

朗姿股份 (002612) 深度研究

衣美延伸至医美, 内生外延打造泛时尚生态

2023 年 05 月 10 日

【投资要点】

- ◆ **医美中游: 竞争格局逐渐清晰, 头部议价能力提升。**2019 年医美渗透率仅为 3.6%, 经历疫后中小机构出清, 医美将进入集中度提升的快速成长阶段 (21 年轻医美 CR5 仅为 6.3%)。其中医美机构作为产业链的中间环节, 毛利率 40-60%, 但净利表现参差不齐, 主要系运营能力差异。当前阶段主要痛点如专业医生紧缺、格局分散、区域属性强、运营规范度低等, 短期内线下出行受阻及监管力度加强影响拓店速度, 中长期具备强品牌力认证、于成本端有先发优势的机构收益。
- ◆ **医美收入提至近四成, “内生+外延”疫后加速修复。**2016 年公司战略投资韩国医美集团 DMG 切入医美赛道, 目前已通过“内生新设+外延收购”搭建“高端 (米兰柏羽)+技术 (高一生、韩辰)+轻医美连锁 (晶肤)”新模式。2022 年公司已拥有 30 家医美机构, 立足成都、西安两大优势区域, 共实现医美收入 14.06 亿元 (yoy+9.3%), 疫后 23Q1 已表现出较强的需求弹性。女装/婴童各实现收入 45.4/8.8 亿元, 同比-9%/+8%, 其中朗姿品牌将高端线独立出来, 拆分为 LANCY (朗姿) 和 LANCY FROM 25 (悦朗姿) 双线并进, 婴童则把握高端市场发展契机, 并调整 Ettoi (爱多娃) 为主推品牌, 各品牌线定位清晰。
- ◆ **机构差异化定位, “品牌力+可复制”构建核心壁垒。**米兰柏羽系 5A 医美机构认证, 三城四店布局, 四川米兰为成都地区兼具稀缺性和良好口碑的旗舰机构, 深圳门诊部于 23H1 已扩建为医院, 预计将贡献业绩增量。晶肤定位年轻化的轻医美品牌, 标准化可复制性强, 目前旗下共 23 家机构, 于新一线城市有较为广阔的拓展空间, 有望将成熟门店优秀的管理运营及盈利能力输出。2022 年公司从产业基金收购昆明韩辰 75% 的股权, 并表后将持续优化西南版图; 同时依靠集团下三级管理模式进行高效资源整合。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

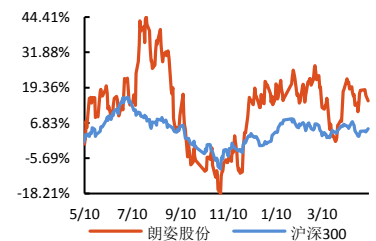
证券分析师: 高博文

证书编号: S1160521080001

联系人: 班红敏

电话: 021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	11322.18
流通市值 (百万元)	7079.77
52 周最高/最低 (元)	34.96/18.20
52 周最高/最低 (PE)	777.50/67.72
52 周最高/最低 (PB)	4.98/2.82
52 周涨幅 (%)	10.98
52 周换手率 (%)	1195.12

相关研究

【投资建议】

公司医美业务短期受益于疫后需求量回升，中长期来看，旗下综合性医院已形成良好的区域性口碑和信誉度，轻医美门诊部及诊所单店复制能力优异，加上体外基金持续孵化优质资产，整体医美业务有望实现高于行业的增速；女装业务门店有序扩张，中高端线拆分后定位更加明晰；绿色婴童板块战略重心转移，国内市场将贡献增量。我们预计 2023-2025 年总收入为 46.7/54.7/69.1 亿元，同比增速为 20.4%/17.1%/26.5%；归母净利润同增 899.1%/40.0%/23.9%；EPS 各 0.36/0.51/0.63 元/股；对应 PE 为 70/50/41 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3878.28	4668.16	5464.85	6913.65
增长率(%)	1.19%	20.37%	17.07%	26.51%
EBITDA（百万元）	320.58	415.66	520.22	566.47
归属母公司净利润（百万元）	16.08	160.62	224.80	278.45
增长率(%)	-90.73%	899.11%	39.96%	23.87%
EPS(元/股)	0.04	0.36	0.51	0.63
市盈率(P/E)	764.74	70.38	50.29	40.60
市净率(P/B)	4.27	3.72	3.46	3.19
EV/EBITDA	43.33	31.06	24.59	22.25

数据来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至 2023 年 05 月 09 日）

【风险提示】

- ◆ 医美客流不及预期；
- ◆ 宏观环境及政策变化掣肘；
- ◆ 引流推广转化率降低；
- ◆ 中游机构扩张导致竞争加剧。

1、关键假设

(1) 医美业务：2022 年因局部地区管控和停业等因素，线下客流和医美需求不及预期，严重影响机构的盈利能力。结合 23Q1 恢复情况以及 3/6/9 月营收旺季预期，我们估计 2023-2025 年医美板块收入各为 19.5/25.2/37.6 亿元，增速为 39%/29%/49%，毛利率 52.5%/54.0%/55.0%。拆分机构品牌来看：

米兰柏羽：存量方面，四川米兰系成都地区稀缺的综合性医院，高新米兰与之差异化定位，协同实现老新客的双重引流；2021 年深圳米兰门诊部扩建，预计 2023H1 实现收入规模的扩张。增量方面，公司于 2022 年新设 5 家米兰柏羽，预计 2-3 年实现营收放量。我们预计 2023-2025 年收入增速为 45%/29%/64%。

晶肤医美：单店具备较强的标准化复制和运营管理输出能力，截至 2023 年 3 月底已布局 25 家店面，预计 2025 年将实现全国范围内 50 家标准店规模，“多而精”体系叠加疫情对线下到店的扰动基本清除，轻医美扩张有望顺利进行，预计 2023-2025 年收入增速为 50%/44%/40%。

高一生：在西安地区有强品牌力优势，2022 年受疫情冲击较严重，预计 2023-2025 年收入增速为 26%/22%/18%。

昆明韩辰：2023 年收购后实现较快增速，结合 3-5 年业绩承诺、历史经营情况，我们预计 2023-2025 年收入将维持评估增速为 6%。

(2) 时尚女装：一方面疫情冲击影响线下出行购物，另一方面线上渠道因重要大促节点物流不畅等因素需求紧缩，参照 2023 年 1-2 月服装鞋帽类社零同比增速+5.4%，考虑到公司中高端女装具有较强的品牌认知和忠诚度，条线及客群定位清晰，结合同业数据，公司毛利率提升空间充足。我们预计 2023-2025 年女装板块营收各为 16.9/18.2/19.5 亿元，增速各为 10%/8%/7%，毛利率 63.7%/64.5%/65.0%。

(3) 绿色婴童：阿卡邦在海外有较高认知度，国内还处于起步阶段，公司 2022 年调整战略重点至爱多娃，国内婴童市场有望贡献增量，增速略高于成熟期女装品牌。我们预计 2023-2025 年营收各为 9.7/10.5/11.4 亿元，同比增速为 10%/9%/8%，毛利率 56.8%/56.5%/57.0%。

2、创新之处

医美中游机构存在竞争壁垒，因上市标的稀缺导致估值困境。医美机构因合规性、成长可持续性等问题在上市方面存在诸多困难，2016 年以来，多家头部医美机构成为上市公司跨界收购标的，更帮助上市企业塑造出第二成长曲线。我们将收入端和成本端多个因素拆分后发现，除人工成本外，复购率、执行量、客单价等均支持企业实现量价齐升。对综合性医院，提升客单和综合一体化服务增强客户留存度；对轻医美门诊部/诊所，单店模型标准化复制是核心，而以上均需要长期品牌资产的沉淀和背书，内生外延扩张既是过程，也是结果。

3、潜在催化

3 月社零增速+10.6%，可选消费复苏明显。3 月社零总额 3.79 万亿元，同比+10.6%；1-3 月累计同比+5.8%。其中可选消费品类表现亮眼，化妆品、金银珠宝、服装鞋帽同比+9.6%/+37.4%/+17.7%，基于去年低基数，居民消费信心提振相对明显，公司线下消费场景销售将回归正轨。

产业基金孵化多家优质资产，有望持续贡献收购增量。公司医美产业基金目前仍有较多优质资产，如北京丽都、南京韩辰、武汉韩辰等，由于国内领先医美机构竞争格局已相对清晰，头部化趋势明确，孵化资产有望在合适时机贡献业绩和口碑增量。

正文目录

1. 朗姿股份：泛时尚生态搭建，衣美延伸至颜美	6
1.1. 简介：搭建多层次品牌矩阵，“女装+婴童+医美”互联齐驱	6
1.2. 股权：申氏兄妹实控公司，医美赛道为战略核心	7
1.3. 财务：医美业务增速可观，盈利疫后有望持续修复	9
2. 医疗美容：良币驱逐劣币，优质中游品牌稀缺	11
2.1. 行业：轻医美持续高景气，疫后修复弹性足	11
2.1.1. 市场规模：全球第二大医美市场，非手术类占比稳步提升	11
2.1.2. 产业链条：中游盈利能力承压，强监管利好产业发展	14
2.1.3. 竞争格局：优质品牌稀缺，“合规+连锁”机构受益	16
2.2. 业务：四大品牌差异定位，立足成都西安瞰全国	19
2.2.1. 盈利结构：老机构贡献近70%收入，净利率维持高个位数	20
2.2.2. 品牌矩阵：高端+技术+轻医美连锁，破除传统“1+N”模式	22
2.2.3. 组织架构：三级管理架构贯通，产业基金持续造血	27
2.2.4. 模式参照：以爱尔眼科为例，展望医美机构规模化发展	28
3. 女装婴童：中高端定位不改，品牌结构部分调整	30
3.1. 女装：朗姿贡献七成收入，定位都市精英女性	30
3.2. 婴童：海外先于国内复苏，阿卡邦进入成长期	31
4. 盈利预测	32
4.1. 关键假设	32
4.2. 投资建议	34
5. 风险提示	35

图表目录

图表 1：朗姿股份发展历史	6
图表 2：公司女装品牌简介	7
图表 3：公司婴童品牌简介	7
图表 4：公司股权结构	8
图表 5：公司股权激励进度	8
图表 6：公司高管履历	9
图表 7：公司营业收入及增速（亿元）	10
图表 8：公司归母净利润及增速（亿元）	10
图表 9：公司业务板块营收占比	10
图表 10：公司分业务收入及同比（亿元）	10
图表 11：公司销售、管理、研发及财务费率	11
图表 12：公司毛利率、净利率	11
图表 13：中国手术类与非手术类市场规模	11
图表 14：轻医美在不同年龄层女性中的渗透率	12
图表 15：轻医美女性消费者年龄结构（2021）	12
图表 16：2020年主要国家每千人轻医美项目数	12
图表 17：国内接受轻医美的人数（万人）	12
图表 18：国内每10万人中整形外科医生数量（2020）	13
图表 19：合规医务人员与行业标准存在较大差距	13
图表 20：医生培养路径	13
图表 21：美国医美连锁机构索诺贝洛（SonoBello）专业医师团队资质	14

图表 22: 中国医美市场产业链及利润区间.....	14
图表 23: 影响医美机构利润的因素拆解.....	15
图表 24: 医美机构成本拆分.....	15
图表 25: 近年医美监管及产业扶持措施.....	16
图表 26: 医美公立医院及民营机构发展历程.....	17
图表 27: 医美市场规模 TOP10 城市.....	17
图表 28: 非手术类医疗美容服务市场竞争格局（2021）.....	17
图表 29: 部分医美上市可比公司.....	18
图表 30: 医美业务板块营业收入及增速（亿元）.....	19
图表 31: 非手术类项目占比近 80%.....	19
图表 32: 医美业务毛利率变化.....	19
图表 33: 三大医美品牌营收及毛利率对比（亿元）.....	20
图表 34: 2022 年次新机构营收增长迅速（亿元）.....	20
图表 35: 医美板块收入前五名的机构.....	20
图表 36: 2021 年起，仅老机构实现盈利.....	21
图表 37: 老机构贡献约 70%的营收.....	21
图表 38: 公司收购及自建医美矩阵进程.....	21
图表 39: 2021 年 5A 级医美机构地区分布.....	23
图表 40: 2018 年成都市医美产业扶持政策.....	23
图表 41: 成都医美机构竞争格局.....	24
图表 42: 35 岁以上人群占比随开业年限显著提升.....	24
图表 43: 品牌口碑超越医生 IP 成为最核心竞争力.....	24
图表 44: 晶肤医疗布局.....	25
图表 45: 2021 年医美项目消费规模占比.....	25
图表 46: 抗衰项目引流及复购流程示例.....	25
图表 47: 海外肉毒素注射执行量最高，国内以玻尿酸为主.....	26
图表 48: 《朗姿医美医疗安全条例》全面落地高一生.....	26
图表 49: 高一生 2023 年 13 大新品春季品鉴.....	26
图表 50: 昆明韩辰盈利能力评估.....	27
图表 51: 朗姿研究院自研新品芙妮薇.....	28
图表 52: 公司医美业务三级管理架构.....	28
图表 53: 公司产业并购基金参控股企业.....	28
图表 54: 爱尔眼科扩张历程.....	29
图表 55: LANCY（朗姿）品牌宣传图.....	30
图表 56: LIME FLARE（莱茵福莱尔）品牌宣传图.....	30
图表 57: 女装营收及增速（亿元）.....	31
图表 58: 女装分品牌营收占比.....	31
图表 59: 女装分渠道营收占比.....	31
图表 60: 2022 年末女装品牌门店数量.....	31
图表 61: 婴童营收及增速（亿元）.....	32
图表 62: 婴童品牌营收占比.....	32
图表 63: 婴童分渠道营收占比.....	32
图表 64: 婴童品牌门店数量.....	32
图表 65: 医美业务分品牌收入预测（百万元）.....	33
图表 66: 分业务收入预测（百万元）.....	33
图表 67: 公司盈利预测（百万元）.....	错误!未定义书签。
图表 68: 可比公司估值表.....	34

1. 朗姿股份：泛时尚生态搭建，衣美延伸至颜美

1.1. 简介：搭建多层次品牌矩阵，“女装+婴童+医美”互联齐驱

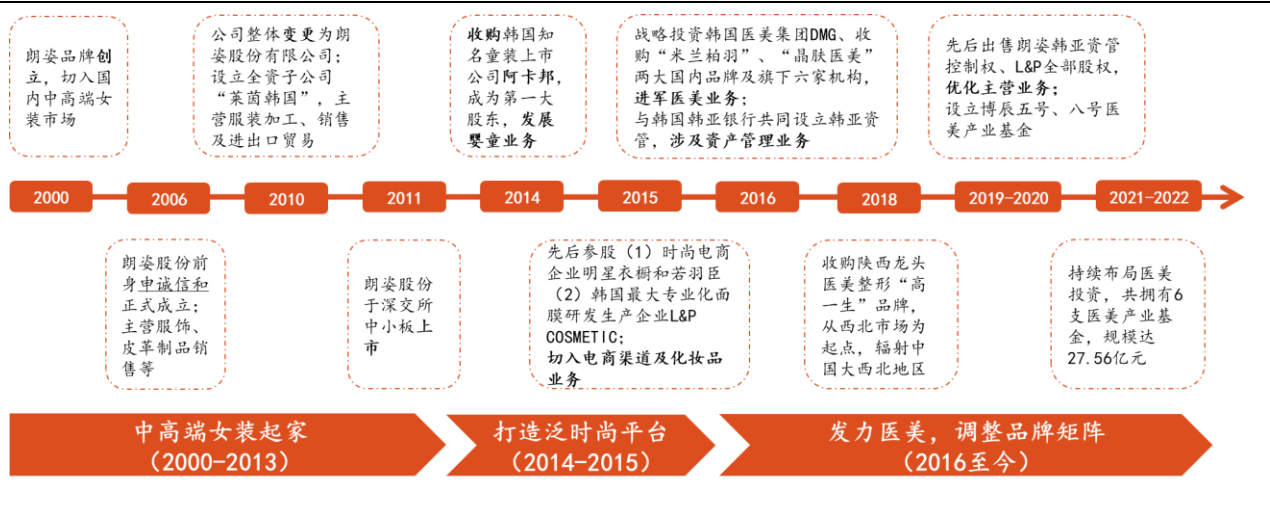
衣美+颜美，打造多层次品牌矩阵。朗姿股份有限公司创立于2006年，至以泛时尚品牌产业化为目标，主营业务横跨女装、婴童、医美三大领域，品牌经营覆盖全球多个国家，旗下聚集中韩多家上市企业资源，实现国际化时尚品牌协同运营。

(1) 2000-2013：中高端女装市场先行者。2000年朗姿品牌正式成立，品牌发展期间同时引进设立莫佐、莱茵等中高端品牌，完善女装风格差异化矩阵。2011年公司于深交所上市，快速推进资本化进程。

(2) 2014-2015：泛时尚扩展至婴童&化妆品。2014年朗姿收购韩国童装上市公司阿卡邦、投资韩国L&P COSMETIC面膜企业及时尚电商行业，同时为品牌互联网化铺设渠道。

(3) 2016至今：衣美延伸至颜美。2016年，公司收购国内优质医美品牌发力医疗美容赛道，随后通过调整化妆品及资管业务、设立医美产业基金等方式集中资源。发展至今公司拥有米兰柏羽、晶肤医美、高一生、昆明韩辰4大品牌矩阵，共30家医美机构，产业基金规模超27亿元，实现女装、婴童、医美三大板块协同轮动。

图表 1：朗姿股份发展历史



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 2：公司女装品牌简介

品牌	类型	创立/引入时间	产品	客群	价格（元）
LANCY (朗姿)	自有	2000	连衣裙、西服套装、小礼服、针织产品为标志品类	25-45 岁对材质、品质有更高要求的高端客群	1980-20000
LANCY FROM25 (悦朗姿)	自有	2000	西服套装、连衣裙、针织衫、外套为标志品类	25-45 岁中产、新中产女性	680-8999
莱茵福莱尔	自有	2006	知性女性、高端系列、活力针织、时尚都市、商务通勤等五大风格线	25-38 岁希望展现个性、追求时尚生活方式的都市白领女性	1499-19000
Liaalancy (徧雅)	自有	2013	精致日常、简约休闲、舒适运动风格	25-45 岁事业有成，讲究个人品味与独特气场的精英女性	1280-16800
m. tsubomi (子芭米)	收购	2019	“日常系列”、“通勤系列”、“风格系列”三大主题	30-45 岁追求简单、品质的高知女性	1280-22800
LANCY FROM25	自有	2000	高端通勤、商务女装，女士休闲装、运动装	25-38 岁关注国际时尚潮流、独立自主的年轻职场女性精英	1000-4000
MOJO. S. PHINE (莫佐)	独家代理	2003	高端商务女装、优雅知性、商务休闲	20-45 岁追求纯粹、高级感、精致优雅、具有浪漫主义情怀的女性	5000-7000

资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 3：公司婴童品牌简介

品牌	类型	创立时间	产品	客群	价格（元）
Agabang (阿卡邦)	收购	1979	0-4 岁婴童服饰及用品，体现舒适、休闲与法式浪漫风	25-35 岁妈妈（直至孩子 4 岁为止）	299-899
ETTOI (爱多娃)	收购	2002	针对 0-7 岁亚洲宝宝高端婴童品牌	25-35 岁的追求精致、高品质生活的妈妈	498-3698
Putto (贝嘟嘟)	收购	2009	阿卡邦旗下婴童洗护品牌，天然植物精华萃取物制成，敏感肌专用婴童护肤品，拥有韩国国家专利	0-6 岁家庭	-
Design skin (蒂莎因思亲)	收购	2007	0-4 岁儿童环保创意爬行垫、沙发类产品	为孩子寻找舒适、激发儿童创意的爬行垫的妈妈	1098-1898

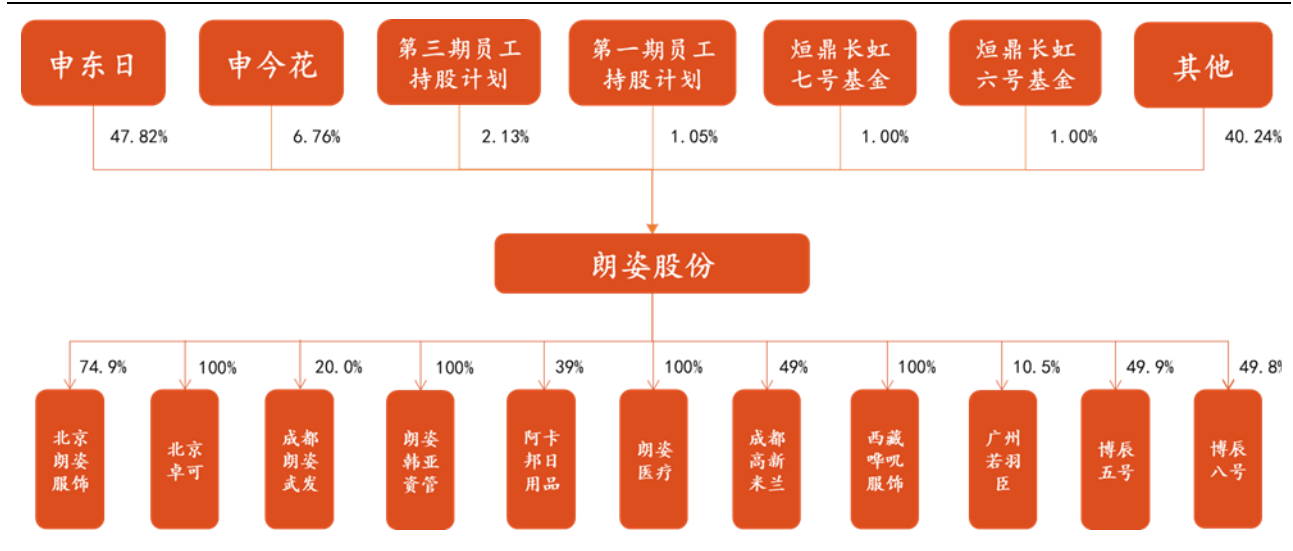
资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

1.2. 股权：申氏兄妹实控公司，医美赛道为战略核心

家族控股稳定，多期激励提振员工信心。截至 2022 年末，公司创始人申东日、申今花兄妹分别持股 47.82%/6.76%，家族持股集中稳定，为公司实控人，旗下包含多家中韩企业，涉及女装、婴童、医美等多个行业。上市至今，公司

先后于 2014、2016、2021 年进行三次员工激励计划，其中第一、二期均已完成解锁减持，第三期计划共设三个考核时段、覆盖至 2026 年，利益绑定下有助拉动员工热情，保证公司长期高效发展。

图表 4：公司股权结构



资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 5：公司股权激励进度

	内容	人数	对象	进度
2014 第一期	定向受让控股股东申东日所持公司 933 万股股票，共占比约 4.7%	不超 130 人	公司及下属公司在职的员工	已完成 2015-2017 年度的业绩考核，本次持股计划所持有的 1866 万股（占目前总股本 4.22%）已全部出售完毕暨终止
2016 第二期	定向受让控股股东及其关联方所持不超过公司股票 690 万股；共占比股本约 1.7%，计划不超过 5 次于 2030 年前完成	2016 年不超 200 人，其余单次不超 300 人	关键管理人员和核心技术骨干	参与计划的员工已完成 2016-2017 年业绩考核；已解锁股票于 2021 年完成减持 187.97 万股，剩余未能授予股份转至第三期持股计划
2021 第三期	以大宗交易方式受让第一、二期员工持股计划出售的股票，累计包含 942 万股，共占比股本约 2.13%	不超 15 人	公司及子公司高管理、核心骨干人员	截止 2022 年末，第三期员工持股计划的股票累计持有 942 万股，其中员工实际认购 400 万股，其余预留

资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

管理层多领域覆盖，医美业务持续发力。董事长申东日服装领域从业经历丰富，除兼任旗下多家子公司董事长外，同时担任服装纺织行业副会长，为旗下服饰业务带来诸多经验与优渥资源。管理层成员拥有服装、医美、电商等多个行业从业经验；其中李家平、朱杨柳均深耕医美领域数十年，深入了解医美机构运行管理生态，并于 2023 年 1 月任职为公司总经理助理，辅助管理层完成医美相关战略决策，体现公司坚定发展医美的决心。

图表 6：公司高管履历

姓名	职位	年龄	任职起始日	履历
申东日	董事长	47	2010-08	长江商学院 EMBA，公司创始人及实际控制人之一；现任朗姿服饰、卓可服装、北京莱茵和朗姿医疗董事长，朗姿商业执行董事，朗姿韩亚资管、阿卡邦董事，朗姿国际总经理，北京市顺义区人大常委会委员、北京服装纺织行业协会副会长、中国服装纺织协会副会长。
申今花	董事、总经理	59	2012-10	长江商学院 EMBA，公司创始人和实际控制人之一；现任公司董事、总经理，朗姿服饰及北京莱茵董事、总经理，朗姿韩国执行董事、法定代表人等。
王建优	副总经理，董秘	48	2012-11	管理学博士，经济学博士后，教授级研究员，具备深圳证券交易所董事会秘书资格，中国注册会计师(CPA)；曾任广州若羽臣科技股份有限公司董事，目前兼任深圳市崧盛电子股份有限公司、深圳市汇春科技股份有限公司、鑫元基金管理有限公司独立董事。
常静	副总经理，财务总监	59	2012-11	西安交通大学硕士研究生学历、管理学硕士学位，高级会计师，美国项目管理协会 PMP 资格认证；曾任国际商业机器(中国)有限公司高级咨询经理，目前还担任服装板块总裁、电商事业部、朗姿事业部总经理，兼任西藏哗吼总经理、法人等。
李家平	总经理助理	43	2023-01	本科学历，深耕医美行业数十年，曾任长沙华美医疗美容医院副总经理、厦门欧菲医疗美容医院总经理、广州曙光医疗美容医院总经理；自 2010 年 4 月至今担任晶肤医疗美容连锁总经理，现任公司总经理助理、朗姿医疗管理有限公司副总经理，兼任公司晶肤医美事业部总经理。
朱杨柳	总经理助理	49	2023-01	四川大学 H MBA(医院管理高级研修班)；曾任四川米兰美容外科医院有限公司总经理；自 2013 年 9 月至今担任四川米兰柏羽医学美容医院有限公司总经理，现任公司总经理助理、朗姿医疗管理有限公司副总经理，兼任朗姿医美华西大区、米兰柏羽事业部总经理。

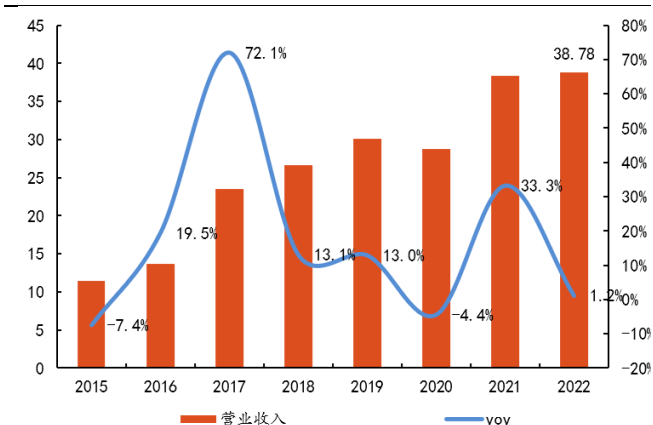
资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

1.3. 财务：医美业务增速可观，盈利疫后有望持续修复

疫情期间整体业绩受扰动，医美持续扩张优化结构。自 2020 年以来，疫情反复导致部分门店经营受阻，业绩出现较大波动。2020-2022 年公司分别实现收入 28.8/38.3/38.8 亿元，同比变动-4.4%/33.3%/1.9%；2016 年前瞻性布局医美业务显著增厚收入，2016-2022 年复合增长率为 19%。利润方面，2020-2022 年归母净利润达 1.4/1.7/0.2 亿元，同比变动 141.7%/21.8%/-90.8%。

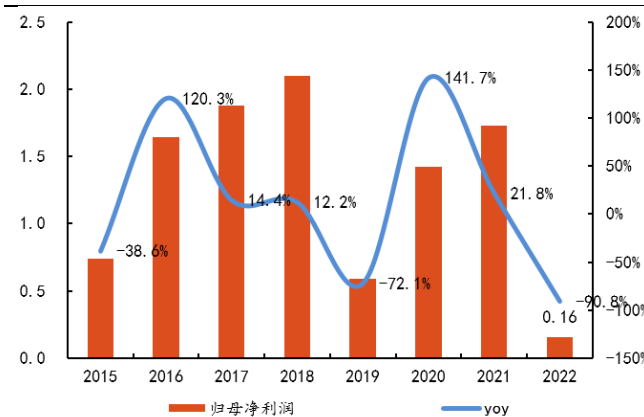
利润端短期承压，预计需求释放后逐步恢复。2019 年，公司因韩国 L&P 化妆品业务开展不及预期、计提大量减值准备导致归母净利润-72%；2020 年上半年疫情蔓延下，前三季度医美业务逆势高增，利润贡献占比达 90%以上，带动公司股价高位攀升。2022 年，受疫情管控、规模扩张、成本支出等多因素影响，短期内线下部分门店和机构暂时闭店，导致客流量大幅减少影响盈利能力。同时 2021-2022 新设多家女装店铺和医美机构，销售及管理费用同比上升幅度较大。随着走出疫情阴霾，新/次新机构爬坡至后期，盈利端有望在门店经营及客流恢复后释放利润。

图表 7：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所
注：2021年财务数据因昆明韩辰合并已追溯调整，下同。

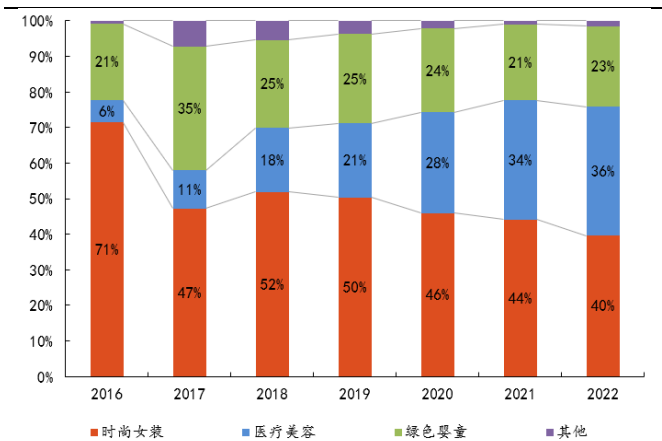
图表 8：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

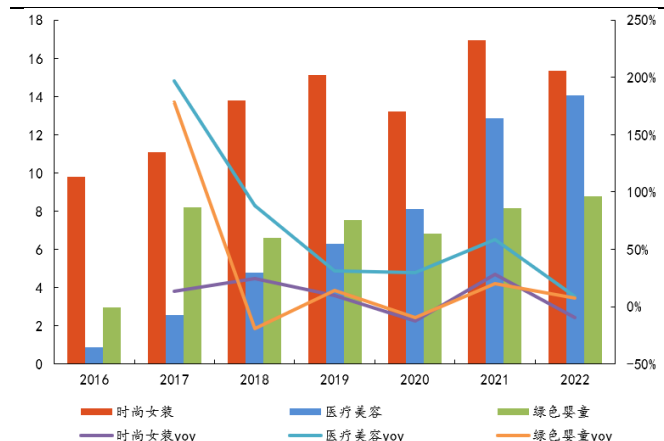
医美占比提升至近四成，婴童板块海外先于国内复苏。2022 年公司女装/医美/婴童分别实现收入 15.4/14.1/8.8 亿元，同比增速各-9%/9%/8%，占收入比各为 40%/36%/23%。医美是支撑业绩疫中增长的主要力量，得益于医美机构快速扩张驱动，实现西南地区全辐射，规模份额提升显著；女装业务占比同比降 4.6pct，主要因线下门店疫情期间闭店率高及客流大幅减少；婴童业务现以韩国及出口东南亚市场经营为主，海外疫情复苏领先，整体市场及业务收入波动相较于国内稳定。

图表 9：公司业务板块营收占比



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

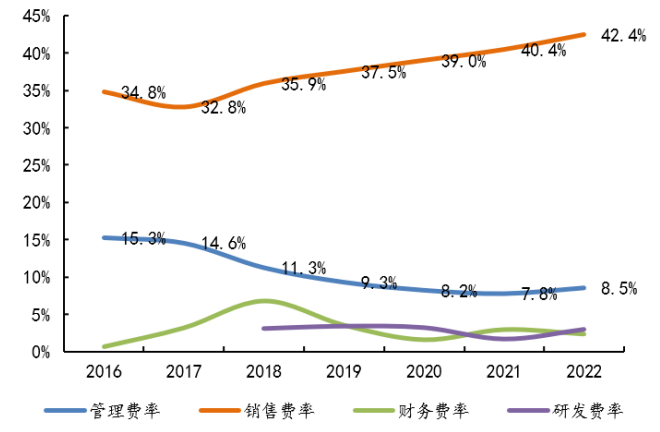
图表 10：公司分业务收入及同比（亿元）



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

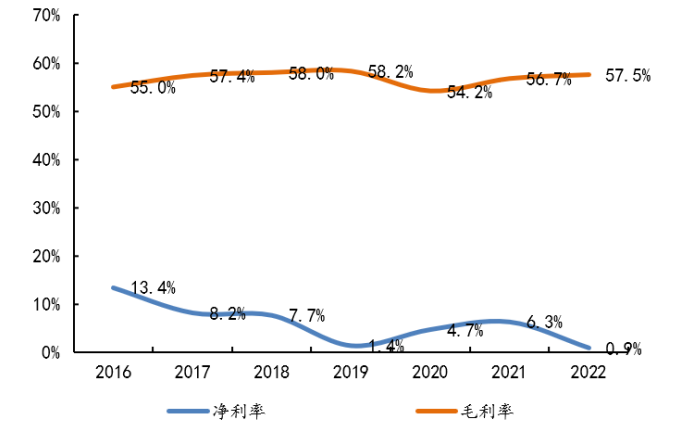
费用开支集中销售宣传，净利表现存在复苏空间。2022 年公司销售/管理/财务/研发费率分别+2.0/+0.8/-0.6/+1.3pct 至 42.4%/8.5%/2.3%/3.0%。利润率方面，公司总体毛利率/净利率达 57.5%/0.9%，较 2021 年+0.8/-3.6pct，女装及婴童多渠道铺设下毛利韧性较强，主要系婴童业务国内营销网络搭建、医美品牌复制扩张拉高营销费用等。

图表 11：公司销售、管理、研发及财务费率



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 12：公司毛利率、净利率



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

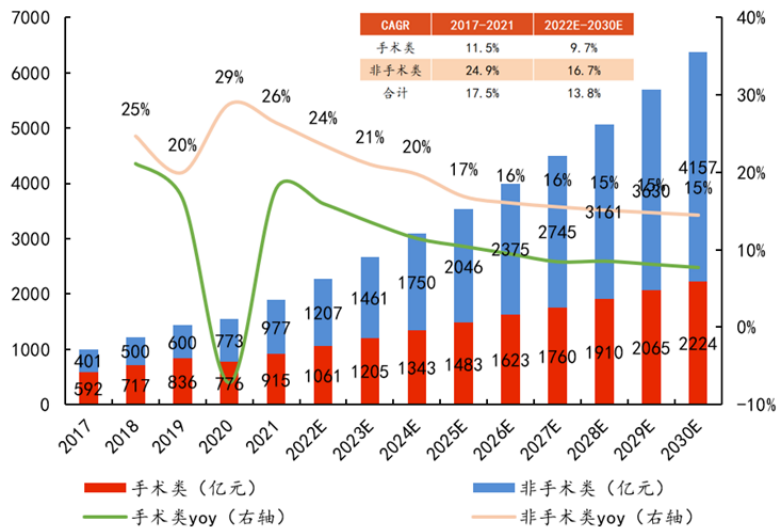
2. 医疗美容：良币驱逐劣币，优质中游品牌稀缺

2.1. 行业：轻医美持续高景气，疫后修复弹性足

2.1.1. 市场规模：全球第二大医美市场，非手术类占比稳步提升

2021 年非手术类项目占比反超手术类，轻医美成为医美市场的主要驱动。2020 年手术类市场因疫情受到较大冲击，同比下降 7.2%，而轻医美项目由于其恢复时间较短、风险小、效果自然、决策成本低等诸多优势，同期获得 28.8% 的高速增长。2021 年中国手术类/非手术类(即轻医美)市场规模分别为 915/977 亿元，同比+18%/26%，在医美市场占比各 48.4%/51.6%，轻医美反超成为医美市场的主要驱动力。从全球来看，非手术类增速高于手术类 5-10pct。

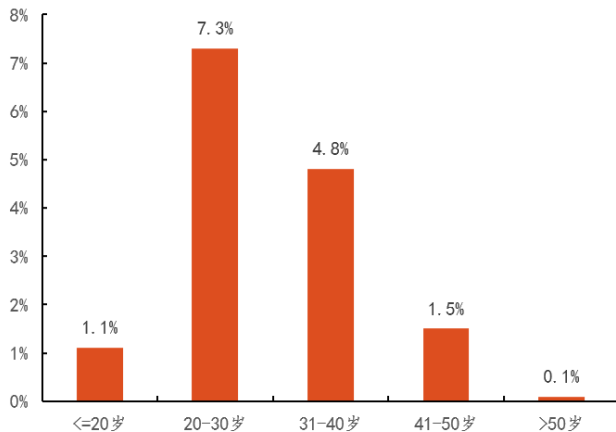
图表 13：中国手术类与非手术类市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文咨询公司，蛋壳研究所，东方财富证券研究所

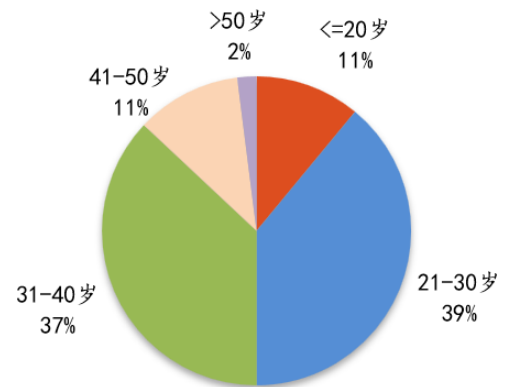
医美渗透率较低，对比韩国有两倍以上提升空间。国内接受轻医美服务的人数由2017年的600万人增长至2021年2030万人，CAGR为35.6%，预计2030年复合增速有所放缓至14.2%。其中2021年有72.6%的客群是女性，女性中有76%集中在21-40岁，这部分人群轻医美渗透率在4%以上（2019年总体轻医美渗透率为3.6%），超过其他年龄层。2020年中国每千人轻医美项目数由2016年的6.4次升至16.1次，CAGR为26%，横向来看仍处于较低水平，相较于韩国有将近2倍的成长空间。

图表 14：轻医美在不同年龄层女性中的渗透率



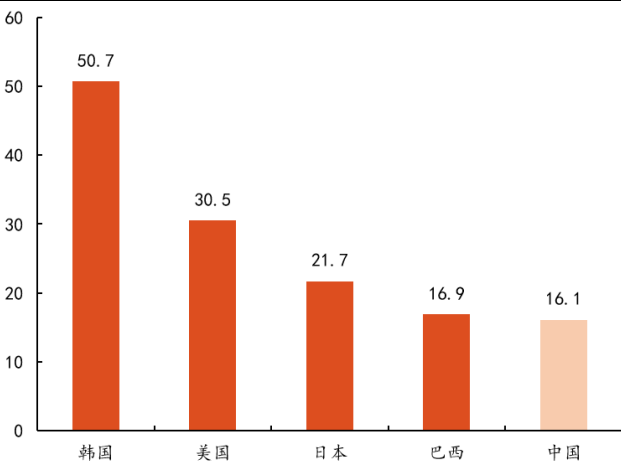
资料来源：国家统计局、弗若斯特沙利文咨询公司、美丽田园招股书，东方财富证券研究所

图表 15：轻医美女性消费者年龄结构（2021）



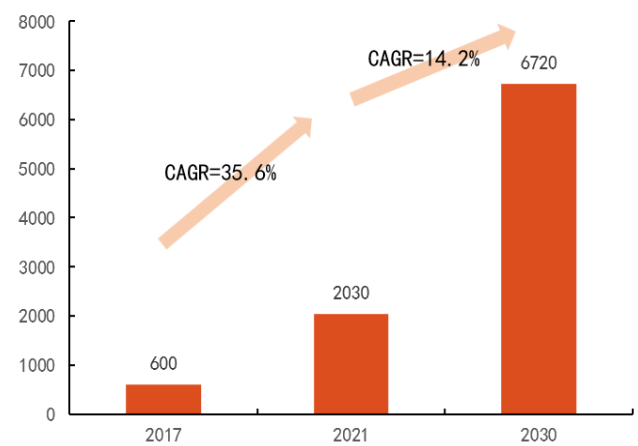
资料来源：国家统计局、弗若斯特沙利文咨询公司、美丽田园招股书，东方财富证券研究所

图表 16：2020年主要国家每千人轻医美项目数



资料来源：国际美容整形外科学会、世界银行、弗若斯特沙利文咨询公司、美丽田园招股书，东方财富证券研究所

图表 17：国内接受轻医美的人数（万人）



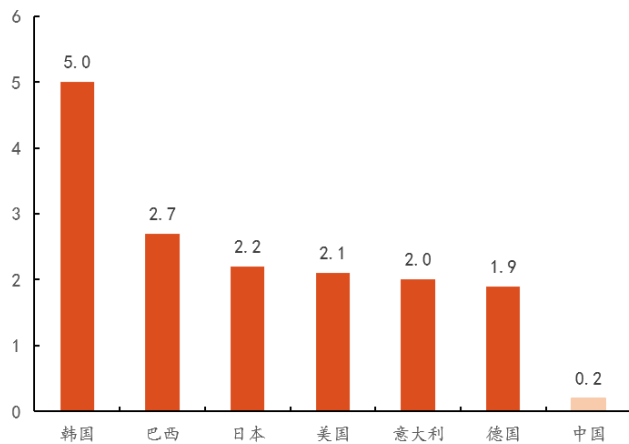
资料来源：弗若斯特沙利文咨询公司、美丽田园招股书，东方财富证券研究所

轻医美依靠复购粘性，手术类依靠客单价。光电类项目集中于4000-10000元，中高端客户在9000-20000元；注射类项目更低，为2000-10000元，中高端在4000-10000元；手术类普遍单价较高，以眼部、胸部、抽脂类手术为主。从客单价及执行风险上来看，手术类与轻医美类遵循不同的量价逻辑，前者依靠客单价提升，后者在于强化复购，因而不同机构因规模和业务结构差别导致营销策略各异。

国内相关资质的医生供不应求，专业医师培育需经5-8年。据《中国卫生健康统计年鉴2021》，国内符合医美行业规范的专业医疗从业人员仅占约30%。

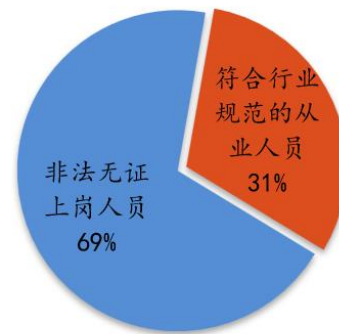
据美丽田园援引弗若斯特沙利文数据，2020年中国提供美容服务的执业医师的总数为3.8万人，仅占同年市场预测所需执业医师数的36%，而执业医师培育至少需要5-8年；其中每10万人中整形外科医生数量仅为0.2人，相较于成熟市场（如巴西）有10倍以上的需求缺口。在资质方面，美国大部分机构在招聘科室主治医生时，要求医生必须具备细分、权威性的专业资质。参考美国连锁医美机构索诺贝尔洛（SonoBello）数据，2018年在全美各州共拥有117名专业医师，所有医生累计至少获得24种类型（如塑形、外科、耳鼻喉、整容等）的专业资格认证。而国内由于大学科目设置及从业门槛较低，美容外科等专业化人才难以为机构扩张持续输血。

图表 18: 国内每 10 万人中整形外科医生数量(2020)



资料来源：德勤咨询&艾尔建美学联合发布《中国医美行业2022年度洞悉报告》，东方财富证券研究所

图表 19: 合规医务人员与行业标准存在较大差距



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴2021》，东方财富证券研究所

图表 20: 医生培养路径



资料来源：万知出版机构，东方财富证券研究所

图表 21：美国医美连锁机构索诺贝洛（SonoBello）专业医师团队资质

资格认证项目	专业医生人数 (名)	占比
美国整形外科委员会（ABPS）资格认证	84	49%
美国外科委员会（ABS）资格认证	24	14%
美国耳鼻喉科委员会（ABOto）资格认证	15	9%
美国美容外科委员会（ABCS）资格认证	6	4%
美国面部整形与重建外科委员会（ABFPRS）	6	4%
其他	25	21%
全美合计	117	

资料来源：《医美新风口：颜值经济下的万亿市场》，东方财富证券研究所

2.1.2. 产业链条：中游盈利能力承压，强监管利好产业发展

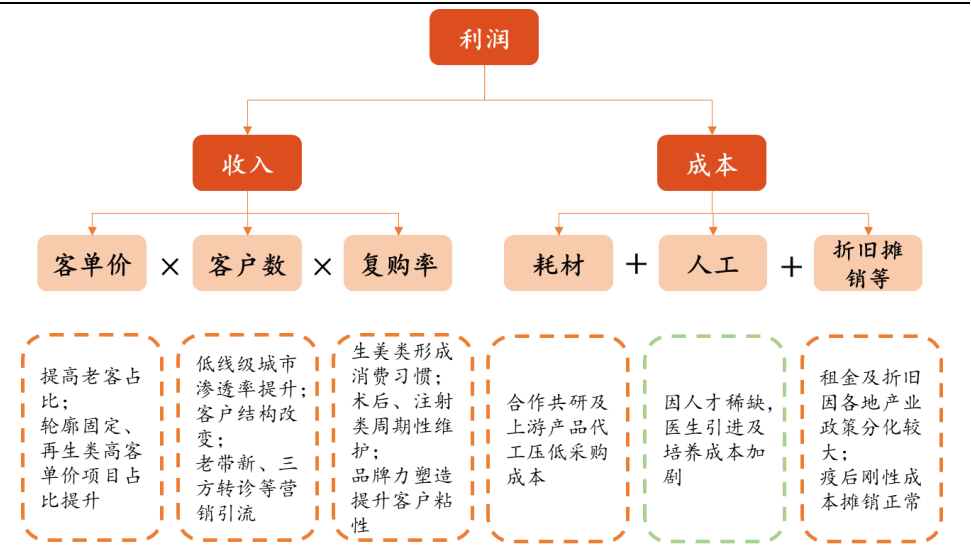
中游机构盈利能力参差不齐，营销成本是主要扣减项。中国医美市场产业链主要分为上游（药品/器械商）、中游（公/私立医美机构）、下游（垂类 O2O 获客平台）。医美机构作为连接医美产品和终端消费者的桥梁，毛利率区间在 40-60%，但净利率端由亏损至 15%，近 30%的空间主要系高营销投入。据德勤咨询，2019 年头部医美机构职工薪酬/耗材/营销/房租占比各 32%/24%/15%/5%，其中营销成本近年来占比升至 25-30%，投放包括以美团、京东为代表的综合性平台，以新氧、更美为代表的垂类 O2O，以及小红书、微博等社媒种草平台。

图表 22：中国医美市场产业链及利润区间



资料来源：艾瑞咨询、Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 23：影响医美机构利润的因素拆解

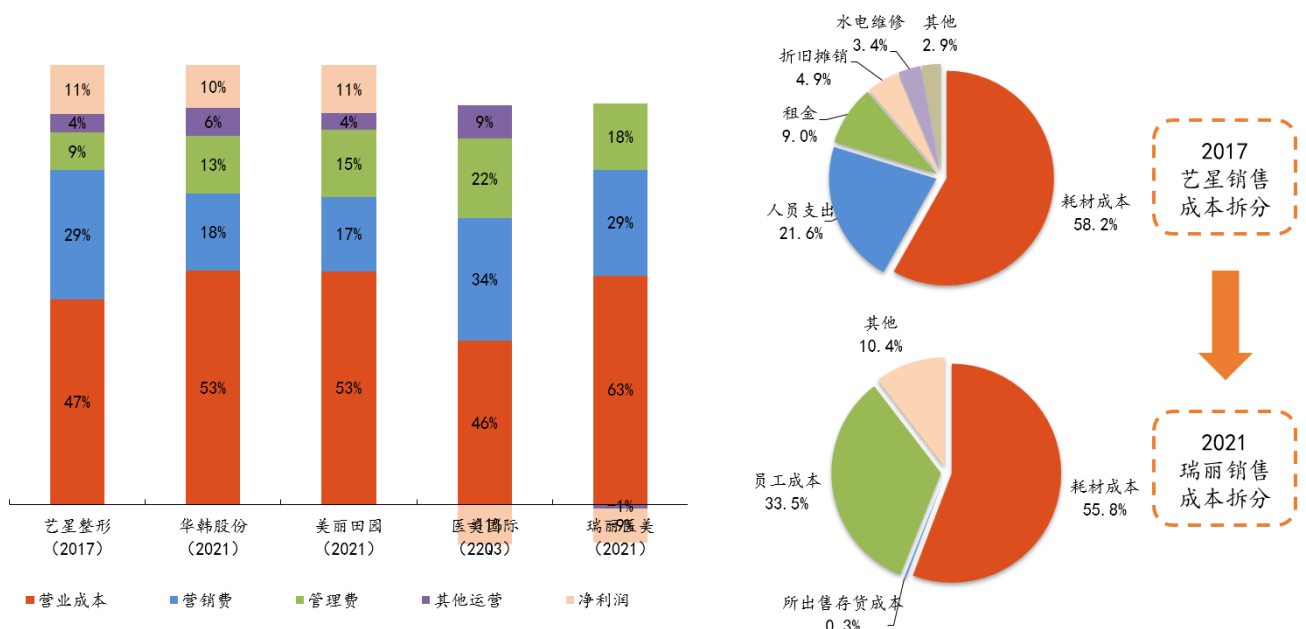


资料来源：东方财富证券研究所自制

注：绿色表示中短期内难以贡献利润空间的因素。

长期来看，中游机构议价能力有提升空间，主要来自强品牌力认证、压缩引流和采购成本。对于医美类，能够贡献高客单价和客户留存的老客居多，用户侧重一体化解决方案，生美类更加强调客户粘性对年客单及复购率的贡献度，老带新、三方转诊的转化率强于垂类平台。前期连锁机构依靠明星医生 IP 引流，中后期将逐渐转化为依靠品牌自身的资质认证和专业背书导客。部分机构还通过自研及代工上游产品实现采购成本压缩，比如朗姿医美推出芙妮薇，通过调整外采及自产产品结构提升盈利能力。

图表 24：医美机构成本拆分



资料来源：Choice 各公司深度资料，东方财富证券研究所

注：左图是个成本占收入比重。

机构纠纷及区域性监管办法松紧影响扩张速度，严政策下规范化头部机构受益。不论大中小机构，监管趋严都存在阵痛期，但头部机构在合规化管理、精细化运营、部门输血等方面更胜一筹，在疫情三年之间市场出清尤为明显。据德勤《China Aesthetic Medicine Market Outlook》报告，2019年中国大陆医美渗透率约在3.6%，处于产业蓬勃发展的黄金时期。以成都为例，2018年市政府办公厅印发《成都市加快医疗美容产业发展支持政策》，出台了19条具体政策，从产学研、产业协同、人才培养、资金引进等诸多方面加快“医美之都”产业建设。2022年7月，《深圳市促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》明确鼓励发展医疗美容产业，提出支持两类医美产品、支持医美服务行业、加强医美行业监督规范。同时，社交媒体及线下专项整治活动有序进行中，在营销内容、产品合规、医师执业等加强规范。

图表 25：近年医美监管及产业扶持措施

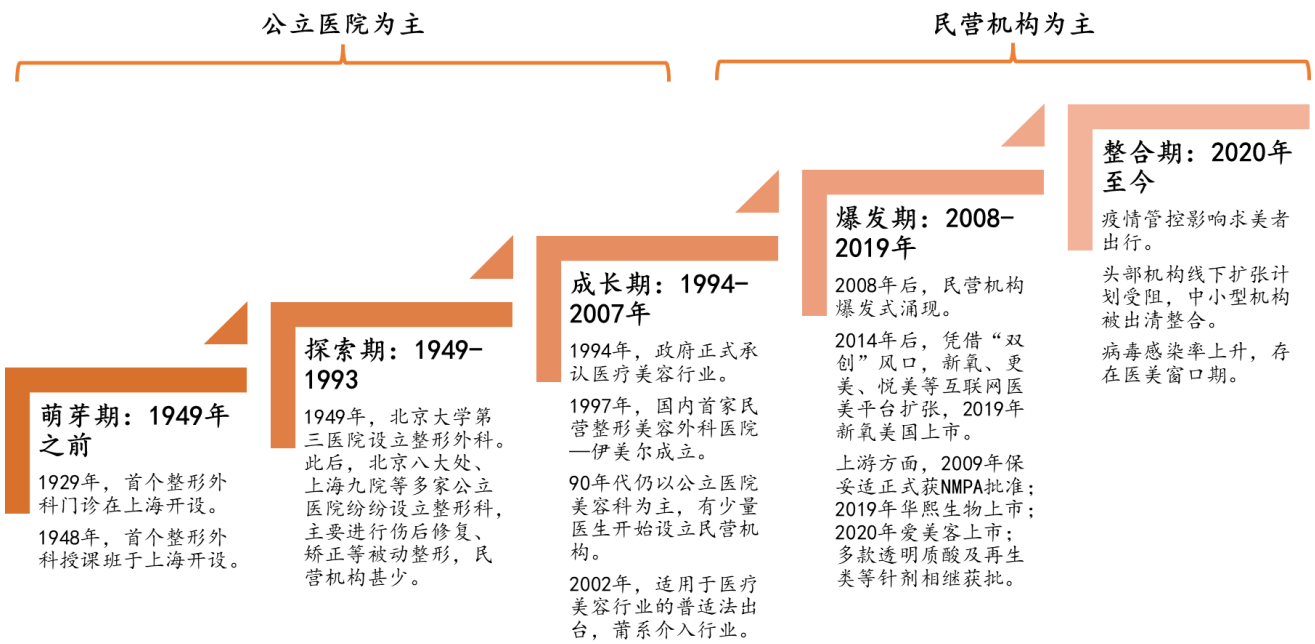
时间	政策内容
2021.12	《上海市医疗美容主诊医师管理办法》指出，不具备医疗美容主诊医师条件的执业医师（备案专业包括美容外科专业、美容牙科专业、美容皮肤科专业和美容中医科专业四种），应在医疗美容主诊医师的指导下开展。
2022.01	中整协发布《2022年医疗美容机构规范运营指南》，推出“三正规医美平台”，针对医美机构提出要重点加强药品和医疗器械资质合规管理、规范市场推广思路和销售方式等建议。
2022.02	《上海市未成年人保护条例》新增“未经未成年人父母或者其他监护人同意，不得向未成年人提供医疗美容服务”。
2022.02	小红书官方账号“薯管家”宣布启动了第四轮虚假种草治理。此次治理将医美品类作为重点整治对象，首批已处置处罚违规账号16.8万个，违规笔记27.9万篇，包括不限于涉及违规医美项目、医美机构、整形外科医生、医美产品等所有医美营销内容。
2022.03	《医疗器械分类目录》调整，水光针纳入三类器械管理，并进一步明确产品成分、用途等；明确射频治疗仪按照三类医疗器械监管；新增“整形用植入线材”类别并按类医疗器械管理。
2022.09	市场监管总局等11部门全国范围内集中开展了医疗美容行业突出问题专项治理行动，目前已查处一批违法违规案件，下一阶段将加强对相关医疗美容机构、生活美容机构等单位、场所的现场检查。
2022.07	深圳市发改委《深圳市促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》明确鼓励发展医疗美容产业，提出支持两类医美产品、支持医美服务行业、加强医美行业监督规范。

资料来源：人民网、上海市卫健委、中国整形美容协会、国家市场监督管理总局、工信部、全国人民代表大会官网，东方财富证券研究所

2.1.3. 竞争格局：优质品牌稀缺，“合规+连锁”机构受益

公立向民营转化源自约2010年，目前私立民营占比约90%。医美服务市场主要包含公立三甲/私立医院、民营连锁机构以及单体机构等玩家，90年代公立医美开始蓬勃发展，以整形修复（如兔唇、烧伤修复等）等医疗属性较强的项目见长；2008年后，“互联网+”垂类平台增强医美机构透明度，注重整形美容等消费属性较强的民营机构获得爆发性增长。2021年，国内具备医疗美容资质的机构约1.7万家，医院/门诊部/诊所各占21%/36%/43%，私立民营机构占比约90%。

图表 26：医美公立医院及民营机构发展历程



资料来源：美博会公众号，东方财富证券研究所

中国医美市场呈现区域集中，源自各地监管政策和基础资源差异。从市场规模来看，医美资源主要位于北京、上海、成都、广州等一线及新一线城市，其中北京已连续四年登顶。但从基础资源和政策扶持来看，北京对于经营范围和产品适应症范围的查处更加严格，超限开展手术等项目的风险极高，八大处、协和、北京大学第三医院等公立机构拥有极强的公信力背书；上海则呈现出“标杆化大型机构+高质精品诊所”多元发展特征；成都则在2018年提出打造“医美之都”，政府给予机构非常大的政策支持，营业执照、执业许可证等流程办理速度较快，同时成都背靠川大华西学界资源，围绕药品、医疗器械、医疗服务等产业方向集聚了一批重点机构及企业。

图表 27：医美市场规模 TOP10 城市



资料来源：更美《2020 医美行业白皮书》，东方财富证券研究所

图表 28：非手术类医疗美容服务市场竞争格局（2021）

	品牌	创立时间	总部	经营模式	收入（亿元）	市占率
1	美莱	1999	上海	民营	32.4	3.3%
2	艺星	2009	上海	民营	11.7	1.2%
3	北京伊美尔	1997	北京	民营	9.1	0.9%
4	美丽田园	1993	上海	民营	5.9	0.6%
5	医美国际	1997	深圳	公立	3.3	0.3%

资料来源：美丽田园招股书、弗若斯特沙利文咨询公司，东方财富证券研究所

产业整合出清小而散的单体机构，轻医美行业集中度将有较大提升。按2021年轻医美营业收入计，美莱、艺星两家民营连锁品牌排名前二，市场份额分别3.3%、1.2%，其余玩家市占率均低于1%，CR5为6.3%，市场极度分散，预期将进行头部整合。2020-2022年新冠疫情扰动加快整合进度，小型单体民营医美机构因品牌力弱、资质差、资金垫付能力弱等，线下客流锐减，是主要出清对象，中腰部区域性民营连锁成为头部整合对象。

朗姿股份、奥园美谷分别于2016、2020年先后前瞻性切入医美赛道，为公司创造第二增长曲线。按上市企业医美业务营收来看，朗姿医美规模领先，并呈现出区域性集中特征。盈利能力方面，各公司毛利率基本稳定在40-55%；净利率参差不齐，介于亏损至15%之间，并随单体区位、医美资源、求美者口碑、营业面积等呈现出分化，如旗舰机构净利能达到12-20%，优势地区小体量连锁天花板可能略超10%，其他则在5-10%不等，影响集团层面盈利能力。品牌结构方面，华韩、医美国际、瑞丽医美单品牌集中度较高，轻医美扩张速度不及朗姿；美丽田园则主打生活美容等高复购项目，业务结构差异影响客源结构。

图表 29：部分医美上市可比公司

	朗姿股份	*ST 美谷	华韩股份	医美国际	瑞丽医美	美丽田园
切入医美时间	2016	2020	2010	1997	2008	1993
主营业务	女装、医美、婴童	化纤、医美	医美、牙科	医美	医美服务、器械产品销售	生美、医美
收入拆分						
地区分布	成都、西安、长沙、昆明等	杭州	南京、青岛、北京、成都、长沙等	大湾区、长三角	浙江、安徽等长三角地区	北上深一线城市、武汉成都等新一线城市
品牌矩阵	米兰柏羽（4家） 高一生（2家） 晶肤（23家） 昆明韩辰（1家）	连天美、维多利亚、奥若拉	南医大友谊、华韩、四川悦好	鹏程、鹏爱	杭州瑞丽、瑞安瑞丽、瑞丽天鸽、芜湖瑞丽	美丽田园、贝黎诗、研源及秀儿
机构规模	医院（6家） 门诊部或诊所（24家）	医院（2家）	医院（7家） 门诊部（10家）	医院（6家） 门诊部（3家） 诊所（1家） 海外（1家）	医院（2家） 门诊部（2家）	直营（189家） 加盟店（189家）
旗舰医院	四川米兰（5A） 四川晶肤 陕西高一生	连天美（5A）	南医大友谊整形医院（5A） 南京华韩奇致美容医院（5A）	鹏程医院、深圳鹏爱、重庆鹏爱	杭州瑞丽（5A）	-
医生团队	医生及医护人员803人	医生52名（其中副高、正高级职称医生19名），特聘专家16名	医生201名，副主任以上39名	医生126名	医师及服务人员131人	服务人员1914人

财务数据

医美收入 (亿元)	14.1	6.1	9.3	6.7	1.7	16.4
毛利率	49.5%	44.5%	41.8%	53.1%	40.6%	43.9%
净利率	0.9%	11.4%	4.5%	-11.4%	-9.7%	6.8%
销售费用率	42.4%	11.8%	18.6%	33.8%	30.0%	17.6%

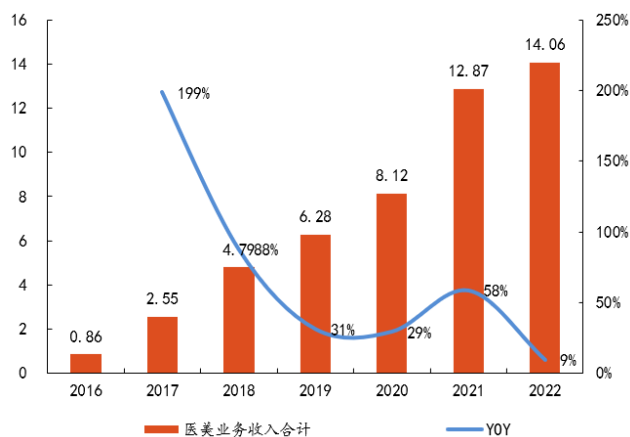
资料来源：Choice 各公司深度资料，东方财富证券研究所

注：*ST 美谷原为奥园美谷。标红净利率、费用率为公司整体数据，未拆分出医美板块。以上数据均截至 2022 年底。

2.2. 业务：四大品牌差异定位，立足成都西安瞰全国

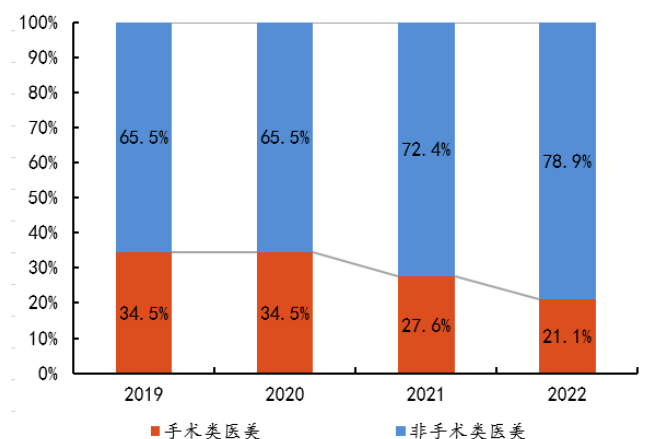
立足成都、西安走向全国，三大品牌差异定位。2016 年，公司战略投资韩国医美集团 DMG 前瞻性切入医美赛道，2022 年已形成“高端（米兰柏羽）+技术（高一生、韩辰）+轻医美连锁（晶肤）”新模式。公司通过外延式扩张和内涵式增长，2022 年末已拥有 30 家医疗美容机构，其中综合性医院 6 家、门诊部或诊所 24 家，立足成都、西安两大优势城市，辐射至西南及全国战略版图。2022 年公司医美业务收入 14.06 亿元，同比增长 9.3%，毛利率 49.5%，疫情扰动下盈利能力基本保持稳定。

图表 30：医美业务板块营业收入及增速（亿元）



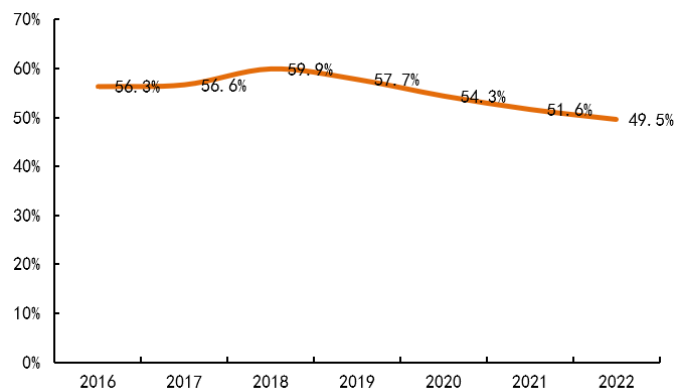
资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 31：非手术类项目占比近 80%



资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 32：医美业务毛利率变化

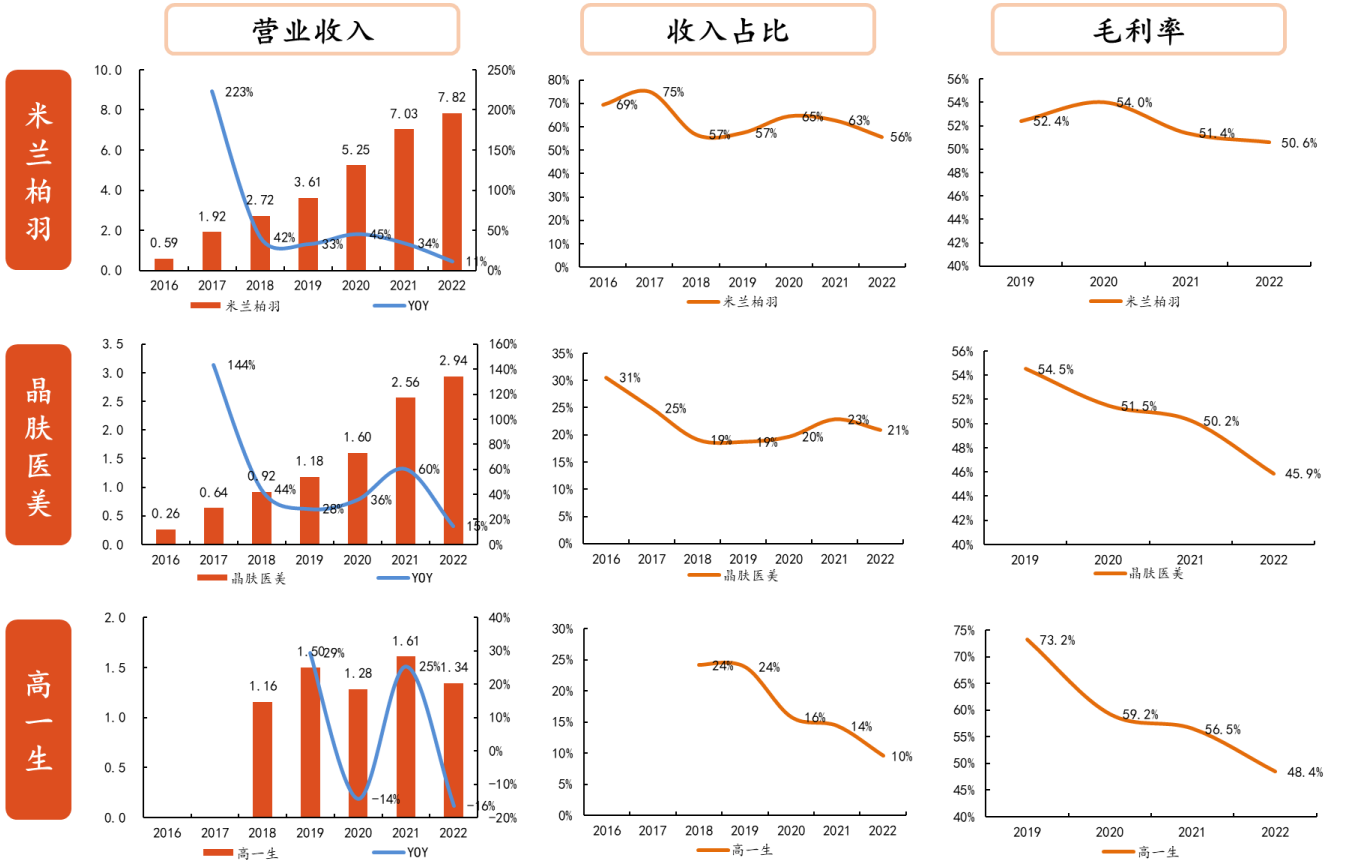


资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

2.2.1. 盈利结构：老机构贡献近70%收入，净利率维持高个位数

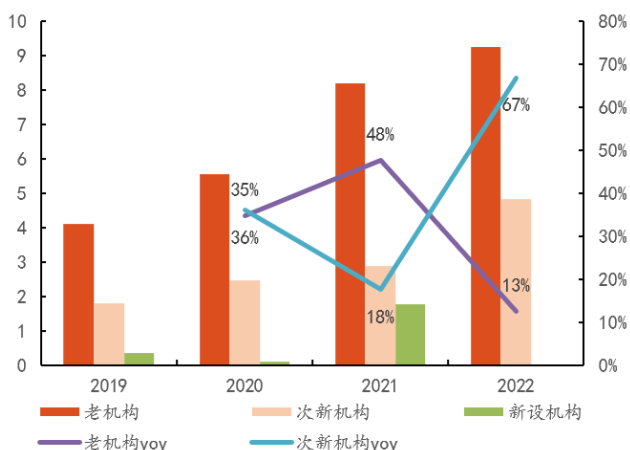
分品牌：22年米兰柏羽/晶肤/高一/昆明韩辰实现收入各7.8/2.9/1.3/2.0亿元，占医美业务营收比56%/21%/10%/14%，同比增长11%/15%/-16%/17%，全国共有门店4/23/2/1家。从单体贡献看，前五家机构收入合计占比降4.9pct至77.1%，22年新增大单体昆明韩辰排至第二，成都高新米兰全面进入运营成熟期，收入同比增83.3%。

图表 33：三大医美品牌营收及毛利率对比（亿元）



资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 34：2022 年次新机构营收增长迅速（亿元）



资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

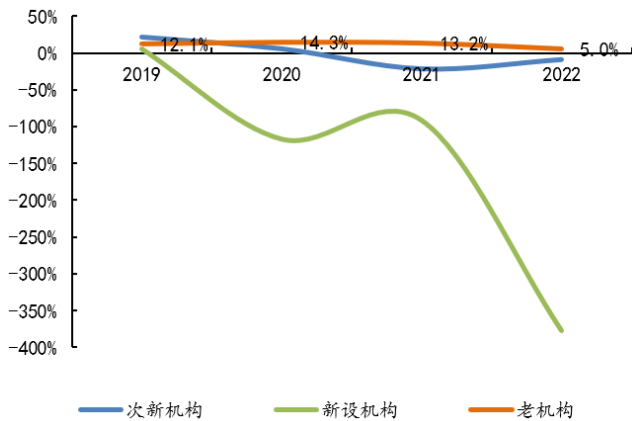
图表 35：医美板块收入前五名的机构

排名	机构名称	2022 年收入 (亿元)	占医美业务比重	同比变化
1	四川米兰柏羽	4.86	34.6%	4.7%
2	昆明韩辰	1.95	13.9%	17.1%
3	成都高新米兰	1.48	10.5%	83.3%
4	陕西高一	1.29	9.2%	-11%
5	西安米兰柏羽	1.25	8.9%	-7.7%
合计		10.84	77.1%	9.2%

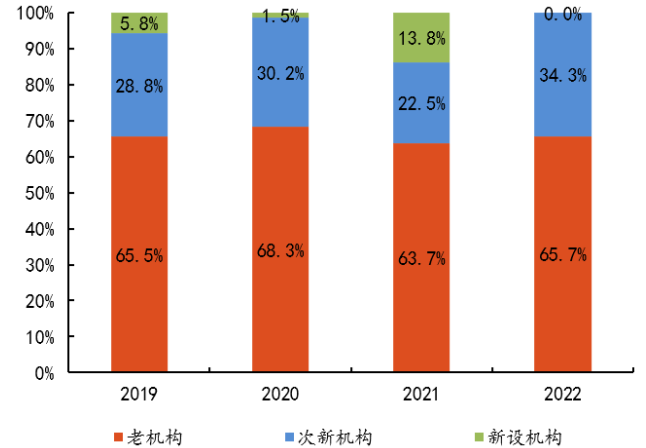
资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

分新老机构:老机构营收贡献 65.7%，净利率较 2021 年降低 8.2pct 至 5.0%。22 年因新建多家米兰柏羽医院，次新机构/新机构仍处引流和规模发展阶段，对广告营销费用的投入较高。按照历史经验，因地理位置和老机构赋能等影响，新机构爬坡期在 2-3 年内浮动。考虑到公司于 2021-2022 年孵化较多体内机构，22H1 次新机构收入同比+120%，全年+67%，已出现大幅改善，预计在 2023-2024 年达到成熟后将贡献更多业绩增量。

图表 36：2021 年起，仅老机构实现盈利



图表 37：老机构贡献约 70% 的营收



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所
注：按营运时间划分，老机构营运时间在三年以上（不含三年）；次新一年至三年（不含一年、含三年）；新机构一年（含一年）以内。

资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

“内生+外购”策略不动摇，拓展医美事业矩阵。公司在 2017 年及之前全部以收购形式扩充医美矩阵。2020 年公司自建成都高新米兰，2021 年将深圳米兰门诊部扩建为医院，并于 2022 年在重庆、青岛、郑州、昆明、成都新设 5 家米兰柏羽医院，目前仍在建设中；2020-2022 年分别增加 5/9/1 家晶肤门诊部或诊所，其中 3/8/1 家为自建。

图表 38：公司收购及自建医美矩阵进程

2016						
分支机构	四川米兰	深圳米兰	四川晶肤	重庆晶肤	西安晶肤	芙蓉区晶肤
机构类型	医院	医院	医院	诊所/门诊部	诊所/门诊部	诊所/门诊部
区域	成都	深圳	成都	重庆	西安	长沙
持股	100%	46%	100%	100%	100%	100%
2017						
分支机构			光华晶肤	锦城晶肤	新城区晶肤	
机构类型			诊所	诊所	诊所/门诊部	
区域			成都	成都	西安	
持股			100%	100%	100%	
2018						
分支机构						高一生
机构类型						医院
区域						西安
持股						100%

2019							
分支机构	西安米兰	新南晶肤			高一生		
机构类型	医院	诊所			门诊部		
区域	西安	成都			宝鸡		
持股	60%	55%			50%		
2020							
分支机构	高新米兰	喜悦晶肤	华星晶肤	荣耀晶肤	成雅晶肤	星宏晶肤	
机构类型	医院	诊所	诊所	诊所/门诊部	门诊部	诊所	
区域	成都	成都	成都	西安	成都	成都	
持股	85%	55%	55%	55%	58%	58%	
2021							
分支机构		美立方晶肤	中新/紫藤晶肤	南锦/阅华/欢欣/宁悦晶肤	嘉龄晶肤	潇湘晶肤	
机构类型		诊所/门诊部	门诊部	诊所	诊所	诊所/门诊部	
区域		咸阳	成都	成都	重庆	长沙	
持股		32%	55%	55%	51%	55%	
2022							
分支机构	昆明/郑州/青岛/重庆/米兰	锦江米兰	水街晶肤				昆明韩辰
机构类型	医院	医院	门诊部				医院
区域	对应地点	成都	成都				昆明
持股	100%	100%	55%				75%

资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

注：1) 橙色为收购取得，其余为自建。2) 深圳米兰收购时为门诊部，2022 年已升级为医院。3) 西安米兰收购时为美立方，后更名。

2.2.2. 品牌矩阵：高端+技术+轻医美连锁，破除传统“1+N”模式

1) 米兰柏羽：5A 医美机构认证，开启三城四店模式。2020 年，公司于成都高新 CBD 核心商圈新建米兰柏羽医学美容医院，全面开始三城四店的经营模式，打通成都、西安、深圳三地市场，辐射西南，拓展西北。截至 2022 年底，米兰柏羽旗下共 4 家机构，其中成都/西安各拥有 2/1 家综合性医院，深圳拥有 1 家门诊部（2021 年开始扩建为医院，预计 23H1 营业）。同时，2022 年公司于重庆、郑州、青岛、昆明、成都自建 5 家米兰柏羽医院进行规模拓展。

四川医美资源集中于成都，5A 级医美机构仍稀缺。2018 年四川米兰柏羽总院被评为成都医美“十强”医院和 5A 级医美机构，2020 年获评医美之都规范安全示范单位，于 2022 年复评为 5A 级，兼具稀缺优势和口碑背书。2021 年中国整形美容协会 56 家参评医美机构中共 30 家 5A 级医院，其中四川共 4 家、浙江 6 家、湖北 3 家，地域辐射能力保持领先。从地区竞争格局看，浙江头部机构分散于杭州、宁波、绍兴、金华等地，而四川前 4 家医院均集中在成都，

竞争程度明显强于其他。

图表 39：2021 年 5A 级医美机构地区分布

省份	获评 5A 机构名称	数量（家）
浙江	绍兴维美、金华永康光大、宁波鄞州壹加壹、杭州连天美、杭州整形、温州和平	6
四川	汉密尔顿、成都瞳妍、米兰柏羽、成都艺星	4
湖北	武汉壹加壹、武汉美莱、武汉中翰	3
重庆	重庆当代、重庆军科、新铜雀台整形	3
北京	北京圣嘉荣、北京美莱	2
河南	郑州美莱、郑州芳艺	2
江苏	常州美莱、苏州康美	2

资料来源：中国整形美容协会，东方财富证券研究所

图表 40：2018 年成都市医美产业扶持政策

支持领域	政策内容
人才奖励	对医美产业领域年收入 50 万元以上的人才，按其贡献给予不超过其年度个人收入 5% 的奖励。对医美机构（企业）新引进的急需紧缺专业技术人才和高技能人才，3 年内给予每人最高 3000 元/月的安家补贴。
产学研协同	对符合条件的在蓉高校和职业院校根据产业发展需要调整医美学院（系、专业）设置，给予最高 2000 万元补贴。
科技成果转化	鼓励医美企业吸纳并转化高校院所科技成果，按照技术合同成交总额的 3%、3%、2%，分别给予高校院所研发团队、企业、技术交易服务机构相应补助。
产品研发	支持医疗器械研发，对取得三类医疗器械临床批件，进入临床试验且拥有自主知识产权的，给予最高 200 万元补助；获得注册证书，拥有自主知识产权且生产地址在我市的企业，给予最高 200 万元奖励。
重大项目建设	对市外新引进协议投资 1 亿元（含）以上且在签约后 1 年内开工建设的医美产品制造项目，按 2 年内固定资产投资投入的 3% 给予最高 500 万元补助等。

资料来源：《成都市加快医疗美容产业发展支持政策》，东方财富证券研究所

成都头部医美集中度高，米兰柏羽一城两院领先。成都医美市场规模由 2015 年的 213 亿元增加至 2020 年的 697 亿元，年均增速 30.7%，预计 2025 年将达千亿。截至 2021 年 8 月，武侯区/高新区医美机构各 119/100 家，占全市的 31%/26%，系成都医美的主要汇集区。其中，总院四川米兰坐落于成都医美主要汇集区，收银业绩由 2019 年的 3.37 亿增长至 2022 年 5 亿元水平，在成都地区单体业绩排名中遥遥领先。2018 年成都提出医美之都全国标杆概念，据成都医疗美容产业发展报告数据，从 2020 年营收看，米兰，华美，铜雀台等主要机构合计在 12 亿元，占成都医美总产值的 6%；税收上，主要医美机构缴纳税款在 9000 万左右，为当地经济发展做出较大贡献。

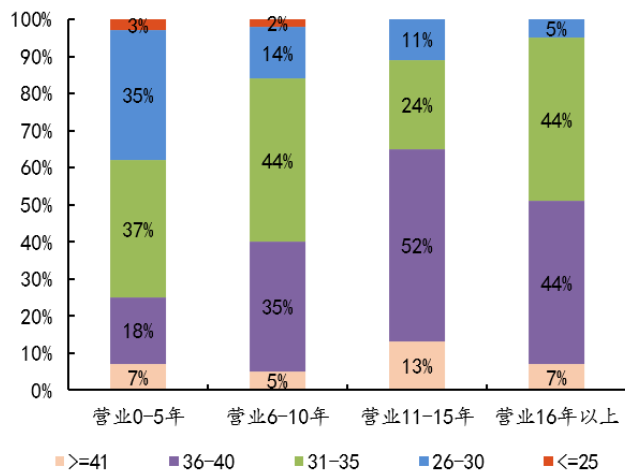
图表 41：成都医美机构竞争格局



资料来源：高德地图，东方财富证券研究所

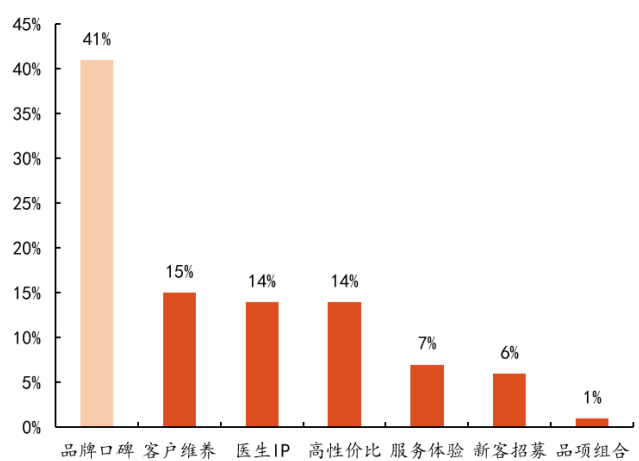
35 岁以上人群占比随开业年限显著提升，老客成为品牌力成长的忠实陪伴。据艾尔建美学调研数据，中国医美机构开业初期 35 岁以下的客群占比普遍过半，主要系新客招揽积累存量客户；随营业时间延长至 5-10 年，初期核心消费顾客进入 35 岁以上年龄段，同时提供更高的客单价和客户粘性。米兰柏羽总院目前已拥有 18 年历史，新老客结构近 3.5:6.5，41 岁以上顾客贡献度持续高于全行业，品牌口碑积淀深厚。

图表 42：35 岁以上人群占比随开业年限显著提升



资料来源：艾尔建美学机构调研问卷，东方财富证券研究所

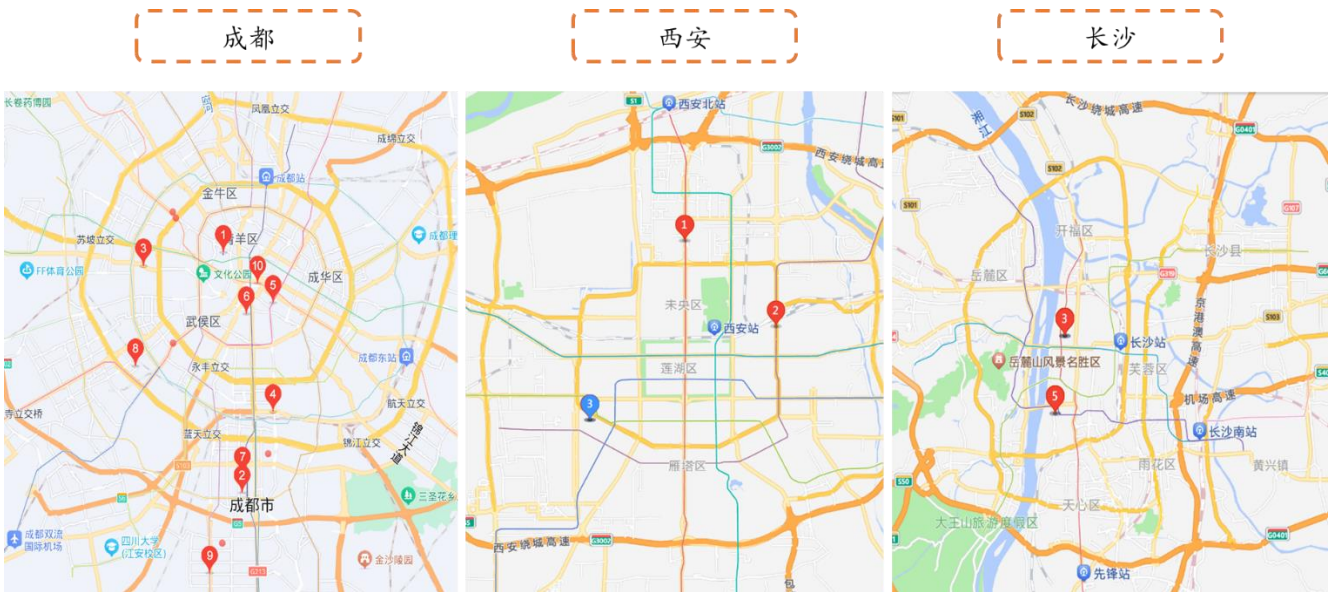
图表 43：品牌口碑超越医生 IP 成为最核心竞争力



资料来源：艾尔建美学机构调研问卷，机构访谈，东方财富证券研究所

2) 晶肤医美：年轻化轻医美品牌，标准化复制能力强。晶肤医美创立于 2011 年，专注于激光和微整形，打造分级连锁管理模式，迅速实现标准化复制。目前品牌旗下共拥有 23 家机构，成都/西安分别有 15/3 家，长沙、重庆各 2 家，咸阳 1 家。其中，四川晶肤旗舰店位于成都青羊区，营业面积达 2000 余平方，在国内“医学年轻化”前沿细分市场中竞争优势强。

图表 44：晶肤医疗布局

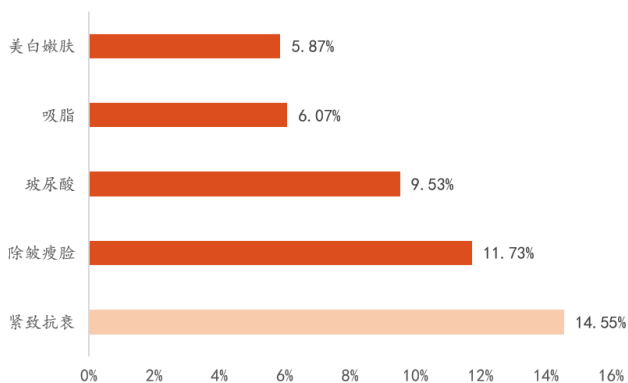


资料来源：百度地图，东方财富证券研究所

打造“多而精”体系，运营管理输出是增效关键。晶肤致力于打造“机构多，项目精”体系，相比于总店面积 2000 余平方，标准店仅约 600-800 平方，相比于单体规模较大的综合类医院具备高坪效、强可复制性。公司于成都地区拓店有序进行，预计将达饱和状态，原有其他重点地区将进行加密布局。每家标准店配置 15-25 名人员，其中 80%为医护人员，营销专员由事业部统一调配至大区，最大程度实现降本增效。目前晶肤合伙人制扩展顺利，合伙人级大医生占医生总数的 1/3，其余为中小医生。

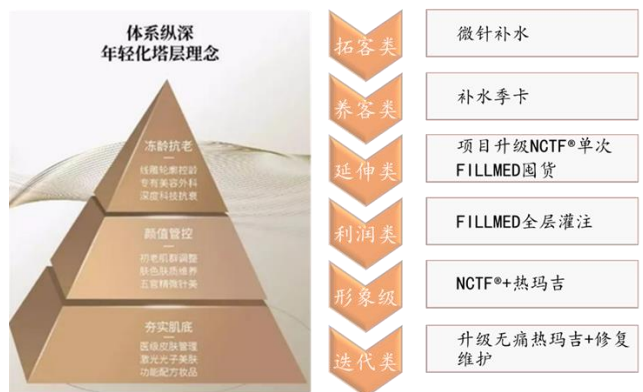
抓住电商风口，布局新氧、美团大众等引流平台，聚焦光电和微整。客户拉新一般需要“线上引流-到店-咨询面诊-治疗-术后维护”，每步转化存在较大流失率。小红书、抖音等大众种草社媒平台提升用户触达信息的透明度，叠加 2016 年后百度竞价渠道受到较强冲击和监管，晶肤积极调整营销渠道至新氧、美团大众等综合&垂直类引流平台，并将咨询师进行等级分类，以平均产出制定业绩指标来提升人效。

图表 45：2021 年医美项目消费规模占比



资料来源：德勤咨询&艾尔建美学联合发布《中国医美行业2022年度洞悉报告》，东方财富证券研究所

图表 46：抗衰项目引流及复购流程示例



资料来源：美沃斯公众号，东方财富证券研究所

图表 47：海外肉毒素注射执行量最高，国内以玻尿酸为主

	美国		巴西		日本	
1	肉毒素	47.1%	肉毒素	49.8%	植发	32.7%
2	透明质酸	31.2%	透明质酸	31.9%	肉毒素	31.0%
3	紧致抗衰	7.3%	紧致抗衰	4.1%	焕肤	10.7%
4	植发	5.7%	减脂	3.5%	紧致抗衰	9.9%
5	减脂	4.3%	羟基磷灰石	3.1%	减脂	8.3%

资料来源：《ISAPS Global Survey 2021》，东方财富证券研究所

抗衰老轻医美概念热度上升，玻尿酸、再生类需求高。晶肤主打年轻化医美品牌，客群集中于30-50岁的年轻群体。因无创、痛感低，以射频类为代表的抗衰项目近年受欢迎指数上升，国内与海外轻医美热门项目偏好呈现出较大差异。从需求端看，亚洲消费者面部较扁平、敏感肌、痘肌等皮肤问题关注度较高，补水、填充类将在中短期维持高占比，紧致抗衰项目占15%；海外则以肉毒素注射为主。从机构端看，肉毒素类注射量有限，依靠复购、升级、项目联合等方式获取利润的路径相对玻尿酸较窄。

3) 高一生：30年建院历史，五大医美中心为一体的一站式高端品牌。高一生医美创立于1991年，于西安和宝鸡各有1家医院，集美容外科、美容皮肤科、美容中医科、美容牙科、微整形五大医美中心为一体，是西安最早一批经国家正式批准成立的医学美容机构。旗舰机构西安高一生医院拥有6000平米酒店式塑美空间，11间智能手术室，18间VIP病房，32张VIP床位及多台百万级先进设备。

学术交流论坛强化专业形象，芙妮薇新品发布顺应当下潮流。西安高一生作为旗舰机构，与美国、法国、瑞典、台湾等众多世界顶级医美权威机构及专业医疗龙头开展技术交流。2023年2月，由朗姿医美医疗委员会主办，朗姿医美华西大区承办的第二届朗姿医美学术交流会于西安召开，推出由朗姿医美研究院联合昊海国家级博士后科研工作站研发重磅新品——芙妮薇®尊雅。2023年3月，高一生第七届国际整形美容节《朗姿医美医疗安全条例》落地，同时发布2023年13款春季新品和15项新专利技术，把握3、6、9月医美旺季。

图表 48：《朗姿医美医疗安全条例》全面落地高一生



资料来源：高一生微信公众号，东方财富证券研究所

图表 49：高一生 2023 年 13 大新品春季品鉴



资料来源：陕西省美容整形协会，东方财富证券研究所

4) 昆明韩辰：收购昆明韩辰 75%股权，持续拓宽西南版图。2022 年 9 月，公司以现金方式收购关联方博辰五号持有的昆明韩辰医美 75%股权，依托昆明市核心区域的边缘优势拓展西南医美矩阵。昆明韩辰创立于 2015 年，营业面积达 8955 平方米，下设微整科、整形外科、美容皮肤科三大科室，共 20 间酒店标准装修病房，11 间千级层流手术室。25-35 岁客户占比 45%，女性占比 95%。据评估报告数据，该机构 2023 年收入预计达 2.07 亿元，毛利率近 50%，净利率 7.7%；2022 年并表后，实际营业收入达 1.95 亿元（yoy+17%），归母净利润 1110.39 万元，贡献朗姿股份归母净利的 67.07%，在 22Q4 疫情扰动下盈利能力依旧强劲。

图表 50：昆明韩辰盈利能力评估

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	196.4	207.4	219.4	232.2	245.8	260.4
yoy		5.6%	5.8%	5.8%	5.9%	5.9%
营业利润（百万元）	15.9	16.1	17.0	20.1	25.0	29.9
yoy		1.0%	5.7%	18.3%	24.3%	19.6%
净利润（百万元）	14.8	16.1	16.3	17.0	21.2	25.3
yoy		8.3%	1.7%	4.3%	24.4%	19.6%
毛利率		49.6%	49.6%	50.1%	50.8%	51.4%
净利率		7.7%	7.4%	7.3%	8.6%	9.7%

资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

注：表中为收购时的预测值，2022 年实际收入为 1.95 亿元，归母净利润 1110.39 万元。

2.2.3. 组织架构：三级管理架构贯通，产业基金持续造血

成立医疗委员会规范操作体系，短中长期多维度培养人才。2021 年朗姿医疗委员会成立，并于 2022 年 4 月推出《朗姿医美医疗安全条例》，涵盖麻醉、外科、皮肤、微创、护理等多学科实操规范体系，加强集团内各事业部标准化运营和管理。医学人才培养方面，通过短期内部医生轮训和继续教育、中期开启有资质医生培训班、长期开展院校合作、充分结合外部品牌供应商培训，形成“短中长”分阶段、“内外”联动的培训体系。同时，2022 年公司正式启动“青苗医生培养计划”，经过“系统化理论授课-临床一对一带教-高标准考核通关-结业答辩”，为旗下机构培养合格的医生人才。

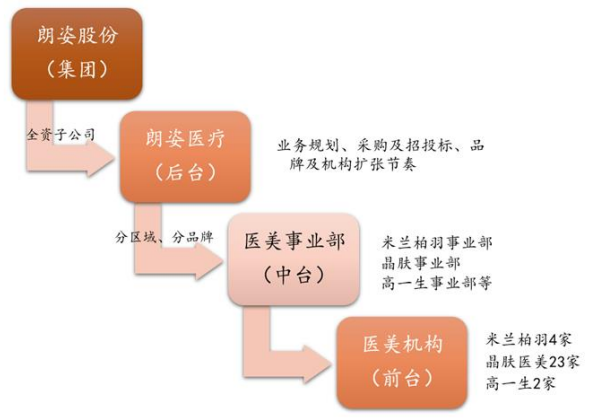
自研芙妮薇压低采购成本，定位“让老百姓打得起的乔雅登”。2023 年集团正式成立朗姿医美研究院，由上游合作厂家负责生产和销售，朗姿医美结合自身医美机构的临床实践参与开发过程，推出重磅玻尿酸新品芙妮薇®尊雅。据新氧页面，芙妮薇售价约 1 万元/ml/支，新品采用先进的 LHA 交联技术，已获批 NMPA 三类医疗器械证，维持时间达 18-24 个月，13 个月有效率能达到 87%，也是眼科级别的大分子玻尿酸，安全性高，适合轮廓固定。新品推出后或将压低采购成本，终端单支价格也将有所下降。

图表 51：朗姿研究院自研新品芙妮薇



资料来源：朗姿医美公众号，东方财富证券研究所

图表 52：公司医美业务三级管理架构



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

搭建三级架构管理模式，产业并购基金加速体外转化。公司 2017 年成立朗姿医疗管理有限公司，以地域划分华西、华中、华东等多个大区，下设 3 个品牌事业部，进一步整合资源匹配前中后台精细化管理。由于连锁化、品牌化和正规化趋势，医美机构孵化周期长、口碑积累难，具有强品牌力和信任背书的优质标的稀缺。公司先后设立了六支医美并购基金，通过基金的专业化收购和孵化医美标的，目前整体规模已达 27.56 亿元。

图表 53：公司产业并购基金参控股企业

	基金名称	公司参股比例	截至 22 年末账面价值 (亿元)	基金参控股公司	基金参股比例
1	博辰五号	49.88%	1.29	北京丽都医疗美容医院有限公司	80%
				南京韩辰美容医院有限公司	65%
				博辰八号	-
2	武发基金	19.96%	0.20	南京华美美容医院有限公司	27.22%
3	博辰八号	49.80%	1.21	武汉五洲整形外科医院有限公司	65%
				武汉韩辰医疗美容医院有限公司	60%
4	博辰九号	49.90%	2.36	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	18%
				湖南雅美医疗美容医院有限公司	63%
				郑州集美医疗美容医院有限公司	63%
				郑州华领医疗美容医院有限公司	73.30%
5	博辰十号	49.92%	1.66	杭州格莱美医疗美容医院有限公司	70%
				南京华美美容医院有限公司	42.78%
6	博恒一号	49.90%	0.32	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	31%

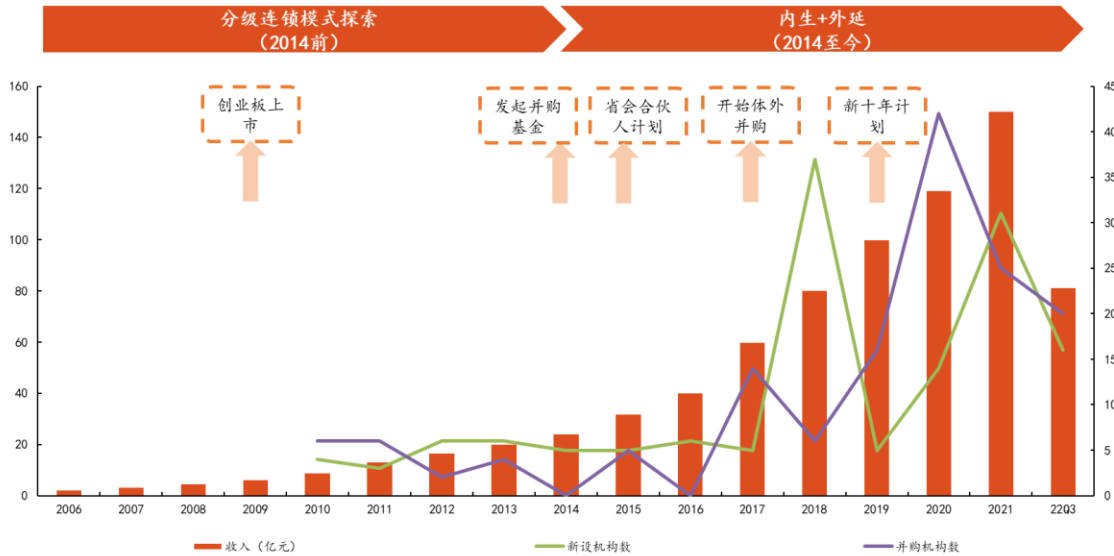
资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

2.2.4. 模式参照：以爱尔眼科为例，展望医美机构规模化发展

爱尔眼科在资本加持下快速扩张，标准化是关键。爱尔眼科起家于 1997 年与公立医院合作的“院中院”模式，2003 年在长沙成立，2009 年登陆创业板，

2014年起依靠“内生+外延”及“分级连锁”模式快速扩张，实现由上市时19家医院至22H1共434家医院及门诊部/诊所、收入从6亿元至150亿元的跨越式增长，其中外延主要借助基金和并购形式。截至22H1，爱尔眼科境内医院共187家，门诊部132家；海外共115家眼科中心及诊所。

图表 54：爱尔眼科扩张历程



资料来源：Choice 朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

我们认为，朗姿医疗在扩张模式上已具备爱尔眼科的前期特征，但后续成长路径或将存在较大差异。共同点：①**盈利能力**：两者毛利率均50-60%，净利率在5-20%。②**扩张路径**：均采用“内生+外延”模式迅速实现全国范围内的网络铺设，外延则依靠产业基金体外孵化寻找优质标的。③**服务医疗**：均具备“医疗+消费”属性，顾客的服务体验居于重要位置，民营机构在提升口碑的过程中，市占率提升且品牌力构建逐渐优于公立医院，具备高溢价和提价能力。

差异点：①**消费属性**：医美消费属性更强，因个人美感知及侧重点差别，非标性显著。眼科单店模型复制能力较强，主要系项目对医生的依赖程度减弱；光电类轻医美项目对医生的依赖性在减弱，但注射填充类、手术类对医生手法、审美上的要求在中短期内同质化存在瓶颈。②**医保**：眼科医疗中的白内障、干眼症大多药物进医保，治疗近视的屈光、视光项目等改善类项目靠自费；医美除部分三甲医院烧伤属于外伤可进医保，其余美容整形类均为自费项目，具备大体量涨价空间。③**融资**：收购及新设均需要较强的资金把控力和前期垫资能力，但医美在融资难度上高于眼科。规模扩张可体现在头部集中度，按轻医美计医美机构份额第一为美莱，约占3.3%，而眼科龙头爱尔眼科则超过10%，明显强于医美。

3. 女装婴童：中高端定位不改，品牌结构部分调整

3.1. 女装：朗姿贡献七成收入，定位都市精英女性

自创+代理+收购，精细化布局中高端女装品牌矩阵。2020-2022年，女装业务营收分别达13.2/16.9/15.4亿元，同比-13%/28%/-9%，波动较大主要源于疫情对于门店经营影响，各品牌比重基本稳定。公司以“以销定产”模式组织生产经营，同时以“准时采购”模式为目标，主要依靠委托加工和定制生产，完全自制生产的比例较小。截至2022年末，公司拥有自有品牌6个，大陆独家代理品牌1个。

高端品牌独立运营，品牌定位更加明晰。公司主品牌朗姿为多年在全国重点大型零售企业中高端女装前五名品牌，2022年公司将高端产品线独立出来，拆分为LANCY（朗姿）和LANCY FROM 25（悦朗姿），以双线并进的形式推进。日本高端女装品牌子芭米于1998年进入中国，2019年被公司收购，定位简约、净素的典型日系风格；莫佐则源自韩系轻奢，于2003年成为大贤株式会社在中国地区独家授权品牌，两者均有效扩充差异化品牌矩阵，战略重点突出。

图表 55：LANCY（朗姿）品牌宣传图



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

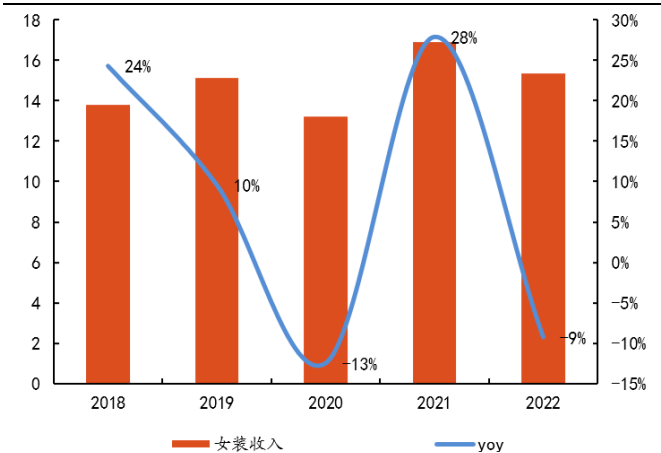
图表 56：LIME FLARE（莱茵福莱尔）品牌宣传图



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

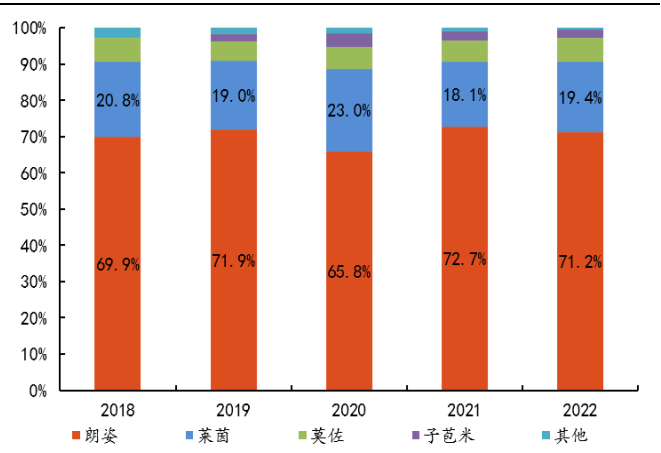
分品牌看：公司在运营品牌包含朗姿、莱茵、莫佐、子芭米、吉高特等，其中朗姿和莱茵为前两大核心品牌，2022年分别贡献71%/19%的收入，其余品牌莫佐/子芭米各为7%/3%。**分渠道看：**线下自营门店为主要渠道，自2020年线上渠道增设，自营份额有所让渡；经销渠道仅集中于朗姿、莱茵品牌。2022年公司线下共计612家门店，朗姿/莱茵总门店分别为333/156家，占总门店数80%，远超其余品牌渠道铺设。

图表 57：女装营收及增速（亿元）



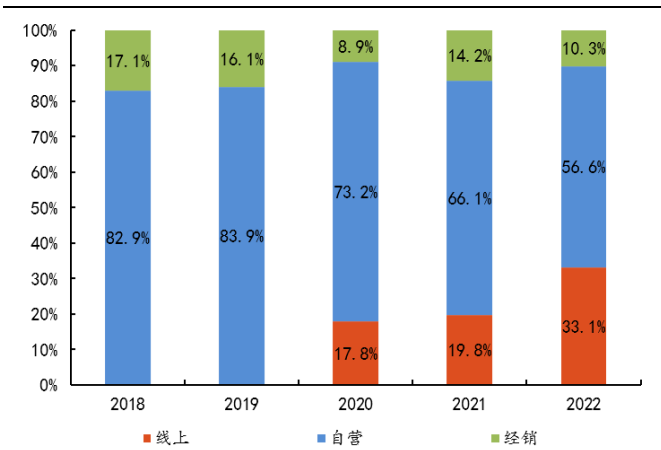
资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 58：女装分品牌营收占比



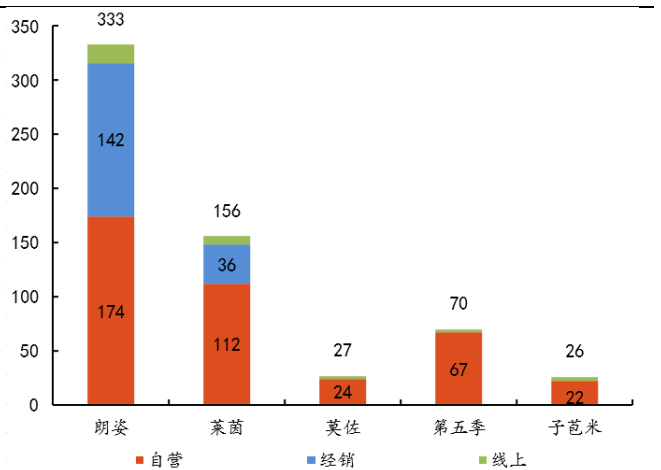
资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 59：女装分渠道营收占比



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 60：2022 年末女装品牌门店数量

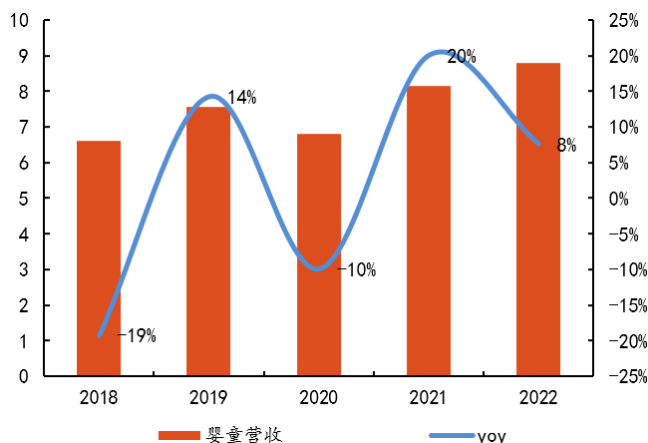


资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

3.2. 婴童：海外先于国内复苏，阿卡邦进入成长期

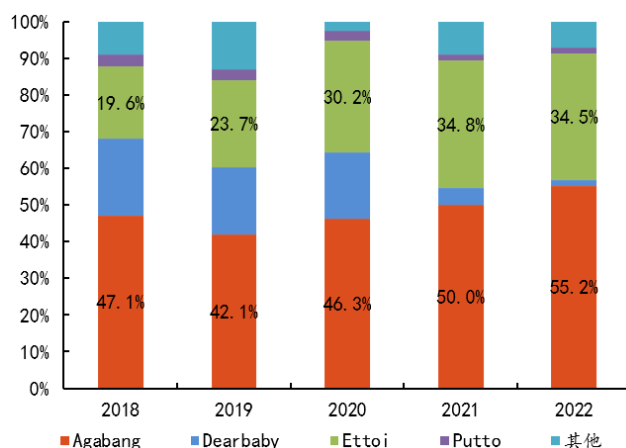
韩国阿卡邦贡献主要收入，国内主推品牌调整至爱多娃。2020-2022 年公司婴童业务营收分别达 6.8/8.2/8.8 亿元，同比-10%/20%/8%，因以韩国市场为主，疫后复苏领先国内，2022 年经营波动主要来自汇率调整。收入主要来自韩国阿卡邦 Agabang，产品覆盖 0-6 岁婴幼儿的服装、护肤品、玩具等孩童成长用品等，于韩国本土拥有强大品牌认知及流通网络，国内市场则处于推广起步阶段。2022 年公司将主推品牌由阿卡邦调整至爱多娃高端童装，大力发展微商城、新媒体、直播等“新零售”模式，以减少跨境采购、提高自做货比例。

图表 61：婴童营收及增速（亿元）



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

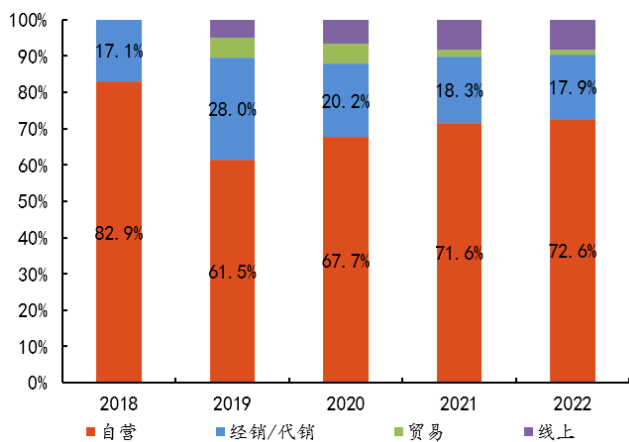
图表 62：婴童品牌营收占比



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

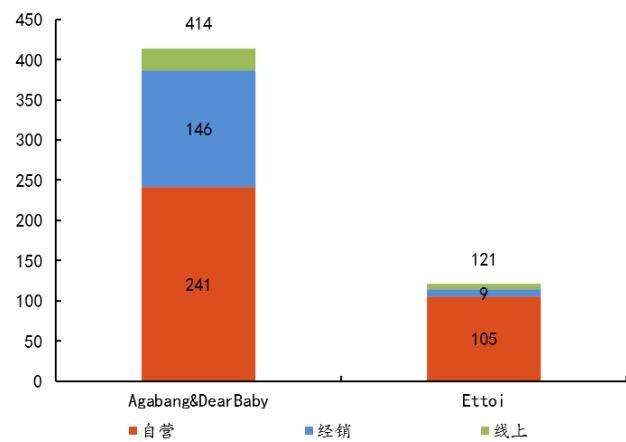
分品牌看：Agabang 占比逐渐上升，Dearbaby 因战略规划份额被持续压缩。2022 年 Agabang/Ettoi/Dearbaby/Putto 收入占比各为 55%/35%/2%/2%。**分渠道看：**韩国市场婴童业务以线下自营为主，线上网络逐步趋于完善，2022 年自营/经代销/线上/贸易分别占比 73%/18%/8%/1%，共计 535 家门店，超 400 家独立品牌门店集中于 Agabang、Dearbaby，其中国内自营店铺达 40 家（含线上 7 家）。

图表 63：婴童分渠道营收占比



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

图表 64：婴童品牌门店数量



资料来源：Choice朗姿股份深度资料，东方财富证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 关键假设

(1) **医美业务：**2022 年因局部地区管控和停业等因素，线下客流和医美需求不及预期，严重影响机构的盈利能力。结合 23Q1 恢复情况以及 3/6/9 月营收旺季预期，我们估计 2023-2025 年医美板块收入各为 19.5/25.2/37.6 亿元，增速为 39%/29%/49%，毛利率 52.5%/54.0%/55.0%。拆分机构品牌来看：

米兰柏羽：存量方面，四川米兰系成都地区稀缺的综合性医院，享有较高的口碑和知名度，高新米兰与之差异化定位，客群结构更加年轻，协同实现老新客的双重引流；2021年深圳米兰门诊部扩建，预计2023H1实现收入规模的扩张。增量方面，公司于2022年新设5家米兰柏羽，预计2-3年实现营收放量。因此，我们预计2023-2025年收入增速为45%/29%/64%。

晶肤医美：单店具备较强的标准化复制和运营管理输出能力，截至2023年3月底已布局25家店面，“多而精”体系叠加疫情对线下到店的扰动基本清除，轻医美扩张有望顺利进行，预计2023-2025年收入增速为50%/44%/40%。

高一生：在西安地区有强品牌力优势，2022年受疫情冲击较严重，预计2023-2025年收入增速为26%/22%/18%。

昆明韩辰：2023年收购后实现较快增速，结合3-5年业绩承诺、历史经营情况，我们预计2023-2025年收入将维持评估增速为6%。

图表 65：医美业务分品牌收入预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医美合计	1,287	1,406	1,951	2,523	3,757
yoy	58.37%	9.25%	38.81%	29.29%	48.90%
米兰柏羽	703	782	1,135	1,465	2,399
yoy	34.01%	11.30%	45.09%	29.08%	63.73%
晶肤医美	256	294	440	632	881
yoy	60.46%	14.71%	49.77%	43.59%	39.48%
高一生	161	134	169	206	244
yoy	25.34%	-16.48%	26.00%	22.00%	18.00%
昆明韩辰	167	195	207	219	233
yoy		17.05%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

(2) 时尚女装：一方面疫情冲击影响线下出行购物，另一方面线上渠道因重要大促节点物流不畅等因素需求紧缩，参照2023年1-2月服装鞋帽类社零同比增速+5.4%，考虑到公司中高端女装具有较强的品牌认知和忠诚度，条线及客群定位清晰。我们预计2023-2025年女装板块营收各为16.9/18.2/19.5亿元，增速各为10%/8%/7%，毛利率63.7%/64.5%/65.0%。

(3) 绿色婴童：阿卡邦在海外有较高认知度，国内还处于起步阶段，公司2022年调整战略重点至爱多娃，国内婴童市场有望贡献增量，增速略高于成熟期女装品牌。我们预计2023-2025年营收各为9.7/10.5/11.4亿元，同比增速为10%/9%/8%，毛利率56.8%/56.5%/57.0%。

图表 66：分业务收入预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
时尚女装	1,692	1,535	1,688	1,823	1,951
yoy	27.86%	-9.26%	10.00%	8.00%	7.00%
毛利率	61.08%	62.94%	63.70%	64.50%	65.00%
绿色婴童	816	878	966	1,052	1,137

yoy	20.05%	7.55%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	55.67%	60.52%	56.80%	56.50%	57.00%
医疗美容	1,287	1,406	1,951	2,523	3,757
yoy	58.37%	9.25%	38.81%	29.29%	48.90%
毛利率	51.83%	49.54%	52.50%	54.00%	55.00%
其他	38	60	63	66	69
yoy		58.96%	5.00%	5.00%	5.00%
收入合计	3,665	3,878	4,668	5,465	6,914
yoy	30.19%	5.81%	20.37%	17.07%	26.51%
总毛利率	57.01%	57.51%	57.53%	58.05%	58.19%

资料来源：choice，东方财富证券研究所

4.2. 投资建议

公司医美业务短期受益于疫后需求量回升，中长期来看，旗下综合性医院已形成良好的区域性口碑和信誉度，轻医美门诊部及诊所单店复制能力优异，加上体外基金持续孵化优质资产，整体医美业务有望实现高于行业的增速；女装业务门店有序扩张，中高端线拆分后定位更加明晰；绿色婴童板块战略重心转移，国内市场将贡献增量。我们预计 2023-2025 年总收入为 46.7/54.7/69.1 亿元，同比增速为 20.4%/17.1%/26.5%；实现归母净利润 1.6/2.2/2.8 亿元，同比增长 899.1%/40.0%/23.9%；EPS 各 0.36/0.51/0.63 元/股；对应 PE 为 70/50/41 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 67：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
中游机构										
300015.SZ	爱尔眼科	2056.1	0.40	0.52	0.68	96.0	57.8	44.2	28.7	未评级
600763.SH	通策医疗	377.6	2.07	2.64	3.38	69.8	48.8	37.9	117.8	买入
均值						82.9	53.3	41.1		
服饰行业										
003016.SZ	欣贺股份	46.7	0.34	0.63	0.79	13.8	17.3	13.8	10.8	增持
603877.SH	太平鸟	120.4	0.39	1.40	1.69	12.9	17.5	14.6	25.3	未评级
603808.SH	歌力思	47.9	0.33	0.77	1.03	11.1	16.0	12.1	13.0	未评级
002563.SZ	森马服饰	177.3	0.24	0.38	0.48	9.5	16.7	13.3	6.6	增持
均值						11.8	16.9	13.5		
002612.SZ	朗姿股份	115.4	0.04	0.36	0.51	764.7	70.4	50.3	25.6	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（数据截至 2023 年 05 月 09 日）

5. 风险提示

医美客流不及预期；
宏观环境及政策变化掣肘；
引流推广转化率降低；
中游机构扩张导致竞争加剧。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2032.28	2407.86	2874.54	3510.17
货币资金	430.59	441.20	621.89	839.91
应收及预付	222.13	318.29	443.64	597.19
存货	1210.51	1366.98	1539.10	1663.62
其他流动资产	169.05	281.40	269.92	409.45
非流动资产	5077.96	5140.30	5213.23	5321.46
长期股权投资	901.79	912.04	935.14	945.83
固定资产	672.20	660.49	707.23	754.98
在建工程	16.95	162.18	260.43	414.43
无形资产	389.20	404.20	414.45	430.00
其他长期资产	3097.83	3001.40	2895.99	2776.23
资产总计	7110.25	7548.16	8087.78	8831.63
流动负债	2288.30	2527.10	2740.62	3107.40
短期借款	849.21	849.21	849.21	849.21
应付及预收	219.43	332.41	318.48	422.14
其他流动负债	1219.66	1345.48	1572.93	1836.05
非流动负债	1204.09	1211.99	1270.48	1303.79
长期借款	0.00	5.60	18.40	27.15
应付债券	422.17	422.17	422.17	422.17
其他非流动负债	781.92	784.22	829.91	854.47
负债合计	3492.39	3739.09	4011.10	4411.19
实收资本	442.45	442.45	442.45	442.45
资本公积	1553.17	1553.17	1553.17	1553.17
留存收益	902.36	1062.98	1287.77	1566.22
归属母公司股东权益	2878.34	3038.96	3263.75	3542.20
少数股东权益	739.52	770.11	812.93	878.25
负债和股东权益	7110.25	7548.16	8087.78	8831.63

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3878.28	4668.16	5464.85	6913.65
营业成本	1647.77	1982.68	2292.76	2890.53
税金及附加	17.10	23.34	27.32	34.57
销售费用	1644.91	1923.28	2246.06	2882.99
管理费用	331.16	401.46	464.51	587.66
研发费用	116.18	149.38	180.34	235.06
财务费用	90.56	68.20	69.13	67.90
资产减值损失	-31.41	-11.00	-12.56	3.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	51.29	93.36	109.30	138.27
资产处置收益	1.09	4.67	5.46	6.91
其他收益	3.86	18.67	21.86	27.65
营业利润	50.45	218.52	302.90	386.67
营业外收入	3.83	3.10	2.86	3.45
营业外支出	11.67	11.50	11.68	12.36
利润总额	42.60	210.12	294.08	377.76
所得税	7.95	18.91	26.47	34.00
净利润	34.66	191.21	267.61	343.76
少数股东损益	18.58	30.59	42.82	65.31
归属母公司净利润	16.08	160.62	224.80	278.45
EBITDA	320.58	415.66	520.22	566.47

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	235.67	277.64	428.55	506.19
净利润	34.66	191.21	267.61	343.76
折旧摊销	233.85	201.97	238.61	251.30
营运资金变动	-91.23	-118.57	-65.93	-30.92
其它	58.39	3.03	-11.74	-57.94
投资活动现金流	-12.37	-200.28	-230.60	-244.25
资本支出	-176.35	-253.96	-271.86	-345.24
投资变动	-54.22	-37.10	-46.56	-34.04
其他	218.21	90.78	87.82	135.02
筹资活动现金流	-299.06	-66.76	-17.26	-43.92
银行借款	1029.58	5.60	12.80	8.75
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	76.45	0.00	0.00	0.00
其他	-1405.10	-72.36	-30.06	-52.67
现金净增加额	-68.80	10.60	180.69	218.02
期初现金余额	477.98	409.18	419.78	600.48
期末现金余额	409.18	419.78	600.48	818.50

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	1.19%	20.37%	17.07%	26.51%
营业利润增长	-71.80%	333.16%	38.61%	27.66%
归属母公司净利润增长	-90.73%	899.11%	39.96%	23.87%
获利能力 (%)				
毛利率	57.51%	57.53%	58.05%	58.19%
净利率	0.89%	4.10%	4.90%	4.97%
ROE	0.56%	5.29%	6.89%	7.86%
ROIC	1.25%	3.32%	4.14%	4.37%
偿债能力				
资产负债率 (%)	49.12%	49.54%	49.59%	49.95%
净负债比率	44.50%	42.20%	36.43%	29.42%
流动比率	0.89	0.95	1.05	1.13
速动比率	0.31	0.36	0.43	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.62	0.68	0.78
应收账款周转率	20.29	17.37	14.15	13.17
存货周转率	3.20	3.41	3.55	4.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.36	0.51	0.63
每股经营现金流	0.53	0.63	0.97	1.14
每股净资产	6.51	6.87	7.38	8.01
估值比率				
P/E	764.74	70.38	50.29	40.60
P/B	4.27	3.72	3.46	3.19
EV/EBITDA	43.33	31.06	24.59	22.25

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。