.49% 13.12% 9.32%	19.51% 17.14% 17.90%	16.44% 15.25% 8.35%	-	-

资料来源：朗姿股份、华韩股份等公司官网、公司公告、开源证券研究所

2.2.2、“内生+外延”双轮驱动，区域龙头有望走向全国

依托现有品牌框架持续深耕中西部地区，公司实现“内生增长”。(1) 米兰柏羽：公司先后收购了四川米兰、深圳米兰、西安米兰，并在品牌影响力较大的成都新设高新米兰，持续深耕成都及周边地区；(2) 晶肤医美：公司先后收购及新设了 23 家医美机构，除旗舰医院四川晶肤以外，多为门诊部及诊所，主要分布于成都、重庆、长沙、西安等地区；(3) 高一生：公司先后收购西安高一生及宝鸡高一生，强化高一生品牌在陕西地区的影响力。

图24：公司体内医美业务以体内三个事业部为轴不断发展，持续深耕中西部地区实现“内生增长”



资料来源：公司公告、开源证券研究所

借助体外基金孵化并购，公司“外延增长”成效已现。2020 年底，公司设立了第一支医美产业基金博辰五号，正式拉开医美业务“内生+外延”双轮驱动增长的序幕。我们认为，通过体外基金孵化医美机构，待其成熟后再并入体内，能够减少投资企业的资金压力，利用合作方优势，降低标的资产的磨合风险；此外直接收购区域知名度较高的机构还有助于公司迅速占领市场。截至 2022 年上半年，公司已经设立了 6 支医美产业基金，总规模达 27.56 亿元，基金所含标的目前已覆盖北京、云南、湖北、湖南、河南、江苏、浙江等省份，未来公司有望进一步拓展全国布局。2022 年 9 月，公司收购博辰五号基金持有的昆明韩辰 75% 股权并将其并入体内，体外孵化效果显现。

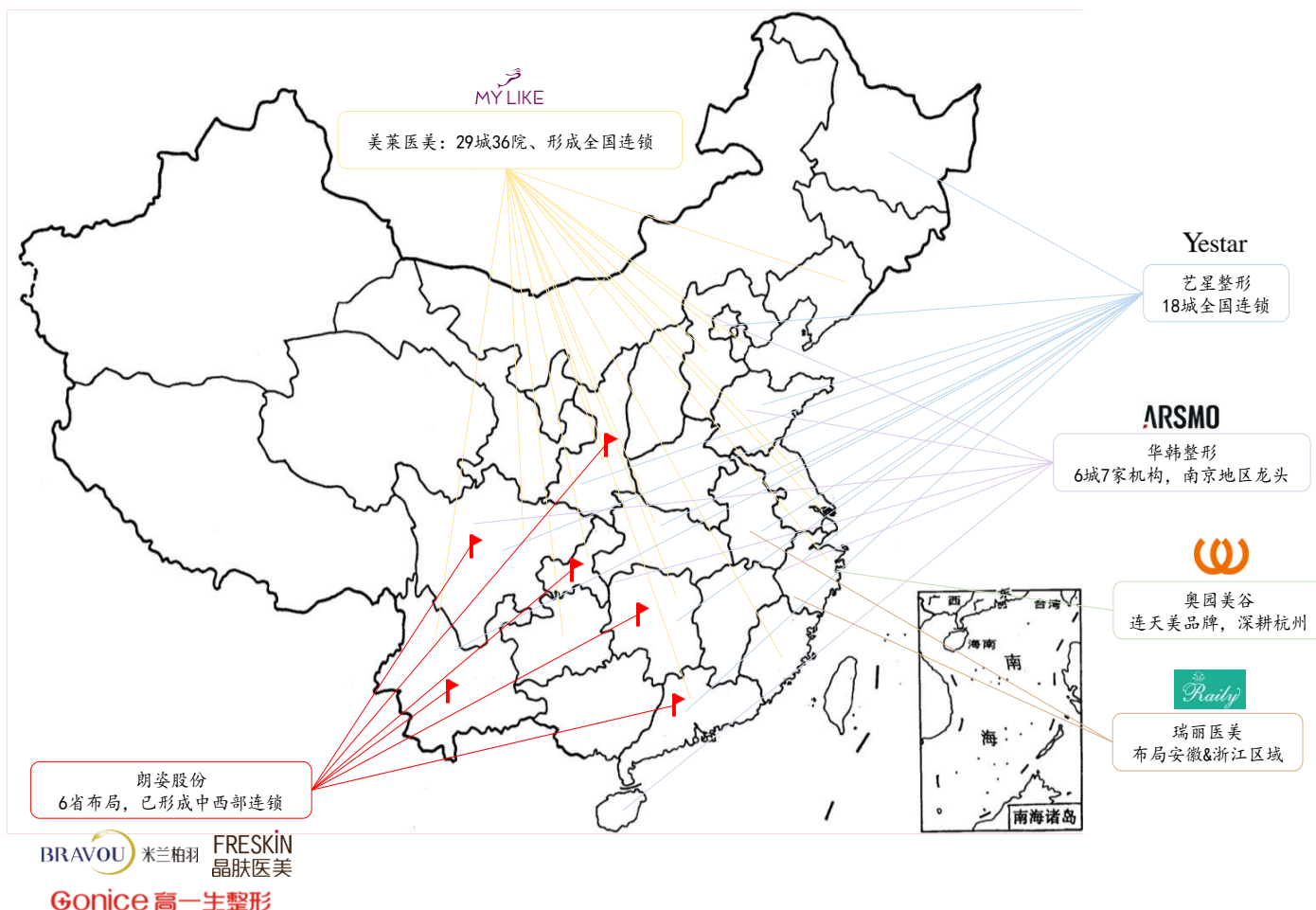
表4：朗姿股份体外医美基金孵化优质标的，未来有望实现全国化布局

基金	基金规模 (亿元)	公司认缴 (亿元)	认缴比例	所含体外标的
博辰五号	4.01	2.00	49.88%	北京丽都、南京韩辰、昆明韩辰 (已并入体内)
博辰八号	2.51	1.25	49.80%	武汉五洲、武汉韩辰
博辰九号	5.01	2.50	49.90%	郑州华领、湖南雅美、郑州集美
博辰十号	6.01	3.00	49.92%	杭州格莱美、南京华美
武发基金	5.01	1.00	19.96%	南京华美
博恒一号	5.01	2.50	49.90%	-
合计	27.56	12.25	-	位于北京、云南、湖北、湖南、河南、江苏、浙江等地

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

多品牌分级连锁模式分层次、全方位占领市场，未来有望实现全国连锁。公司已构筑多品牌分级连锁的层次化机构体系：“多品牌”指分别精准定位于不同项目及客群的米兰柏羽、高一生和晶肤医美三个品牌；“分级连锁”指通过在不同区域内“综合性医院+轻医美机构”的组合连锁方式进行市场错位布局，对不同消费项目、不同消费层次的市场实现全方位覆盖。目前，公司医美业务已覆盖以成都、西安地区为核心的中西部区域，未来伴随“内生+外延”双轮驱动，有望进一步实现全国连锁。

图25：朗姿股份医美业务已覆盖中西部地区市场，未来有望实现全国连锁



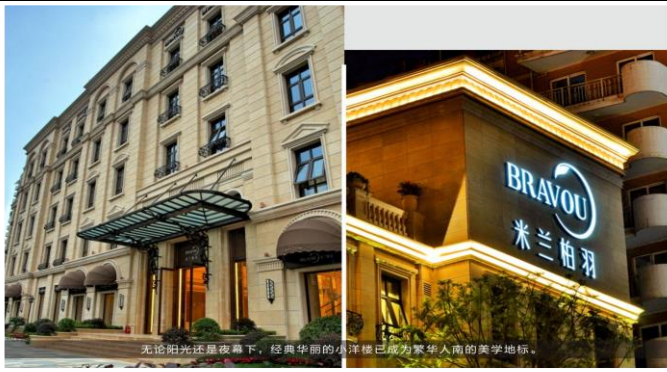
资料来源：美莱官网、艺星官网、朗姿股份等公司公告、开源证券研究所

2.3、依托优质医美资源立足，精耕细作修炼内功实现降本增效

2.3.1、优质医美资产助力站稳脚跟，人才培养和激励体系赋能进一步成长

公司旗下医美机构资产质地良好。朗姿股份旗下拥有众多优质医美机构，以旗舰医院四川米兰柏羽为例：硬件设施方面，四川米兰柏羽打造 12000 平方米奢适美学空间给消费者良好的观感，机构内部还采用酒店式病房、会所式管理服务、24 小时美容顾问服务等形式提升消费者体验；配套资源方面，四川米兰柏羽拥有 75 名医师、超过 94 名护理人员；认证方面，四川米兰柏羽继 2018 年获评中国整形美容协会“5A 级美容医院”后，2022 年 3 月再次获评该殊荣，表明四川米兰柏羽在内部规范管理、保障患者安全、临床技术力量、医疗服务质量等方面均处于行业领先水平。

图26：四川米兰外观打造奢适美学空间



资料来源：四川米兰柏羽官网

图27：四川米兰内部采用酒店式病房、会所式管理服务



资料来源：四川米兰柏羽官网

表5：四川米兰作为朗姿股份医美业务的标杆机构，具有丰富的医疗资源

科室	医师	护理	治疗空间	特色
整形外科	31	34	床位数 22	组建以康春雨、卢尚兵为核心的美杜莎医师团，以陈倩为核心的晶钻雕鼻医师团
微创注射科	13	30+	VIP 治疗室 5 间 普通治疗室 5 间	构建术前美相设计、术中医学注射、术后 VIP 管理三维一体模式
美容皮肤科	20	30	床位数 25	配备 20 余台主流设备，为皮肤提供多样解决方案
美容牙科	4	-	治疗室 5 间	拥有 20 余年的口腔美容经验及一支华西高年资的专家团队
麻醉科	7	-	-	正高级别主任医师带领一支麻醉（医生）团队，麻醉技术过硬
总计	75	94+	-	-

资料来源：四川米兰柏羽官网、开源证券研究所

人才培养和激励体系赋能公司成长。公司旗下医院目前拥有魏家宾、康春雨、卢尚兵等资深医生，此外为培养新生代医生，公司还设置了高效完善的人才培养及激励体系。（1）**人才培养体系**：公司一方面通过收购优质医院，吸纳具备区域口碑的优秀医疗人才，另一方面内部具有明确的培养和晋升机制，对高素质年轻医生进行相应培训和专门导师跟踪指导，从新进医生-驻院医生-驻院总医生-储备主诊医生-主诊医生，均有明确考核标准和制度。（2）**人才激励模式**：公司为医美板块建立了极具吸引力的薪酬体系和激励措施，包括竞争性市场化年薪、超额业绩奖励和合伙人分享机制等，对新设医美机构也全面推行合伙人制的经营模式，通过建立完善激励和约束机制实现利益共享。

2.3.2、精细化运营提高效率，整合产业链及营销资源实现降本增效

四级管理体系精耕细作，有效提高运营效率。在医美业务层面，公司建立了“集团-医管子公司-医美事业部-医美机构”的四级管理体系。（1）**集团**：作为总后台担负职能性工作，包括财务预算管控、人力资源管控、信息化体系规划与搭建等；（2）**医管子公司**：作为医美板块后台，对医美业务进行管理规划与支持，统筹三个事业部的运营和发展，包括经营策略制定、年度计划拟定考核及评价、集团化采购和招投标管理、医务和服务管理制度建设、经营数据分析与改进等；（3）**品牌事业部**：作为医美板块中台，分别负责品牌推广及机构拓展、人才培养和引进、不同品牌业务流程规范化和标准化建设等；（4）**医美机构**：作为医美板块前台，负责具体医美机构业务开展、营销推广、引流获客以及到店服务等。完善清晰的四级组织管理体系有助于公司医美业务运营效率提升。

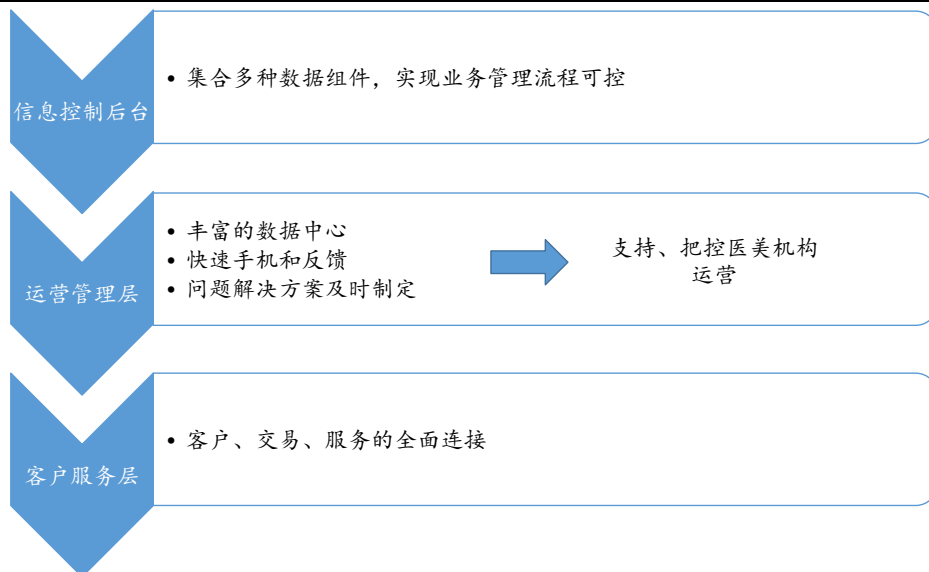
图28：朗姿股份通过四级管理体系实现精细化运营



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

信息化建设持续推进，搭建价值云平台提高运营效率。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**，在保证便捷操作前提下做到了客户、交易和服务的全面连接；（2）**运营管理层**，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，逐步完成搭建业界智能咨询模型、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29：公司搭建了先进、智能的价值云平台



资料来源：公司公告、开源证券研究所

“集中采购+战略合作”，整合产业链资源实现降本增效。公司医美业务板块经过多年来的不断积累和探索，逐步对医美上游产品品类进行优化调整，凭借较大需求量向上游生产商集中采购顾客反馈好和性价比高的产品并享受一定的折扣，通过规模效应有效降低采购成本。同时，公司与上游企业九州通和艾尔建美学达成战略合作，整合产业链资源，双方就医美人才培养、消费者教育、运营能力提升、药品和耗材的集中配送等方面进行深度合作，共同推进医美机构的规范化经营、高效化运营和精细化服务，有利于进一步降低公司医美业务的供应链成本。

构建全渠道营销网络，依托老客资源发挥老带新优势。公司现已搭建全渠道营销网络，包括老带新分享类渠道，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 线下户外渠道等。同时，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分析，为医美机构营销推广提出改进建议，提高营销投入费效。此外，考虑到客户持续复购是实现较高盈利的关键，因此公司尤为注重老客的维护和促进复购，2020 年公司医美业务老客占比已达 66%，可充分发挥“老带新”获客优势，有效降低获客费用。

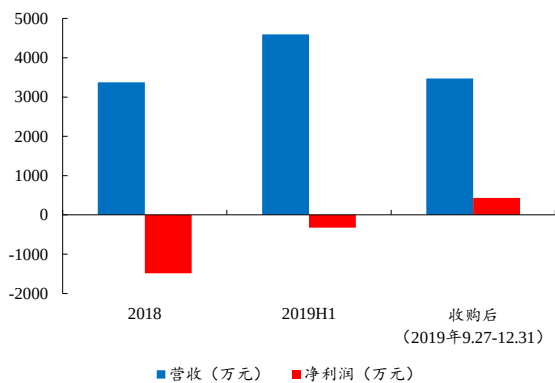
图30：朗姿股份已搭建医美获客全渠道营销网络



资料来源：公司公告、开源证券研究所

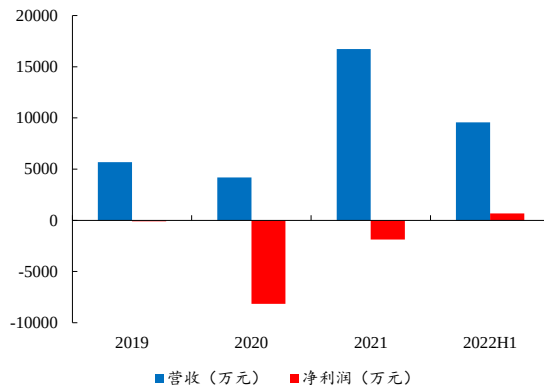
运营优势赋能之下，内生、外延医美机构均取得较好成效。(1) 内生：西安米兰（原西安美立方）2018 年和 2019H1 均处于亏损状态，公司于 2019 年 9 月收购西安米兰，收购后按照体内模式进行运营，短时间内业绩大幅改善，实现了扭亏为盈。(2) 外延：昆明韩辰于 2021 年 2 月被纳入朗姿股份的博辰五号基金中，按照体内模式进行孵化，2021 年大幅减亏，2022H1 成功实现扭亏为盈，孵化成功后公司顺利将昆明韩辰纳入体内。

图31：收购后西安米兰按照体内模式，其业绩大幅改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：昆明韩辰纳入基金后孵化较为成功



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：昆明韩辰于 2021 年 2 月纳入基金）

以昆明韩辰为例，进一步考察朗姿股份运营优势的具体表现：

- **打造品牌力方面**，昆明韩辰本就是昆明头部医美机构，在当地拥有较强品牌影响力，公司将其纳入基金后，继续多维度优化品牌形象：和 2020 年底相比，公司截至 2022H1 实现医护人员增加 28%；引入半导体激光治疗仪、射频治疗仪等数十台医疗设备；营业面积增长了 34%，并以高标准装修了医院部分楼层；成立 20 余人客服团队增强了客户服务意识、创新服务方式等。种种举措保证了服务水平和消费者体验舒适度的提升，进一步加强了其品牌影响力和美誉度。2022H1 相较 2021 年，昆明韩辰医院各科室客单价均有提升。
- **精细化运营方面**，一方面，公司开展信息化建设从而实现精细化管理落地，从 2021 年 10 月开始导入 CRM 客户管理系统，为客户管理提供了先进的系统支持；导入 HIS 系统，实现医疗运营管理 SOP 流程落地；导入 SAP 系统，实现公司全业务流程高效协同，2022H1 管理费用率较 2021 年有所降低。另一方面，营销获客不再采用大体量的广告投入，而是转换为体内机构的全渠道营销方式，对客户进行分级管理并充分注重老客户维护和复购，2022H1 相较于纳入基金初期的 2021 年，销售费用率大幅降低至 37%。

表6：昆明韩辰在基金孵化过程中品牌力、运营效率有所提升

	客单价	毛利率	销售费用率	管理费用率	净利率
2021 年	皮肤科 575 元，外科 2248 元， 微创科 1564 元	50%	52%	8%	-11%
2022 年 上半年	皮肤科 625 元，外科 2368 元， 微创科 1780 元	53%	37%	7%	7%
变化	均有所提升	3%	-15%	-1%	扭亏为盈

数据来源：公司公告，开源证券研究所

3、女装&婴童：女装长于研发和营销，婴童重心转向国内市场

3.1、构建多元化女装品牌矩阵，研发、营销构筑核心优势

朗姿女装业务构建多元化品牌矩阵，整体增速趋于平稳。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。目前在运营自有女装品牌共6个，代运营品牌1个，构建了多元化品牌矩阵。2021年公司对主品牌朗姿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LANCYFROM25（悦朗姿），采用双品牌战略，突出了品牌高级质感和市场辨识度，长期来看品牌升级是驱动增长的重要因素。但由于疫情冲击影响，2022H1公司女装业务营收增速有所下滑。

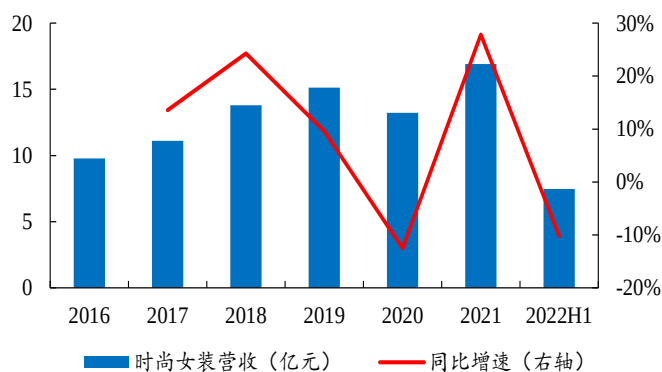
表7：朗姿女装板块构建了多元化品牌矩阵

品牌	风格	目标客户
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
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
LANCY FROM 25	雅致、精致	30-55岁，中产和新中产女性
LANCY FROM 25	精致、职场	25-38岁，独立、自信、有态度，具有女性力量的年轻女性职场精英
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
LIME FLARE	时尚、精致	25-38岁，具有较强的时尚感及文化感的都市精英女性
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

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司女装设计研发能力领先、营销网络覆盖面广且深。公司的设计团队具备领先的设计研发能力，团队有敏锐的时尚捕捉能力，并对国际流行元素保持紧密跟踪。截至2022H1，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。渠道方面，公司采用自营和经销、线上线下相融合的经营方式，建立了7个品牌互为支撑、资源共享、覆盖面广且深的营销中心和供应链体系。截至2022H1，女装业务共有603个线下销售终端及30个线上渠道，选址均位于国内大型高端商场、SHOPPINGMALL、机场店，并拥有女装线下VIP客户超31.93万人。

图33：2022H1公司女装业务营收受疫情冲击下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：主品牌“朗姿”设计研发能力领先



资料来源：公司公告

3.2、婴童业务与女装业务所有协同，未来经营重点将转向国内市场

婴童领域主打阿卡邦和爱多娃，获客端与女装有所协同。公司通过收购韩国知名童装上市公司阿卡邦，正式进入婴童服装及用品领域，截至目前旗下已拥有多个品牌。主品牌阿卡邦在韩国已建立优秀品牌认知度和庞大流通网络，被誉为韩国国民品牌，但在国内市场仍处于品牌推广阶段，目前主要布局于一、二线城市；爱多娃为第二大品牌，主打时尚类高端市场，是公司在国内市场的主要品牌。公司婴童业务的主要消费群体和女装业务有一定重合度，两块业务在获客端有所协同。

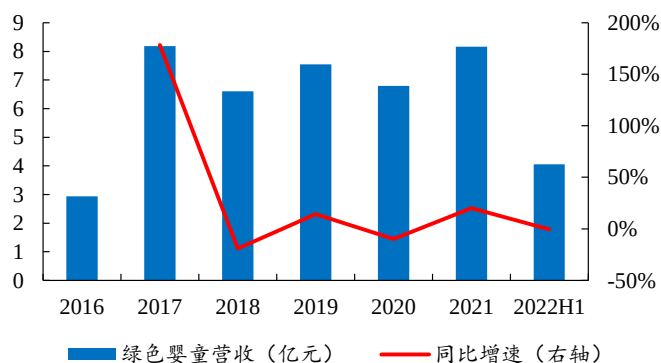
表8：公司婴童板块拥有多个品牌，其中阿卡邦、爱多娃营收占比较大

品牌	区域	目标客户	价格带	营收占比
Agabang	韩国、东南亚	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	299元-899元	49.95%
Dearbaby	韩国、东南亚	-	300元-1000元	4.55%
Ettoi	中国、韩国、东南亚	0-7岁，“英伦精致优雅风”的时尚类高端婴童服装品牌	498元-3698元	34.76%
Putto	-	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	-	1.81%
2ya2yaO	-	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	-	8.94%
Design skin	韩国、东南亚	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	1098元-1898元	

资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：营收占比为占2021年婴童业务总营收比例）

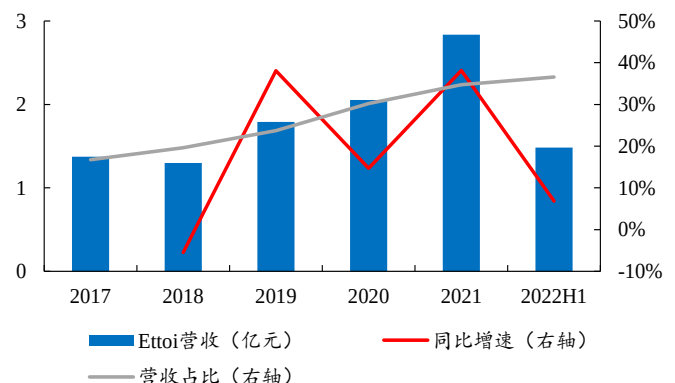
绿色婴童板块营收波动较小，经营重点逐渐转向国内市场占有率的提升。近年来公司婴童板块收入有所波动，但基本保持稳中有增态势，2021年婴童业务收入达到8.2亿元，同比增加20.1%。为匹配国内婴童市场的消费需求，公司将经营重点转向国内，2020年起将主推品牌从“Agabang 阿卡邦”调整为“ETTOI 爱多娃”，近年来爱多娃营收占比持续提升。爱多娃充分调动国内设计师的优势、减少韩国跨境采购、提高自做货比例，实现中韩两国订货会同步，稳步推进国内营销网络布局战略，开展形式多样的品牌推广活动，进一步提升国内童装市场的竞争力和市场份额，实现婴童业务良好增长。

图35：绿色婴童板块营业收入波动较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：国内主品牌爱多娃营收占比持续上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

（一）营收端假设

医疗美容：我国医美行业在渗透率、合规化程度等方面尚有较大提升空间，未来行业有望维持较高景气。根据 Frost&Sullivan 预测，2022-2024 年医美终端市场规模同比增速有望达到+20%/+18%/+16%，轻医美同比增速有望达到+24%/+21%/+20%。我们认为，朗姿股份旗下医美机构质地优秀，叠加公司科学管理赋能，增速有望高于行业。考虑 2022 年存在疫情影响，我们假设 2023 年疫情对线下消费场景影响减弱，医美消费作为典型线下业态将受益。考虑不同品牌事业部定位，我们假设如下：

- **米兰柏羽：**定位旗舰综合性医院，在成都地区享有较高知名度，考虑高新米兰 2021 年开业，且深圳米兰柏羽门诊部将改建为综合性医院，未来有望维持稳健增长，预计 2022-2024 年营收增速分别为+12.0%/+35.0%/+21.9%；
- **高一生：**作为西安地区知名度较高的综合性医院，2022 年受疫情冲击较严重，未来有望平稳增长，预计 2022-2024 年营收增速分别为-7.0%/+20.0%/+18.0%；
- **晶肤医美：**定位轻医美品牌，有望乘轻医美东风快速扩张复制，未来有望维持较快增长，预计 2022-2024 年营收增速分别为+19.3%/+32.0%/+28.3%；
- **体外基金并购：**2022 年 9 月收购昆明韩辰，结合昆明韩辰业绩承诺、历史经营数据和行业平均增速，保守预计 2022-2024 年营收分别为 0.67/2.07/2.19 亿元。

表9：预计朗姿股份医美业务 2022-2024 年营收有望保持较快增长

（单位：百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
医疗美容	1120	1310	1853	2244
YOY	37.8%	16.9%	41.5%	21.1%
米兰柏羽	703	787	1063	1295
YOY	34.0%	12.0%	35.0%	21.9%
晶肤医美	256	306	403	518
YOY	60.5%	19.3%	32.0%	28.3%
高一生	161	150	179	212
YOY	25.3%	-7.0%	20.0%	18.0%
其他（收购自体外基金）	-	67	207	219
YOY	-	-	209.0%	5.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：橙色字体为假设值）

时尚女装：疫情冲击对服装鞋帽等可选消费冲击较大，2022 年 1-11 月服装鞋帽类社零同比增速仅-5.8%，2023 年随着疫情影响减弱后有望恢复，预计 2022-2024 年营收增速为-5.0%/+8.0%/+7.0%；

绿色婴童：公司童装品牌在韩国享有较高知名度，且我国童装市场有较大发展空间，公司女装业务运营经验有望赋能童装业务，预计 2022-2024 年营收增速为+2.0%/+10.0%/+9.0%；

其他收入：假设稳健增长，预计 2022-2024 年增速分别为+5.0%/+5.0%/+5.0%。

表10：朗姿股份 2022-2024 年整体营收有望维持相对稳健的增长态势

(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	3665	3788	4545	5143
YOY	27.4%	3.4%	20.0%	13.1%
主营业务	3628	3843	4545	5152
YOY	28.9%	5.9%	18.3%	13.3%
时尚女装	1692	1607	1736	1857
YOY	27.9%	-5.0%	8.0%	7.0%
绿色婴童	816	832	916	998
YOY	20.1%	2.0%	10.0%	9.0%
医疗美容	1120	1310	1853	2244
YOY	37.8%	16.9%	41.5%	21.1%
其他收入	38	40	42	44
YOY	-38.5%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：橙色字体为假设值）

（二）利润端假设

毛利率：我们认为公司女装和婴童业务产品力和营销兼具优势，未来盈利能力有望保持稳定，假设 2022-2024 年时尚女装业务毛利率均为 62.0%，绿色婴童业务毛利率均为 56.0%。医美业务由于毛利率更低的非手术类项目占比增加，预计整体毛利率较往年水平可能有所降低；考虑到 2022 年疫情扰动下，高毛利率手术类项目受影响更大，2023 年后随疫情影响减弱、消费场景恢复会有所回升，我们假设 2022-2024 年医美业务毛利率分别为 50.0%/52.0%/53.0%。

费用率：医美业务占比提高将拉高整体销售费用率，未来随规模提升有望下降；随着公司持续完善业务精细化管理，管理效率不断提升，管理费用率亦有望缓慢下降；预计财务费用率未来随公司规模提升有望缓慢下降。

4.2、盈利预测与投资建议

朗姿股份作为我国高端时尚品牌，已构建女装、婴童和医美协同发展的泛时尚产业互联生态圈；我国医美行业渗透率、合规化率尚有较大提升空间，我们看好公司医美业务的长期成长性。

近年来公司医美业务“内生+外延”双轮驱动初现成效，综合竞争力突出，未来依托品牌、资源、运营等优势加速推进全国连锁扩张，有望持续增长。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 37.88/45.45/51.43 亿元，2022-2024 年归母净利润为 0.58/1.85/2.86 亿元，对应 EPS 为 0.13/0.42/0.65 元，当前股价对应 PE 为 204.5/64.0/41.4 倍。我们选取同为消费医疗服务提供商的眼科龙头爱尔眼科、口腔龙头通策医疗以及同样跨界切入医美赛道的金发拉比作为可比公司，2023 年可比公司平均估值水平为 PE70.4X。目前公司 2023 年估值水平略低于行业平均，考虑到公司构建泛时尚业务生态圈三大业务协同发展，且医美业务“内生+外延”双轮驱动已现成效，未来有望实现全国扩张布局，理应享有一定估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：朗姿股份医美业务“内生+外延”双轮驱动已现成效，未来有望实现全国布局，应享有一定估值溢价

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			同比增速		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	未评级	2,110	29.40	0.40	0.53	0.68	73.5	55.5	43.2	24.1%	31.3%	29.1%
600763.SH	通策医疗	未评级	473	147.41	2.07	2.62	3.36	71.2	56.3	43.9	-5.4%	26.6%	28.0%
002762.SZ	金发拉比	未评级	32	8.96	0.04	0.09	0.11	224.0	99.6	81.5	-7.2%	153.8%	18.2%
可比公司平均								122.9	70.4	56.2			
002612.SZ	朗姿股份	买入	118	26.78	0.13	0.42	0.65	204.5	64.0	41.4	-69.1%	219.4%	54.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2022/12/16，可比公司均采用 Wind 一致预测数据）

5、风险提示

拓店不及预期：机构拓展受多重因素影响，若拓展受阻会对业绩产生影响；

市场竞争加剧：行业竞争加剧会影响公司获客成本和盈利能力；

人力资源流失：医生是医美机构核心资源，医疗人才流失将对公司经营造成影响；

医疗事故：医疗事故会对医美机构口碑造成较大影响；

疫情反复：医美机构主要消费场景在线下，疫情影响消费者到店。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1943	2153	2216	2824	2830
现金	291	478	494	592	670
应收票据及应收账款	294	254	313	367	402
其他应收款	80	85	85	119	112
预付账款	34	41	36	56	49
存货	930	1033	1024	1427	1334
其他流动资产	314	263	263	263	263
非流动资产	3486	4698	4625	4682	4693
长期投资	885	915	915	915	915
固定资产	406	588	567	648	696
无形资产	392	372	324	294	269
其他非流动资产	1803	2824	2819	2825	2814
资产总计	5430	6851	6840	7507	7523
流动负债	1028	2056	2115	2758	2651
短期借款	135	659	909	1026	1260
应付票据及应付账款	170	238	190	320	255
其他流动负债	722	1159	1016	1412	1137
非流动负债	817	1176	1077	977	878
长期借款	422	497	398	298	199
其他非流动负债	395	679	679	679	679
负债合计	1845	3232	3192	3735	3529
少数股东权益	636	663	666	675	690
股本	442	442	442	442	442
资本公积	1641	1620	1620	1620	1620
留存收益	871	926	952	1023	1150
归属母公司股东权益	2949	2956	2983	3096	3304
负债和股东权益	5430	6851	6840	7507	7523

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	379	471	-185	319	150
净利润	136	226	61	195	301
折旧摊销	79	109	97	107	120
财务费用	45	62	80	91	98
投资损失	-99	-57	-85	-90	-100
营运资金变动	234	117	-327	26	-259
其他经营现金流	-16	15	-10	-10	-10
投资活动现金流	106	-851	61	-75	-30
资本支出	131	164	24	165	130
长期投资	130	-809	0	0	0
其他投资现金流	107	121	85	90	100
筹资活动现金流	-290	581	-111	-263	-276
短期借款	-240	524	250	117	234
长期借款	-6	75	-99	-99	-99
普通股增加	7	0	0	0	0
资本公积增加	-112	-22	0	0	0
其他筹资现金流	61	3	-261	-280	-410
现金净增加额	197	187	-234	-18	-156

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2876	3665	3788	4545	5143
营业成本	1319	1575	1651	1968	2217
营业税金及附加	17	19	19	23	26
营业费用	1122	1463	1595	1823	2011
管理费用	236	284	333	364	386
研发费用	93	113	121	145	165
财务费用	45	62	80	91	98
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	17	11	13	14	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	99	57	85	90	100
资产处置收益	6	-1	0	0	0
营业利润	156	199	77	226	344
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	21	12	12	12	12
利润总额	138	190	68	216	335
所得税	2	-36	7	22	33
净利润	136	226	61	195	301
少数股东损益	-6	38	3	10	15
归属母公司净利润	142	187	58	185	286
EBITDA	244	357	222	386	522
EPS(元)	0.32	0.42	0.13	0.42	0.65

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-4.4	27.4	3.4	20.0	13.1
营业利润(%)	0.2	27.3	-61.3	193.1	52.5
归属于母公司净利润(%)	141.6	32.0	-69.1	219.4	54.8
获利能力					
毛利率(%)	54.2	57.0	56.4	56.7	56.9
净利率(%)	4.7	6.2	1.6	4.3	5.9
ROE(%)	3.8	6.2	1.7	5.2	7.5
ROIC(%)	4.6	7.2	2.5	5.6	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	34.0	47.2	46.7	49.8	46.9
净负债比率(%)	7.6	18.9	25.2	22.2	22.4
流动比率	1.9	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	8.4	13.4	13.4	13.4	13.4
应付账款周转率	7.8	8.1	8.1	8.1	8.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.42	0.13	0.42	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.06	-0.42	0.72	0.34
每股净资产(最新摊薄)	6.66	6.68	6.74	7.00	7.47
估值比率					
P/E	83.4	63.2	204.5	64.0	41.4
P/B	4.0	4.0	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	51.4	36.5	59.9	34.2	25.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25 / 27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn