

增持

## 朗姿股份（002612.SZ）

## 拟并购郑州头部医美机构，进一步加强医美全国化布局

## ◆ 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：

朗姿股份发布公告称，其全资子公司北京朗姿医管拟收购郑州集美医疗美容医院 100%股权，交易对价合计 1.55 亿元，以标的公司 2023 年净利润计算对应 PE 倍数为 20 倍。

**国信零售观点：**公司作为医美行业龙头，充分利用资本市场工具，推动医美机构业务的全国化扩张，此次并购再次证明公司通过设立医美产业并购基金，体外培育孵化潜力标的模式已跑通成熟，有助于未来进一步扩大公司的医美市场份额，并增厚经营业绩。而全国化布局带来品牌连锁效益提升也将降低公司获客成本，提升盈利水平。且从历史收购案例看，公司收并购的整理管理能力较强，2023 年收购的武汉五洲、武汉韩辰均完成了 2023 年的业绩承诺；2022 年收购的昆明韩辰同样完成了 2023 年的业绩承诺。

长期来看，我国医美行业渗透率仍有较大提升空间，随着合规监管驱动行业良性竞争下，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。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，以及博辰九号合伙人会议及投资决策委员会的批准，我们暂维持对公司 2023-2025 年归母净利润预测为 2.29/3.12/3.81 亿元，对应 PE 分别为 33.1/24.3/19.8 倍，维持“增持”评级。

## 评论：

## ◆ 公司拟并购郑州集美，扩大医美业务版图

2 月 28 日晚间，公司公告旗下全资子公司北京朗姿医管拟收购郑州集美医疗美容医院 100%股权，其中从关联方芜湖博辰九号股权投资合伙企业（有限合伙）收购 70%股权，从芜湖聚劲时尚产业投资合伙企业（有限合伙）收购 18%股权，从自然人吴洪鸣收购 12%股权。交易对价合计 1.55 亿元，2023 年净利润对应的 PE 倍数为 20 倍。本次股权转让完成后，有望提升公司医美业务规模化优势和全国品牌力。

其中博辰九号系公司此前投资设立的医美并购基金，成立于 2021 年 7 月，公司实际控制人申东日先生和申金花女士所控制的韩亚资管持有博辰九号 0.20%份额并担任其执行事务合伙人及基金管理人，且公司作为有限合伙人之一持有博辰九号 49.9%的份额。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。

表1：公司收购郑州集美情况

交易对象	股权交易比例	交易对价（万元）
博辰九号	70%	10844.4
芜湖聚劲	18%	2788.56
吴洪鸣	12%	1859.04

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### ◆ 郑州集美 2023 年利润转正向好，未来有望稳步增长

郑州集美专业从事医疗美容服务，业务范围主要包括整形美容、微整形美容、皮肤美容。标的公司 2023 年收入营业收入 1.06 亿元，同比增长 52.69%，净利润 769 万元，较 2022 年因疫情因素影响亏损 1718 万元实现扭亏为盈。

郑州集美位于郑州市最繁华的二七塔商圈，为河南省卫生厅批准二甲美容专科医院，总营业面积达 6586 平方米，拥有 7 间国际先进标准手术室，8 套标准病房，17 间皮肤治疗室，4 间口腔治疗室，4 间注射室。目前郑州正在进行装修升级，装修完成后将拥有 6 间层流手术间，标准病房 10 间，VIP 病房 3 间，25 间皮肤治疗室，VIP 治疗室 5 间，注射室 8 间，私密治疗室 2 间，中医治疗室 2 间，口腔治疗室 4 间。设置有整形外科、微整科、皮肤美容科、口腔科、私密科、中医治疗科等，高标准国际化的要求从技术、服务等多角度为爱美人士提供高质量、全方位、精细化医美服务。医院客户年龄集中于 25 岁至 45 岁，其中 25-35 岁占比 46%；36-45 岁占比 19%；25 岁以下占比 26%；45 岁以上占比 9%。

表2: 郑州集美主要财务数据（万元）

项目	2022 年 12 月 31 日（2022 年度）	2023 年 12 月 31 日（2023 年度）
资产总额	9,824.81	10,756.90
负债总额	13,598.61	13,691.42
净资产	-3,773.80	-2,934.52
营业收入	6,933.04	10,586.01
营业利润	-2,201.82	1,024.27
净利润	-1,717.68	769.28
经营活动产生的现金流量净额	333.75	1,864.39

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**业绩承诺方面**，博辰九号承诺，郑州集美 2024-2026 年经审计扣非净利润分别不低于 1054 万元、1282 万元、1529 万元，2025/2026 年分别同比增长 22%/19%，累计不低于 3865 万元。

**估值方面**，郑州集美 100%股权估值 1.55 亿元，2023 年净利润对应的 PE 倍数为 20 倍。此外，以 2024-2026 年业绩承诺的经审计扣非净利润看，对应 PE 分别为 14.7/12.1/10.1 倍，

### ◆ 投资建议：

公司作为医美行业龙头，充分利用资本市场工具，推动医美机构业务的全国化扩张。此次并购再次证明公司通过设立医美产业并购基金，体外培育孵化潜力标的模式已跑通成熟，有助于未来进一步扩大公司的医美市场份额，并增厚经营业绩。而全国化布局带来品牌连锁效益提升也将降低公司获客成本，提升盈利水平。且从历史收购案例看，公司收并购的整理管理能力较强，2023 年收购的武汉五洲、武汉韩辰均完成了 2023 年的业绩承诺；2022 年收购的昆明韩辰同样完成了 2023 年的业绩承诺。

长期来看，我国医美行业渗透率仍有较大提升空间，随着合规监管驱动行业良性竞争下，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。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，以及博辰九号合伙人会议及投资决策委员会的批准，我们暂维持对公司 2023-2025 年归母净利润预测为 2.29/3.12/3.81 亿元，对应 PE 分别为 33.1/24.3/19.8 倍，维持“增持”评级。

表3: 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	2024/02/28	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2024/02/28
002612	朗姿股份	增持	17.12	0.04	0.52	0.70	764.02	32.92	24.46	75.75
300896	爱美客	买入	316.65	5.84	8.60	11.89	96.98	36.82	26.63	685.10

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) -2023 年归母净利润预计增长 836%-1070%，医美业务表现较好》——2024-01-30
- 《朗姿股份 (002612.SZ) -内生恢复叠加外延驱动，医美业务持续快速发展》——2023-10-31
- 《朗姿股份 (002612.SZ) -上半年归母净利润同比增长 828%，医美业务净利率改善》——2023-08-30
- 《朗姿股份 (002612.SZ) -拟定增募资不超过 16.68 亿元，进一步强化医美业务建设》——2023-06-28
- 《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》——2023-06-13

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	478	431	400	436	541	营业收入	3665	3878	5056	5991	6781
应收款项	338	268	491	516	571	营业成本	1575	1648	2024	2353	2646
存货净额	1033	1211	1198	1269	1072	营业税金及附加	19	17	40	48	54
其他流动资产	134	118	126	150	170	销售费用	1463	1645	1982	2295	2580
<b>流动资产合计</b>	<b>2153</b>	<b>2032</b>	<b>2221</b>	<b>2377</b>	<b>2358</b>	管理费用	284	331	482	555	619
固定资产	614	689	759	793	801	财务费用	62	91	55	47	20
无形资产及其他	372	389	374	358	342	投资收益	57	51	80	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
<b>资产总计</b>	<b>6851</b>	<b>7110</b>	<b>7344</b>	<b>7528</b>	<b>7512</b>	营业利润	199	50	552	753	921
短期借款及交易性金融负债	659	929	1126	584	5	营业外净收支	(9)	(8)	0	0	0
应付款项	238	219	316	381	465	利润总额	190	43	552	753	921
其他流动负债	1159	1140	887	1288	1448	<b>所得税费用</b>	<b>(36)</b>	<b>8</b>	<b>83</b>	<b>113</b>	<b>138</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2056</b>	<b>2288</b>	<b>2329</b>	<b>2252</b>	<b>1918</b>	少数股东损益	38	19	241	328	402
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	229	312	381
其他长期负债	679	782	787	792	797						
<b>长期负债合计</b>	<b>1176</b>	<b>1204</b>	<b>1209</b>	<b>1214</b>	<b>1219</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>3232</b>	<b>3492</b>	<b>3538</b>	<b>3467</b>	<b>3137</b>	净利润	187	16	229	312	381
少数股东权益	663	740	836	967	1128	资产减值准备	11	20	4	1	1
股东权益	2956	2878	2970	3094	3247	折旧摊销	71	67	92	100	107
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6851</b>	<b>7110</b>	<b>7344</b>	<b>7528</b>	<b>7512</b>	公允价值变动损失	(0)	(31)	0	0	0
						财务费用	62	91	55	47	20
关键财务与估值指标						营运资本变动	(432)	(305)	(367)	352	373
每股收益	0.42	0.04	0.52	0.70	0.86	其它	(8)	(92)	93	130	160
每股红利	0.39	0.18	0.31	0.42	0.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>(171)</b>	<b>(326)</b>	<b>49</b>	<b>895</b>	<b>1022</b>
每股净资产	6.68	6.51	6.71	6.99	7.34	资本开支	0	(178)	(150)	(120)	(100)
ROIC	12%	5%	11%	15%	19%	其它投资现金流	53	164	0	0	0
ROE	6%	1%	8%	10%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>23</b>	<b>(1)</b>	<b>(140)</b>	<b>(130)</b>	<b>(110)</b>
毛利率	57%	58%	60%	61%	61%	权益性融资	58	76	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	10%	12%	13%	负债净变化	75	(75)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	12%	14%	15%	支付股利、利息	(173)	(79)	(137)	(187)	(229)
收入增长	27%	6%	30%	19%	13%	其它融资现金流	472	511	197	(542)	(579)
净利润增长率	32%	-91%	1322%	36%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>334</b>	<b>280</b>	<b>60</b>	<b>(729)</b>	<b>(808)</b>
资产负债率	57%	60%	60%	59%	57%	<b>现金净变动</b>	<b>187</b>	<b>(47)</b>	<b>(31)</b>	<b>36</b>	<b>105</b>
息率	2.2%	1.0%	1.8%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	291	478	431	400	436
P/E	41.4	482.7	33.9	24.9	20.4	货币资金的期末余额	478	431	400	436	541
P/B	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4	企业自由现金流	24	(223)	23	961	1129
EV/EBITDA	27.8	37.0	18.3	13.4	11.0	权益自由现金流	571	213	173	379	534

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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