

增持

朗姿股份（002612.SZ）

拟推进外延并购医美机构，进一步强化医美业务布局

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 医疗美容

◆ 投资评级：增持（维持评级）

证券分析师： 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
 证券分析师： 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001
 执证编码：S0980522120001

事项：

朗姿股份公告称，其全资子公司北京朗姿医管拟现金收购武汉五洲整形外科医院有限公司 90%股权，交易对价合计 2.53 亿元。同时北京朗姿医管拟收购武汉韩辰医疗美容医院有限公司 70%股权，交易对价 7806.1 万元。交易完成后，北京朗姿医管将持有武汉五洲整形 90%的股权、武汉韩辰 70%股权。

国信零售观点：此次收购彰显了公司持续推进全国化医美连锁布局的决心，在行业集中度提升机遇期有助于进一步扩大公司的医美市场份额。同时当前医美消费复苏背景下，也有助于公司更好把握行业增长机遇，未来全国化布局带来品牌效益提升也将降低公司获客成本，提升盈利水平。

投资建议方面，今年以来，医美消费凭借较强的产品复购粘性实现了较快的需求恢复，公司作为行业龙头有望率先受益。中长期看，医美行业渗透率仍有较大提升空间，合规监管趋势下行业集中度也有望逐步提升，公司在此过程中持续以内生+外延的方式进一步扩大医美市场份额，夯实全国医美龙头优势。同时公司的女装、童装业务未来在品牌升级、渠道建设完善下有望取得稳步增长。考虑公司上述并购事宜尚须获得朗姿股份股东大会的批准，以及博辰八号合伙人会议及投资决策委员会的批准，我们暂不并表进行预测。不过考虑一季度以来医美终端消费复苏良好及公司费用管理能力提升，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 1.62/2.51/3.17 亿元（前值分别为 1.32/2.47/3.05 亿元），对应 PE 分别为 63.3/40.8/32.3 倍，维持“增持”评级。

评论：

◆ 公司拟并购武汉五洲整形、武汉韩辰两家医美机构，扩大医美业务版图

6月8日，公司旗下全资子公司北京朗姿医管拟收购武汉五洲整形 90%股权，其中从关联方芜湖博辰八号股权投资合伙企业（有限合伙）收购 75%股权，从自然人卓淑英、平潭亦阳卓氏投资合伙企业（有限合伙）分别收购 10%、5%的股权，合计交易价格为 2.53 亿元。同时，北京朗姿医管拟从关联方芜湖博辰八号股权投资合伙企业（有限合伙）收购武汉韩辰 70%股权，交易价格 7086.1 万元。

本次股权转让完成后，北京朗姿医管将分别持有武汉五洲整形 90%股权和武汉韩辰 70%股权，武汉五洲整形、武汉韩辰将纳入公司合并报表范围，有望提升公司医美业务规模化优势和全国品牌力。

表1：公司收购武汉五洲整形、武汉韩辰情况

目标公司	交易对象	股权交易比例	交易对价
武汉五洲整形外科医院有限公司	芜湖博辰八号股权投资合伙企业	75%	21,066.0 万元
	卓淑英	10%	2,808.8 万元
	平潭亦阳卓氏投资合伙企业	5%	1,404.4 万元
武汉韩辰医疗美容医院有限公司	芜湖博辰八号股权投资合伙企业	70%	7,086.1 万元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 目标公司利润情况良好，一季度盈利能力提升

武汉五洲整形成立于 2017 年，总营业面积达 8339 平方米，共有 19 间酒店标准装修病房，8 间手术室，收入主要来自整形外科、微创美容科、美容皮肤科、植发科、口腔科。客户结构看，武汉五洲整形以女性客户为主，占比 92%，男性客户占比 8%，同时客户年龄集中于 25-45 岁，其中 25-35 岁占比 37%，36-45 岁占比 26%，25 岁以下占比 15%，45 岁以上占比 22%。主要财务数据看，2022 年武汉五洲整形实现营收 1.81 亿元，净利润 355.74 万元，2023 年 Q1 实现营收 5926 万元，净利润 548.92 万元，在整体终端医美消费复苏下表现良好。

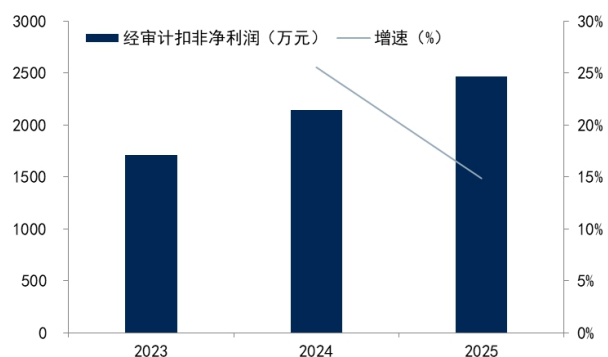
武汉韩辰成立于 2015 年，总营业面积达 4800 平方米，共有 8 间酒店标准装修病房，6 间手术室，收入主要来自整形外科、微创美容科、美容皮肤科三个科室。客户结构看，武汉韩辰以女性客户为主，占比 95%，男性客户占比 5%，同时客户年龄集中于 25-45 岁，其中 25-35 岁占比 45%，36-45 岁占比 24%，25 岁以下占比 23%，45 岁以上占比 8%。主要财务数据看，2022 年武汉韩辰实现营收 7802.55 万元，净利润 374.81 万元，2023 年 Q1 实现营收 2852.77 万元，净利润 294.19 万元，在整体终端医美消费复苏下表现良好。

◆ 业绩承诺及估值

业绩承诺方面，博辰八号承诺，武汉五洲整形 2023-2025 年经审计扣非净利润分别不低于 1710/2147/2466 万元，累计不低于 6323 万元，2024/2025 年同比增速分别为 26%/15%。武汉韩辰 2023-2025 年经审计扣非净利润分别为不低于 907/992/1113 万元，累计不低于 3011 万元，2024/2025 年同比增速分别为 9.4%/12.2%。

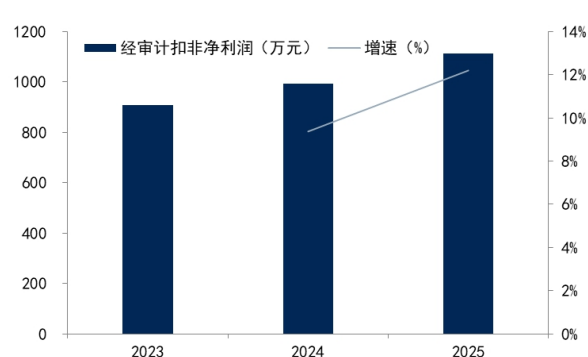
估值方面，武汉五洲整形 100%股权评估值结果为 2.81 亿元，以 2023-2025 年业绩承诺的经审计扣非净利润看，对应 PE 分别为 16.4/13.1/11.4 倍。武汉韩辰 100%股权评估值结果为 1.01 亿元，以 2023-2025 年业绩承诺的经审计扣非净利润看，对应 PE 分别为 11.2/10.2/9.1 倍。

图1：武汉五洲整形 2023-2025 年业绩承诺（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：武汉韩辰 2023-2025 年业绩承诺（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 设立医美并购基金，积极寻找并储备优质医美标的

关联方芜湖博辰八号主要系公司此前投资设立的医美并购基金，成立于 2021 年 3 月，公司作为有限合伙人之一持有博辰八号 49.80% 的份额，韩亚资管持有博辰八号 0.4% 份额并担任其执行事务合伙人及基金管理人，而韩亚资管为公司实控人所控制。

公司设立医美并购基金主要系为了为公司积极寻找并储备优质医美标的，从而有利于加快公司医美业务快速扩张的步伐和实现公司医美战略的深入推进。截至 2022 年底，公司先后设立了六支医美并购基金，基金整体规模可达 27.56 亿元。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，公司或其指定主体有权优先收购产业基金拟退出的投资项目。未来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。

◆ 投资建议：

总体上，此次收购彰显了公司持续推进全国化医美连锁布局的决心，在行业集中度提升机遇期有助于进一步扩大公司医美市场份额。同时当前医美消费复苏大背景下，也有助于公司更好把握行业增长机遇，未来全国化布局带来品牌效益提升也将降低公司获客成本，从而提升公司盈利水平。

综合来看，未来医美行业渗透率仍有较大提升空间，合规监管趋势下行业集中度也有望逐步提升，公司在此过程中持续以内生+外延的方式进一步扩大医美市场份额，夯实全国医美龙头优势。同时公司的女装、童装业务未来在品牌升级、渠道建设完善下有望取得稳步增长。考虑公司上述并购事宜尚须获得朗姿股东大会的批准，以及博辰八号合伙人会议及投资决策委员会的批准，我们暂不并表进行预测。不过考虑一季度以来医美终端消费复苏良好及公司费用管理能力提升，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 1.62/2.51/3.17 亿元（前值分别为 1.32/2.47/3.05 亿元），对应 PE 分别为 63.3/40.8/32.3 倍，维持“增持”评级。

表2：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价（元）	EPS			PE			总市值（亿元）
代码	名称	评级	2023/06/12	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023/06/12
002612	朗姿股份	增持	23.20	0.04	0.37	0.57	764.02	62.70	40.70	102.65
300896	爱美客	买入	431.00	5.84	8.84	12.54	96.98	48.76	34.37	932.51
688363	华熙生物	增持	92.50	2.02	2.70	3.50	67.03	34.26	26.43	445.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

◆ 风险提示

医美终端消费不及预期；医美并购基金管理不善；行业竞争环境恶化，价格战持续；医美并购拓展不及预期；医美机构并购后运营管理不善。

相关研究报告：

- 《朗姿股份（002612.SZ）-医美业务收入表现平稳，加速扩张迎接需求复苏》——2023-04-03
- 《朗姿股份（002612.SZ）-外部因素影响短期业绩，积极扩张静待复苏》——2022-10-31
- 《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》——2022-09-16

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	478	431	400	436	422	营业收入	3665	3878	4950	5867	6638
应收款项	338	268	481	506	558	营业成本	1575	1648	2060	2390	2691
存货净额	1033	1211	1220	1289	1090	营业税金及附加	19	17	40	47	53
其他流动资产	134	118	124	147	166	销售费用	1463	1645	1980	2288	2556
流动资产合计	2153	2032	2230	2383	2242	管理费用	284	331	483	544	606
固定资产	614	689	759	793	801	财务费用	62	91	56	50	24
无形资产及其他	372	389	374	358	342	投资收益	57	51	60	60	60
投资性房地产	2798	3098	3098	3098	3098	资产减值及公允价值变动	0	31	0	0	0
长期股权投资	915	902	892	902	912	其他收入	(120)	(179)	0	0	0
资产总计	6851	7110	7352	7534	7396	营业利润	199	50	392	608	767
短期借款及交易性金融负债	659	929	1176	683	36	营业外净收支	(9)	(8)	0	0	0
应付款项	238	219	322	387	472	利润总额	190	43	392	608	767
其他流动负债	1159	1140	894	1292	1450	所得税费用	(36)	8	59	91	115
流动负债合计	2056	2288	2392	2362	1958	少数股东损益	38	19	171	265	334
长期借款及应付债券	497	422	422	422	422	归属于母公司净利润	187	16	162	251	317
其他长期负债	679	782	787	792	797						
长期负债合计	1176	1204	1209	1214	1219	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3232	3492	3601	3576	3177	净利润	187	16	162	251	317
少数股东权益	663	740	808	914	1048	资产减值准备	11	20	4	1	1
股东权益	2956	2878	2943	3044	3171	折旧摊销	71	67	92	100	107
负债和股东权益总计	6851	7110	7352	7534	7396	公允价值变动损失	(0)	(31)	0	0	0
						财务费用	62	91	56	50	24
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(432)	(305)	(363)	353	376
每股收益	0.42	0.04	0.37	0.57	0.72	其它	(8)	(92)	65	105	133
每股红利	0.39	0.18	0.22	0.34	0.43	经营活动现金流	(171)	(326)	(41)	810	934
每股净资产	6.68	6.51	6.65	6.88	7.17	资本开支	0	(178)	(150)	(120)	(100)
ROIC	12%	5%	8%	12%	16%	其它投资现金流	53	164	0	0	0
ROE	6%	1%	6%	8%	10%	投资活动现金流	23	(1)	(140)	(130)	(110)
毛利率	57%	58%	58%	59%	59%	权益性融资	58	76	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	8%	10%	11%	负债净变化	75	(75)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	10%	12%	13%	支付股利、利息	(173)	(79)	(97)	(151)	(190)
收入增长	27%	6%	28%	19%	13%	其它融资现金流	472	511	247	(493)	(648)
净利润增长率	32%	-91%	909%	55%	26%	融资活动现金流	334	280	150	(644)	(838)
资产负债率	57%	60%	60%	60%	57%	现金净变动	187	(47)	(31)	36	(14)
息率	1.7%	0.8%	0.9%	1.5%	1.9%	货币资金的期初余额	291	478	431	400	436
P/E	54.8	638.5	63.3	40.8	32.3	货币资金的期末余额	478	431	400	436	422
P/B	3.5	3.6	3.5	3.4	3.2	企业自由现金流	24	(223)	(92)	841	1005
EV/EBITDA	34.1	45.3	28.9	19.8	16.0	权益自由现金流	571	213	108	305	336

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提及的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