

朗姿股份(002612)

报告日期: 2023年06月12日

# 拟收购武汉五洲和武汉韩辰, 内生经营向好+外延扩张加速

## ——朗姿股份点评报告

### 投资要点

#### □ 事件: 朗姿医管拟收购武汉五洲、武汉韩辰。

据公司公告, 朗姿全资子公司朗姿医管(医美业务主体)与芜湖博辰八号(此前设立的并购基金之一)、自然人卓淑英、平潭亦阳卓氏投资签署股权转让协议。朗姿医管拟现金收购武汉五洲 90% 的股份+武汉韩辰 70% 的股份。

**武汉五洲:** 成立于 17 年, 营业面积 8339 平米, 下设整形外科、微创美容、美容皮肤科、植发科、口腔科等科室, 共 19 间酒店标准装修病房+8 间手术室。22 年/23Q1 收入 1.81 亿/5926 万, 净利润 356/549 万, 净利率 2%/9.3%。22 年坪效 2.18 万/㎡。

**武汉韩辰:** 成立于 15 年, 营业面积 4800 平米, 下设整形外科、微创美容科、美容皮肤科, 共有 8 间酒店标准装修病房+6 间手术室。22 年/23Q1 收入 7803/2853 万, 净利润 375/294 万, 净利率 4.8%/10.3%, 22 年坪效 1.63 万/㎡。

□ **两家机构收购对价符合预期, 对应 23 年 1.1-1.2PS, 11-16X PE。** 按收购价格看, 公司合计支付 3.24 亿, 其中武汉五洲 2.5 亿, 以 23 年业绩预期计算(收入/净利润 2.3 亿/1710 万), 对应收购 PS 1.2X、PE 16X; 武汉韩辰 0.71 亿, 以 23 年业绩预期计算(收入/净利润 9225/907 万), 收购对应 1.1X PS、11X PE。此前公司收购昆明韩辰(22 年 9 月公告), 以 22 年业绩预期计算对应收购 PE 为 14.2 倍、PS 为 1.1 倍, 本次收购与此前收购对价较为一致。

□ **本次收购仍属“体外并购基金孵化-实现盈利后转体内”的模式, 落地后有望直接增厚当年业绩。**

一方面, 实际收购出资预计不到 2 亿。朗姿医管合计需支付 3.24 亿, 其中向博辰八号支付 2.8 亿+向卓淑英支付 2809 万+向平潭卓氏支付 1404 万。博辰八号为朗姿医美并购基金之一, 成立于 21 年 3 月, 规模 2.51 亿, 其中朗姿出资 49.8%, 韩亚资管(朗姿持股 29.23%) 出资 0.4%。考虑到博辰八号朗姿出资占比近 50%, 预计此次收购朗姿实际出资不到 2 亿。

另一方面, 本次收购标的均已实现盈利, 23 年有望带来超 2000 万的利润增量。

**历史业绩:** 22 年两家机构合计收入 2.59 亿, 净利润 731 万, 净利率 2.8%

**23-25 年业绩展望:** 预计 23 年两家机构合计收入 3.2 亿, 扣非归母净利 0.22 亿

1) 收入端: 两家机构预计合计贡献 3.2/3.7/4.0 亿元。

2) 扣非净利润(不考虑并表时间): 以业绩承诺下限计算, 两家机构预计合计贡献 2617/3139/3579 万;

3) 扣非归母净利润(不考虑并表时间): 若考虑公司持股武汉五洲 90% 股份+武汉韩辰 70% 的股权, 预计两家机构合计贡献扣非归母净利润 2174/2626/2998 万。

#### □ 体内+体外双轨并行, 深耕西南+全国扩张有序进行。

**体内经营向好, 利润逐渐释放。** 23Q1 公司医美收入 4.6 亿(同比+31%), 贡献归母净利润 2778 万(同比+633%)。1) 老店、次新店疫后修复良好, 23Q1 老店收入/净利润 3.15 亿/2250 万, 同比+26%/189%; 次新店收入/净利润 1.52 亿/252 万, 同比+37%/118%。其中, 旗舰店四川米兰量价双升, 收入 1.64 亿(同比+20%)超预期。2) 前年-去年新开 10 家晶肤小店大多有望于今年扭亏。3) 自营的中高端产品芙妮薇玻尿酸院内销售亮眼, 有望持续降本增效, 优化收入结构。

**体外多家优质医美机构储备中, 覆盖北京、杭州、南京、湖南、郑州等地。** 当前朗姿体外共设立 6 支并购基金, 规模达 27.6 亿, 据爱企查, 目前朗姿旗下并购基金仍有 7 家左右优质医美机构储备, 覆盖北京、杭州、南京、湖南、郑州等地。

#### □ 盈利预测与估值

我们认为公司医美发展迅速, 今年随着疫后修复, 预计服装及医美业务均有较大业绩弹性。考虑到当前并购尚未落地, 暂不调整盈利预测。预计公司 23-25 年实

### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

分析师: 王长龙  
 执业证书号: S1230521020001  
 wangchanglong@stocke.com.cn

分析师: 汤秀洁  
 执业证书号: S1230522070001  
 tangxiujie@stocke.com.cn

分析师: 周明蕊  
 执业证书号: S1230523060002  
 zhoumingrui@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 23.20
总市值(百万元)	9,862.11
总股本(百万股)	442.45

### 股票走势图



### 相关报告

- 《超预期, 医美收入同增 31% 展现经营韧性》 2023.05.04
- 《拓店重启+内生修复+外延推进, 看好业绩向上弹性》 2023.04.12
- 《疫情下有所承压, 期待医美开启“体内+体外”双轨发展——朗姿股份 22Q3 季报点评报告》 2022.10.30

现营业收入 46/53/61 亿元，同比+18%/16%/14%；实现归母净利润 1.8/2.6/3.3 亿元，同比+1012%/+46%/+28%。当前市值对应 PE 分别为 57/39/31 倍。朗姿旗下医美资产优质，在 A 股具有稀缺性，考虑估值和成长性，维持“增持”评级。

□ **风险提示：**拓店节奏不及预期、新机构孵化不及预期、市场竞争加剧的风险

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3878.28	4567.18	5320.48	6084.20
(+/-) (%)	1.19%	17.76%	16.49%	14.35%
归母净利润	16.08	178.73	260.90	334.78
(+/-) (%)	-90.73%	1011.80%	45.97%	28.32%
每股收益(元)	0.04	0.40	0.59	0.76
P/E	74.85	57.43	39.34	30.66

资料来源：Wind、浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2032	2178	2364	2950
现金	431	400	467	897
交易性金融资产	6	87	46	67
应收账款	191	237	304	349
其它应收款	77	89	94	116
预付账款	31	47	54	62
存货	1211	1226	1307	1370
其他	87	91	90	89
<b>非流动资产</b>	5078	5209	5265	5326
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	902	900	900	900
固定资产	672	706	735	758
无形资产	389	380	370	360
在建工程	17	14	11	9
其他	3098	3209	3249	3299
<b>资产总计</b>	7110	7386	7628	8276
<b>流动负债</b>	2288	2397	2404	2713
短期借款	849	760	500	500
应付款项	219	268	302	354
预收账款	0	0	0	0
其他	1220	1369	1602	1860
<b>非流动负债</b>	1204	1243	1243	1244
长期借款	0	30	30	30
其他	1204	1213	1213	1214
<b>负债合计</b>	3492	3640	3647	3957
少数股东权益	740	734	752	799
归属母公司股东权	2878	3013	3229	3520
<b>负债和股东权益</b>	7110	7386	7628	8276

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3878	4567	5320	6084
营业成本	1648	1950	2280	2623
营业税金及附加	17	23	27	30
营业费用	1645	1829	2107	2378
管理费用	331	365	399	426
研发费用	116	123	128	128
财务费用	91	100	88	87
资产减值损失	38	9	2	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	51	43	43	44
其他经营收益	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	50	217	339	461
营业外收支	(8)	(13)	(11)	(12)
<b>利润总额</b>	43	204	328	449
所得税	8	31	49	67
<b>净利润</b>	35	173	279	382
少数股东损益	19	(6)	18	47
<b>归属母公司净利润</b>	16	179	261	335
EBITDA	214	397	517	641
EPS (最新摊薄)	0.04	0.40	0.59	0.76

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.19%	17.76%	16.49%	14.35%
营业利润	-71.80%	329.24%	56.41%	36.14%
归属母公司净利润	-90.73%	1011.80%	45.97%	28.32%
<b>获利能力</b>				
毛利率	57.51%	57.31%	57.15%	56.88%
净利率	0.89%	3.79%	5.24%	6.27%
ROE	0.44%	4.85%	6.75%	8.07%
ROIC	1.80%	5.66%	7.87%	9.49%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.12%	49.28%	47.81%	47.82%
净负债比率	26.60%	21.70%	14.53%	13.39%
流动比率	0.89	0.91	0.98	1.09
速动比率	0.36	0.40	0.44	0.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.63	0.71	0.77
应收账款周转率	17.43	20.92	19.03	18.13
应付账款周转率	7.53	8.00	8.00	8.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.04	0.40	0.59	0.76
每股经营现金	0.53	1.11	1.13	1.49
每股净资产	6.51	6.81	7.30	7.96
<b>估值比率</b>				
P/E	74.85	57.43	39.34	30.66
P/B	3.57	3.41	3.18	2.92
EV/EBITDA	66.39	30.23	22.65	17.67

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	236	492	498	661
净利润	35	173	279	382
折旧摊销	114	98	105	111
财务费用	91	100	88	87
投资损失	(51)	(43)	(43)	(44)
营运资金变动	41	191	186	237
其它	6	(27)	(117)	(112)
<b>投资活动现金流</b>	(12)	(237)	(38)	(100)
资本支出	(76)	(75)	(75)	(75)
长期投资	50	(79)	(1)	(1)
其他	13	(83)	38	(24)
<b>筹资活动现金流</b>	(299)	(286)	(392)	(131)
短期借款	190	(90)	(260)	0
长期借款	(75)	30	0	0
其他	(414)	(226)	(132)	(131)
<b>现金净增加额</b>	(76)	(31)	68	430

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>