

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

增持

核心观点

2022 年收入略增，净利润承压。公司 2022 年全年营收 38.78 亿元，同比+1.19%，取得归母净利润 0.16 亿元，同比-90.73%，扣非净利润同比-99.40%。整体上在 2022 年疫情反复下，公司收入端略有增长，受益医美业务内生的坚挺表现以及外延并购昆明韩辰。不过由于疫情下客流受损，公司新店爬坡期拉长，以及老店销售费用、管理费用等刚性支出，整体净利润端承压。

进一步强化医美布局，医美业务取得近 10% 增长。营收分拆看，2022 年医美业务收入 14.06 亿元，同比+9.25%，收入占比进一步提升 2.68pct 至 36.25%。其中米兰柏羽/晶肤医美/高一生活品牌分别同比+11.3%/+14.71%/-16.48%，此外公司 2022 年收购昆明韩辰医美医院控股权，其 2022 年收入 1.95 亿元，同比+17.05%。其他业务看，公司 2022 年时尚女装业务/绿色婴童业务收入分别同比-9.26%/+7.55%，收入占比分别为 39.58%/22.63%。

综合毛利率增长，费用率有所提升。考虑追溯调整收购昆明韩辰后，公司 2022 年综合毛利率 57.51%，同比提升 0.8pct，其中女装及婴童业务毛利率稳步增长，医美业务毛利率下降 2.05pct，预计与疫情期间整体行业促销力度加大有关。销售费用率/管理费用率分别同比+1.97pct/+0.78pct，与疫情下相关费用支出刚性有关。存货周转天数提升 21 天，与女装 1-2 年内旧货库存上涨及婴童业务加大备货有关。2022 年实现经营性现金流净额 2.36 亿元。

风险提示：消费复苏不及预期；医美拓展不及预期；医美基金运营管理不善

投资建议：短期在疫情后消费复苏大趋势下，医美消费凭借较强的产品复购粘性有望实现更快的需求修复，公司作为行业龙头有望率先受益。中长期看，医美渗透率仍有提升空间，且合规监管下利好整体集中度提升，公司也将持续以内生+外延的方式进一步扩大医美市场份额。此外，女装及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。我们维持 2023-2024 年归母净利润预测为 1.32 亿元/2.47 亿元，并新增 2025 年预测为 3.05 亿元，对应 PE 分别为 82/44/36x，维持中长期“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,665.21	3,878.28	4,949.93	5,866.75	6,637.94
(+/-%)	27.42%	5.81%	27.63%	18.52%	13.15%
净利润(百万元)	187.45	16.08	132.24	246.90	305.04
(+/-%)	31.97%	-91.42%	722.61%	86.70%	23.55%
每股收益(元)	0.42	0.04	0.30	0.56	0.69
EBIT Margin	8.84%	6.12%	6.38%	10.20%	10.75%
净资产收益率 (ROE)	6.34%	0.56%	4.51%	8.15%	9.68%
市盈率 (PE)	57.83	674.29	81.97	43.90	35.54
EV/EBITDA	35.60	47.17	35.53	20.71	17.15
市净率 (PB)	3.67	3.77	3.70	3.58	3.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

美容护理 · 医疗美容

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

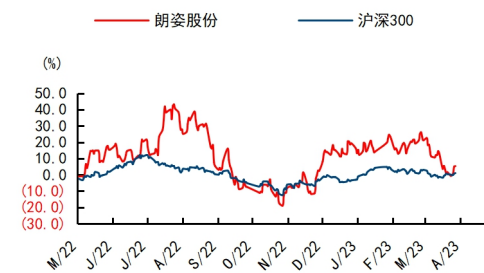
liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	24.50 元
总市值/流通市值	10840/6778 百万元
52 周最高价/最低价	34.96/18.20 元
近 3 个月日均成交额	308.83 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

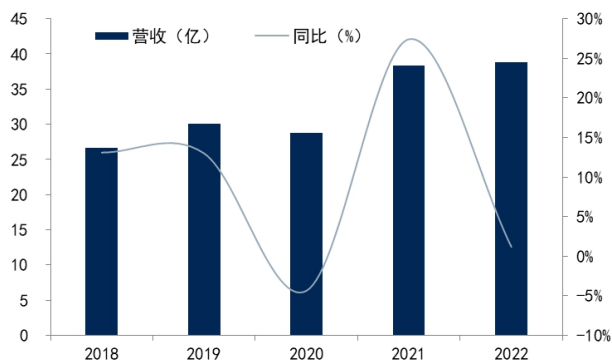
相关研究报告

《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，推进全国医美连锁布局》——2022-09-16

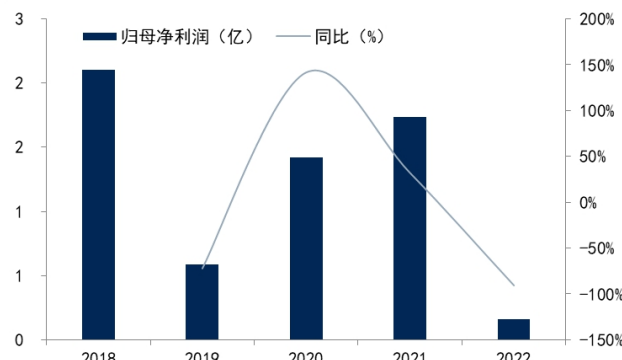
公司 2022 年全年营收 38.78 亿元，同比+1.19%，取得归母净利润 0.16 亿元，同比-90.73%，扣非净利润同比-99.40%。受益医美业务内生的坚挺表现以及外延并购昆明韩辰。不过由于疫情下客流受损，公司新店爬坡期拉长，以及老店销售费用、管理费用等刚性支出，整体净利润端承压。

图1：朗姿股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：考虑收购昆明韩辰，对 2021 年进行追溯调整

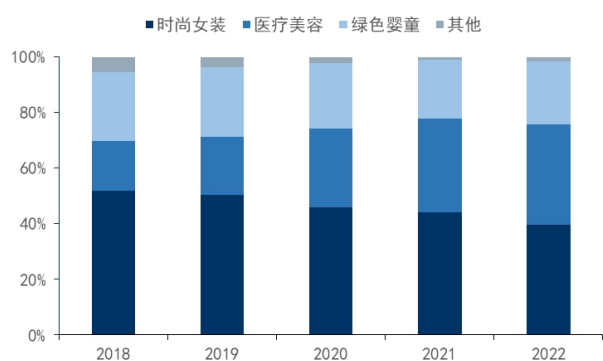
图2：朗姿股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：考虑收购昆明韩辰，对 2021 年进行追溯调整

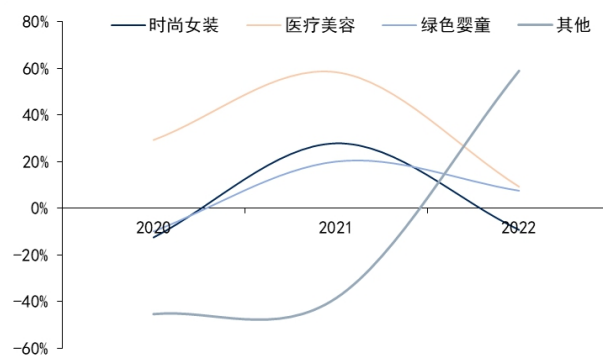
营收分拆看，公司 2022 年医美业务收入 14.06 亿元，同比+9.25%，收入占比进一步提升 2.68pct 至 36.25%。其中米兰柏羽/晶肤医美/高一生品牌分别同比+11.3%/+14.71%/-16.48%，此外公司 2022 年收购昆明韩辰医美医院控股权，其 2022 年收入 1.95 亿元，同比+17.05%。其他业务看，公司 2022 年时尚女装业务/绿色婴童业务收入分别同比-9.26%/+7.55%，收入占比分别为 39.58%/22.63%。

图3：朗姿股份营业收入分业务占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：考虑收购昆明韩辰，对 2021 年进行追溯调整

图4：朗姿股份营业收入分业务增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：考虑收购昆明韩辰，对 2021 年进行追溯调整

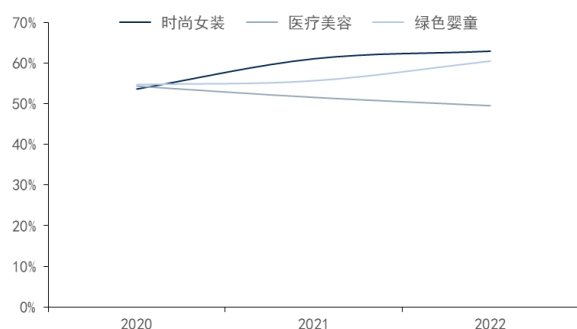
表1: 公司医美业务分品牌情况 (亿元、%)

品牌方式	2020 年度		2021 年度		2022 年度	
	收入金额	占医美营业收入的比重	收入金额	占医美营业收入的比重	收入金额	占医美营业收入的比重
米兰柏羽	5.25	64.56%	7.03	54.63%	7.82	55.66%
晶肤医美	1.60	19.65%	2.56	19.91%	2.94	20.90%
高一生	1.28	15.79%	1.61	12.50%	1.34	9.55%
昆明韩辰			1.67	12.96%	1.95	13.89%
合计	8.12	100.00%	12.87	100.00%	14.06	100.00%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

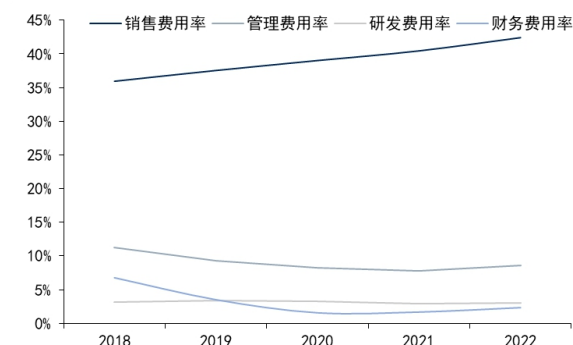
公司综合毛利率增长, 费用率有所提升。考虑追溯调整收购昆明韩辰后, 公司 2022 年综合毛利率 57.51%, 同比提升 0.8pct, 其中女装及婴童业务毛利率稳步增长, 医美业务毛利率下降 2.05pct, 预计与疫情期间整体行业促销力度加大有关。销售费用率/管理费用率分别同比+1.97pct/+0.78pct, 与疫情下相关费用支出刚性有关。存货周转天数提升 21 天, 与女装 1-2 年内旧货库存上涨及婴童业务加大备货有关。2022 年实现经营性现金流净额 2.36 亿元, 同比下降 53.7%, 主要系公司女装业务本报告期销售现金流入以及收到其他现金下降所致。

图5: 朗姿股份业务毛利率情况 (%)



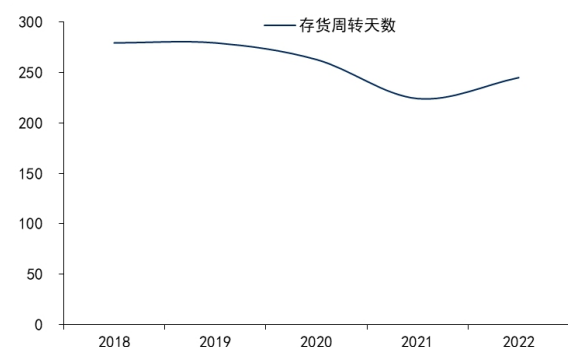
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 考虑收购昆明韩辰, 对 2021 年进行追溯调整

图6: 朗姿股份费用率情况 (%)



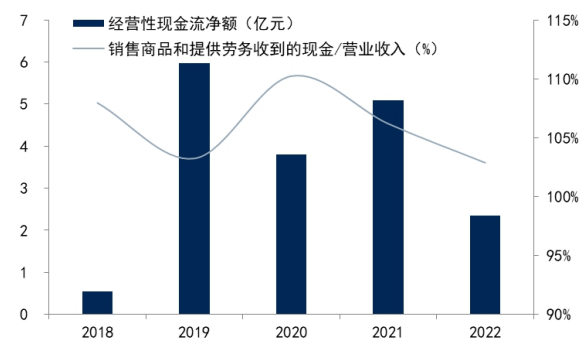
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 考虑收购昆明韩辰, 对 2021 年进行追溯调整

图7: 朗姿股份存货周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 朗姿股份经营性现金流情况 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 考虑收购昆明韩辰, 对 2021 年进行追溯调整

投资建议：短期在疫情后消费复苏大趋势下，医美消费凭借较强的产品复购粘性有望实现更快的需求修复，公司作为行业龙头有望率先受益。中长期看，医美渗透率仍有提升空间，且合规监管下利好整体集中度提升，公司也将持续以内生+外延的方式进一步扩大医美市场份额。此外，女装及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。我们维持 2023-2024 年归母净利润预测为 1.32 亿元/2.47 亿元，并新增 2025 年预测为 3.05 亿元，对应 PE 分别为 82/44/36x，维持中长期“增持”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (23-03-31)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
002612	朗姿股份	24.50	108.40	0.04	0.30	0.56	0.69	764.02	81.97	43.90	35.54	0.56%	0.11	增持
300896	爱美客	558.75	1208.91	5.84	8.57	12.03	15.90	96.98	65.20	46.45	35.14	21.61%	1.40	买入
688363	华熙生物	113.40	545.55	2.02	2.70	3.50	4.42	67.03	42.00	32.40	25.66	14.64%	1.24	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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	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	2081	2429	2743
存货净额	1033	1211	1232	1310	1111	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	2031	2248	2522
流动资产合计	2153	2032	2242	2404	2263	管理费用	284	331	483	545	606
固定资产	614	689	759	793	801	财务费用	62	91	56	52	26
无形资产及其他	372	389	374	358	342	投资收益	57	51	60	50	50
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	7365	7555	7417	营业利润	199	50	320	597	737
短期借款及交易性金融负债	659	929	1196	727	82	营业外净收支	(9)	(8)	0	0	0
应付款项	238	219	325	393	482	利润总额	190	43	320	597	737
其他流动负债	1159	1140	908	1292	1454	所得税费用	(36)	8	48	89	111
流动负债合计	2056	2288	2429	2412	2018	少数股东损益	38	19	139	260	321
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	132	247	305
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）					
负债合计	3232	3492	3638	3626	3237	净利润	187	16	132	247	305
少数股东权益	663	740	795	899	1028	资产减值准备	11	20	4	1	1
股东权益	2956	2878	2931	3030	3152	折旧摊销	71	67	92	100	107
负债和股东权益总计	6851	7110	7365	7555	7417	公允价值变动损失	(0)	(31)	0	0	0
						财务费用	62	91	56	52	26
关键财务与估值指标						营运资本变动	(432)	(305)	(358)	333	383
每股收益	0.42	0.04	0.30	0.56	0.69	其它	(8)	(92)	52	103	128
每股红利	0.39	0.18	0.18	0.33	0.41	经营活动现金流	(171)	(326)	(79)	784	924
每股净资产	6.68	6.51	6.63	6.85	7.12	资本开支	0	(178)	(150)	(120)	(100)
ROIC	12%	5%	7%	12%	16%	其它投资现金流	53	164	0	0	0
ROE	6%	1%	5%	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%	6%	10%	11%	负债净变化	75	(75)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	8%	8%	12%	12%	支付股利、利息	(173)	(79)	(79)	(148)	(183)
收入增长	27%	6%	28%	19%	13%	其它融资现金流	472	511	267	(469)	(645)
净利润增长率	32%	-91%	723%	87%	24%	融资活动现金流	334	280	188	(617)	(828)
资产负债率	57%	60%	60%	60%	58%	现金净变动	187	(47)	(31)	36	(14)
息率	1.6%	0.7%	0.7%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	291	478	431	400	436
P/E	57.8	674.3	82.0	43.9	35.5	货币资金的期末余额	478	431	400	436	422
P/B	3.7	3.8	3.7	3.6	3.4	企业自由现金流	24	(223)	(148)	821	997
EV/EBITDA	35.6	47.2	35.5	20.7	17.2	权益自由现金流	571	213	71	308	330

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