

医美连锁龙头锋芒渐露，稳发展泛时尚生态圈

2023 年 02 月 13 日

本篇报告深入分析医疗美容行业市场以及未来趋势，并对朗姿股份的时尚女装、医疗美容和绿色婴童三大业务板块进行分析，认为朗姿股份龙头地位稳固，且市场份额有望持续上行。

➤ **朗姿股份主营女装业务起家，布局女装、婴童和医美三大板块。**朗姿股份成立于 2006 年，致力于品牌女装的设计生产和销售，2014 年和 2016 年分别通过收购进入婴童用品和医美行业。2018 年至 2021 年，公司营收稳步增长，由 26.62 亿元增长至 36.65 亿元，CAGR 达 11.25%。**时尚女装业务贡献公司主要收入。**2018 年至 2021 年女装板块对公司营业收入贡献比为 51.84%/50.28%/45.99%/46.15%，营收 CAGR 达 7%；**医疗美容板块高增速驱动收入增长。**2018 年至 2021 年营收从 4.79 亿元增长至 11.20 亿元，营收 CAGR 达 32.70%，贡献比由 18.01% 上升到 30.56%。公司股权集中，激励到位，以三期持股计划绑定员工利益，公司架构成熟稳定。

➤ **颜值经济持续升温，医美市场加速复苏，龙头企业持续向好。**据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国医美行业市场规模达到 1891 亿元，2017-2021 年 CAGR 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，公立医院进军医美行业，市场竞争趋于多元化，医美监管持续趋严，加速优化行业竞争环境。合规经营的头部医美机构，医师团队及品牌认知度较高且拥有良好的资金流实力，将会进入提升市场份额的机遇期。

➤ **跨界医美锋芒毕露，深化多层次品牌矩阵。**（1）**多层次医美机构布局，标准化模式+并购基金加速医院扩张。**截至 22H1，共拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”三大品牌及旗下 29 家医美机构。一方面借助精细标准化运营管理流程提升现有机构品牌力；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。（2）**合规优质的医疗服务资源，奠定公司竞争核心。**公司目前拥有医生及医护人员 730 人，形成多层次人才培养体系，为公司提供源源不断的医疗人才。（3）**线上线下大众化渠道布局，联动产业打造品牌粘性。**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达成合作，为求美者提供国际化的优质医疗美容体验。公司实现了多平台与多品牌的全面突破，打造和完善线上、线下全渠道运营模式，精准吸引新客及增加老客粘性。（4）**时尚女装+绿色婴童，纵深推进品牌建设。**女装业务始终围绕研发设计、终端营销两个产业链附加值最高的经营环节开展，以多品牌矩阵主攻中高端女装市场。国内婴童潜力可观，将成为重点战略发展方向。“新零售”的发展，积极引领消费理念，拓展消费者触达，不断推动着公司女装与婴童业务规模上的有效提升。

➤ **深化业务协同+医美业务潜力广阔，前景可期。**（1）时尚女装+绿色婴童+医疗美容三驾马车深度驱动，持续打造泛时尚产业互联生态圈，推动公司规模上升。（2）新机构规模逐渐形成，新老机构收入规模差距逐渐缩窄，次新机构盈利有所改善，公司医美业务盈利空间有望提升。（3）通过内生和外延推进 1+N 策略引领医美龙头机构全国扩张。医美并购基金覆盖多个医美标的，借助 6 大产业基金进行运营孵化并在成熟后并表，从而实现对包括北京、南京、长沙、郑州、深圳等多地覆盖布局。（4）预计疫情开放后，消费者加速恢复线下消费场景，医美机构的到店消费实现反弹，成本端压力得益摊薄，盈利有望改善业绩上行，具规模化优势与充足的合规优质资源的朗姿股份有望脱颖而出。

➤ **投资建议：**医美行业赛道景气度持续上行，利好合规头部企业。朗姿股份立足三大品牌，管理+资源全面赋能医美业务，未来市场份额有望不断提升。我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 0.24、1.70 与 2.53 亿元，2 月 10 日收盘价对应 PE 分别为 489x、69x 与 46x，估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**门店扩张不及预期；行业竞争加剧；需求不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3665	3807	4363	4933
增长率 (%)	27.4	3.9	14.6	13.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	187	24	170	253
增长率 (%)	32.0	-87.2	609.6	49.0
每股收益 (元)	0.42	0.05	0.38	0.57
PE	62	489	69	46
PB	4.0	4.0	3.8	3.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 2 月 10 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

26.42 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

目录

1 深耕时尚女性消费需求，跨界医美高增速龙头	3
1.1 衣美+颜美多维品牌方阵，医美业务高增速驱动	3
1.2 历史复盘：深耕时尚女性需求，横向跨界多业务布局	8
1.3 股权集中，激励到位	10
2 医美市场加速复苏，龙头企业持续向好	12
2.1 颜值经济持续升温，精确把握消费需求	12
2.2 医美机构端市场格局多元发展	14
2.3 严监管之下，优资源+强资金医美机构优势显著	18
3 跨界医美锋芒毕露，深化多层次品牌矩阵	21
3.1 多层次医美机构布局，标准化模式+并购基金加速医院扩张	21
3.2 合规优质的医疗服务资源，奠定公司竞争核心	26
3.3 线上线下渠道布局，联动产业打造品牌粘性	27
3.4 时尚女装+绿色婴童，纵深推进品牌建设	27
4 深化业务协同+医美业务潜力广阔，前景可期	31
4.1 三大业务板块深度联动，深化业务协同效应	31
4.2 新机构规模逐渐形成，盈利空间广阔	31
4.3 内生+外延双重驱动医美布局速度，展望全国化连锁布局能力	32
4.4 线下复苏改善机构盈利能力，区域性医美龙头有望脱颖而出	33
5 盈利预测与投资建议	35
5.1 收入拆分与盈利预测	35
5.2 估值分析与投资建议	36
6 风险提示	38
插图目录	40
表格目录	40

1 深耕时尚女性消费需求，跨界医美高增速龙头

女装出身，布局三大板块。朗姿股份成立于 2006 年，致力于品牌女装的设计生产和销售。2014 年通过收购韩国童装品牌阿卡邦，布局婴童业务。2016 年通过战略投资韩国著名医美服务集团 DMG，收购“米兰柏羽”、“晶肤医美”品牌进入医美行业。目前朗姿深度布局女装、婴童和医美三大板块，致力于打造“泛时尚产业互联生态圈”。2018 年至 2021 年，营业收入稳步增长，由 26.62 亿元增长至 36.65 亿元，CAGR 达 11.25%。2022 年前三季度，受国内疫情影响，营业收入为 26.64 亿元，与去年同期持平。受费用刚性和医美新机构盈利能力待提升影响，归母净利润和净利率分别为 0.18 亿元和 0.92%，相较往期存在一定下滑。

表1：公司主要财务数据（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022 前三季度
营业总收入	26.62	30.07	28.76	36.65	26.64
yoy	13.11%	12.98%	-4.36%	27.43%	0.51%
归母净利润	2.10	0.59	1.42	1.87	0.18
yoy	11.94%	-71.97%	140.68%	31.69%	-88.92%
毛利率	57.95%	58.24%	54.15%	57.01%	43.45%
净利率	7.68%	1.35%	4.72%	6.16%	0.92%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.1 衣美+颜美多维品牌方阵，医美业务高增速驱动

时尚女装业务贡献公司主要收入，医疗美容业务高增速驱动收入增长。在老牌业务时尚女装方面，2018 年至 2021 年该板块对公司营业收入贡献占比依次为 51.84%/50.28%/45.99%/46.15%，营业收入 CAGR 达 7%；绿色婴童业务对营业收入贡献占比依次为 24.82%/25.09%/23.63%/22.27%，营业收入 CAGR 达 7.3%。医疗美容持续高速增长，驱动公司收入提升，2018 年至 2021 年营业收入从 4.79 亿元增长至 11.20 亿元，CAGR 达 32.70%。期间，医美业务占收入比重不断提升，依次为 18.01%/20.90%/28.25%/30.56%。2022 年上半年在疫情反复，经济承压的环境下，女装业务营收同比下降 10.20%，婴童业务收入规模同比持平，医美业务表现优异，逆势取得了 18.45%的收入同比增长。

表2：公司各业务板块收入占比（亿元）

类别	2018	2019	2020	2021	2022H1
时尚女装	13.80	15.12	13.23	16.92	7.47
yoy	24.29%	9.60%	-12.51%	27.86%	-10.20%
占比	51.84%	50.28%	45.99%	46.15%	41.27%
绿色婴童	6.61	7.55	6.80	8.16	4.06
yoy	-19.26%	14.22%	-9.92%	20.05%	-0.45%
占比	24.82%	25.09%	23.63%	22.27%	22.42%
医疗美容	4.79	6.28	8.12	11.20	6.29
yoy	87.59%	31.15%	29.28%	37.84%	18.45%
占比	18.01%	20.90%	28.25%	30.56%	34.76%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1) 时尚女装板块旗下 7 大品牌，朗姿为公司核心女装品牌。公司女装业务通过自主创立、代理运营和品牌收购三种模式在高端女装市场进行布局。7 大品牌通过差异化的产品定位及设计风格，可迎合不同层次女性群体的差异化需求。朗姿为女装板块核心品牌，定位于为兼具魅力、阅历与影响力的都市精英女性提供多场合系列服装的高端女装品牌。2018 年至 2021 年朗姿品牌营业收入从 9.64 亿元增长至 12.29 亿元，营收持续增长，CAGR 达 8.43%，贡献女装板块主要营业收入。

表3：2022 年公司女装板块品牌方阵

品牌	风格	目标客户
朗姿 (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
俪雅 (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
悦朗姿 (LANCYFROM25)	雅致、精致	30—55 岁，中产和新中产女性
LANCYFROM25/LANCYPINK	精致、职场	25—38 岁，自信、独立、有态度的年轻女性
莫佐 (MOJOS.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
莱茵 (LIMEFLARE)	时尚、精致	28—35 岁，具有较强的时尚感及文化感的都市精英女性
吉高特 (JIGOTT)	浪漫、高贵	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。
子苞米 (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，民生证券研究院

表4：公司女装板块品牌收入占比细分（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
女装板块	13.80	15.12	13.23	16.92	7.47
其中					
朗姿	9.64	10.87	8.71	12.29	5.25
占比	69.88%	71.91%	65.82%	72.66%	70.26%
莱茵	2.87	2.88	3.04	3.06	1.45
占比	20.80%	19.03%	22.96%	18.10%	19.44%
卓可	0.91	0.80	0.79	0.95	0.52
占比	6.57%	5.28%	5.96%	5.63%	6.94%
子苞米	-	0.31	0.50	0.44	0.20
占比	-	2.07%	3.80%	2.59%	2.62%
其他	0.23	0.26	0.19	0.17	0.05
占比	2.75%	1.71%	1.47%	1.03%	0.73%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分渠道来看，女装板块收入以线下自营为主，线上规模增长迅速。公司女装业务为自营和经销结合，线上线下渠道相融合的营销渠道。2018年至2021年，自营渠道收入从9.81亿元增长至11.18亿元，贡献主要营业收入。同期，线上渠道收入从1.62亿元增长至3.34亿元，CAGR达27.24%，线上业务处于快速增长状态。截至2022年上半年，公司女装业务共有634家店铺，其中自营店铺432家、经销店铺172家、线上店铺30家。2022年上半年受疫情反复影响，自营渠道收入同比下降24.21%，公司加大对线上渠道投入，线上营收同比上升19.74%。

表5：公司女装板块收入分渠道拆分（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
线上	1.62	1.91	2.36	3.34	1.96
yoy	-	17.50%	23.72%	41.70%	19.74%
占比	11.77%	12.62%	17.84%	19.77%	26.26%
线下自营	9.81	10.78	9.69	11.18	4.39
yoy	-	9.88%	-10.14%	15.33%	-24.21%
占比	71.13%	71.31%	73.24%	66.07%	58.85%
线下经销	2.36	2.43	1.18	2.40	1.11
yoy	-	2.99%	-51.45%	103.09%	26.45%
占比	17.10%	16.07%	8.91%	14.16%	14.89%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2) 婴童板块核心品牌来自韩国阿卡邦，围绕阿卡邦打造婴童品牌矩阵。公司投资的韩国阿卡邦公司为韩国知名婴童产品公司，旗下共有10多个系列品牌。公司通过引入阿卡邦的部分婴童品牌，抢占中国时尚婴童品牌市场。主打品牌阿卡邦收入占婴童板块总额超四成，营业收入从2018年的3.11亿元增长至2021年的4.08亿元。爱多娃为公司国内市场主推高端童装品牌，2018年至2021年营收增速较快，由1.30亿元增长至2.84亿元，CAGR达29.76%。2022年上半年婴童业务总营收4.06亿，同比下降0.45%，主要受韩币汇率变动影响。

表6：2022年公司婴童板块品牌方阵

品牌	目标客户
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
2ya2yaO	0-6岁，安全舒适趣味性的内衣及家居服品牌
NextMom	以进口用品及玩具为主的婴童产品集合店
AgabangGallery	“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
Designskin	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，民生证券研究院

表7：公司婴童板块品牌收入占比细分（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
婴童板块	6.61	7.55	6.80	8.16	4.06
其中					
Agabang	3.11	3.17	3.15	4.08	2.19
占比	47.10%	42.05%	46.31%	49.95%	53.87%
Dearbaby	1.38	1.38	1.23	0.37	0.07
占比	20.95%	18.29%	18.11%	4.55%	1.76%
Ettoi	1.30	1.79	2.05	2.84	1.48
占比	19.63%	23.72%	30.21%	34.76%	36.60%
Putto	0.22	0.22	0.19	0.15	0.08
占比	3.32%	2.93%	2.76%	1.81%	2.00%
其他	0.60	0.98	0.18	0.73	0.23
占比	9.01%	13.01%	2.61%	8.94%	5.76%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分渠道来看，婴童板块收入集中在自营渠道，占 6-7 成份额。随公司对线上业务的投入布局，线上营收增速较快，2018 年至 2021 年营业收入从 0.14 亿元增长至 0.67 亿元，CAGR 达 66.48%。

表8：公司婴童板块收入分渠道拆分（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
自营	5.19	4.64	4.60	5.85	4.06
yoy	-	-10.59%	-0.96%	27.10%	3.28%
占比	78.60%	61.53%	67.65%	71.63%	72.62%
经销（含代销）	0.66	2.11	1.38	1.49	0.74
yoy	-	218.60%	-34.79%	8.59%	-4.77%
占比	10.02%	27.95%	20.23%	18.30%	18.27%
贸易	0.61	0.41	0.38	0.16	0.05
yoy	-	-32.32%	-8.21%	-58.76%	-55.31%
占比	9.19%	5.45%	5.55%	1.91%	1.30%
线上	0.14	0.38	0.45	0.67	0.32
yoy	-	165.05%	16.62%	49.28%	-2.85%
占比	2.19%	5.07%	6.57%	8.17%	1.30%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3) 医疗美容板块方面，三大品牌错位竞争。截至目前，公司医美板块拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”和“高一生”三大品牌进行医美终端机构的布局。2022 年上半年末，共有医美机构 29 家。为进一步扩张医美业务，公司不仅通过品牌内生扩建，并设立 6 只医美并购基金进行体外医院的并购整合，加速规模扩张。

表9：2022 年公司医美板块品牌方阵

品牌	品牌定位	机构数量	类型	覆盖区域
米兰柏羽	坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌	4	医院、门诊部	成都、深圳、西安
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	23	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳
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	2	医院、门诊部	西安、宝鸡

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分品牌来看，米兰柏羽贡献主要收入，业务保持高速增长。1) **米兰柏羽**，为国内高端综合性医美品牌，目前拥有 4 家机构，全面打通成都、西安、深圳三地医美市场，2018 年至 2021 年收入从 2.72 亿元增长至 7.03 亿元，CAGR 达 37.26%，占比依次为 56.72%/57.44%/64.56%/62.77%。2022 年上半年营收 4.08 亿元，同比增长 21.48%。2) **晶肤医美**，定位中国“医学年轻化”连锁品牌，主打激光与微整形医疗美容服务，目前拥有终端机构数量 23 家，覆盖中西部地区 5 个城市。2018 年至 2021 年收入从 0.92 亿元增长至 2.56 亿元，业务收入增长迅速，CAGR 达 40.88%，占比依次为 19.12%/18.72%/19.65%/22.87%。2022 年上半年营收 1.53 亿元，同比增长 26.90%。3) **高一生医美**，为专业技术行业领先的高端医美品牌，目前在西安和宝鸡各有一家综合性医院和门诊部。2018 年至 2021 年收入从 1.16 亿元增长至 1.61 亿元，收入占比依次为 24.16%/23.84%/15.79%/14.36%。2022 年上半年营收略有下滑，为 0.68 亿元。

表10：公司医美板块品牌收入占比细分（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
医美板块	4.79	6.28	8.12	11.20	6.29
yoy	87.59%	31.15%	29.28%	37.84%	18.45%
其中					
米兰柏羽	2.72	3.61	5.25	7.03	4.08
yoy	41.69%	32.82%	45.29%	34.01%	21.48%
占比	56.72%	57.44%	64.56%	62.77%	64.85%
晶肤医美	0.92	1.18	1.60	2.56	1.53
yoy	44.00%	28.40%	35.70%	60.46%	26.90%
占比	19.12%	18.72%	19.65%	22.87%	24.31%
高一生	1.16	1.50	1.28	1.61	0.68
yoy	-	29.39%	-14.36%	25.34%	-8.77%
占比	24.16%	23.84%	15.79%	14.36%	10.84%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分业务类型来看，非手术类医疗美容贡献医美板块主要收入。公司医美业务可按类型分为手术类医疗美容和非手术类医疗美容。2019 年至 2021 年，非手术类医疗美容收入从 4.12 亿元增长至 8.31 亿元，收入增长迅速，CAGR 达 42.03%，收入占比依次为 65.51%/65.54%/73.86%；手术类医疗美容收入从 2.17 亿元增

长至 2.89，收入占比依次为 34.49%/34.46%/25.73%。2022 年上半年，手术类医疗美容收入规模同比下降 8.89%，占比降低至 22.08%，非手术类医疗美容收入规模同比上升 29.46%，占比进一步提升至 77.92%，体现出公司医美业务重心的进一步转移。

表11：公司医美板块品牌收入占比细分（亿元）

	2019	2020	2021	2022H1
手术类医疗美容	2.17	2.80	2.89	1.39
yoy	-	29.16%	3.35%	-8.89%
占比	34.49%	34.46%	25.73%	22.08%
非手术类医疗美容	4.12	5.33	8.31	4.90
yoy	-	29.34%	55.97%	29.46%
占比	65.51%	65.54%	73.86%	77.92%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

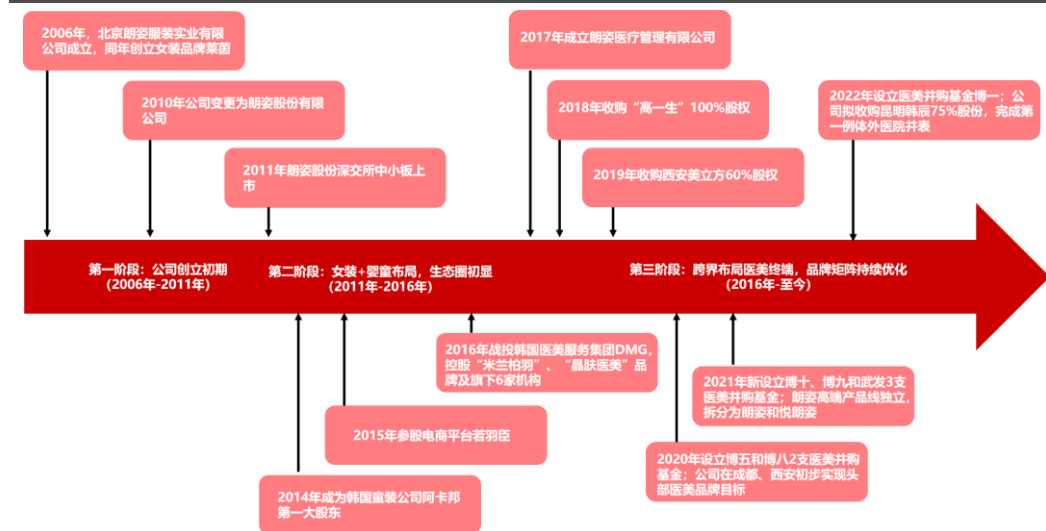
1.2 历史复盘：深耕时尚女性需求，横向跨界多业务布局

朗姿股份成立于 2006 年，逐步建立起女装+婴童+医美三大板块业务。公司历史可追溯至 2000 年主品牌朗姿的创立，公司成立后一直致力于品牌女装的设计、生产和销售。2014 年公司收购韩国童装品牌阿卡邦布局婴童市场。2016 年通过战略投资韩国著名医美服务集团 DMG，收购“米兰柏羽”、“晶肤医美”品牌进入医美行业，进一步搭建“泛时尚产业互联生态圈”。朗姿股份的发展可分为以下三个阶段：

2006-2011 年，公司创立初期，主要是高端女装的设计、生产与销售。在朗姿股份成立前，旗下品牌主要包括主品牌朗姿和 2003 年从韩国引入的卓可。2006 年朗姿股份成立，同年创立女装品牌莱茵。

2011-2016 年，女装+婴童布局，女性泛时尚产业生态圈初显。2011 年朗姿股份在深交所中小板成功上市。2014 年收购韩国著名童装品牌阿卡邦，布局婴童市场，初步建立起女性泛时尚产业生态圈。2015 年参股电商平台若羽臣，启动全面互联网化战略部署。

2016-至今，跨界布局医美终端，持续优化旗下品牌矩阵。2016 年公司通过战投韩国医美服务集团 DMG、控股“米兰柏羽”、“晶肤医美”两大品牌及旗下六家医美机构，布局医疗美容终端市场。2017 年成立朗姿医疗管理有限公司负责朗姿医美业务的投资管理，并以此持续对旗下品牌矩阵进行优化。2018 年收购高端医美机构品牌“高一生”100%股权，完善其“高端+轻医美”的医美机构矩阵。2020 年开始设立体外并购基金，截至 2022 年上半年末已有六只并购基金，基金规模整体达 27.56 亿元，助力医美业务快速扩张。现今，公司围绕女装+医美+婴童三大板块搭建女性泛时尚产业生态圈，医美业务的高增长驱动公司进一步发展。

图1：公司发展复盘


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2011-2015 年公司营业收入先增后减少。2011 年至 2015 年，营业收入从 8.36 亿元增长至 11.44 亿元，CAGR 达 8.16%；同期，归母净利润从 2.09 亿元降低至 0.74 亿元。公司 2014 年与 2015 年的营收与归母净利润指标的减少主要受互联网线上消费的冲击和国内经济增长持续乏力的影响，以较单一的女装和婴童实体零售为主的业务难以抵抗外部冲击，公司进入调整型转型期。

公司毛利率在此阶段保持较稳定水平。公司 2011 年至 2015 年毛利率基本稳定在 59%-62%，毛利率控制表现较好。

费用率方面：公司 2011 年至 2015 年期间管理费用率和财务费用率整体较稳定。销售费用率显著上升，2011 年至 2015 年依次为 17.68%、22.73%、28.35%、31.97%、35.65%。2011 年至 2013 年的销售费用率增长可归因于公司为业务扩张而加大销售费用的投入；而 2014 年和 2015 年销售费用依次为 4.08 亿元和 3.95 亿元，此销售费用率增加的原因一方面是公司营收降低，另一方面是销售费用中的商场扣点和费用仍居高不下。

表12：第二阶段公司收入、归母净利润、盈利能力及费率情况（亿元）

公司收入及归母净利润情况					
	2011	2012	2013	2014	2015
营业总收入	8.36	11.17	13.79	12.35	11.44
yoy	-	33.63%	23.39%	-10.40%	-7.38%
归母净利润	2.09	2.31	2.34	1.21	0.74
yoy	-	10.85%	1.06%	-48.14%	-38.58%
盈利能力及费率情况					
毛利率	59.96%	61.10%	61.72%	60.66%	58.99%
净利率	24.95%	20.70%	16.95%	9.81%	6.51%
销售费用率	17.68%	22.73%	28.35%	31.97%	35.65%
管理费用率	13.78%	15.21%	13.43%	15.56%	16.64%
财务费用率	-2.37%	-3.93%	-2.12%	0.51%	2.33%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司营业收入自 2016 年开始整体呈现稳步增长趋势。2016 年至 2021 年公司营业收入从 13.68 增长至 36.65 亿元, CAGR 达 21.79%; 同期, 归母净利润从 1.64 增长至 1.87 亿元, CAGR 达 2.71%。归母净利润整体处于稳定区间。2019 年公司归母净利润减少主要是由于朗姿持股化妆品公司 L&P 销售不及预期, 公司计提了 1.18 亿资产减值准备。这一阶段内的公司经营状况转好, 一方面是公司对于女装和婴童业务积极调整, 不断提升产品研发设计能力、创新营销思路和方法、提升供应链效率等途径提升经营效率。另一方面是公司加速布局医美市场, 抓住了国内医美市场快速发展的行业红利。2022 年前三季度营业总收入 26.64 亿元, 与往年同比增长 0.51%。归母净利润 0.18 亿元, 同比减少 88.92%, 主要是 2022 年上半年国内疫情反复, 国内外经济环境严峻, 加之公司部分费用支出刚性, 新医美终端机构盈利能力尚未释放等原因造成。

公司毛利率水平相较于前一时期略有下降, 但整体稳定。此阶段内公司毛利率水平保持在 54%-58%左右, 相较于前一阶段减少约 4%。

费用率方面:销售费用率整体上升, 但控制在 30%-40%左右的范围内, 2016 年至 2021 年依次为 34.83%/32.82%/35.94%/37.54%/39.01%/39.91%, 原因是营业收入规模上升带动的销售费用上升, 且公司对女装和医美业务宣传力度提高, 广告宣传费支出上升等。2022 年销售费用率进一步上升至 42.61%。

表13：第三阶段公司收入、归母净利润、盈利能力及费率情况（亿元）

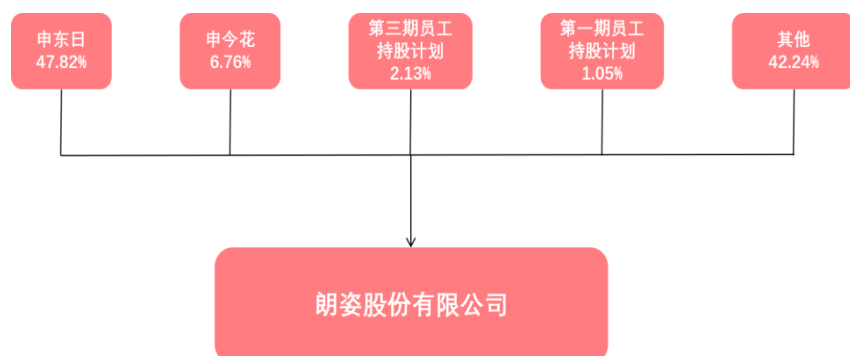
公司收入及归母净利润情况							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 前三季度
营业总收入	13.68	23.53	26.62	30.07	28.76	36.65	26.64
yoy	19.53%	72.06%	13.10%	12.99%	-4.35%	27.42%	0.51%
归母净利润	1.64	1.88	2.10	0.59	1.42	1.87	0.18
yoy	120.28%	14.36%	12.20%	-72.07%	141.65%	31.97%	-88.92%
盈利能力及费率情况							
毛利率	54.96%	57.35%	57.95%	58.24%	54.15%	57.01%	43.45%
净利率	13.44%	8.20%	7.68%	1.35%	4.72%	6.16%	0.92%
销售费用率	34.83%	32.82%	35.94%	37.54%	39.01%	39.91%	42.61%
管理费用率	15.30%	14.56%	11.25%	9.30%	8.22%	7.74%	8.95%
研发费用率	-	-	3.11%	3.44%	3.24%	3.07%	3.16%
财务费用率	0.64%	3.17%	6.77%	3.52%	1.57%	1.68%	2.30%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 股权集中，激励到位

申家兄妹绝对控股，ESOP 计划持续推进。截至 2022 年 9 月 30 日, 董事长申东日持股 47.82%, 申今花持股 6.76%, 兄妹二人为公司实际控制人。同时, 公司积极开展员工持股计划, 目前已开展 3 期。第 1 期和第 2 期持股计划员工已完成公司业绩考核, 解除限制完成减持。持股计划有助于吸引优质人才资源, 深度绑定公司利益, 提升员工积极性。

图2：朗姿股份股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表14：公司各期员工持股计划参与员工情况

参与对象及份额占比情况	
第一期员工持股计划（2014）	董监高人员：王国祥（副总经理）、王建优（副总经理、董事会秘书）、常静（副总经理、财务总监）、李春仙（董事、总经理助理）、全美乡（副总经理、首席设计师）、李美兰（监事会主席）、刘伟云（职工代表监事）共计 9.54%，其他员工共计 80.49%
第二期员工持股计划（2016）	公司关键管理人员、核心技术骨干以及其他员工等不超过 200 人，具体情况未披露
第三期员工持股计划（2021）	董监高人员：常静（副总经理、财务总监）、王建优（副总经理、董事会秘书）、潘林艳（副总经理、朗姿事业部总经理）、王国祥（副总经理）共计 31.85%，其他员工占比 39.49%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

管理层经验丰富，为公司长远发展奠定坚实基础。董事长申东日为长江商学院 EMBA 学历，在担任朗姿股份董事长之外，申东日社会履历较深，担任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。

表15：高级管理人员及核心员工简历情况

姓名	在公司任职	主要简历
申东日	董事长； 公司法人	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。
申金花	董事； 总经理	长江商学院 EMBA，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； 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。曾任扬州大学讲师、南京栖霞建设股份有限公司董事会秘书兼副总经理、若羽臣董事，兼任江苏省淮海发展研究基地兼职研究员、江苏省重点（培育）学科—应用经济学硕士研究生导师。
常静	副总经理； 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，曾任国际商业机器(中国)有限公司高级咨询经理。现任公司副总经理兼财务总监，西藏哗叽经理、法定代表人，山南明懿执行董事、总经理。
朱杨柳	总经理助理	四川大学 HMB A（医院管理高级研修班）。曾任四川米兰美容外科医院有限公司总经理，自 2013 年 9 月至今担任四川米兰柏羽医学美容医院有限公司总经理，现任朗姿股份有限公司总经理助理、朗姿医疗管理有限公司副总经理，兼任朗姿医美华西大区&米兰柏羽事业部总经理。
李家平	总经理助理	大学本科学历，曾任长沙华美医疗美容医院副总经理，厦门欧菲医疗美容医院总经理，广州曙光医疗美容医院总经理。自 2010 年 4 月至今担任晶肤医疗美容连锁总经理，现任朗姿股份有限公司总经理助理、朗姿医疗管理有限公司副总经理，兼任朗姿股份有限公司晶肤医美事业部总经理。

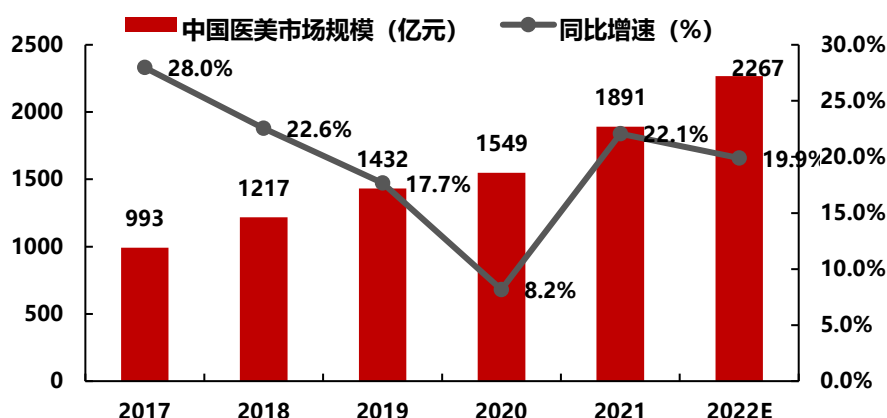
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 医美市场加速复苏，龙头企业持续向好

2.1 颜值经济持续升温，精确把握消费需求

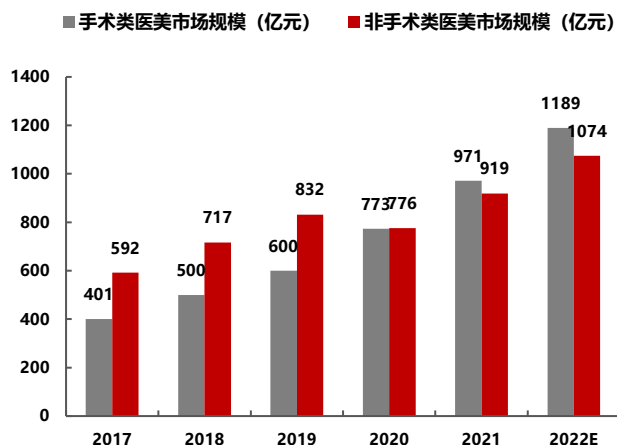
中国医美市场发展空间广阔，消费者需求持续上升。根据弗若斯特沙利文数据显示，2017-2021 年，中国医美市场规模由 993 亿元增长到 1891 亿元。2017-2021 年的四年复合增速达到 17.47%，远超全球增速。医美是消费行业中的黄金赛道，其中具有灵活、创伤小、恢复期短、风险低等特点非手术类的轻医美越加风靡。从 2021 年开始，手术类医美市场规模超过非手术类医美市场，此后两者规模差距逐渐扩大。2017-2021 年，中国手术类医美市场规模从 401 亿元增至 971 亿元，年均复合增长率达 24.7%；非手术类医美市场规模自 592 亿元增至 919 亿元，年均复合增长率达 11.62%。2017-2021 年手术类医美市场增速均领先于非手术类医美市场增速。

图3：中国医美市场规模及同比增速



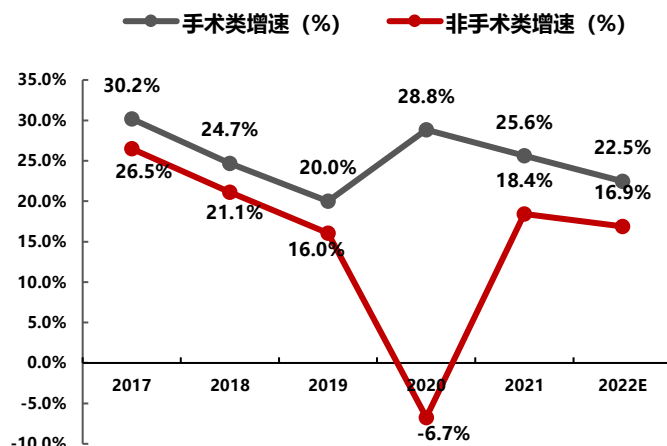
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图4：手术类和非手术类市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图5：手术类和非手术类市场规模增长速度



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

新时代崛起，消费主力年轻化，轻医美更受青睐：

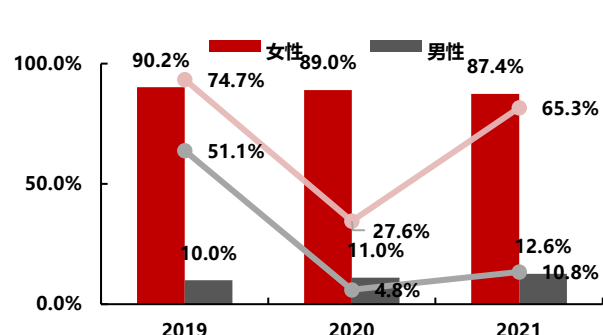
从消费核心人群看，我国医美消费核心人群以女性为主，但男性医美用户群体持续增长。2021 年女性在整体医美消费者中的占比约 87.4%。

从年龄段来看，20-25 岁新时代年轻消费者仍是医美消费核心主力人群，占比接近 4 成。31-35 岁新中产人群占比连续三年上升，85 后及 80 后抗衰需求突出，呈现熟龄消费的新特征，成为行业增长新动能。

从消费人群的地域分布来看，一线、新一线城市是医美消费主战场，医美消费人群占比 70%以上。2019-2021 年，二线城市消费人群占比从 15.3%到 18.3%，逐渐与一线、新一线城市呈现三足鼎立之势。未来二线城市有望成为医美市场新的增长极。

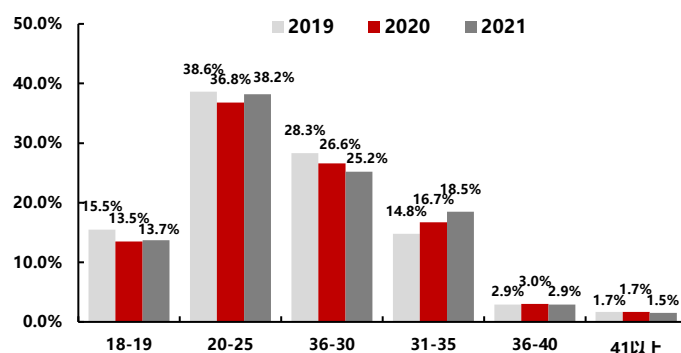
从具体的消费项目来看，2021 年医美项目消费规模占比前五名是：紧致抗衰、除皱瘦脸、玻尿酸、吸脂、美白嫩肤，分别占比 14.6%/11.7%/9.5%/6.1%/5.9%，其中只有吸脂是手术类项目，

图6：医美消费男女占比以及增速



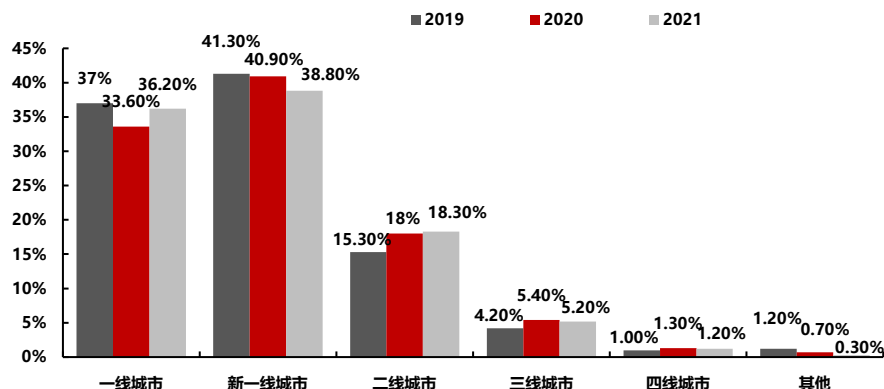
资料来源：新氧颜究院，民生证券研究院

图7：医美消费者人群年龄分布



资料来源：新氧颜究院，民生证券研究院

图8：2021 年医美项目消费规模占比



资料来源：新氧颜究院，民生证券研究院

渗透率仍有较大上升空间，医美人群扩张驱动行业发展。在渗透率方面，2020 年我国医美项目每千人诊疗量为 20.8 次，虽然仍落后于海外医美大国，但相比于 2019 年的 16.7 每千人诊疗量有所提升，未来仍有广阔的上升空间，医美人群扩容将成为行业增长的核心驱动力。根据《2021 医美行业白皮书》，2021 年我国医美用户约为 1813 万人，预计到 2023 年有望达到 2354 万人，医美用户规模呈现持续攀升趋势。

弗若斯特沙利文报告预计 2015-2019 年国内轻医美市场 CAGR 为 24.6%，消费占比从 39.09%提升至 41.78%。至 2024 年轻医美消费占比有望提升至 45.31%，未来或成变美“第一选择”。

图9：中国医美用户规模（万人）

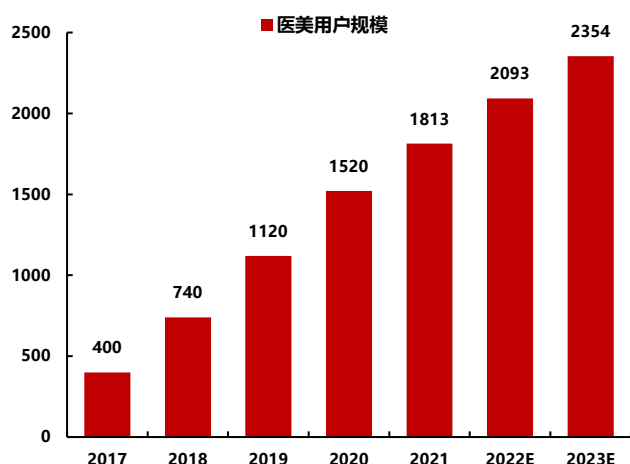
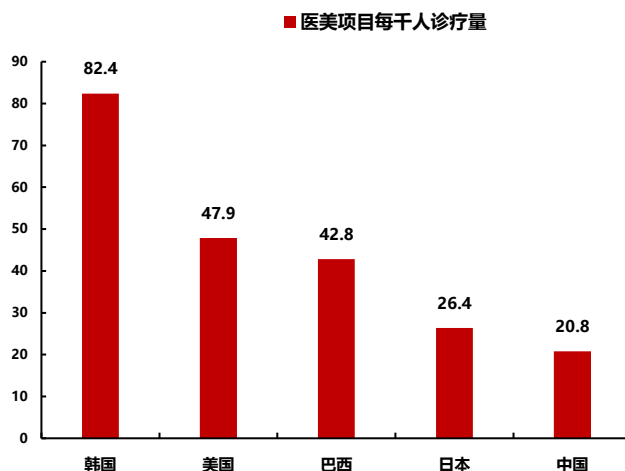


图10：2022 年各国医美项目每千人诊疗量（次）



资料来源：《2021 医美行业白皮书》，民生证券研究院

资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

2.2 医美机构端市场格局多元发展

医美产业链包括三个核心环节。1) 上游原料（玻尿酸、肉毒素等）药品器械的生产商和射频激光等器械设备的制造商，代表企业有爱美客、华熙生物、华东医药、复锐医疗科技等。上游产品上市需经国家药监局审批，审批周期长、要求高，导致中上游行业技术壁垒较高，市场集中度较高，盈利能力强；**2) 中游为医疗美容机构**，包括公立医院的整形美容课室、医疗美容专科医院；民营机构如医疗美容医院、门诊和诊所等，代表企业有瑞丽医美、华韩整形以及伊美尔等医疗美容机构。中游服务市场分散，单体获利能力层次不齐，成本构成中营销获客成本居高难下，极大地压缩了医美机构的利润空间；**3) 下游为线上和线下的各类医美获客平台**，主要包括线下和线上的户外、电梯、社交媒体等广告；线上包括悦美、新氧更美等第三方平台、信息流、双微；线下 SPA 会所、线下美容院等导流机构。医美平台的崛起将线下医美服务与线上信息服务融为一体，能有效解决信息不对称的问题，为商家提供了精准有效的获客渠道，给予消费者更大信心和自主选择权，构成了行

业发展重要推动力。

图 11：医美产业链分布情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

中国医美在公立机构中萌芽，民营机构的加入促进了医美市场的蓬勃发展。我国医美终端可以分为公立机构与民营机构两大类。1929 年我国首个医美公立机构诞生，发展历史较长，其巨大的优势是强大的品牌带给客户信任感和公信力。随着医美服务端的市场化加速，更具竞争意识和市场开发魄力的民营企业凭借进入门槛低、回报周期短的优势成为具备资源整合能力的佼佼者。民营医美机构在服务水平、价格优惠、预约难度方面占有优势。除此之外，民营医美还具有项目迭代快速的优势，相对公立医院漫长的决策过程，**“产品+技术驱动”已经成为民营医美第一大竞争优势。**

表16：中国医美市场的发展历程

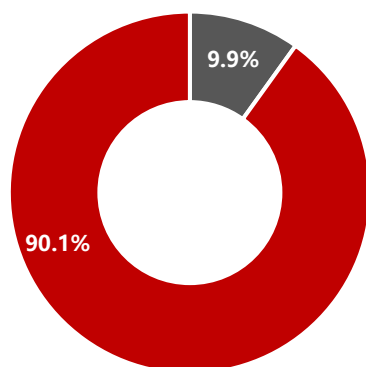
	年份	具体发展
中国医美在公立机构中萌芽	1929	圣约翰大学医学院附属同仁医院开设整形科，是国内首个整形机构
	1929	北京大学第三医学院设立整形外科，标志中国医美行业的开端
	1949	中国第一所整形专科医院—中国医学科学院整形医院的诞生
	1957	上海九院整形外科成立
	1961	恢复重建整形外科医院，整形外科研究所成立
民营加入，互联网促进洗牌	1997-2013	卫计委将医疗美容科正式列为医疗机构的一级诊疗项目
	2013	伊美尔、美莱等民营医疗机构成立，项目种类增肌，针剂注射项目关注度较高
	1997-2014	首家民营整形美容外科医院华韩整形上市，大众对医美的接受度不断提高，受众群体不断扩大
	2014-2017	资本入局，互联网医美 APP 不断涌现
	2017 至今	医美行业开展系列乱象整治措施，为行业发展提供新动力

资料来源：德勤，民生证券研究院

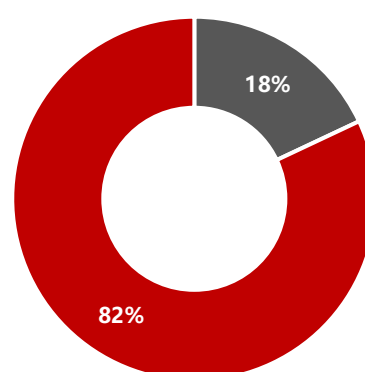
中国民营医美机构规模较大，收益增速较快，占市场总量的比重较高。2020年，民营医美机构占市场总量的82%。2016-2020年民营医美机构的收入由611亿元人民币增至965亿元，年复合增长率为12.1%，而同期公立医疗美容服务提供商的收入年复合增速仅为6.5%。从市场占比来看，2020年我国民营机构贡献了82%的市场收益。

图 12：2021 医美行业机构类型分布

■ 公立医院:1507间 ■ 民营机构:13673间


图 13：2021 年公立和民营机构贡献占比

■ 公立医院:243亿元 ■ 民营机构:1193亿元



资料来源：瑞丽医美招股说明书，民生证券研究院

资料来源：瑞丽医美招股说明书，民生证券研究院

表17：中国医美收入结构（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020
民营医美机构	611	795	991	1193	965
公立医美机构	165	197	225	243	212

资料来源：头豹研究院，民生证券研究院

民营机构又可进一步划分为医疗美容医院、门诊、诊所。不同类型的民营机构需要满足的人员设备配备条件有所不同，可开展美容外科项目的类型和级别也有不同，从类别/级别以及设置要求看，从高到低的分别为美容医院、门诊、诊所。2019年中国具备医疗美容资质的机构约1.3万家，其中医院类医美机构有3787家，占比为29.1%；门诊部类医美机构有4277家，占比为32.9%；诊所类医美机构有4940家，占比为38%。行业集中度不高，行业内竞争尤为激烈，且正规医美机构增速较快，但占比较低。

表18：美容医院、医美门诊部、医美诊所的设置要求

	美容医院	门诊	诊所
床位和牙椅	住院床位总数 20 张以上，美容治疗床 12 张以上，牙科综合治疗椅 4 台以上	至少设有美容治疗床 4 张，手术床位 2 台，牙科综合治疗椅 2 张，观察床位 2 张。	至少设有美容治疗床 2 张，或手术床 1 张及观察床 1 张，或牙科综合治疗椅 1 张。
科室设置	(一) 临床科室：至少设有美容咨询设计室、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。 (二) 医技科室：至少设有药剂科、检验科、放射科、手术室、技工室、消毒供应室、病案资料室。	(一) 临床科室：至少设有美容咨询室、美容外科、美容皮肤科、美容牙科，可设置美容中医科、美容治疗室。 (二) 医技科室：至少设有药剂科、化验室、手术室。	(一) 临床科室：美容外科、美容皮肤科、美容牙科、美容中医科 4 科目中不超过 2 个科目。 (二) 医技科室：根据开设的科目，设置相应的医技科室。
	-	-	美容外科：至少设有手术室、治疗室、观察室。
	-	-	美容牙科：至少设有诊疗室。
	-	-	美容皮肤科：至少设有美容治疗室。
	-	-	美容中医科：至少设有中医美容治疗室。
人员	(一) 每床（椅）至少配备 1.03 名相关专业卫生技术人员。 (二) 每床（椅）至少配备 0.4 名护士。 (三) 至少有 6 名具有相关专业副主任医师资格以上的主诊医师和至少 2 名主管护师资格以上的护士。 (四) 每科至少有 1 名本专业的具有主治医师资格以上的主诊医师。	(一) 每台手术床应至少配备 2.4 名相关专业卫生技术人员。 (二) 每张观察床、牙科综合治疗椅至少配备 1.03 名相关专业卫生技术人员和 0.4 名护士。 (三) 至少有 5 名执业医师，其中至少有 1 名具有相关专业副主任医师资格以上的主诊医师和 1 名具有护士资格以上的护士。 (四) 每科目至少有 1 名本专业的具有主治医师资格以上的主诊医师。	每一科目至少有 1 名具有相关专业主治医师资格以上的主诊医师和 1 名护士。 (三) 至少有 5 名执业医师，其中至少有 1 名具有相关专业副主任医师资格以上的主诊医师和 1 名具有护士资格以上的护士。 (四) 每科目至少有 1 名本专业的具有主治医师资格以上的主诊医师。
医疗用房	(一) 每病床建筑面积不少于 60 平方米。 (二) 病房每床净使用面积不少于 6 平方米。 (三) 每牙科综合治疗椅建筑面积不少于 40 平方米，诊室每牙科治疗椅净使用面积不少于 6 平方米。 (四) 每美容治疗床建筑面积不少于 20 平方米，每美容治疗床净使用面积不少于 6 平方米。	(一) 建筑面积不少于 200 平方米。 (二) 每室独立。 (三) 手术室净使用面积不少于 20 平方米。 (四) 诊室每美容治疗床、牙科综合治疗椅净使用面积不少于 6 平方米。	(一) 建筑面积不少于 60 平方米。 (二) 每室必须独立。 (三) 手术室净使用面积不得少于 15 平方米，或每美容治疗床、牙科综合治疗椅净使用面积不少于 6 平方米。
合法机构数量	约 3787 家，占比 29.1%	约 4277 家，占比 32.9%	约 4940 家，占比 38.0%

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

中国医疗美容市场竞争格局呈现分散状态。根据艾媒咨询，医美机构行业集中度较低：大型连锁美容企业占比仅为 10%，代表机构包括广州美莱、北京伊美尔、朗姿股份、华韩整形等；公立医院整容科室占比为 10%，代表机构包括上海九院、北京八大处和四川华西等；中小型民营医美机构处于主导地位，占比 55%，代表机构包括北京叶子、深圳富华等。医美项目具有消费个性化、地域差异化等特征，

因此大部分机构将运营经验跨省市复制存在一定难度，我国连锁医美集团多采用各地区自主经营形式。此外，伴随成本提升，医美机构经营者也多选择开设中小型机构，应对快速变化的消费者。

表19：中国医疗美容行业竞争格局

时间	分类	占比	特点	主要分布	代表
正规机构	公立医院 整容科室	10%	技术先进，经营正规，基本无推广，手术相对保守	基本在一线城市	上海九院 北京八大处 四川华西
	大型连锁 医美集团	10%	技术水平较高、设备齐全、营销推广力度大。利润微薄	经济发达的东部 沿海地区	广州美莱 北京伊美尔
	中小型民营 医美机构	55%	服务较为灵活，药品来源不能保障，注重营销，获客难度大	分布广泛	北京叶子 深圳富华
非正规机构	其他 “黑诊所”	25%	质量参差不齐，不合规较多，营销力度不大，事故频繁发生	分布广泛	/

资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

2.3 严监管之下，优资源+强资金医美机构优势显著

在过往的医美机构发展中存在两大痛点：

1) 痛点之一：中国医美行业发展迅速，但行业缺乏具有专业资质的医师。2020年行业标准医师需求数量约10万名，但行业实际从业医师数量只有近4万名。行业供需严重不平衡，导致出现一大批非法从事医疗美容服务的从业者和机构，根据德勤，2020年非法从事医疗美容服务的机构数量为正规机构的6倍以上。2017-2020年，行业行政处罚件数从1108增加到3841件，提升了247%，机构内缺乏专业医师和操作不规范的问题日益严重。

表20：2020年中国医美市场合规医师缺口（单位：名）

行业标准医师需求数量（非多点执业情况下）	行业实际从业医师数量（多点执业情况下）
106392	38343

资料来源：艾瑞咨询，前瞻产业研究院，民生证券研究院

表21：2017-2020 医美行业行政处罚件数（单位：件）

2017 年	2020 年	2017-2020 年增长率
1108	3841	247%

资料来源：企查查截至2021年12月数据，iResearch，民生证券研究院

2) 痛点之二：医美行业属于“微笑”型行业，产业链中游机构盈利能力不及上游厂商。上游生产商具有较高的牌照和技术壁垒，板块利润处于领先水平，平均毛利率为90%。中游医美机构与消费者紧密相连，分散竞争压缩了中游服务机构的利润空间，平均毛利率为50%。下游获客信息平台深度触达客户，放大B端机构曝光度和流量，与医美机构紧密相连，平均毛利率为60%。

表22：医美行业产业链利润率

	平均毛利率
上游	90%
中游	50%
下游	60%

资料来源：苏宁金融研究院、民生证券研究院

高价引流费用挤压了医美机构的利润空间，一直是医美机构的痛点之一。从整个医疗美容机构的价值链来看，营销渠道占比高达 30%-35%，医疗服务和药品器械采购占比分别为 15%-25%，10%-20%，咨询销售费用占比在 3%-7%，行政管理最低且不受关注占比为 2%-3%。为抢夺市场份额，医美机构投入高额营销费用进行营销宣传，百度竞价搜索、广告宣传商、美容院等营销渠道的费用严重的挤占了中游医美机构的利润空间。在承压状态下，部分医美机构向消费者兜售额外产品，甚至过度诊疗、虚假广告、“黑诊所”等问题也层出不穷，增加了消费者的成本，也导致消费者的信任度和购买信心下降，致使中小型医美机构运营面临着危机。

表23：医美机构的费用结构（单位：%）

费用结构	占比区间
获客营销占比	30%-35%
医疗服务	15%-25%
药品器械采购	10%-20%
咨询销售占比	3%-7%
行政管理占比	2%-3%

资料来源：前瞻产业研究院、民生证券研究院

当下医美监管方式更趋严格，医美行业进入壁垒有望提高。根据艾媒咨询 2020 年的数据，非正规机构占比 25%。为进一步净化医疗美容市场，实现医美行业规范化，近年来政策对医美行业的监管逐步收紧，在这之下医美行业竞争格局加速重构，行业进入壁垒将会不断提高，同时不合规的企业受打压力度加大，**合规机构的品牌价值将凸显，而具备优资源和强资金实力的头部医美机构有望份额持续提升。**

表24：近年医美监管政策

政策	发布单位	发布时间	政策内容
《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	严厉打击各类违法违规执业行为，严厉打击医疗骗保行为，严肃查处发布违法医疗广告和虚假信息的行为，坚决查处不规范收费、乱收费、诱导消费和过度诊疗行为
《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	进一步加强本市医疗美容综合监管执法工作，严厉打击医疗美容违法行为，规范医疗美容市场秩序，保障医疗美容行业安全稳定，维护公众身体健康和生命安全

《关于开展不合理医疗检查专项治理行动的通知》	国家卫健委	2021 年 1 月 14 日	严肃查处违反相关法律法规、诊疗技术规范，损害人民群众利益的不合理医疗检查，指导医疗机构建立健全规范医疗行为促进合理医疗检查的制度规范
《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 5 月 28 日	通过开展多部门联合专项整治，进一步提高美容医疗机构(含中医美容医疗机构，下同)依法执业意识，强化医疗服务质量和安全管理，防范医疗纠纷和安全风险，严厉打击非法医疗美容活动
《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局	2021 年 11 月 2 日	对制造“容貌焦虑”、使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者做证明、利用广告代言人为医美做推荐、证明等 9 大广告行为进行重点打击。
《公安部下发通知要求严厉打击非法制售医美产品等犯罪活动》	公安部	2021 年 11 月 25 日	进一步加大对非法制售医美产品等药品安全领域突出犯罪活动打击力度，切实保障人民群众身体健康和生命安全

资料来源：中国政府网、民生证券研究院

3 跨界医美锋芒毕露，深化多层次品牌矩阵

3.1 多层次医美机构布局，标准化模式+并购基金加速医院

扩张

公司医美涵盖米兰柏羽、晶肤医美和高一生三大品牌，截至 2022 年，29 家机构共覆盖 7 个城市。米兰柏羽、晶肤医美和高一生分别定位高端、技术、轻医美多点连锁，形成立体发展格局，有助于把握消费者细分需求，持续提升公司的市场覆盖率和服务质量，已在不同区域市场具有较高的品牌知名度和市场占有率。

图 14：各门店环境图



资料来源：朗姿股份官网，民生证券研究院

通过“1+N”战略形成中心辐射形态迅速扩张医美版图。在特定区域内以一家或多家大型机构纵深布局积累品牌口碑，再以若干家小型连锁机构或诊所扩大人群覆盖范围并与核心机构形成协同，实现客群相互导流输送。目前已拥有 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、宝鸡和咸阳等地区。

表25：公司三大品牌门店概况

品牌	时间	定位	数量	类型	门店区域
高一生	1991	坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌	2	医院、门诊部	西安、宝鸡
晶肤医美	2005	专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌	4	医院、门诊部	成都、深圳、西安
米兰柏羽	2011	专业技术行业领先的高端医美品牌，区域医美标杆型机构	23	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1) 米兰柏羽，成都头部高端高端综合性医美品牌，全面打通成都、西安、深圳三地市场。米兰柏羽成立于 2005 年，其前身为“米兰美容外科医院”，2013 年升级为“四川米兰柏羽医学美容医院”。2016 年朗姿股份向医美市场迈进，以

2.22 亿元收购了四川米兰柏羽 63.5%的股权。经过与上市公司的资源对接与全面整合，米兰柏羽目前已是国内在医院经营管理、医疗体系建设、专业人才培养、财税法律规范等方面健全规范的品牌医疗美容机构。2018 年米兰柏羽成为成都医美“十强”医院，同年年底，获评中国 5A 级医美机构认证。

米兰柏羽是公司医美板块营业收入的最大贡献者。2018-2021 年米兰柏羽营收分别占医美总营收的 56.72%/57.44%/64.54%/62.77%。2021 年米兰柏羽事业部总营业收入首次突破 7 亿元，同比增速达到 34%，占比 62.77%，毛利率达到 51.36%。

表26：米兰柏羽营收情况（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
收入	2.72	3.61	5.25	7.03	4.08
同比增速	-	32.80%	45.30%	34.00%	21.48%
占医美营业收入	56.72%	57.44%	64.56%	62.77%	64.85%
毛利率	-	52.40%	54.03%	51.36%	50.35%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

米兰柏羽已经在 2021 年全面打通成都、西安和深圳三大市场，旗下拥有 4 家机构，位于成都和西安的 3 家综合性医美整形医院以及位于深圳的 1 家门诊部，其中四川米兰柏羽贡献公司医美业务占比达 41.50%、其次为成都高新米兰贡献占比达 12.09%。此外，深圳米兰门诊部改扩建并升级为综合性医美整形医院正在按计划推进中。**米兰柏羽将坚定立足成都，辐射西南，拓展西北，布点一线，稳健发展的战略，坚实迈入走向全国医美市场。**

表27：米兰柏羽终端布局情况

子公司名称	2021 年净利率	成立时间	性质	地点	持股比例
四川米兰柏羽	13.55%	2005 年	医院	四川	100%
深圳米兰柏羽	预计亏损	2013 年	门诊部	深圳	100%
西安米兰柏	2%	2013 年	医院	西安	85%（朗姿股份 49%，朗姿医疗 36%）
成都高新米兰柏羽	-62%	2021 年	医院	成都	60%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2) 晶肤医美，专注医学年轻化的医美连锁品牌。旗下已成立 14 家专业医美机构。近年来随着品牌升级与扩张，为了给求美者提供更优质全面的整形服务，正式建立整形外科。晶肤医美连锁始终将医学年轻化作为技术精进与研究方向，现今晶肤医美连锁已是集“医学抗衰、皮肤美容、微创整形、整形外科”为一体的全能型整形医院。

表28：晶肤医美终端布局情况

序号	子公司名称	成立时间	性质	地点	持股比例
1	四川晶肤	2016 年	医院	四川	100%
2	西安晶肤	2016 年	医院	西安	100%
3	重庆晶肤	2016 年	医院	重庆	100%
4	长沙市芙蓉区晶肤	2016 年	医院	长沙	100%
5	成都青羊光华晶肤	2017 年	诊所	成都	100%
6	成都高新锦城晶肤	2017 年	诊所	成都	55%
7	西安市新城区晶肤	2017 年	医院	西安	100%
8	成都武侯新南晶肤	2019 年	诊所	成都	55%
9	成都成雅晶肤	2020 年	门诊部	成都	58%
10	成都锦江星宏晶肤	2020 年	诊所	成都	58%
11	西安荣耀晶肤	2020 年	医院	西安	55%
12	成都武侯华星晶肤	2020 年	诊所	成都	55%
13	成都武侯喜悦晶肤	2020 年	诊所	成都	60%
14	成都锦江中新晶肤	2021 年	门诊部	成都	55%
15	咸阳美立晶肤	2021 年	医院	咸阳	31.66%
16	成都高新南锦晶肤	2021 年	诊所	成都	55%
17	成都金牛阅华晶肤	2021 年	诊所	成都	55%
18	成都高新宁悦晶肤	2021 年	诊所	成都	55%
19	长沙市天心区潇湘晶肤	2021 年	医院	长沙	55%
20	重庆嘉龄晶肤	2021 年	诊所	重庆	51%
21	成都高新欢欣晶肤	2021 年	诊所	成都	55%
22	成都武侯紫藤晶肤	2021 年	门诊部	成都	55%
23	成都高新水街晶肤	2022 年	门诊部	成都	55%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2018-2021 年晶肤医美营收分别占医美总营收的 19.12%、18.72%、19.65% 与 22.87%，其中四川晶肤为晶肤品牌旗下收入体量最大的机构，2021 年收入贡献占公司医美业务比重达 8.21%，其净利率达到 18.33%。

表29：晶肤医美营收情况（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
收入	0.92	1.18	1.60	2.56	1.53
同比增速	-	28.40%	35.70%	60.50%	26.90%
占医美营业收入	19.12%	18.72%	19.65%	22.87%	24.31%
毛利率	-	54.51%	51.47%	50.23%	46.60%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3) 高一生，集五大医美中心为一体的专业医疗美容机构。高一生品牌创立于 1991 年，历史超过 30 年，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。高一生精心打造全智能服务流程，从候诊、到术前设计、术前准备、再到手术治疗、术后护理等各个环节。

表30：高一生终端情况

子公司名称	成立时间	性质	地点	持股比例
陕西高一生	2018 年	医院	西安	100%
宝鸡高一生	2019 年	门诊部	宝鸡	50.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2018-2021 年高一生美营收分别占医美总营收的 24.16%、23.84%、15.79% 与 14.36%。其中截至 2021 年陕西高一生收入占比达到 12.98%，净利率达 12.52%。

表31：高一生营收情况（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
收入	1.16	1.50	1.28	1.61	0.68
同比增速	-	29.40%	-14.40%	25.30%	-8.77%
占医美营业收入	24.16%	23.84%	15.79%	14.36%	10.84%
毛利率	-	59.19%	59.19%	56.47%	45.48%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司管理体系成熟全面，职责明确有效输出。通过不断探索、不断推进管理的精细化运作，公司现已建立完善的“集团管控模式-医管公司（后台）-事业部（中台）-医疗机构（医院、诊所、门诊部）（前台）”四级级管理体系，其中集团对朗姿医美提供管理支持，统筹管控投资、财务、法务、人力资源、信息化平台等，后台负责战略和支持、中台负责营销和运营、前台提供医疗和服务。成熟的组织管理体系分工明确，有效保障了管理效率提升和管理成本控制，并通过公司品质医美管理理念的不断提升和经营模式的输出，赋能新设机构，实现医美规模扩张的同时保障稳健经营。

表32：朗姿精细化四级管理系统

朗姿医疗四级管理系统		
一级	集团公司 (朗姿股份)	·财务预算管控，资金集中管理，财务统一核算 ·法务审核，风险管控，审计监督 ·人力资源体系、信息化平台规划和搭建
二级	医管公司 (朗姿医疗)	·业务规划，经营策略 ·年度计划拟定，考核与评价 ·集团化采购和招标管理 ·医务和服务管理制度建设 ·经营数据分析与改建意见
三级	品牌事业部 (高一生，晶肤医美，米兰柏羽)	·品牌推广和机构拓展 ·人才培养和引进 ·业务流程规范化和标准化建设 ·产品研发创新和应用推广
四级	医美机构 (2 家高一生，4 家米兰柏羽，23 家晶肤医美)	·业务开展 ·营销活动开展 ·产品营销推广，服务提供 ·客户引流和服务

资料来源：公司公告，民生证券研究院

强化信息化建设，以业务为视角来打造信息化管理的蓝图。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，整合相关软件，实现新一代协作和创新的云价值平台，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，朗姿医美信息化建设将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。

表33：朗姿信息化管理体系

三层功能面	具体作用
客户服务层面	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
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
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

资料来源：公司公告，民生证券研究院

精细化运行提升公司经营效率，标准化流程体系以便扩张中复制。公司统一对下属机构的营销进行统筹规划，使得终端机构职能更加高效、简单、标准化，2019-2021 年管理费用率为 7.74%/6.45%/7.63%，均控制在 10% 以下。此外，公司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，提升运营效率和质量。

表34：公司医美机构管理运营标准可复制

营销投放	运营管理	客户服务	医疗质量管理
引进营销专业人才和团队	标准化人员培训和人才培养	始终坚持高品质和用心服务的理念，从环境、设施、接待、术后跟踪等各个环节为顾客提供高品质的服务体验	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
紧密跟踪流行趋势，深入营销最前沿，	短期内部医生的轮训和继续教育	公司基于各品牌的特性，建立了不同品牌的流程标准体系	标准合规的临床方案和临床解决路径
及时反馈顾客需求和市场需求	中期开启有资质医生培训	设立了服务监督机制，及时收集顾客对服务细节的反馈	制定《朗姿医美医疗安全条例》
统筹安排广告投放和营销推广	长期开展院校合作等模式，并充分结合外部品牌供应商培训，形成	拓展医美智慧服务	通过“内部提拔+外部吸纳”的方式招募医院管理人才和医美业务骨干

资料来源：公司公告，民生证券研究院

六大产业基金助力外延发展，加速向全国版图扩展。自 2020 年 12 月起，公司先后设立六支医美股权投资基金，基金规模达 27.56 元，其中公司累计出资 12.25 亿。公司通过基金的专业化收购和孵化优质医美标的，进一步促进公司医美业务规模的持续提升，加快医美业务全国布局。目前公司已投资机构包括北京丽都、昆明韩辰、南京韩辰、武汉五洲莱美、郑州集美、杭州格莱美等十余家医美机构，在自有医美机构基础上，新开辟北京、昆明、南京、武汉、郑州等多个城市的市场，进一步扩大与外部投资机构、产业基金的合作范围和深度，全国医美布局版图初现。

表35：朗姿六大产业基金

基金	成立时间	持股比例	基金规模
芜湖博辰五号股权投资合伙企业（有限合伙）	2020.5	49.88%	4.01 亿元
芜湖博辰八号股权投资合伙企业（有限合伙）	2021.3	49.88%	2.51 亿元
芜湖博辰九号股权投资合伙企业（有限合伙）	2021.7	49.90%	5.01 亿元
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）	2021.9	19.96%	5.01 亿元
芜湖博辰十号股权投资合伙企业（有限合伙）	2021.1	49.92%	6.01 亿元
芜湖博恒一号股权投资合伙企业（有限合伙）	2022.1	49.90%	5.01 亿元

资料来源：公司公告，企查查，民生证券研究院

3.2 合规优质的医疗服务资源，奠定公司竞争核心

公司具有专业的医疗团队和高质量的医疗水平。朗姿医疗旗下拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”三大医美品牌。朗姿医美通过外部引进和自己培养相结合的方式，汇聚了一批医德仁厚、技艺精湛的医生团队，目前拥有医生及医护人员 730 人。学术创新，科研成果丰厚。截至 2022 年上半年，医美板块已获得 1 项国家发明专利、4 项外观设计专利、32 项实用新型专利。公司旗下各医美机构均建立了一套完整的诊疗业务流程和追踪体系，以顾客的需求和安全为核心，提供高品质的医疗美容解决方案。公司积极鼓励医疗技术的创新，重视新产品、新设备的引进，基于顾客需求，在满足医疗安全性的前提下努力提高治疗效果和顾客舒适度。

筑牢人才之基，巩固医疗硬实力。医师执业能力是医美终端行业的成功关键因素。朗姿持续进行人才培养，不定期邀请行业专家开展专题讲座和业务培训，并通过建立线上内训师管理认证机制提升学员美学实操技术。通过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，并充分结合外部品牌供应商培训，形成“短、中、长”分阶段推进，以及“内+外”联动的培训体系，培养集团所需的医疗人才。2022 年 1 月公司成立朗姿医美医师培训基地，成为朗姿医美人才孵化管理与机制规范的示范机构。2022 年公司正式启动“青苗医生培养计划”，经过系统化理论授课、临床一对一带教、高标准考核通关、结业答辩等方式，为旗下各机构培养合格的医生人才。此外，积极参与承办对外学术交流，把握行业前沿。2012-2021 年间公司先后参加或承办学术交流 16 余场，2021 年先后承办第二届中国医学美容新技术高峰论坛、四川省美容整形协会面部整形与修复再生分会学术年会、“启程·千里之行”——第一届朗姿医美学术交流会，通过学术专业研讨与交流提升从业人员医美知识和专业水平，进一步拓宽视野。

多层次激励体系以汇聚医美人才。朗姿医美依靠集团层面和参控股医美企业的强有力支持，通过“内部提拔+外部吸纳”的方式招募更多的医院管理人才和医美业务骨干，提升公司在医疗美容业务上的管理能力和运营经验。同时公司广泛的开展合伙人计划的激励政策以及集团股权激励政策，覆盖医美管理人员和重要业务骨干，形成广泛的激励机制，在留住现有优秀人人才和保证公司可持续发展的同时，吸引更多的医美人才来助力朗姿医美的发展。

3.3 线上线下渠道布局，联动产业打造品牌粘性

联动产业上游资源助力高效获客。2021年5月20日，朗姿医美与艾尔建美学宣布达成战略合作共识，双方将整合各自优势资源，未来有望在医美人才培养、消费者教育、运营能力提升等方面进行深度合作，共同推进医美行业的规范化和高效化发展。**在医美人才培养方面**，朗姿医美将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；**在消费者教育方面**，双方将共同推进正品质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，帮助消费者建立理性、科学的求美观；**在运营能力提升方面**，朗姿医美将借助艾尔建规范化的培训和业务咨询服务体系，更好地开展行业研究、优化运营模式，提升医美消费者体验。

全渠道的营销模式实现老客的精准维护和新客的引流到店。公司开拓包括美团、新氧等电商类平台，抖音、快手等线上信息流平台，以及搜索引擎类、自媒体平台 and 线下户外渠道，实现了多平台与多品牌的全面突破，打造和完善线上、线下全渠道运营模式。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，加强对市场的分析和预判，及时调整市场投放。通过大数据分析对客户进行精准画像，通过线上、线下开展贴合顾客需求的活动，明确地传达公司品牌的态度和主张，吸引新客及增加老客粘性。

3.4 时尚女装+绿色婴童，纵深推进品牌建设

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。公司旗下拥有6个自主品牌，面向25-50岁的女性，分别通过差异化的产品定位及设计风格，一方面满足女性客户多层次、差别化的个性需求，如追求自我、注重品质、充满活力等；另一方面满足她们不同年龄段的表达诉求。截至2022年上半年，**公司女装业务共有线下603个销售终端及30个线上渠道**，选址均位于国内大型高端商场、SHOPPINGMALL、机场店，并培养了一个忠诚、稳定、庞大的客户群，截至2022年6月30日拥有女装线下VIP客户超31.93万人，女装线上采用平台新的引流方式VIP客户超34.9万人。

表36：2022年上半年女装各品牌终端门店数量单位：家

品牌	自营	经销	线上	合计
朗姿	175	139	14	328
莱茵	124	33	6	163
莫佐	25	-	2	27
第五季	72	-	4	76
吉高特	1	-	-	1
子苞米	35	-	4	39
合计	432	172	30	634

资料来源：公司公告、民生证券研究院

婴童业务的主要经营模式与公司女装业务基本相同。结合国内婴童消费需求方向，强化国内主推婴童品牌影响力，围绕阿卡邦的中高端母婴品牌爱多娃的定位，借助公司现有渠道和客户资源与销售团队，采用“线上+线下”、“自营+代理”等多元运营模式进行渠道布局，快速实现童装的国内产业布局。

经过近四十年来的经营和发展，公司控股子公司阿卡邦现已构建出具有国际化视野的营销体系。截至 2021 年上半年，**阿卡邦销售终端共 551 家，其中韩国 513 家，国内 38 家（含 6 个国内线上渠道）**。韩国线下销售终端主要分布于高端商场、大型商超、街边店；国内线下销售终端已拓展至北京、上海、浙江、江苏、四川、陕西、黑龙江等区域的商场及购物中心。

表37：2022 年上半年婴童各品牌终端门店数量单位：家

品牌	自营	经销	线上	合计
Agabang&DearBaby	240	153	37	430
Ettoi	104	11	6	121
合计	344	164	43	551

资料来源：公司公告、民生证券研究院

以线下直营为主，线上销售为辅。销售产品的销售渠道及实际运营方式主要有以下四种。**1) 线上销售：**公司在第三方电商平台如天猫、京东、抖音等平台开设线上店铺，直接销售商品给终端消费者。电商直销模式下将商品交付且控制权转移给消费者，消费者确认收货后，并按照上述平台与公司的最终结算金额确认收入。

2) 直营销售：公司直接负责门店或商场专柜的开设、经营、管理并承担门店运营的所有费用，直营模式下于商品交付且控制权转移至消费者时按照实际收取的货款确认收入。**3) 经销销售：**公司通过与具有一定资质的企业或个人签订经销合同，授权在一定时间和区域内代理销售本公司商品的权利，经销模式于商品发出且控制权转移给经销商时，按照因向经销商转让商品而预期有权收取的对价金额确认收入。**4) 贸易销售：**公司通过出口方式将童装销往东南亚等国家地区，出口港装运完毕即确认收入；该销售模式主要为韩国阿卡邦婴童业务采用。

表38：2021 年销售模式以及渠道情况（单位：亿元）

销售渠道	营业收入（亿元）	YoY	营业成本（亿元）	YoY	毛利率	毛利率同比变动（pct）
线上销售	4.01	43.2%	1.77	6.3%	55.79%	6.17
直营销售	17.02	19.1%	6.92	0.9%	59.32%	6.44
分销销售	3.89	52.2%	1.36	19.4%	65.01%	0.05
贸易销售	0.16	-58.8%	0.14	-55.8%	8.24%	-1.76

资料来源：公司公告、民生证券研究院

随着新零售的加速推进，线上业务规模大幅增长。2019-2021 年时尚女装线上营业收入分别为 1.91/2.36/3.34 亿元。其中，2021 年与 2020 年女装线上营收总额分别同比增长 41.7%和增长 23.7%。2019-2021 年绿色婴童线上营业收入分

别为 3828.10/4464.41/6664.38 万元，其中 2021 年与 2020 年绿色婴童线上营收总额分别同比增长 49.3%和减少 16.6%。2020 年，为避免新冠肺炎疫情扩大，国内各地区均采取不同程度的疫情严控措施，减少人员流动，从而对线下销售和医疗美容业务的正常开展造成一定影响。2021 年收入及业绩增速提高主要疫情改变了部分消费者的消费习惯，加速推动了线上、线下一体化经营的进程，并催生了如微商城、社群、直播、直销等“新零售”内容的发展，积极引领消费理念，拓展消费者触达，尝试跨界合作，不断推动着公司女装与婴童业务规模上的有效提升。

表39：2021 年女装业务营业收入按经营模式划分（单位：亿元）

	2021				2020				2019	
	收入	收入增速	占比	占比增速	收入	收入增速	占比	占比增速	收入	占比
线上	3.34	41.70%	19.77%	10.80%	2.36	23.70%	17.84%	41.40%	1.91	12.62%
自营	11.18	15.30%	66.07%	-9.80%	9.69	-10.10%	73.24%	2.70%	10.78	71.31%
经销	2.40	103.10%	14.16%	58.90%	1.18	-51.50%	8.91%	-44.60%	2.43	16.07%
合计	16.92	27.90%	100%	0.00%	13.23	-12.50%	100%	0.00%	15.12	100%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

表40：2021 年婴童业务营业收入按经营模式划分（单位：亿元）

	2021				2020				2019	
	收入	收入增速	占比	占比增速	收入	收入增速	占比	占比增速	收入	占比
自营	5.85	27.10%	71.63%	5.90%	4.60	-1.00%	67.65%	9.90%	4.64	61.53%
经销	1.49	8.60%	18.30%	-9.50%	1.38	-34.80%	20.23%	-27.60%	2.11	27.95%
贸易	0.16	-58.80%	1.91%	-65.60%	0.38	-8.20%	5.55%	1.80%	0.41	5.45%
线上	0.67	49.30%	8.17%	24.40%	0.45	16.60%	6.57%	29.60%	0.38	5.07%
合计	8.16	26.20%	100%	-	6.80	-27.30%	100%	-	7.55	100%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

优异的研发设计实力，夯实市场竞争力。公司始终重视和坚持产品自主研发、设计与开发，2019-2021 年研发投入分别为 10343/9313.7/11254 万元，近三年研发投入占营收比例均超 3%。公司拥有一支高素质、国际化的设计研发队伍，在北京、韩国分别设立了研发设计中心，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。公司设计团队具备敏锐的时尚捕捉能力，截至 2022H1，公司自有服装设计师 110 人，签约服装设计师 1 人，且经常参加国际流行前沿的时装发布会、知名时装走秀活动，并对国际流行元素保持紧密跟踪，及时反馈顾客需求和市场信息，确保市场需求与公司产品保持紧密衔接。

表41：朗姿研发投入（单位：亿元）

	2021 年	2021 年增速	2020 年	2020 年增速	2019 年
研发投入金额（亿元）	1.13	20.84%	0.93	-9.95%	1.03
研发投入占营业收入比例	3.07%	-	3.24%	-	3.44%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

委托加工和定制生产模式，不断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。

多品牌数字化战略持续升级，打造“智慧零售”模式。公司致力于打造“智慧零售”模式，努力实现集团数字化、智能化的现代时尚零售企业转型升级的战略目标，与巨益实行战略合作，从高端女装到婴童多品牌多业态战略布局，巨益 OMS 全渠道电商中台助力朗姿实现全渠道订单履约、线上线下库存协同、自营仓、外包仓、第三方仓库的统一管理、线上和线下的物流仓储业务支持等数字化场景支撑。

4 深化业务协同+医美业务潜力广阔，前景可期

4.1 三大业务板块深度联动，深化业务协同效应

公司秉持深耕时尚女性消费需求理念，致力于打造泛时尚产业互联生态圈。朗姿股份描绘的泛时尚产业互联生态圈，可概括为公司依托多年积累的丰厚女装时尚品牌优势、已建立的时尚品牌方阵及其覆盖的广阔优质线下营销网络和客户资源，通过线上线下互通、板块轮动协同等多种手段，打造出时尚女装、时尚医美、绿色婴童等业务板块的“线上线下流量互通、多维时尚资源共享、全球多地产业联动”的泛时尚产业互联生态圈。

未来可进一步期待公司三大板块业务进行深度联动，实现时尚产业互联生态圈的高效互动协同。通过打通业务间的流量壁垒，实现线上线下流量互通、板块流量互通，从而提升公司各业务的获客能力，提升销售费用的收入转化能力，提升公司资源利用效率，进而优化公司业务运营能力。

4.2 新机构规模逐渐形成，盈利空间广阔

新老机构收入规模差距逐渐收窄，次新机构盈利有所改善。收入规模方面，2019年至2022H1的次新机构收入占比依次为28.76%、30.24%、25.82%与29.64%。2021年次新收入占比降低，主要是高一生以及西安米兰等次新大店转为老机构，2020年与2021年新设机构转为次新机构后，2022H1次新机构收入占比回升，新机构收入规模逐渐形成。盈利能力方面，2022年H1在疫情反复、宏观经济承压的环境下，次新机构净利率为-12.97%，新机构盈利能力仍有待改善，净利率-43.50%，相较于2021年均有所改善。

表42：公司医美业务按机构运营时间的经营情况（单位：万元）

	2019	2020	2021	2022H1
老机构	41,162.72	55,500.38	81,978.85	42,221.54
占比	65.49%	68.31%	73.20%	65.90%
净利率	12.05%	14.34%	13.18%	5.02%
次新机构	18,074.21	24,573.39	28,911.25	18,989.60
占比	28.76%	30.24%	25.82%	29.64%
净利率	21.47%	5.78%	-20.95%	-12.97%
新设机构	3,611.84	1,175.86	1,102.52	1,668.05
占比	5.75%	1.45%	0.98%	2.60%
净利率	5.63%	-117.13%	-91.55%	-43.50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院。注：老机构是指开设三年（不含三年）以上的机构、次新机构是指开设一至三年（含三年，不含一年）的机构、新设机构是指开设一年（含一年）以内的机构

高效医美终端扩张模式+标准化运营管理模式可复制条件下，未来盈利空间广阔。总体来看，朗姿医美新设机构收入规模爬坡表现较好，盈利能力受经济环境影

响较大。随疫情恢复和宏观经济转稳，未来在新设医美机构盈利能力改善，在医美终端覆盖面进一步扩张的条件下，未来公司医美业务盈利空间有望进一步提升。

4.3 内生+外延双重驱动医美布局速度，展望全国化连锁布局能力

扩张进程加速，全国化连锁布局可期。内生模式下，2020 年新增 5 家晶肤医美终端机构、1 家米兰柏羽终端机构，2021 年新增 9 家晶肤医美终端机构，2022 年上半年新增 1 家晶肤医美终端机构。外延模式下，2022 年 9 月 9 日，朗姿股份全资子公司北京朗姿医管与博辰五号签署股权转让协议，北京朗姿医管拟以现金收购博辰五号持有的昆明韩辰医疗美容医院 75% 股权。昆明韩辰为昆明地区的头部医疗美容机构，近年来业务规模稳步提升，2021 年度实现营业收入 1.67 亿元，2022 年上半年实现营业收入 0.96 亿元，在昆明当地具有较强品牌影响力。昆明韩辰美容医院的收购并表是公司医美产业基金体外孵化模式下的第一个项目，该项目的顺利合并有助于公司扩大医美业务覆盖城市，拓宽市场版图，改善医美业务经营情况，未来可进一步期待更多优质医美标的并表。

表43：2020 年-2022 年公司医美机构设立情况

序号	设立年份	机构名称	所处位置	设立方式	持股比例
1	2020	喜悦晶肤	成都	新设合并	60%
2	2020	华星晶肤	成都	新设合并	55%
3	2020	荣耀晶肤	西安	新设合并	51%
4	2020	高新米兰	成都	新设合并	51%
5	2020	蓉雅晶肤	成都	收购合并	21%
6	2020	星宏晶肤	成都	收购合并	6%
7	2021	美立晶肤	咸阳	收购合并	31.66%
8	2021	中新晶肤	成都	新设合并	55%
9	2021	南锦晶肤	成都	新设合并	55%
10	2021	潇湘晶肤	长沙	新设合并	55%
11	2021	宁悦晶肤	成都	新设合并	55%
12	2021	嘉龄晶肤	重庆	新设合并	51%
13	2021	欢欣晶肤	成都	新设合并	55%
14	2021	阅华晶肤	成都	新设合并	55%
15	2021	紫藤晶肤	成都	新设合并	55%
16	2022	水街晶肤	成都	新设合并	55%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

医美并购基金覆盖多个医美标的，未来有望进一步孵化并表。截至 2022 年上半年，公司先后共设立 6 支医美并购基金，基金整体规模达 27.56 亿元。目前，医美并购基金下拥有丽都、韩辰、五洲、华美、雅美等知名医美品牌标的，覆盖北

京、南京、武汉、杭州、郑州、长沙等多个城市。结合朗姿医美搭建的标准化三级运营管理体系和优秀的医美人才培养机制，在强大的可复制化体系下，若优质医美标的的成功孵化并表整合，可扩大公司医美业务覆盖范围，不断拉动公司营收向上。

表44：医美并购基金旗下医美标的明细

基金名称	出资比	直接控股公司	持股比例	间接控股
芜湖博辰五号股权投资合伙企业（有限合伙）	49.88%	北京丽都医疗美容医院有限公司	80%	-
		南京韩辰美容医院有限公司	65%	-
		武汉五洲整形外科医院有限公司	65%	-
芜湖博辰八号股权投资合伙企业（有限合伙）	49.80%	武汉韩辰医疗美容医院有限公司	60%	武汉韩辰美容美体服务有限公司（100%）
		深圳米兰柏羽医疗美容门诊部（已并表）	18%	-
芜湖博辰九号股权投资合伙企业（有限合伙）	49.90%	郑州华领医疗美容医院有限公司	73.30%	成都姿颜医美供应链管理有限公司（100%）、郑州彦得美容服务有限公司（100%）
		郑州集美医疗美容医院有限公司	63%	郑州集小美美容服务有限公司（100%）
		湖南雅美医疗美容医院有限公司	63%	湘潭雅美医疗美容医院有限公司（95%）、株洲雅美医疗美容有限公司（90%）、衡阳雅美医疗美容医院有限公司（78%）
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）	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）	49.92%	杭州格莱美医疗美容医院有限公司	70%	杭州格莱美口腔门诊部有限公司（100%）、杭州格莱美祛斑技术研究院有限公司（100%）、杭州格莱美皮肤美容研究院有限公司（100%）、杭州贝塞尔美容管理有限公司（100%）
		南京华美美容医院有限公司	42.78%	
		深圳米兰柏羽医疗美容门诊部（已并表）	31%	-
芜湖博恒一号股权投资合伙企业（有限合伙）	49.90%			

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.4 线下复苏改善机构盈利能力，区域性医美龙头有望脱颖而出

规模化优势与充足的合规优质资源，精细且高效运营，标准化流程便于扩张。

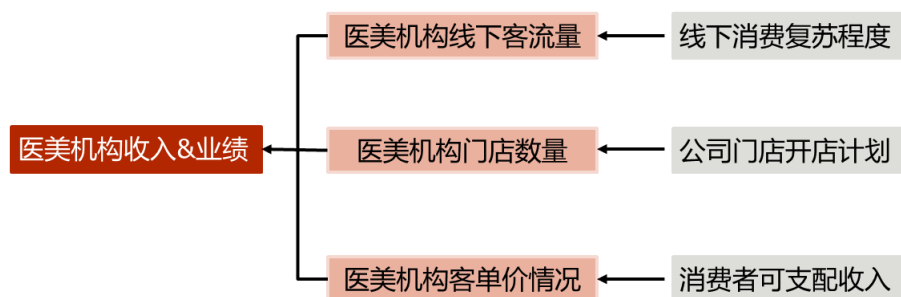
朗姿全面打通成都、西安和深圳三大市场，现金流充裕；目前拥有医生及医护人员730人，截至2022年上半年，获得多项专利等。朗姿建立“集团管控模式-医管公司（后台）-事业部（中台）-医疗机构（医院、诊所、门诊部）（前台）”体系；

且建立以朗姿医美为中心，连接客户/会员、上下游伙伴和公司内部，整合相关软件，实现高效运营。

随单店盈利改善与开店持续推进，作为区域性龙头的朗姿股份有望脱颖而出。

通过对海外疫情后医美业务的复盘（2023 年策略报告已有分析，此处不再赘述），看好国内疫情后消费者加速恢复线下场景消费，医美项目作为刚需将率先反弹，对应机构成本端压力得以摊薄，盈利有望改善，对应业绩上行；线下开店稳步推进，门店复制逻辑有望得以验证，拉动估值上行。

图 15：医美机构收入与业绩因素拆解



资料来源：民生证券研究院绘制

5 盈利预测与投资建议

5.1 收入拆分与盈利预测

①**女装业务**：2022 前三季度女装业务收入 11 亿元，同比-7.9%，考虑到 10 月后疫情一定程度上得到控制，但 12 月开始感染人数不断增加对线下消费有较大影响，预计 22 年营业收入的增速相对较低，23 年随着疫情影响减弱逐渐修复，2022-2024 年分别实现营业收入 17.26、18.73 与 19.98 亿元，分别同比+2.07%、+8.49%与+6.69%；毛利率端，22 年以来同样因受到疫情所影响，毛利率受到压制，而 23 年起延续增长态势，预计 22-24 年毛利率分别为 58.3%、59.7%、60.5%。

②**绿色婴童业务**：2022 前三季度婴童业务收入 6.4 亿元，同比+15%，婴童业务维持稳健增速，预计 2022-2024 年分别实现营业收入为 9.36、10.34 与 11.46 亿元，分别同比+14.65%、+10.49%与+10.86%；毛利率端 22 年以来因受到疫情影响，预计 22-24 年毛利率为 55%、56%、57.5%。

③**医美业务**：医美业务较依赖于线下消费场景，22 年上半年疫情多点反复，11 月起疫情管控影响终端到店客流，12 月起放开管控带来感染人数高发，到店客流未完全恢复至往年同期水平，22 年收入端将受一定压制。我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入为 10.66、14.67 与 19.11 亿元，同比-4.79%、+37.56%与+30.29%；预计 22-24 年毛利率分别为 48.06%、49.33%、51.06%。

④**其他业务**：预计其他业务保持较稳定的增速，22-24 年分别同比+2.0%、+2.0%与+1.0%。

预计公司 2022-2024 年实现营业收入 37.67、44.13 与 50.95 亿元，同比+2.77%、+17.15%与+15.46%；2022-2024 年毛利率分别为 55.01%、55.74%与 56.59%。

表45：收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3665.21	3766.87	4412.77	5094.99
YoY	27.42%	2.77%	17.15%	15.46%
毛利率 (%)	57.01%	55.01%	55.74%	56.59%
女装业务收入	1691.54	1726.49	1873.00	1998.23
YoY	27.86%	2.07%	8.49%	6.69%
毛利率 (%)	61.08%	58.30%	59.70%	60.50%
绿色婴童收入	816.08	935.67	1,033.85	1,146.14
YoY	20.05%	14.65%	10.49%	10.86%
毛利率 (%)	55.67%	55.00%	56.00%	57.50%
医美业务收入	1,119.93	1,066.29	1,466.74	1,911.04
YoY	37.84%	-4.79%	37.56%	30.29%
毛利率 (%)	51.83%	48.06%	49.33%	51.06%
其他业务收入	38.00	38.42	39.19	39.58
YoY	-38.47%	2.0%	2.0%	1.0%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院预测

期间费用率假设：

①**销售费用率**：预计 2022-2024 年公司的销售费用率水平控制良好，逐步呈现下降趋势，分别为 40.40%、38.80%与 37.80%。

②**管理费用率**：公司管理费用率水平基本保持在往年稳定区间，预计 2022-2024 年公司的管理费用率分别为 7.74%、7.35%与 7.20%。

③**研发费用率**：研发费用保持稳健投入步调，预计 2022-2024 年，研发费用率分别为 3.00%、3.00%与 2.80%。

表46：各项费用率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	37.54%	39.01%	39.91%	40.40%	38.80%	37.80%
管理费用率	9.30%	8.22%	7.74%	7.74%	7.35%	7.20%
研发费用率	3.44%	3.24%	3.07%	3.00%	3.00%	2.80%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 0.24、1.70 与 2.53 亿元，对应 EPS 为 0.05、0.38 与 0.57 元/股，2 月 10 日收盘价对应 PE 为 489x、69x 与 46x。

5.2 估值分析与投资建议

在估值方面，我们采用分部估值法分别对服装业务与医美业务进行估值：

1) 服装业务（包括女装和绿色婴童业务）采用可比公司 PE 估值：

公司服装类业务包括女装业务和绿色婴童业务，除特殊情况影响，整体服装类业务的净利率水平维持在 5%-6%之间，基于上述的收入预测，对应 23-24 年净利率假设为 5%/6%，对应 23-24 年服装类业务净利润为 1.47/1.91 亿元。在可比公司方面，我们选取地素时尚、太平鸟和安踏，其 24 年 PE 分别在 10/13/22 倍。考虑到朗姿的服装业务主要贡献来源于高端女装线，具备一定的稀缺性，因此我们认为其合理估值应高于地素/太平鸟，接近安踏，予以 24 年 20 倍 PE，**对应服装业务市值为 38.2 亿元。**

表47：服装业务可比公司估值对比

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603587.SH	地素时尚	15.94	1.12	1.36	1.59	14	12	10
603877.SH	太平鸟	18.96	0.45	1.13	1.46	42	17	13
2020.HK	安踏体育	109.60	3.13	4.03	4.89	35	27	22
平均值						30	19	15

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 2 月 10 日收盘价，其中，安踏体育股价与 EPS 为港元；可比公司 EPS 采用 wind 一致预期）

2) 医美业务采用可比公司 PS 估值：

因公司医美业务受疫情影响以及新机构扩建影响，致使盈利能力不稳定，因此选取 PS 估值法。在可比公司的选择上，我们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，两者 24 年估值分别为 9/10 倍 PS，因爱尔眼科和通策医疗的全国布局相对成熟，而朗姿更多聚焦区域性布局，因此对应朗姿医美业务 PS 估值在爱尔眼科和通策医疗的基础上予以一定折价，合理估值在 5-6 倍之间，**对应医美业务合理市值为 95.5-114 亿元。**

表48：医美业务可比公司估值对比

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	每股销售收入 (亿元)			PS (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300015.SZ	爱尔眼科	32.60	2.42	3.01	3.73	13	11	9
600763.SH	通策医疗	155.01	9.62	11.99	14.83	16	13	10
平均值						15	12	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 2 月 10 日收盘价，可比公司每股销售收入采用 wind 一致预期）

综上所述，我们认为 2024 年朗姿基于当前业务布局和发展的合理市值在 134-150 亿左右，首次覆盖，予以“推荐”评级。

6 风险提示

1) 门店扩张不及预期。公司的女装业务、绿色婴童业务以及医美业务很大程度上依赖于线下消费场景，如果终端门店的扩张速度不及预期，将对公司的收入与利润均造成较大的影响。

2) 行业竞争加剧。医美行业逐渐吸引更多的企业加入，竞争加剧则将改变行业的竞争格局，造成公司生产经营的费用增加。

3) 需求不及预期。若宏观经济拖累人均消费增速，作为可选消费或将受到较大影响，从而影响到公司未来的收入和利润增长。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3665	3807	4363	4933
营业成本	1575	1726	1937	2147
营业税金及附加	19	21	24	27
销售费用	1463	1628	1751	1968
管理费用	284	299	315	351
研发费用	113	122	135	138
EBIT	204	15	205	308
财务费用	62	48	78	75
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	57	70	80	70
营业利润	199	38	208	303
营业外收支	-9	-10	-13	-13
利润总额	190	28	195	291
所得税	-36	4	25	38
净利润	226	24	170	253
归属于母公司净利润	187	24	170	253
EBITDA	391	220	442	578

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	478	370	342	497
应收账款及票据	254	251	275	298
预付款项	41	48	54	60
存货	1033	1200	1347	1492
其他流动资产	347	326	340	354
流动资产合计	2153	2195	2358	2701
长期股权投资	915	985	1065	1135
固定资产	588	664	716	757
无形资产	372	371	371	370
非流动资产合计	4698	4982	5135	5256
资产合计	6851	7177	7492	7957
短期借款	659	819	1419	1519
应付账款及票据	238	374	361	376
其他流动负债	1159	1272	1230	1354
流动负债合计	2056	2465	3010	3249
长期借款	75	0	0	0
其他长期负债	1101	1112	717	717
非流动负债合计	1176	1112	717	717
负债合计	3232	3577	3727	3967
股本	442	442	442	442
少数股东权益	663	663	663	663
股东权益合计	3619	3600	3765	3990
负债和股东权益合计	6851	7177	7492	7957

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.42	3.88	14.59	13.07
EBIT 增长率	106.49	-92.79	1292.83	50.01
净利润增长率	31.97	-87.24	609.65	48.97
盈利能力 (%)				
毛利率	57.01	54.66	55.60	56.48
净利率	5.11	0.63	3.89	5.13
总资产收益率 ROA	2.74	0.33	2.27	3.18
净资产收益率 ROE	6.34	0.81	5.47	7.60
偿债能力				
流动比率	1.05	0.89	0.78	0.83
速动比率	0.48	0.36	0.30	0.33
现金比率	0.23	0.15	0.11	0.15
资产负债率 (%)	47.18	49.84	49.74	49.85
经营效率				
应收账款周转天数	25.28	24.00	23.00	22.00
存货周转天数	239.29	253.73	253.73	253.73
总资产周转率	0.61	0.54	0.59	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.05	0.38	0.57
每股净资产	6.68	6.64	7.01	7.52
每股经营现金流	1.06	0.47	0.58	1.12
每股股利	0.07	0.01	0.06	0.09
估值分析				
PE	62	489	69	46
PB	4.0	4.0	3.8	3.5
EV/EBITDA	33.14	60.21	30.26	23.06
股息收益率 (%)	0.26	0.03	0.24	0.36

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	226	24	170	253
折旧和摊销	186	205	237	270
营运资金变动	117	19	-167	-48
经营活动现金流	471	207	255	496
资本开支	-163	-253	-225	-232
投资	-810	0	0	0
投资活动现金流	-851	-298	-225	-232
股权募资	58	0	0	0
债务募资	512	165	120	100
筹资活动现金流	581	-16	-58	-109
现金净流量	187	-107	-28	155

插图目录

图 1: 公司发展复盘	9
图 2: 朗姿股份股权结构图 (截至 2022 年 9 月 30 日)	11
图 3: 中国医美市场规模及同比增速	12
图 4: 手术类和非手术类市场规模	12
图 5: 手术类和非手术类市场规模增长速度	12
图 6: 医美消费男女占比以及增速	13
图 7: 医美消费者人群年龄分布	13
图 8: 2021 年医美项目消费规模占比	13
图 9: 中国医美用户规模 (万人)	14
图 10: 2022 年各国医美项目每千人诊疗量 (次)	14
图 11: 医美产业链分布情况	15
图 12: 2021 医美行业机构类型分布	16
图 13: 2021 年公立和民营机构贡献占比	16
图 14: 各门店环境图	21
图 15: 医美机构收入与业绩因素拆解	34

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要财务数据 (亿元)	3
表 2: 公司各业务板块收入占比 (亿元)	3
表 3: 2022 年公司女装板块品牌方阵	4
表 4: 公司女装板块品牌收入占比细分 (亿元)	4
表 5: 公司女装板块收入分渠道拆分 (亿元)	5
表 6: 2022 年公司婴童板块品牌方阵	5
表 7: 公司婴童板块品牌收入占比细分 (亿元)	6
表 8: 公司婴童板块收入分渠道拆分 (亿元)	6
表 9: 2022 年公司医美板块品牌方阵	7
表 10: 公司医美板块品牌收入占比细分 (亿元)	7
表 11: 公司医美板块品牌收入占比细分 (亿元)	8
表 12: 第二阶段公司收入、归母净利润、盈利能力及费率情况 (亿元)	9
表 13: 第三阶段公司收入、归母净利润、盈利能力及费率情况 (亿元)	10
表 14: 公司各期员工持股计划参与员工情况	11
表 15: 高级管理人员及核心员工简历情况	11
表 16: 中国医美市场的发展历程	15
表 17: 中国医美收入结构 (单位: 亿元)	16
表 18: 美容医院、医美门诊部、医美诊所的设置要求	17
表 19: 中国医疗美容行业竞争格局	18
表 20: 2020 年中国医美市场合规医师缺口 (单位: 名)	18
表 21: 2017-2020 医美行业行政处罚件数 (单位: 件)	18
表 22: 医美行业产业链利润率	19
表 23: 医美机构的费用结构 (单位: %)	19
表 24: 近年医美监管政策	19
表 25: 公司三大品牌门店概况	21
表 26: 米兰柏羽营收情况 (单位: 亿元)	22
表 27: 米兰柏羽终端布局情况	22
表 28: 晶肤医美终端布局情况	23
表 29: 晶肤医美营收情况 (单位: 亿元)	23
表 30: 高一生终端情况	24
表 31: 高一生营收情况 (单位: 亿元)	24

表 32:	朗姿精细化四级管理系统.....	24
表 33:	朗姿信息化管理体系.....	25
表 34:	公司医美机构管理运营标准可复制.....	25
表 35:	朗姿六大产业基金.....	26
表 36:	2022 年上半年女装各品牌终端门店数量单位: 家.....	27
表 37:	2022 年上半年婴童各品牌终端门店数量单位: 家.....	28
表 38:	2021 年销售模式以及渠道情况 (单位: 亿元).....	28
表 39:	2021 年女装业务营业收入按经营模式划分 (单位: 亿元).....	29
表 40:	2021 年婴童业务营业收入按经营模式划分 (单位: 亿元).....	29
表 41:	朗姿研发投入 (单位: 亿元).....	29
表 42:	公司医美业务按机构运营时间的经营情况 (单位: 万元).....	31
表 43:	2020 年-2022 年公司医美机构设立情况.....	32
表 44:	医美并购基金旗下医美标的明细.....	33
表 45:	收入拆分与盈利预测.....	35
表 46:	各项费用率预测.....	36
表 47:	服装业务可比公司估值对比.....	36
表 48:	医美业务可比公司估值对比.....	37
	公司财务报表数据预测汇总.....	39

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026