

➤ **事件概述：**6月8日，朗姿股份下属全资子公司北京朗姿医管拟以现金方式收购博辰八号持有的武汉五洲75%股权和武汉韩辰70%股权；同时拟以现金方式收购卓淑英、平潭卓氏持有的武汉五洲10%、5%股权，股权转让完成后，北京朗姿医管将持有武汉五洲90%股权与武汉韩辰70%股权，武汉五洲与武汉韩辰将纳入公司合并报表范围。

➤ **拟收购价格合理，公司医美板块稳步扩张。**采用收益法对拟收购股权进行资产评估，截至2023年3月31日，武汉五洲全部权益的评估结果为28088万元，其交易对价为约2.53亿元（以23年净利润业绩承诺1710万元为基准，90%股权计算23年PE为16.4倍）；武汉韩辰全部权益的评估结果为10123万元，其交易对价为7086.10万元（以23年净利润业绩承诺907万元为基准，70%股权计算23年PE为11.2倍）。

➤ **拟收购标的盈利能力表现良好，业务规模稳步上行。**1) **武汉五洲：①主营业务：**专业从事医疗美容服务，总营业面积达8339平方米，下设微整科、整形外科、皮肤科、美容牙科等科室，业务范围包括整形美容、皮肤美容、微整形美容、植发养发、口腔牙科；共有19间酒店标准装修病房，8间手术室，可满足业务范围内所有手术要求。

**②盈利能力：**2022年，武汉五洲实现营业收入1.81亿元，净利润为355.74万元；2023Q1其营收与净利润分别为5926.10万元与548.92万元；**③业绩承诺：**博辰八号就武汉五洲2023-2025年度净利润（经审计扣非净利润）做出业绩承诺，分别不低于1710万元、2147万元及2466万元，累计不低于6323万元。

2) **武汉韩辰：①主营业务：**专业从事医疗美容服务，总营业面积达4800平方米，下设微整科、整形外科、皮肤科等科室，业务范围包括整形美容、皮肤美容、微整形美容；共有8间酒店标准装修病房，6间手术室。**②盈利能力：**2022年，武汉韩辰实现营业收入7802.55万元，净利润为374.81万元；2023Q1其营收与净利润分别为2852.77万元与294.19万元；

**③业绩承诺：**博辰八号就武汉韩辰2023-2025年度净利润（经审计扣非净利润）做出业绩承诺，分别不低于907万元、992万元及1113万元，累计不低于3011万元。

➤ **“内涵式积累+外延式增长”，有望助力医美业务的规模增长与盈利能力持续提升。**

**①内涵式积累方面：**2023年线下医美消费受疫情影响减弱，公司各医美机构收入呈现不断向上趋势；此外，深圳米兰柏羽医院于2023年4月20日正式开业，面积及业务覆盖面较原深圳米兰均有扩充，有助于进一步拉伸公司医美业务收入。**②外延式增长方面：**截至2023Q1，公司参股设立了六支医美产业基金，通过设立医美产业基金并投资于医疗美容领域及相关产业的未上市公司股权，加速公司医美业务板块的战略布局。本次收购武汉五洲与武汉韩辰，意味着公司医美板块布局持续深化，收购标的并表后，将进一步增厚公司的营收与净利润，实现盈利能力持续提升。

➤ **投资建议：**考虑到拟收购的武汉五洲与武汉韩辰仍未落地，故在盈利预测中暂未考虑其并入财务报表对公司收入端与利润端的拉动作用，因此，我们预计2023-2025年公司实现营收47.66、56.23、64.72亿元，分别同比+22.9%、+18.0%与+15.1%；归母净利润分别为1.72、2.63、3.46亿元，分别同比+968.3%、+53.3%与+31.5%，对应PE 57/37/28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  | 4766  | 5623  | 6472  |
| 增长率(%)          | 1.2   | 22.9  | 18.0  | 15.1  |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 16    | 172   | 263   | 346   |
| 增长率(%)          | -90.7 | 968.3 | 53.3  | 31.5  |
| 每股收益(元)         | 0.04  | 0.39  | 0.60  | 0.78  |
| PE              | 613   | 57    | 37    | 28    |
| PB              | 3.4   | 3.3   | 3.0   | 2.8   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月9日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**22.29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)2023年一季度点评：线下复苏带动收入快速增长，盈利能力表现亮眼-2023/05/01

2.朗姿股份(002612.SZ)2022年年报点评：22年利润承压，线下复苏利好医美业务扩张-2023/04/03

3.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      | 4766       | 5623       | 6472       |
| 营业成本             | 1648      | 2035       | 2420       | 2801       |
| 营业税金及附加          | 17        | 24         | 28         | 32         |
| 销售费用             | 1645      | 1970       | 2311       | 2608       |
| 管理费用             | 331       | 390        | 413        | 466        |
| 研发费用             | 116       | 153        | 174        | 181        |
| EBIT             | 87        | 225        | 323        | 420        |
| 财务费用             | 91        | 38         | 28         | 21         |
| 资产减值损失           | -31       | -30        | -30        | -30        |
| 投资收益             | 51        | 58         | 58         | 52         |
| <b>营业利润</b>      | <b>50</b> | <b>216</b> | <b>323</b> | <b>420</b> |
| 营业外收支            | -8        | -14        | -13        | -12        |
| <b>利润总额</b>      | <b>43</b> | <b>202</b> | <b>310</b> | <b>408</b> |
| 所得税              | 8         | 30         | 46         | 61         |
| 净利润              | 35        | 172        | 263        | 346        |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>16</b> | <b>172</b> | <b>263</b> | <b>346</b> |
| EBITDA           | 321       | 475        | 580        | 684        |

| 资产负债表 (百万元)      | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金             | 431         | 920         | 1268        | 1603        |
| 应收账款及票据          | 191         | 305         | 276         | 386         |
| 预付款项             | 31          | 41          | 41          | 48          |
| 存货               | 1211        | 1020        | 1340        | 1400        |
| 其他流动资产           | 169         | 254         | 181         | 292         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2032</b> | <b>2540</b> | <b>3105</b> | <b>3728</b> |
| 长期股权投资           | 902         | 902         | 902         | 902         |
| 固定资产             | 672         | 757         | 835         | 905         |
| 无形资产             | 389         | 399         | 409         | 419         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>5078</b> | <b>5060</b> | <b>5035</b> | <b>5002</b> |
| <b>资产合计</b>      | <b>7110</b> | <b>7600</b> | <b>8140</b> | <b>8730</b> |
| 短期借款             | 849         | 849         | 849         | 849         |
| 应付账款及票据          | 219         | 346         | 359         | 453         |
| 其他流动负债           | 1220        | 1443        | 1737        | 1948        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2288</b> | <b>2638</b> | <b>2945</b> | <b>3250</b> |
| 长期借款             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他长期负债           | 1204        | 1204        | 1204        | 1204        |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>1204</b> | <b>1204</b> | <b>1204</b> | <b>1204</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>3492</b> | <b>3842</b> | <b>4149</b> | <b>4454</b> |
| 股本               | 442         | 442         | 442         | 442         |
| 少数股东权益           | 740         | 740         | 740         | 740         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>3618</b> | <b>3759</b> | <b>3991</b> | <b>4276</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>7110</b> | <b>7600</b> | <b>8140</b> | <b>8730</b> |

| 主要财务指标          | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 1.19   | 22.88  | 17.99  | 15.09  |
| EBIT 增长率        | -53.53 | 159.91 | 43.35  | 29.83  |
| 净利润增长率          | -90.73 | 968.33 | 53.29  | 31.52  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 57.51  | 57.31  | 56.96  | 56.73  |
| 净利率             | 0.41   | 3.60   | 4.68   | 5.35   |
| 总资产收益率 ROA      | 0.23   | 2.26   | 3.23   | 3.97   |
| 净资产收益率 ROE      | 0.56   | 5.69   | 8.10   | 9.79   |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 0.89   | 0.96   | 1.05   | 1.15   |
| 速动比率            | 0.31   | 0.53   | 0.56   | 0.67   |
| 现金比率            | 0.19   | 0.35   | 0.43   | 0.49   |
| 资产负债率 (%)       | 49.12  | 50.54  | 50.97  | 51.02  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 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   | 0.65   | 0.71   | 0.77   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.04   | 0.39   | 0.60   | 0.78   |
| 每股净资产           | 6.51   | 6.82   | 7.35   | 7.99   |
| 每股经营现金流         | 0.53   | 1.69   | 1.36   | 1.42   |
| 每股股利            | 0.07   | 0.07   | 0.07   | 0.07   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 613    | 57     | 37     | 28     |
| PB              | 3.4    | 3.3    | 3.0    | 2.8    |
| EV/EBITDA       | 29.42  | 18.82  | 14.81  | 12.07  |
| 股息收益率 (%)       | 0.31   | 0.31   | 0.31   | 0.31   |

| 现金流量表 (百万元)    | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润            | 35          | 172         | 263         | 346         |
| 折旧和摊销          | 234         | 250         | 257         | 265         |
| 营运资金变动         | -91         | 321         | 90          | 8           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>236</b>  | <b>749</b>  | <b>602</b>  | <b>626</b>  |
| 资本开支           | -176        | -208        | -208        | -208        |
| 投资             | -54         | -30         | -25         | -25         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-12</b>  | <b>-182</b> | <b>-177</b> | <b>-183</b> |
| 股权募资           | 76          | 0           | 0           | 0           |
| 债务募资           | 178         | 0           | 0           | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-299</b> | <b>-78</b>  | <b>-78</b>  | <b>-109</b> |
| <b>现金净流量</b>   | <b>-69</b>  | <b>489</b>  | <b>348</b>  | <b>335</b>  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 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。 | 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