

22 年利润承压，线下复苏利好医美业务扩张

2023 年 04 月 03 日

➤ **事件概述:** 公司于 3 月 31 日发布 2022 年年报, 公司实现营业收入 38.78 亿元, 同比+1.19%, 实现归母净利润 0.16 亿元, 同比-90.73%。其中, Q4 实现营收 10.65 亿元, 同比+4.95%; Q4 归母净利润为-0.09 亿元。

➤ **收入略增, 毛利率微幅上涨, 费率水平控制较好。** ①**收入与利润端:** 2022 年, 公司实现营业收入 38.78 亿元, 同比+1.19%, Q4 实现 10.65 亿元, 同比+4.95%; 2022 年, 实现归母净利润 0.16 亿元, 同比-90.73%, Q4 实现-0.09 亿元。②**分行业看,** 2022 年, 时尚女装、绿色婴童、医疗美容分别实现收入 15.35、8.78、14.06 亿元, 分别同比-9.26%、+7.55%、+9.25%, 其中, 22H2, 时尚女装、绿色婴童、医疗美容收入分别为 7.88、4.72 与 7.77 亿元, 分别同比-8.36%/+15.53%/+31.90%。③**毛利率与费率端:** 2022 年, 公司毛利率为 57.51%, 同比微增 0.50 PCT; 其中 Q4 毛利率为 57.83%, 同比-0.99 PCT。分行业看, 女装业务/医美业务/婴童业务毛利率分别为 62.94%/49.54%/60.52%, 同比+1.86%/+4.85%/-2.05 PCT。2022 年, 销售费率/管理费率/研发费率为 42.41%/8.54%/3.00%, 分别同比+1.97%/+0.78%/+0.06 PCT; 22Q4 销售费率/管理费率/研发费率分别为 41.98%/7.65%/2.63%, 同比-1.03%/+0.22%/-0.97 PCT。费用率增长主要系收入增速放缓, 其中, 财务费用同比增长主要系短期借款增加带来的需要支付的利息费用增加所致。基于毛利率和费率情况, 2022 年公司净利率为 0.89%, 同比-5.27 PCT, 存在一定幅度下降; 22Q4 净利率为 0.84%, 同比-6.51 PCT。

➤ **医美业务收入增长, 老机构与次新机构发展韧性较强。** ①**收入端:** 2022 年, 医美业务收入 14.06 亿元, 同比+9.25%, 其中, 22H2 医美业务收入 7.77 亿元, 同比+31.90%。②**按业务类型,** 手术类、非手术类医美业务实现营收 2.96 与 11.10 亿元, 分别同比-16.6%与+19.08%, 非手术类医美业务发展态势良好, 为医美业务增长的主要驱动力。③**按品牌类型,** 米兰柏羽/晶肤医美/高一生/昆明韩辰实现营收 7.82/2.94/1.34/1.95 亿元, 同比+11.30%/+14.71%/-16.48%/+17.05%, 其中, 22H2, 米兰柏羽/晶肤医美/高一生实现营收 3.75/1.41/0.66 亿元, 分别同比+2.00%/+3.89%/-23.18%。22H1, 在成都新设 1 家晶肤医美, 22H2, 昆明韩辰实现并表。截至 22 年末, 米兰柏羽、高一生、晶肤医美与昆明韩辰拥有连锁机构 4、2、23 与 1 家。④**按机构运营时间,** 老机构/次新机构/新设机构实现营收 9.23/4.82/0.07 亿元, 分别同比+12.59%/+66.75%/-99.62%, 或系新设机构收入受疫情扰动较大。⑤**毛利率端:** 2022 年医美业务毛利率为 49.54%, 其中, 米兰柏羽/晶肤医美/高一生/昆明韩辰毛利率分别为 50.57%/45.86%/48.44%/51.68%, 同比-0.79/-4.37/-8.03%/+1.75 PCT。⑥**净利率端:** 2022 年医美业务销售净利率为 0.15%, 同比-1.0 PCT, 其中 22H2 销售净利率为 0.27%。按机构运营时间划分, 老机构/次新机构/新设机构的销售净利率为 4.99%/-8.59%/-377.69%, 其中老机构与次新机构盈利能力主要一方面受到疫情影响较大, 另一方面自身也存在经营爬坡期。

➤ **数字化运营实现对新业务赋能, 线下复苏推动医美业务增长。** ①**时尚女装:** 提升品牌层面, 发力核心品牌理念塑造; 数字化运营层面, 加速向新零售转型, 线上销售渠道收入快速增长。2022 年女装各品牌线上销售渠道实现营业收入超 5 亿元, 较上年同比+52%; ②**绿色婴童:** 将主推品牌从“阿卡邦”调整为“ETTOI 爱多娃”高端童装品牌, 国内爱多娃通过多渠道推广树立品牌形象, 大力发展微商城、新媒体、直播等“新零售”模式。③**医疗美容:** 一方面, 后续随着到店客流量快速反弹, 医美业务有望受益于线下消费的复苏。此外, 公司通过外延发展和内生增长的双重驱动下提升医美业务的规模化和行业竞争力水平: 内生增长方面, 老机构盈利能力不断改善, 新机构、次新机构收入规模持续上行; 外延发展方面, 公司先后设立 6 支医美并购基金, 基金整体规模可达 27.56 亿元, 通过持续投资持股医美机构方式布局市场。

➤ **投资建议:** 预计 2023-2025 年公司实现营收 46.28、53.95、61.85 亿元, 分别同比+19.3%、+16.6%与+14.6%; 实现归母净利润 1.76、2.69、3.47 亿元, 分别同比+996.1%、+52.4%与+29.3%, 对应 PE 62/40/31 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业竞争加剧; 营销模式无法顺应市场变化; 医疗事故风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3878	4628	5395	6185
增长率 (%)	1.2	19.3	16.6	14.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	16	176	269	347
增长率 (%)	-90.7	996.1	52.4	29.3
每股收益 (元)	0.04	0.40	0.61	0.78
PE	674	62	40	31
PB	3.8	3.5	3.2	2.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

24.50 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

相关研究

1. 朗姿股份 (002612.SZ) 首次覆盖报告: 医美连锁龙头锋芒渐露, 稳发展泛时尚生态圈-2023/02/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3878	4628	5395	6185
营业成本	1648	1965	2306	2658
营业税金及附加	17	23	27	31
销售费用	1645	1913	2217	2493
管理费用	331	379	397	445
研发费用	116	148	167	173
EBIT	87	228	326	421
财务费用	91	38	26	19
资产减值损失	-31	30	30	20
投资收益	51	0	0	0
营业利润	50	221	329	421
营业外收支	-8	-14	-13	-12
利润总额	43	208	316	409
所得税	8	31	47	61
净利润	35	176	269	347
归属于母公司净利润	16	176	269	347
EBITDA	321	467	566	662

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	431	1011	1392	1902
应收账款及票据	191	292	268	366
预付款项	31	39	39	45
存货	1211	1003	1363	1345
其他流动资产	169	247	177	282
流动资产合计	2032	2592	3240	3941
长期股权投资	902	902	902	902
固定资产	672	709	734	758
无形资产	389	399	409	419
非流动资产合计	5078	5012	4934	4844
资产合计	7110	7603	8174	8785
短期借款	849	849	849	849
应付账款及票据	219	326	345	426
其他流动负债	1220	1400	1665	1859
流动负债合计	2288	2576	2859	3135
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1204	1204	1204	1204
非流动负债合计	1204	1204	1204	1204
负债合计	3492	3780	4063	4339
股本	442	442	442	442
少数股东权益	740	740	740	740
股东权益合计	3618	3823	4111	4446
负债和股东权益合计	7110	7603	8174	8785

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.19	19.33	16.58	14.64
EBIT 增长率	-53.53	163.21	42.73	29.07
净利润增长率	-90.73	996.15	52.38	29.30
盈利能力 (%)				
毛利率	57.51	57.54	57.26	57.02
净利率	0.41	3.81	4.98	5.61
总资产收益率 ROA	0.23	2.32	3.29	3.95
净资产收益率 ROE	0.56	5.71	7.97	9.37
偿债能力				
流动比率	0.89	1.01	1.13	1.26
速动比率	0.31	0.57	0.61	0.79
现金比率	0.19	0.39	0.49	0.61
资产负债率 (%)	49.12	49.72	49.70	49.39
经营效率				
应收账款周转天数	20.69	18.00	17.00	17.00
存货周转天数	245.95	200.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.54	0.63	0.68	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.40	0.61	0.78
每股净资产	6.51	6.97	7.62	8.38
每股经营现金流	0.53	1.76	1.30	1.63
每股股利	0.07	0.07	0.07	0.07
估值分析				
PE	674	62	40	31
PB	3.8	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	32.47	21.06	16.70	13.50
股息收益率 (%)	0.29	0.29	0.29	0.29

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	35	176	269	347
折旧和摊销	234	238	240	241
营运资金变动	-91	358	76	125
经营活动现金流	236	778	575	723
资本开支	-176	-88	-88	-83
投资	-54	-30	-25	-20
投资活动现金流	-12	-120	-115	-105
股权募资	76	0	0	0
债务募资	178	0	0	0
筹资活动现金流	-299	-78	-78	-109
现金净流量	-69	580	382	510

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