

医美区域性连锁龙头格局初现，美业发展大有可为

——朗姿股份深度报告

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

米兰柏羽、高一生等成熟期医院/门诊部高速增长同时盈利水平优秀，晶肤为代表的轻医美机构复制加速，朗姿的医美业务正式展现活力。

投资要点

- ❑ **超预期因素:** 公司 2016 年进军医美终端机构运营领域，旗下子公司朗姿医疗下辖米兰柏羽/晶肤医美/高一生三大医美事业部，通过并购及自建 20Q3 已拥有 18 家机构，深耕成都、西安地区医美市场，目前米兰柏羽/高一生旗下高端医美医院品牌影响力突出，收入快速增长同时盈利水准持续提升，主打轻医美的晶肤事业部在 2020 年也开始了加速复制扩张，带来医美业务收入及利润的快速增长，我们认为 2020 年医美业务有望贡献朗姿股份 30% 的收入及 50% 以上的利润。
- ❑ **超预期逻辑推导路径:** 从公司医美业务三大事业部来看: 1) 米兰柏羽: 旗下四川米兰柏羽总院为 5A 级高端美容医院，收入高增同时盈利能力持续提升，同时 2019 年收购控股西安美立方开启管理经验输出，2020 年末成都高新区新院将开始试运营; 2) 晶肤医美: 主打轻医美的连锁品牌，现有机构 12 家，在成都/西安已形成同城连锁模式，同城机构共享明星医生/高单价设备加强运营协同，成熟机构 15%-20% 净利率，2020 年开始连锁复制加速; 3) 高一生: 2018 年收购西安老牌医美医院高一生巩固陕西区域领先优势。朗姿在对上述事业部进行财务、采购、法务、人力资源集约化管理同时重视通过员工持股、合伙人等方式激励核心员工积极性。
- ❑ **催化剂:** 米兰柏羽/高一生等成熟高端综合性医院的内生增长以及盈利能力持续提升，米兰柏羽新医院的运营以及晶肤事业部的复制加速
- ❑ **盈利预测及估值:** 我们预计朗姿股份 2020/21/22 年收入规模达到 28.7/36.4/42.9 亿元，同比-4.5%/+27%/+18%，2021 年随服装主业盈利恢复及医美业务继续良性发展将有快速增长，预计 2020/21/22 年归母净利润达到 1.34/2.49/3.67 亿元，同增 129%/85%/48%，其中来自高端女装业务的利润预计在 0.25/0.96/1.32 亿元，医美业务的利润估算为 0.8/1.1/1.7 亿元，其余损益来自童装及投资收益。
朗姿目前总市值 90 亿元，若按照女装同业 2021 年估值 12X/童装及投资业务暂不给估值计算，目前市场给予其医美业务的估值在 70 亿以上，对应 2021 年估值为 60X+，我们认为其医美业务所在行业发展迅速，朗姿旗下医美资产优质，在成都、西安已形成地区性影响力，在 A 股具有稀缺性，考虑估值和成长性，首次覆盖给予“增持”评级。
- ❑ **风险提示:** 1) 疫情影响零售环境，削弱客户群体消费能力; 2) 女装及童装业务恢复不及预期; 3) 新医美机构培育进度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	3007.3	2872.1	3641.6	4294.5
(+/-)	13.0%	-4.5%	26.8%	17.9%
净利润	58.78	134.43	248.84	367.16
(+/-)	-72.07%	128.71%	85.10%	47.55%
每股收益 (元)	0.14	0.31	0.57	0.84
P/E	152	66	36	24

评级

增持

上次评级	首次评级
当前价格	¥ 20.25

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.11
2Q/2020	0.00
1Q/2020	-0.01
4Q/2019	-0.24



公司简介

2001 年创立高端女装品牌朗姿，2014 年收购韩国阿卡邦切入绿色童装领域，2016 年进入医美赛道，目前拥有米兰柏羽、晶肤医美、高一生等连锁医美机构品牌，是成都、西安地区代表性区域龙头

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨

正文目录

1. 朗姿股份简介：A 股代表性高端女装企业，2016 年正式进军医美赛道	4
2. 医美板块：米兰柏羽、高一生等成熟期医院/门诊部高速增长同时盈利水平优秀，晶肤为代表的轻医美机构复制加速.....	5
2.1. 医疗美容终端：市场规模大而分散，连锁龙头稀缺.....	5
2.2. 朗姿医疗：三大医美事业部各具特色，2020 年进入品牌连锁运营加速扩张期.....	7
2.2.1. 米兰柏羽：16 年沉淀 5A 级标杆医疗美容医院，携手美立方打造成都、西安“1+N”的龙头布局.....	8
2.2.2. 晶肤医美：轻医美市场爆发，2020 年机构复制加速.....	9
2.2.3. 高一生：西安老牌医疗美容品牌，收购后进一步巩固西安及周边市场品牌优势.....	11
2.2.4. 事业部协同、激励理顺，与核心管理层/医生共享成长红利.....	12
2.3. 朗姿医疗运营财务数据：高速增长同时盈利能力持续提升.....	12
3. 女装业务 21 年盈利有望回升，若羽臣、朗姿韩亚资管等长期股权投资有望持续贡献正向收益	15
4. 盈利预测及投资建议	16
5. 风险提示	18

图目录

图 1：朗姿股份收入及增速（亿元，%）	4
图 2：朗姿股份归母净利润及增速（百万元，%）	4
图 3：朗姿收入拆分（%）	5
图 4：朗姿分版块营收及增长速度（亿元，%）	5
图 5：我国医美、美容外科、非外科市场消费规模及增速	5
图 6：医美用户规模（万人）	6
图 7：中国医美客户群体年龄分布	6
图 8：我国医疗整形美容机构数量（个）	6
图 9：2019 年中国医美市场竞争格局.....	6
图 10：朗姿医美业务发展大事记.....	7
图 11：朗姿医美业务收入及增速（亿元，%）	12
图 12：朗姿医美业务归母净利润及增速（百万元，%）	12
图 13：同业医美业务区域布局.....	13
图 14：同业营收及增速（百万元，%）	13
图 15：同业归母净利润及增速（百万元，%）	14
图 16：同业综合毛利率对比（%）	14
图 17：朗姿医美收入结构.....	14
图 18：同业手术/非手术类医美服务毛利率拆分（%）	14
图 19：同业销售费用对比（%）	15

表 1: 朗姿股份发展历史	4
表 2: 朗姿医疗旗下三大品牌矩阵	7
表 3: 朗姿股份医疗美容业务收入规模及结构 (单位: 百万元)	8
表 4: 朗姿旗下米兰柏羽事业部医疗主体收购情况	9
表 5: 米兰柏羽事业部旗下四川米兰柏羽医学美容医院运营情况	9
表 6: 朗姿旗下米兰柏羽事业部医疗主体收购/自建情况 (截至 2020 年三季度)	10
表 7: 晶肤事业部旗下四川晶肤、西安晶肤运营情况	10
表 8: 晶肤医美的代表性门店单店模型	11
表 9: 朗姿旗下高一生事业部医疗主体收购情况	11
表 10: 高一生事业部旗下西安高一生医疗美容医院运营情况	12
表 11: 医美主要上市/拟上市标的概览	13
表 12: 女装及童装业务收入及盈利表现 (单位: 百万元)	15
表 13: 朗姿股份旗下主要股权投资标的盈利能力 (单位: 亿元)	16
表 14: 朗姿股份盈利预测拆分 (单位: 百万元)	16
表 15: 其他已上市医美/眼科/口腔科连锁医疗机构业绩及估值同业比较	18
表附录: 三大报表预测值	19

1. 朗姿股份简介：A 股代表性高端女装企业，2016 年正式进军

医美赛道

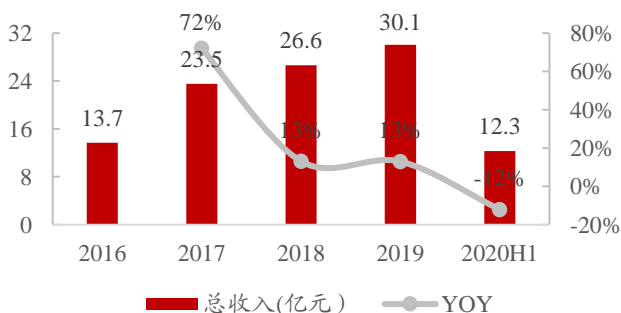
围绕时尚女装、绿色婴童、医疗美容板块打造“泛时尚产业互联生态圈”，近年医美布局加速。公司旗下女装业务主品牌朗姿诞生于 2000 年，连续多年在全国重点大型零售企业中位于高端女装品牌前五名，并通过自设/代理/收购方式纳入朗莫莱茵、玛丽、JIGOTT、liaalancy、FABIANA FILIPPI、DeWL、Agabang 等国际国内知名女装品牌。2014 年公司进军绿色婴童市场，出资 1.8 亿成为韩国知名童装上市公司阿卡邦的第一大股东。2016 年斥资 3.27 亿控股高端综合性医疗美容机构“米兰柏羽”和轻医美连锁美容机构“晶肤医美”及其旗下六家医疗美容机构，快速切入医美赛道，目前“高端女装+绿色童装+医疗美容”为公司泛时尚生态圈三大主要运营板块。

表 1：朗姿股份发展历史

时间	事件
2000 年	主品牌朗姿诞生，第一家店铺北京燕莎友谊朗姿开业
2003 年	韩风品牌“卓可”诞生；引进 ERP 信息管理系统，进入信息化管理时代
2006 年	意大利风格品牌莱茵诞生
2013 年	2009-2013 年，连续 5 年被评为“北京十大时装品牌”
2011 年	深交所上市，成为国内 A 股第一家高端女装上市公司
2012 年	淘宝天猫商城店开业、朗姿女装购物广场开业，面积 3500 平方米
2013 年	引入韩国品牌 JOGOTT
2014 年	进军绿色婴童市场，成为韩国婴幼儿国民品牌上市公司阿卡邦的第一大股东； 女装业务：引入韩国女装品牌 DEWL 朵儿；
2015 年	对外投资：启动“泛时尚产业互联生态圈”战略，投资电商品牌若羽臣，切入互联网市场； 参股韩国 L&P 公司，切入化妆品领域
2016 年	医美业务：投资控股米兰柏羽医美和晶肤医美连锁机构，快速切入医美行业； 战略投资韩国美容企业 DMG（韩国梦想集团），实现中韩医美多区域联动协同
2017 年	医美业务：成立子公司朗姿医疗用于管理公司医美板块运营 资管业务：与韩国韩亚银行合资成立北京朗姿韩亚资管，切入资产管理业务，对外提供专业咨询服务并进行时尚产业投资
2018 年	女装业务：朗姿微商城正式上线运营 医美业务：控股西安最大整形美容医院，陕西“高一生”，持续布局医美行业
2019 年	女装业务：收购来自日本的高端女装品牌子芭米 医美业务：收购控股西安具有强品牌影响力的美容医院“美立方”，推动医美业务纵深发展
2020 年	资管业务：出售北京朗姿韩亚资管部分股权，持股比例由 75% 下降至 31%，不再并表 医美业务发展提速，截至三季报已有 18 家医美机构，包括医院 5 家、诊所 13 家

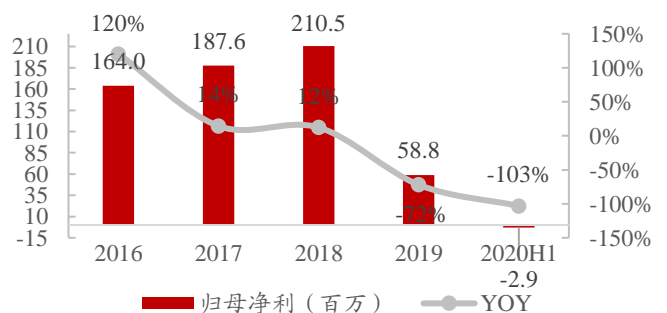
数据来源：公司公告、浙商证券研究所

图 1：朗姿股份收入及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

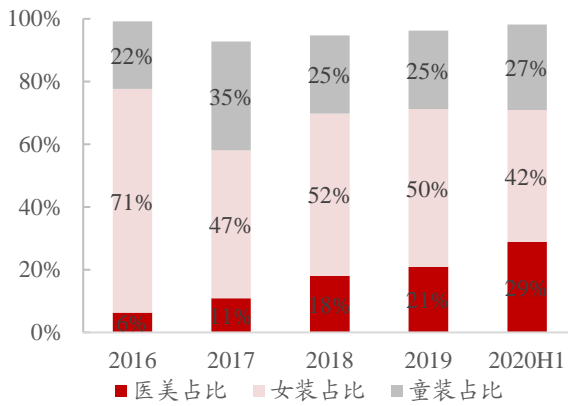
图 2：朗姿股份归母净利润及增速（百万元，%）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

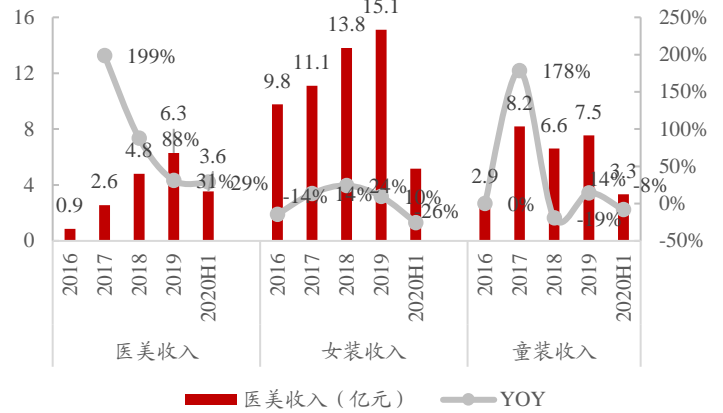
从收入结构来看，由于医美业务的蓬勃发展，在体系内的收入占比持续提升，截至2020H1，公司高端女装/医美/童装对收入的贡献比例分别达到29%/42%/27%。

图3：朗姿收入拆分（%）



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：朗姿分版块营收及增长速度（亿元，%）



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

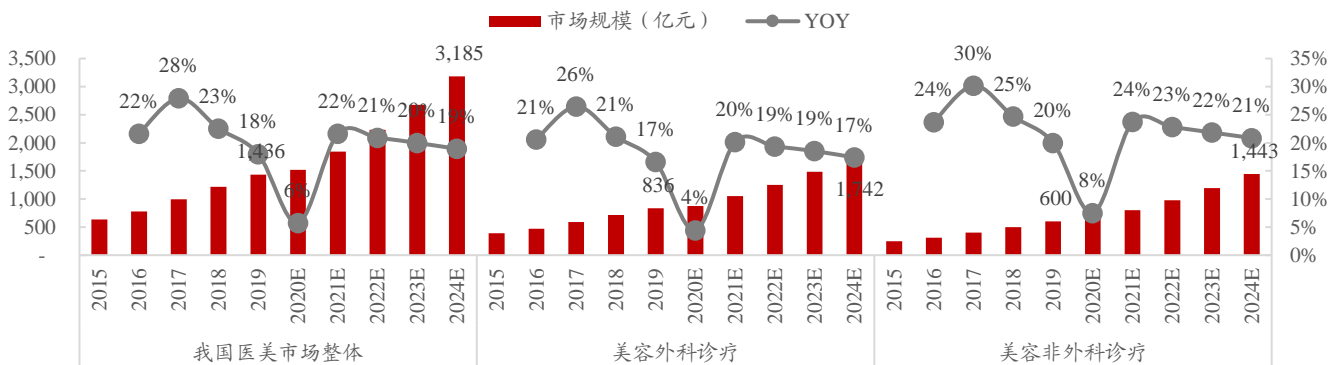
2. 医美板块：米兰柏羽、高一生等成熟期医院/门诊部高速增长同时盈利水平优秀，晶肤为代表的轻医美机构复制加速

朗姿股份在2016年通过入股韩国医疗美容服务集团DMG集团及控股米兰柏羽、晶肤医美下属6家医美终端机构正式切入医美赛道。

2.1. 医疗美容终端：市场规模大而分散，连锁龙头稀缺

医疗美容市场：技术日趋丰富成熟、叠加消费者教育持续提升接受度，市场保持快速增长，尤其非外科项目发展蓬勃。根据弗若斯特沙利文数据，2019年我国医疗美容服务市场收入规模达到1436亿元，15-19年全市场复合增速达到22.5%，预计19-24年复合增速也达到17.3%；其中，外科手术类诊疗市场规模在2019年达到836亿元，15-19年CAGR 21.1%，预计19-24年CAGR达到15.8%，非外科诊疗市场（主要是注射、光电类项目）由于恢复时间快、价格风险低，近年越发受到消费者欢迎，在2019年市场规模达到600亿元，15-19年CAGR 24.6%，预计19-24年CAGR达到19.2%。

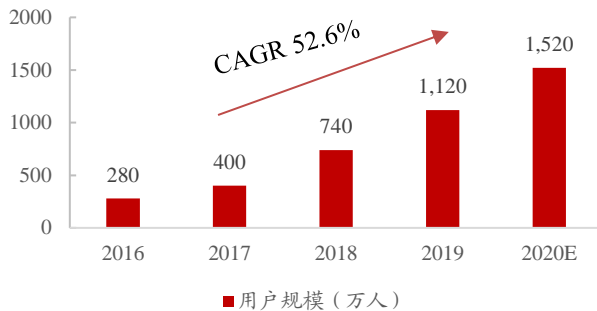
图5：我国医美、美容外科、非外科市场消费规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan，浙商证券研究所

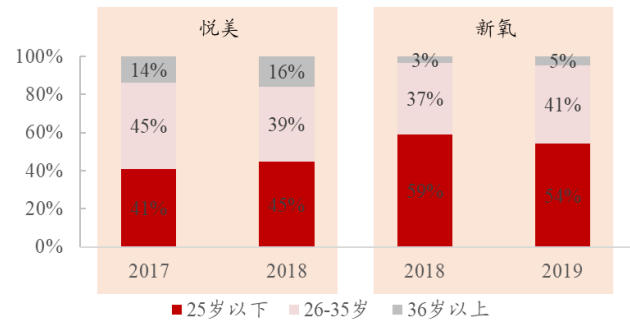
从消费者结构来看,悦美和新氧的数据均显示 35 岁及以下医美人群占客户群体分布的 80%-90%。年轻消费者对医美的接受度较高,将成为支撑未来医美市场持续发展的一大基础,艾媒咨询预计 2020 年医美用户规模将达 1520 万人,医美人口渗透率在持续提升。

图 6: 医美用户规模 (万人)



数据来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

图 7: 中国医美客户群体年龄分布



数据来源: 新氧大数据, 浙商证券研究所

从市场结构来看,医美终端机构市场份额高度分散,政策监管趋严,预计未来随小型不良医美诊所出清,行业集中度将提升。根据艾瑞咨询数据,2019 年中国具备医疗美容资质的机构约 13000 家,约占到全国开展医美项目经营的美业店铺的 14%,其中医院/门诊部/诊所占比分别达到 29%/33%/38%;从机构结构来看,行业集中度较低,大体量医美机构仅占市场的 6-12%,代表机构包括美莱、艺星、伊美尔、朗姿、丽都、华韩等;中小型机构是目前的主力形态,占到机构数量的 70%-75%,另外还有 16%-22%的小型诊所。

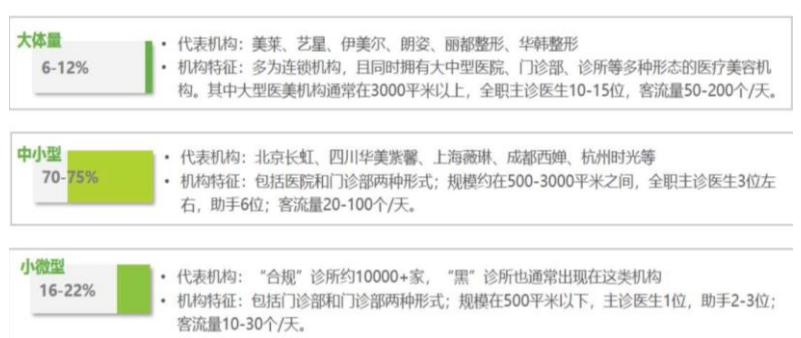
自 2016 年以来,国家对医美行业的管理不断收紧,重视市场的规范化管理,打击不合法、不合规经营,中整协 2016 年起也在民营机构中开始推动机构资质考核评价,目前推行的 A 等级评定制度中每年评选 1 次,标准包含医院管理、患者安全、医疗质量管理与持续改进、医院服务 4 部分,评价过程历时 10 个月,是目前国内医美行业最权威的专业评价体系,其中 5A 等级为最高等级,2016 年至今仅 46 家医美医院获得 5A 评级,4A/3A 级医美机构 19/27 家,合计 A 级机构占到行业合规机构数目的 0.8%,成为各区域的标杆型企业,未来随国家不断进行行业规范化管理、同时消费者对医美安全性的重视度不断提升、品牌意识不断增强,预计行业集中度有望逐渐提升。

图 8: 我国医疗整形美容机构数量 (个)



数据来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图 9: 2019 年中国医美市场竞争格局

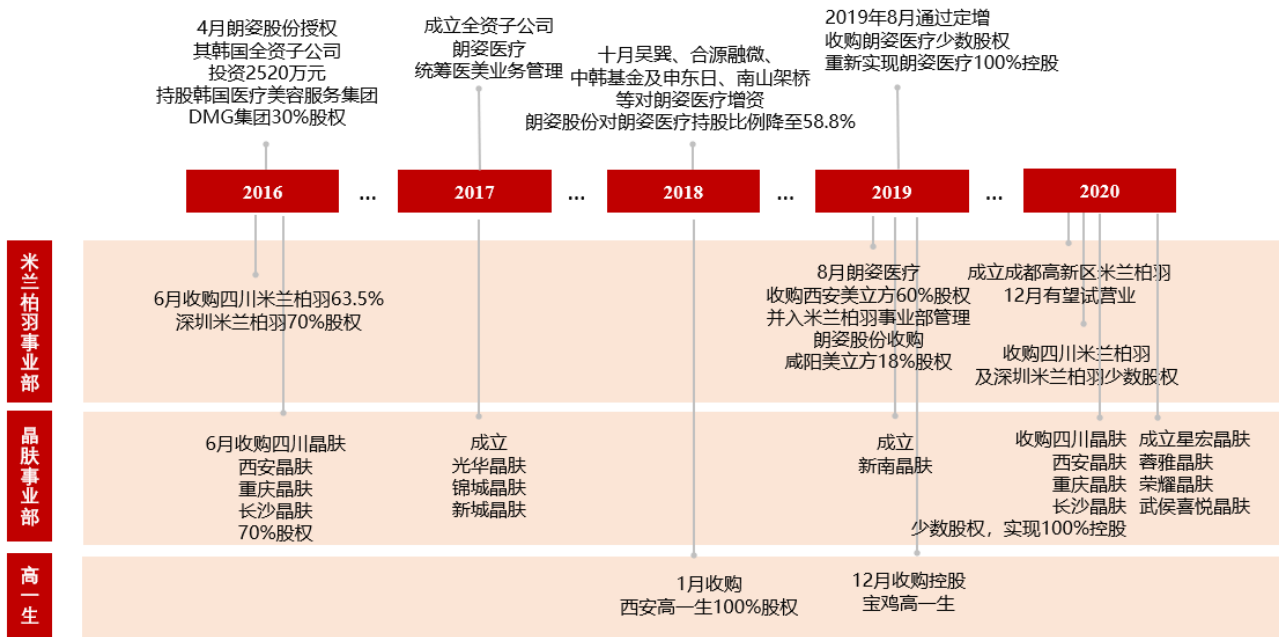


数据来源: 艾媒咨询, 浙商证券研究所

2.2. 朗姿医疗：三大医美事业部各具特色，2020年进入品牌连锁运营加速扩张期

2016年切入医美赛道，三大事业部各具特色。2016年4月朗姿股份授权其韩国全资子公司投资2520万元持股韩国医疗美容服务集团DMG集团30%股权，并在同年6月收购米兰柏羽及晶肤医美6家医美终端机构，开始切入医美赛道。2017年公司成立全资子公司朗姿医疗用于统筹医美业务运营和管理，目前朗姿医疗旗下拥有米兰柏羽、晶肤医美、高一生三大事业部，分别定位高端/轻医美/专业技术，2019年朗姿医疗收入/净利润/归母净利体量达到6.3/0.87/0.52亿元。

图 10：朗姿医美业务发展大事记



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 2：朗姿医疗旗下三大品牌矩阵

	米兰柏羽	晶肤医美	高一生
品牌			
创立时间	2005年创立，2016年朗姿收购	2011年创立，2016年朗姿收购	1991年创立，2018年朗姿收购
机构数量	4	12	2
机构位置	成都、深圳、西安	成都、西安、长沙、重庆	西安、宝鸡
机构类型	医院、门诊部	医院、门诊部、诊所	医院、门诊部
品牌定位	主打“品质医美”的高端综合性医美品牌，其中四川米兰柏羽为5A级医院	“医学年轻化”连锁品牌，主要以诊所的形式，主打激光与微整形类轻医美服务	专业技术领先的高端医美品牌
院线形象			

数据来源：公司公告、浙商证券研究所，机构数量截至2020Q3

截至 2020 年 Q3，朗姿医美业务共运营 18 家医美机构，其中 5 家为医院、13 家为门诊部/诊所，米兰柏羽/晶肤医美/高一生 3 个事业部下辖机构分别达到 4/12/2 家；从收入贡献来看，2019 年米兰柏羽/晶肤/高一生事业部收入占比分别达到 57%/19%/24%；从利润贡献程度来看，由于晶肤多数机构仍在成长爬坡期，利润主要由米兰柏羽及高一生事业部贡献，2019 年朗姿医美净利润 8700 万元，其中四川米兰柏羽和西安高一生两大成熟期高端医美医院分别贡献净利润 3525/3626 万元。

表 3：朗姿股份医疗美容业务收入规模及结构（单位：百万元）

	2016Q4	2017	2018	2019	2020H1
朗姿医疗美容业务收入	85.52	255.46	479.23	628.49	354.25
YOY			87.59%	31.15%	28.68%
占朗姿股份收入比重	6.3%	10.9%	18.0%	20.9%	28.8%
毛利率	56.27%	56.64%	59.90%	57.74%	53.01%
米兰柏羽收入	59.41	191.84	271.82	361.03	238.08
YOY			41.69%	32.82%	51.04%
收入占比	69.46%	75.10%	56.72%	57.44%	67.21%
并表机构数量		2	2	3	3
晶肤医美收入	26.12	63.62	91.61	117.63	62.36
YOY			44.00%	28.40%	29.15%
收入占比	30.54%	24.90%	19.12%	18.72%	17.60%
并表机构数量		7	7	8	10
高一生收入		未收购	115.80	149.83	53.80
YOY				29.39%	-22.45%
收入占比			24.16%	23.84%	15.19%
并表机构数量			1	2	2

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

注：米兰柏羽事业部中咸阳美立方为朗姿股份直接持股 18%，未并表，故 20H1 并表机构仅 3 家

2.2.1. 米兰柏羽：16 年沉淀 5A 级标杆医疗美容医院，携手美立方打造成都、西安“1+N”的龙头布局

2016 年收购成都 5A 级高端医疗美容医院四川米兰柏羽，2019 年起陆续开展管理输出以及连锁扩张。2016 年朗姿医疗分别以 2.22 亿/2765 万元收购了四川米兰柏羽及其深圳门诊部 63.5%/70% 的股权，也成为朗姿医美业务的基石，截至 2019 年，米兰柏羽事业部总收入体量达到 3.6 亿元，同比增长 33%，旗下目前共有 4 家医美机构，其中规模最大、成立最早的为四川米兰柏羽医学美容医院，作为深耕成都 16 年的高端医美品牌，四川米兰柏羽总院面积接近 10000 平米，工作人员 500 人（一半为医护人员、包含 15 位外科医生），服务科室涵盖整形外科、美容微创、美容皮肤科及美容牙科，累计服务客户超过 20 万名，2018 年获得中整协 5A 评级（2016 年至今仅 51 家医美医院获得 5A 评级）。2019 年四川米兰柏羽单体收入/净利润达到 3.1 亿/3525 万元，2020 上半年疫情下收入/利润仍实现 20%/25% 增长，体现出品牌力带来的经营韧性。

2019 年 8 月，朗姿医疗以 0.63 亿元收购西安老牌美容医院美立方 60% 股权，将其按照米兰柏羽模式进行打造，推动其与高一生、晶肤医美在西安地区的协同发展，由此朗姿医疗在成都、西安两大西部核心城市初步形成了“1+N”的产业布局，即在特定区域构建一家大型整形医院加多家小型连锁门诊/诊所的医疗美容机构体系。在原有米兰柏羽业务增长以及现美立方的并表推动下，2020 年上半年米兰柏羽事业部收入同比增长 51% 至 2.38 亿

元；在该3家医院的基础上，公司2019年收购了咸阳美立方（门诊部，朗姿股份直接持股18%，未并表），2020年12月下旬，米兰柏羽在成都高新区的新医院也有望开始营业，开启品牌的进一步管理输出和连锁扩张。

表4：朗姿旗下米兰柏羽事业部医疗主体收购情况

序号	标的	成立时间	性质	所在地	朗姿收购时间	收购对价、股权安排、收入利润规模
1	四川米兰柏羽	2005	整形美容医院	成都	2016年6月	✓ 2016年6月朗姿2.22亿收购其63.5%股份（总对价3.5亿） ✓ 2018年4月增资7600万元，持股比例达到70% ✓ 2020年7月朗姿医疗以1.338亿收购剩余30%股权（总对价4.46亿），目前朗姿医疗100%持股 ✓ 2019年收入/净利润规模3.11亿/3525万元
2	深圳米兰柏羽	2013	门诊部	深圳	2016年6月	✓ 2016年6月朗姿以2765万收购其70%股份（总对价3950万） ✓ 2020年7月朗姿医疗以660万收购剩余30%股权（总对价2200万），目前朗姿医疗100%持股 ✓ 2019年收入/净利润规模2308万/118万元
3	西安美立方 （已更名 西安米兰柏羽）	2013	整形美容医院	西安	2019年8月	✓ 2019年8月0.63亿收购60%股权（总对价1.05亿），并归米兰柏羽事业部管理； ✓ 2019年全年收入规模在9000万左右
4	咸阳美立方	2015	门诊部	咸阳	2019年	目前朗姿股份对其直接持股18%，未披露收购对价，未并表

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表5：米兰柏羽事业部旗下四川米兰柏羽医学美容医院运营情况

	2015	2016Q4	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（百万元）	152.74	51.27	174.03	248.61	311.2	180.88
YOY	-	-	-	43%	25%	20%
净利润（百万元）	7.31	8.59	23.5	29.38	35.25	25.75
YOY	-	-	-	25%	20%	25%
净利率	5%	17%	14%	12%	11%	14%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2.2. 晶肤医美：轻医美市场爆发，2020年机构复制加速

主打轻医美，标准化体系+同城连锁模式，2020年机构复制加速。区域连锁晶肤医美成立于2011年，作为专注于“轻医美”连锁品牌，主打激光和微整形类医疗美容服务，成立9年来积累了涵盖产品、服务、运营及人才培养标准化体系，在“医美年轻化”细分市场中具有强竞争优势。2016年6月朗姿收购其四川、西安、重庆、长沙4家机构70%股权，此后2018/19/20年前三季度晶肤分别扩张3/1/4家门店，截至2020年三季度机构总数达到12家，分布于成都/西安/重庆/长沙4大城市，同时建立了成都1城7家、西安1城3家的同城连锁网络，同城机构间可共享明星医生/高单价设备，为巩固当地品牌优势、提升消费者体验及节约运营成本打下坚实基础。

截至2019年，晶肤事业部整体收入体量达到1.17亿元，其中成熟门店如四川晶肤/西安晶肤单店收入规模分别达到5535/2082万元，单店净利率水准分别达到15%/22%，展现出优秀的盈利能力；从单店投入与培育期来看，600㎡标准门店初始投资在600万左右，培育周期约为3年，成熟后净利率水准基本在15%-20%之间，随着四川总院持续培养输出成熟医生作为新诊所储备合伙人，以及晶肤事业部的标准化管理能力半径持续提升，叠加轻医美市场在国内的迅速发展，可以看到晶肤的扩张步伐在持续加快。

表 6：朗姿旗下米兰柏羽事业部医疗主体收购/自建情况（截至 2020 年三季度）

序号	标的	成立时间	性质	所在地	成立/朗姿收购时间	收购对价及股权安排
1	四川晶肤	2014 年 4 月	医院	成都	2016 年 6 月	✓ 2016 年 6 月 3150 万收购 70% 股权（总对价 4500 万） ✓ 2020 年 7 月朗姿医疗以 1995 万收购剩余 30% 股权（总对价 6650 万），100% 持股 ✓ 2019 年收入/净利润 5535/818 万元
2	西安晶肤	2012 年 9 月	门诊部	西安	2016 年 6 月	✓ 2016 年 6 月 2765 万收购 70% 股权（总对价 3950 万） ✓ 2020 年 7 月朗姿医疗以 1185 万收购剩余 30% 股权（总对价 3950 万），100% 持股 ✓ 2019 年收入/净利润 2082/464 万元
3	重庆晶肤	2014 年 12 月	门诊部	重庆	2016 年 6 月	✓ 2016 年 6 月 1015 万收购 70% 股权（总对价 1450 万） ✓ 2020 年 7 月朗姿医疗以 315 万收购剩余 30% 股权（总对价 1050 万），100% 持股 ✓ 2019 年收入/净利润 813/9 万元
4	长沙晶肤	2015 年 6 月	门诊部	长沙	2016 年 6 月	✓ 2016 年 6 月 805 万收购 70% 股权（总对价 1150 万） ✓ 2020 年 7 月朗姿医疗以 345 万收购剩余 30% 股权（总对价 1150 万），100% 持股 ✓ 2019 年收入/利润规模 1133/39 万元
5	光华晶肤	2017 年 6 月	诊所	成都	2017 年 8 月	朗姿医疗直接持有其 49.4%，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控制
6	锦城晶肤	2017 年 6 月	诊所	成都	2017 年 8 月	朗姿医疗直接持有其 49.4%，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控制
7	新城晶肤	2017 年 12 月	诊所	西安	2017 年 12 月	朗姿医疗持有其 24% 的股份，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控制
8	新南晶肤	2019 年 1 月	诊所	成都	2019 年 1 月	朗姿医疗直接持有其 55% 的股份，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控制
9	星宏晶肤	2020 年	诊所	成都	2020 年	朗姿医疗直接持有其 6% 的股份，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控制
10	蓉雅晶肤	2020 年	门诊部	成都	2020 年	朗姿医疗直接持有其 21% 的股份，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控制
11	荣耀晶肤	2020 年	诊所	西安	2020 年	朗姿医疗持有其 51% 的股份
12	武侯喜悦晶肤	2020 年	诊所	成都	2020 年	朗姿医疗持有其 60% 股份

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 7：晶肤事业部旗下四川晶肤、西安晶肤运营情况

四川晶肤	2015	2016Q4	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（百万元）	28.87	13.87	37.1	44.00	55.35	29.07
YOY	-	-	-	19%	26%	23%
净利润（百万元）	3.38	3.08	7.66	7.67	8.18	5.51
YOY	-	-	-	0%	7%	163%
净利率	12%	22%	21%	17%	15%	19%
西安晶肤	2015	2016	2017	2018	2019	
营业收入（百万元）		6.97	15.2	18.33	20.82	
YOY		-	118.10%	20.60%	13.60%	
净利润（百万元）		1.84	3.09	4.62	4.64	
YOY		-	67.90%	49.50%	0.40%	
净利率		26%	20%	25%	22%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 8：晶肤医美的代表性门店单店模型

指标	单店数额 (万元)	备注
收入	2000	600 平米标准门店在运营 3 年后比较理想的收入水准
医生成本	300	2 名常驻医生
设备折旧	80	300-400 万初始设备投资, 假设按照 5 年折旧
医疗耗材	400	占比 18%-20% 左右
门店租金	100	占收入 5%-6%
装修摊销	100	5000 元/平米, 600 平米标准门店, 按照 3 年摊销
运营人工成本	210	按照 2 名销售合计 30 万年薪、另外 10 名运营相关人员每人年薪 15 万估算
门店引流佣金	300	40% 收入为新客贡献, 需要门店通过新美大等渠道进行引流, 此处按照收入 15% 粗略估算
水电杂费	60	按照占比 3% 估算
经营利润	450	
所得税	67.5	所得税率 15%
净利润	383	净利率 15%-20% 之间

数据来源：调研、浙商证券研究所估算

2.2.3. 高一生：西安老牌医疗美容品牌，收购后进一步巩固西安及周边市场品牌优势

收购西安代表性医美医院高一生，巩固陕西地区品牌优势。2018 年收购西安医美品牌“高一生”，目前。2018 年 1 月，朗姿医疗以 2.67 亿元收购西安高一生医疗美容医院 100% 股权（对价对应 18 年净利润 PE 11.7X），正式进军西安医美市场。高一生品牌创立于 1991 年，经历 29 年发展目前已成为包含美容外科、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的专业医疗美容机构，是西安地区经营规模和品牌知名度及技术实力最强的医美机构之一，拥有面积达 6000 平米酒店式塑美空间和 6 间国际层流净化手术室，业务包含整形美容、皮肤美容、牙齿美容、毛发移植，2019 年其收入/净利润规模达到 1.54 亿/3626 万元，同比增长 30%/60%。

除西安高一生外，2019 年 12 月朗姿医疗及旗下医美员工合伙企业收购宝鸡高一生（门诊部）51% 股权（整体对价 1500 万），进一步加强陕西地区“1+N”产业布局，与美立方（米兰柏羽事业部）系列机构共同巩固西安及周边地区市场品牌优势。

表 9：朗姿旗下高一生事业部医疗主体收购情况

序号	标的	成立时间	性质	所在地	朗姿收购时间	收购对价及股权安排
1	西安高一生	1991 品牌创立	整形美容医院	西安	2018 年 1 月	朗姿医疗以 2.67 亿元对其进行 100% 股权收购 ✓ 2019 年 12 月 ：朗姿医疗出资 315 万元收购宝鸡高一生 21% 的股权，莘县元恒（执行事务合伙人为朗姿医疗）出资 450 万元收购宝鸡高一生 30% 股权，实现对宝鸡高一生的控制；
2	宝鸡高一生	2017	门诊部	宝鸡	2019 年 12 月	✓ 2020 年 5 月 ：朗姿医疗以 135 万收购宝鸡高一生 9% 股权，目前合计直接持股 30%，并通过参与设立医美员工合伙企业对其实施控制； ✓ <u>两次股权变更中宝鸡高一生整体估值都为 1500 万元</u>

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 10: 高一生事业部旗下西安高一生医疗美容医院运营情况

	2016	2017Q1-Q3	2018	2019	2020H1
营业收入 (百万元)	32.27	76.21	118.93	154.32	51.32
YOY	-	-	-	30%	-28%
净利润 (百万元)	3.51	14.45	22.69	36.26	6.38
YOY	-	-	-	60%	-63%
净利率	11%	19%	19%	23%	12%

数据来源: 公司公告、浙商证券研究所

2.2.4. 事业部协同、激励理顺, 与核心管理层/医生共享成长红利

三大事业部各自积极发展的同时, 朗姿医疗发挥整合资源的作用, 包括但不限于:

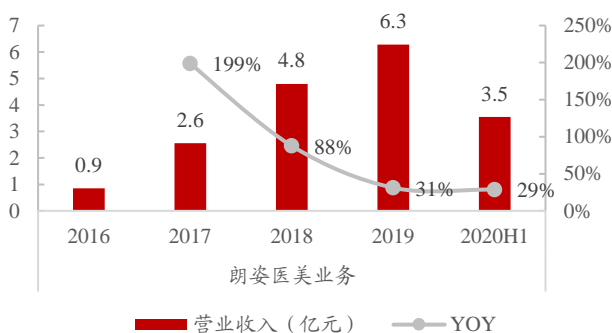
1) 为事业部集约化管理形成财务、法务、采购、培训支持: 形成“朗姿医疗(后台)-事业部(中台)-医疗机构(前台)”的三级组织架构, 财务、法务、信息化平台建设和人力资源四大板块进行集团管控, 以控制财务风险、推动标准化运营、实现集约采购(主耗原材料采购成本降幅在 10%-76%不等)、集中培训人员并建立管理人培养机制持续为管理半径的扩张赋能;

2) 激励理顺, 绑定核心员工利益: 对于事业部核心管理人员及医生通过参与二期员工持股计划、新设机构合伙人机制等方式进行激励, 尤其在晶肤事业部, 新设机构往往以朗姿控股+核心管理人员及医生参股形式进行初始股权安排, 机构发展成熟后不排除朗姿收购少数股权以帮助其兑现收益的可能, 比如 2020 年对米兰柏羽、晶肤 6 家机构的少数股权收购就是一个典型事例。

2.3. 朗姿医疗运营财务数据: 高速增长同时盈利能力持续提升

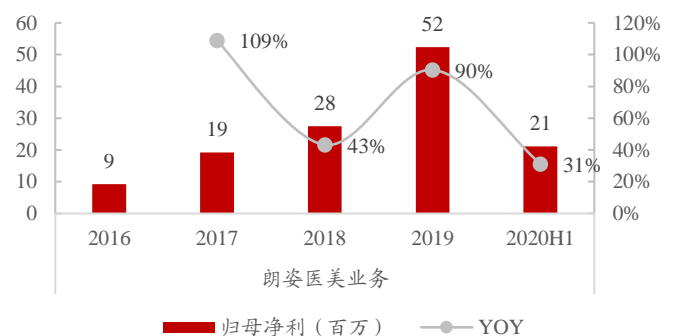
自 2016 年布局以来, 朗姿医美业务规模增长迅速。2017-2019 年朗姿医美业务营收/归母净利 CAGR 达 55.7%/65.2%, 2020 年疫情下营收/归母净利上半年仍然实现 29%/31%的逆势增长。

图 11: 朗姿医美业务收入及增速 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 12: 朗姿医美业务归母净利及增速 (百万元, %)



数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

同业情况来看, 目前国内上市可比公司为华韩整形、医美国际、瑞丽医美, 其中华韩在新三板上市, 医美国际(鹏爱医疗)在美国上市, 瑞丽则在筹备港股 IPO。由于朗姿拥有服装和医美两大板块业务, 营收规模高于其他三家可比公司, 但从可比的医美业务来看, 2019 年华韩整形、医美国际、瑞丽医美、朗姿医疗医美业务分别实现营收 8.04/8.69/1.91/6.28 亿元, 各机构地域侧重有所不同。

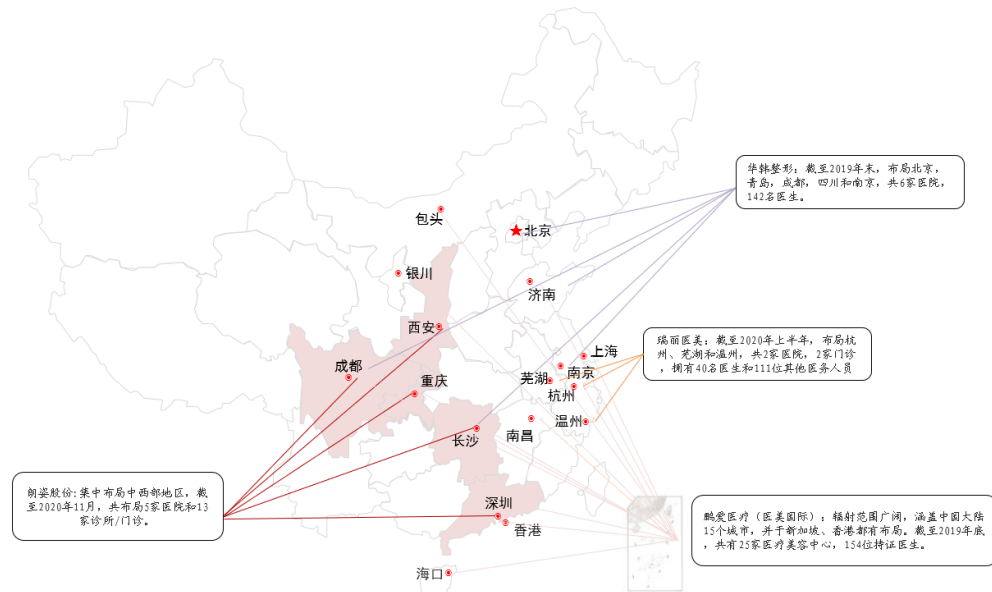
表 11: 医美主要上市/拟上市标的概览

成立时间	主营业务	2019年 营收(亿元)	最新 机构数	门店形式
华韩整形	医美	8.04	8	6家医院及2家门诊部
医美国际	医美	8.69	27	其中13家为医院, 2家在海外, 其余为诊所/门诊
瑞丽医美	医美	1.91	4	2家医院(计划于2023年在上海开设第三家医院), 其余为门诊部
朗姿医疗	医美	6.28	18	其中5家为医院, 其余为诊所/门诊

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 门店数及门店形式根据最新披露数据整理

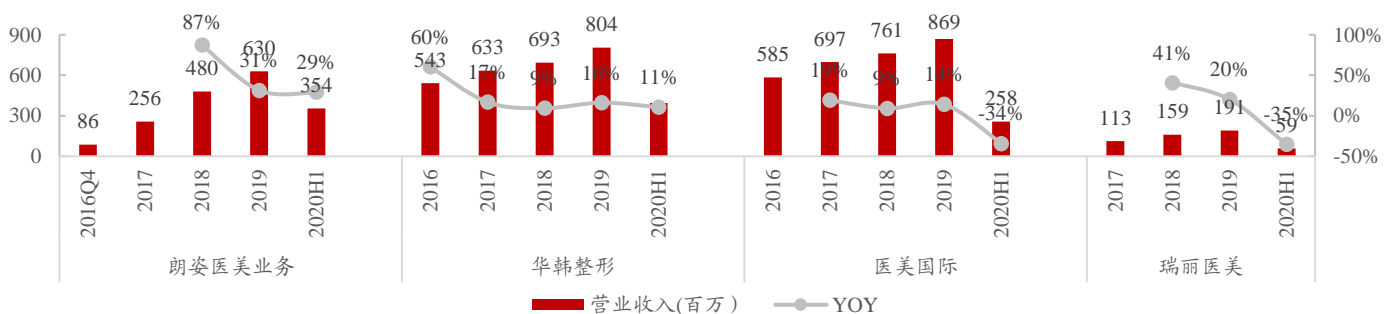
图 13: 同业医美业务区域布局



数据来源: 公司公告, 招股书, 浙商证券研究所

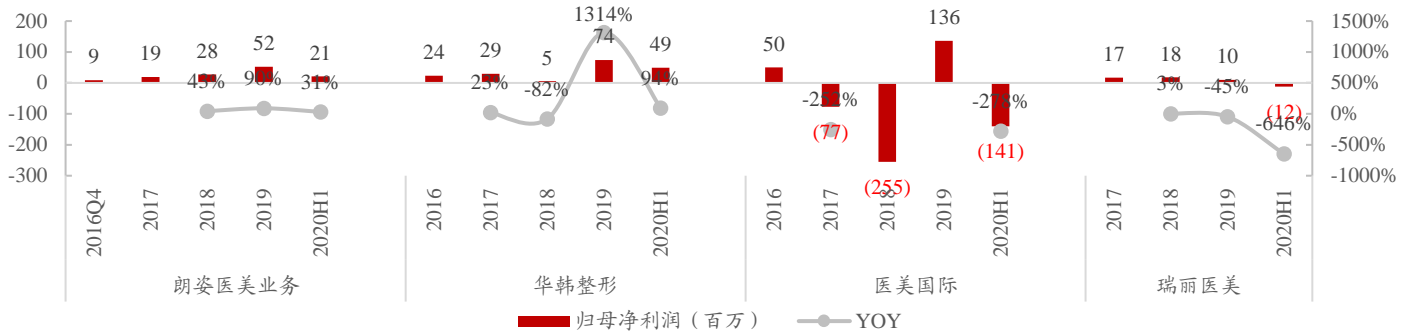
从成长性看, 朗姿虽然进军医美较晚, 但随着收购机构的内生强劲增长以及持续并购优质资产、进行连锁扩张, 医美业务营收和归母净利润迅速追赶同业。横向比较来看, 受益医美行业整体的繁荣, 华韩、医美国际、瑞丽医美都在 2016-2019 年实现了稳健的收入增长, 但利润端则根据受各家运营能力以及新机构孵化周期不同表现出较大波动性, 与同业相比, 朗姿所采取的择优并购医院资产&谨慎孵化新机构(主要孵化初始投资额较小、门店成熟较快的轻医美品牌晶肤诊所)的策略带来了收入增长同时盈利贡献的稳健上行, 包括疫情下也展现出了收入和利润的增长韧性。

图 14: 同业营收及增速(百万元, %)



数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

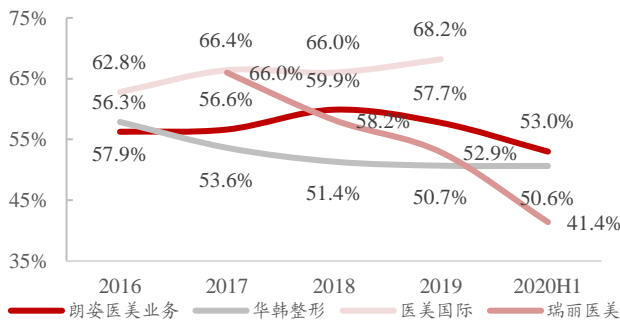
图 15: 同业归母净利润及增速 (百万元, %)



数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

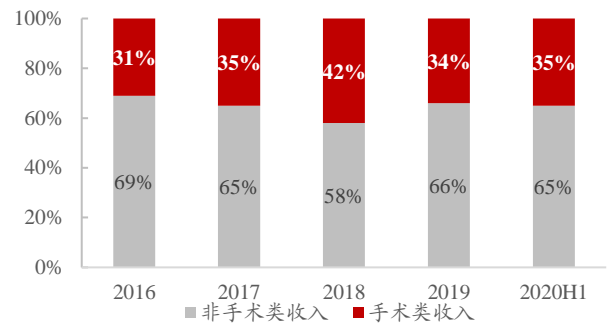
从毛利率水准看: 朗姿医美业务的毛利率在 2018 年前后波动波动较为明显, 主要来自: 1) 收入结构的变化: 高毛利率的手术类收入占比在 2016-2018 年持续上升, 主要来自米兰柏羽良性增长以及高一生的收购并表, 但 2018 年后随着晶肤新门店逐渐成熟、毛利率较低的轻医美业务收入贡献上升; 2) 各业务毛利率的波动: 手术业务方面, 2016-2019 年朗姿医疗展现出了规模效应带来的盈利能力提升, 毛利率持续上行, 仅 2020 年受到疫情影响略有下降; 非手术业务方面, 以成都为代表的市场的激烈竞争带来的毛利率水平的下行。横向比较来看, 由于米兰柏羽、高一生的强品牌力, 公司的手术类业务毛利率在业内处于较高水准, 带动公司综合毛利率高于华韩、瑞丽等同业公司。

图 16: 同业综合毛利率对比 (%)



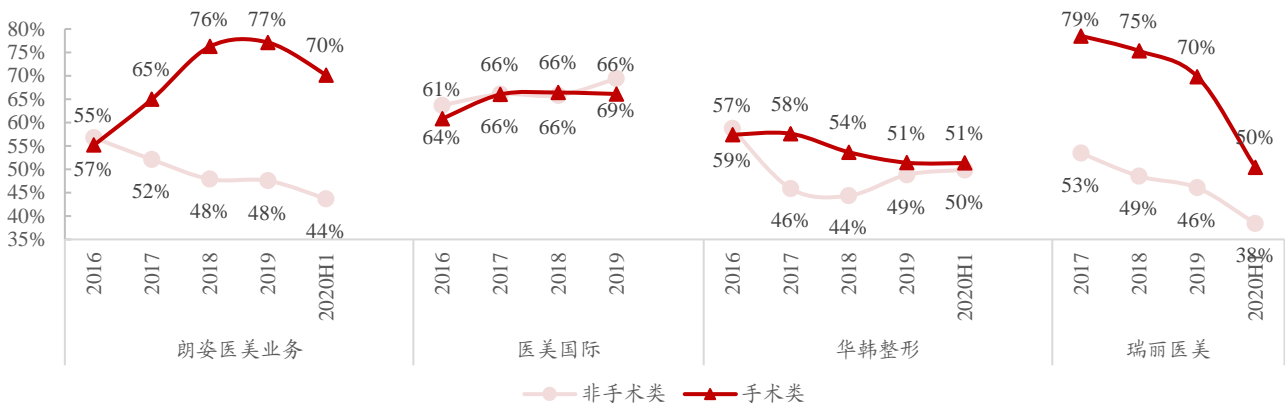
数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 17: 朗姿医美收入结构



数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 18: 同业手术/非手术类医美服务毛利率拆分 (%)

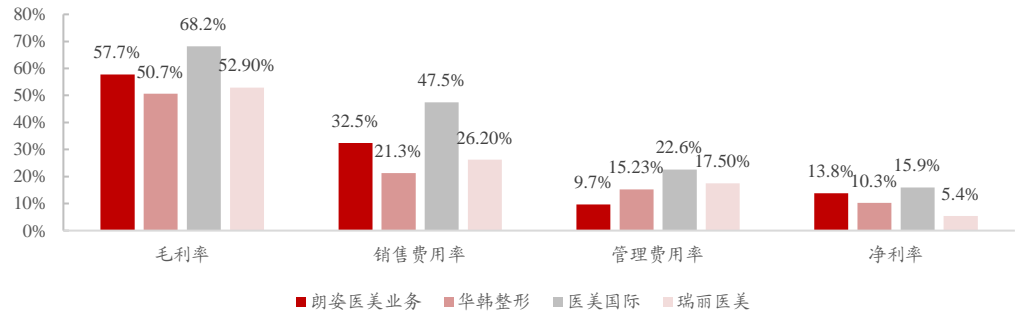


数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 为方便同业比较, 将医美国际“其他健康和美容项目”的收入算入非手术类项目; 将华韩、瑞丽“美容皮肤科”和“牙科”合并为非手术类项目

费用端：销售费用率在 32%-35% 之间，管理费用规模效应初显，2019 年净利率水准达到 15%。朗姿医美 2017/2018/2019/2020H1 销售费用分别为 0.71/1.65/2.04/1.26 亿元，占医美业务营收分别为 26.7%/34.5%/32.5%/35.4%，销售费用增加与公司旗下机构逐渐增加，需持续通过各类广告及新美大等线上渠道引流有关（尤其轻医美机构，目前约 40% 收入来自新客贡献），但 2018-2020 年销售费用率已较为稳定，与同业相比处于中游水准；管理费用率方面 2019 年在 10% 左右，明显低于同业，体现集约化管理的规模效应；由此 2019 年朗姿医美事业部净利率水准达到 14%，在同业中处于较高水准。

图 19：同业销售费用对比（%）



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 女装业务 21 年盈利有望回升，若羽臣、朗姿韩亚资管等长期股权投资有望持续贡献正向收益

女装仍为最大收入来源，2021 年有望实现收入及盈利回升。除欣欣向荣的医美业务外，公司另两大板块女装及绿色婴童也是收入的重要组成部分，公司的高端女装业务中主品牌朗姿收入占比达到 2/3，作为北方代表性高端女装品牌近三年展现了稳定的增长势头，截至 2020H1 门店数量仅 302 家，预计 2021 年将重回增长渠道，盈利水准也有望回到 2019 年水平；而绿色童装业务主要为 2014 年投资的韩国童装集团阿卡邦，该业务 18 年由于库存消化遭遇瓶颈、子公司商誉减值致利润下滑较为严重，19 年亏损规模有所缩窄，朗姿也将通过对其进行品类结构调整、加强中国市场以及电商布局等方式帮助其改善业绩。

表 12：女装及童装业务收入及盈利表现（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020H1
女装主业收入	977.12	1,109.97	1,379.62	1,512.06	517.78
YOY	-14.49%	13.60%	24.29%	9.60%	-25.78%
占比	71.4%	47.2%	51.8%	50.3%	42.1%
毛利率	57.56%	60.61%	57.72%	59.90%	57.85%
分部营业利润	150.18	166.76	233.54	206.01	-26.44
营业利润率	15.4%	15.0%	16.9%	13.6%	-5.1%
绿色婴童收入	294.02	818.31	660.69	754.64	334.38
YOY		178.31%	-19.26%	14.22%	-8.10%
占比	21.5%	34.8%	24.8%	25.1%	27.2%
毛利率	47.38%	46.00%	50.32%	52.18%	53.80%
分部营业利润	24.41	-38.42	-125.54	-22.04	-12.71

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

持股若羽臣及朗姿韩亚资管有望持续贡献正向投资收益。除女装主业、医美以及婴童业务外，而公司利润端另一个不可忽视的因素是投资收益，公司目前账上主要贡献投资收益的持股标的包括电商代运营企业若羽臣（2015年投资，2020年IPO上市，目前朗姿对其持股12.3%）、2017年投资的北京朗姿韩亚资产管理有限公司（2017年投资，持股比例76%，但2019年9月减持至持股30.76%，不再并表，以投资收益形式进入利润表）以及2015年投资的L&P化妆品公司（截至2020H1持股为8.1%），其中若羽臣及韩亚资管在过去表现出了稳定向上的盈利能力，预计未来将继续为公司提供正向利润贡献

表 13：朗姿股份旗下主要股权投资标的盈利能力（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020H1
若羽臣净利润规模（持股 12.3%）	0.30	0.58	0.77	0.86	0.42
YOY		93.85%	34.32%	11.67%	18.34%
北京朗姿韩亚资管净利润规模（持股 30.76%）	未设立	1.01	1.07	1.08	0.66
YOY			5.95%	1.07%	4.62%
韩国 L&P 化妆品净利润规模（持股 8.1%）	5.94	2.85	2.88	(0.77)	未披露
YOY		-52.01%	1.13%	-126.65%	

数据来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

对各分部收入及盈利能力预测拆分如下：

对于医美业务：

1) **米兰柏羽事业部：**内生增长为主，在原有医院收入和利润高增同时 2021 年新开成都高新南区米兰柏羽医院，2021 年作为培育期贡献收入增量但预计略有亏损，因此净利率水准在 2021 年有所下降，但 2022 年随新医院客户积累达到一定数量亏损数额有望缩窄，带动净利率回升；在此基础上，未来若出现他省优质标的，仍考虑收购并输出米兰柏羽管理体系；

2) **晶肤事业部：**延续 2020 年快速机构复制的步伐，预计 21、22 年在原有门店持续培育、走向成熟的基础上每年将继续新增机构数量，由于门店培育期平均需要 3 年，因此利润贡献晚于收入体现，20、21 年事业部净利率较低，但之后随着新机构进入成熟期利润率将上行；

3) **高一生事业部：**内生增长为主，现有 1 家医院及 1 家门诊部在当地口碑良好，预计继续高速增长的同时盈利能力得到保持。

服装业务：女装业务 2020 年受到疫情影响收入下滑、盈利能力下降，但 2021 年有望回归 2019 年水准、2022 年虽开店及同店增长收入及利润继续低双位数增长；绿色婴童业务表现较为平稳，2021 年随内部运营效率改善亏损规模有望缩窄。

投资收益方面，预计若羽臣继续快速增长、朗姿韩亚资管整体盈利能力保持稳定，由此假设公司持股比例不变，则投资净收益逐年小幅上升。

表 14：朗姿股份盈利预测拆分（单位：百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
女装业务收入	1,512.06	1,241.31	1,476.44	1,655.57
YOY		9.60%	-17.91%	18.94%

估算贡献归母净利	151.21	24.83	95.97	132.45
净利率	10%	2%	7%	8%
绿色婴童业务收入	754.64	679.17	747.09	821.80
YOY	14.22%	-10.00%	10.00%	10.00%
估算贡献归母净利	(23.40)	(10.34)	(6.47)	8.59
医美业务收入	628.49	893.42	1,354.02	1,746.71
YOY	31.15%	42.15%	51.56%	29.00%
贡献归母净利	52.40	80.50	113.28	171.16
米兰柏羽事业部收入	361.03	571.10	899.24	1,156.27
YOY	32.82%	58.19%	57.46%	28.58%
机构数量	3	4	4	4
净利润	36.43	55.51	72.56	116.19
净利率	10%	10%	8%	10%
晶肤医美事业部收入	117.63	194.32	280.78	385.43
YOY	28.40%	65.20%	44.49%	37.27%
机构数量	8	12	17	22
净利润	14.57	11.65	17.24	28.36
净利率	12%	6%	6%	7%
高一生事业部收入	149.83	128.00	174.00	205.00
YOY	29.39%	-14.57%	35.94%	17.82%
机构数量	2	2	2	2
净利润	36.00	15.50	28.67	32.83
净利率	24%	12%	16%	20%
投资收益估算 (税前)	159.98	53.75	63.89	74.97
YOY	-47%	-66%	19%	17%
总收入	3,007.26	2,872.10	3,641.57	4,294.49
YOY	12.99%	-4.49%	26.79%	17.93%
毛利率	58.24%	55.04%	55.19%	54.91%
归母净利	58.78	134.43	248.84	367.16
YOY	-72.07%	128.71%	85.10%	47.55%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所估算及预测

注：2019 年报表利润较低主要与当年计提 1.15 亿 L&P 资产减值损失、以及当年递延所得税较高有关

综上，我们预计朗姿股份 2020/2021/2022 年收入规模达到 28.7/36.4/42.9 亿元，同比-4.5%/+27%/+18%，2021 年随服装主业盈利恢复及医美业务继续良性发展将有快速增长，预计 2020/2021/2022 年归母净利达到 1.34/2.49/3.67 亿元，同增 129%/85%/48%，其中来自高端女装业务的利润预计在 0.25/0.96/1.32 亿元，医美业务的利润估算为 0.8/1.1/1.7 亿元，其余损益来自童装及投资收益。

从同业估值来看，A 股代表性高端女装上市公司对应 2021 年估值在 11-12X，医美板块方面 A 股主板暂无代表性标的，同样处在收入利润上行通道的新三板上市龙头华韩整形对应 2021 年估值为 25X，而如果参考更广泛的 A 股上市大型医疗终端运营商如爱尔/通策/美年健康/海吉雅等，对应 2021 年估值在 57-127X 不等。

朗姿目前总市值 90 亿元，若按照女装同业 2021 年估值 12X/童装及投资业务暂不给估值计算，目前市场给予其医美业务的估值在 70 亿以上，对应 2021 年估值为 60X+，我

我们认为其医美业务所在行业发展迅速，朗姿旗下医美资产优质，在成都、西安已形成地区性影响力，在 A 股具有稀缺性，考虑估值和成长性，首次覆盖给予“增持”评级。

表 15：其他已上市医美/眼科/口腔科连锁医疗机构业绩及估值同业比较

股票代码	上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY				PE			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
高端女装标的估值														
603587.SH	地素时尚	87	6.24	6.45	7.47	8.60	9%	3%	16%	15%	14	13	11	10
603808.SH	歌力思	46	3.57	4.36	3.72	4.32	-2.3%	22%	-15%	16%	13	10	12	11
603839.SH	安正时尚	36	3.03	2.46	3.16	3.68	8%	-19%	28%	16%	12	15	11	10
其他上市医美诊疗终端估值														
430335.OC	华韩整形	36	0.74	1.10	1.45	1.86	1312%	49%	32%	28%	49	33	25	20
AIO.H	医美国际	8	1.36	-0.61	0.62		/	-145%	/		6	/	13	
其他 AH 股医疗终端机构运营相关标的														
300015.SZ	爱尔眼科	2,956	13.79	17.47	23.72	31.48	37%	27%	36%	33%	215	169	125	94
600763.SH	通策医疗	952	4.63	5.51	7.47	9.70	39%	19%	36%	30%	204	171	126	97
002044.SZ	美年健康	542	-8.66	1.26	9.50	12.51	-206%	/	652%	32%	/	430	57	43
6078.HK	海吉亚医疗	273	0.40	2.12	3.49	4.70	1437%	433%	65%	35%	687	129	78	58
000516.SZ	国际医学	212	-4.04	-1.05	0.96	4.15	-118%	/	/	332%	/	/	217	50

数据来源：Wind 一致预期、Bloomberg 一致预期、朗姿医疗及华韩整形来自浙商证券研究所预测

5. 风险提示

- 1) 疫情影响零售环境，削弱消费能力；
- 2) 女装业务拓展不及预期；
- 3) 新医美机构培育进度不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,916	2,479	2,760	3,339	营业收入	3,007	2,872	3,642	4,294
现金	94	523	609	965	营业成本	1,256	1,291	1,632	1,936
交易性金融资产	265	320	320	320	营业税金及附加	20	20	25	30
应收账款	388	328	395	453	营业费用	1,129	1,023	1,224	1,363
其它应收款	73	71	75	81	管理费用	280	260	328	378
预付账款	48	33	49	62	研发费用	103	101	127	150
存货	997	1,155	1,262	1,408	财务费用	106	66	66	65
其他	51	50	50	50	资产减值损失	127	18	13	18
非流动资产	3,383	2,998	3,086	3,032	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	92	31	投资净收益	160	54	64	75
长期投资	1,188	900	900	900	其他经营收益	13	18	18	18
固定资产	419	403	406	408	营业利润	156	165	307	446
无形资产	400	336	295	262	营业外收支	-15	-12	-12	-12
在建工程	136	128	123	121	利润总额	141	153	295	434
其他	1,240	1,231	1,271	1,311	所得税	101	18	42	60
资产总计	5,299	5,477	5,846	6,371	净利润	41	134	254	375
流动负债	1,080	1,124	1,238	1,389	少数股东损益	-18	0	5	7
短期借款	375	400	400	400	归属母公司净利润	59	134	249	367
应付款项	167	202	233	284	EBITDA	262	278	427	566
预收账款	239	203	252	285	EPS (最新摊薄)	0.39	0.31	0.57	0.84
其他	299	318	354	421	主要财务比率				
非流动负债	533	533	534	533		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	7	7	7	7	成长能力				
其他	526	526	527	526	营业收入	12.99%	-4.49%	26.79%	17.93%
负债合计	1,613	1,657	1,772	1,922	营业利润	-34.84%	5.45%	86.78%	45.22%
少数股东权益	708	708	713	720	归属母公司净利润	-72.07%	128.71%	85.10%	47.55%
归属母公司股东权益	2,978	3,112	3,361	3,728	获利能力				
负债和股东权益	5,299	5,477	5,846	6,371	毛利率	58.24%	55.04%	55.19%	54.91%
					净利率	1.35%	4.68%	6.97%	8.72%
					ROE	1.47%	3.58%	6.30%	8.62%
					ROIC	1.53%	5.29%	8.08%	10.26%
					偿债能力				
					资产负债率	30.44%	30.25%	30.31%	30.17%
					净负债比率	23.70%	24.57%	22.97%	21.18%
					流动比率	1.77	2.21	2.23	2.40
					速动比率	0.85	1.18	1.21	1.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.53	0.64	0.70
					应收帐款周转率	8.02	7.83	9.44	9.26
					应付帐款周转率	8.00	7.00	7.50	7.50
					每股指标(元)				
					每股收益	0.14	0.31	0.57	0.84
					每股经营现金	1.37	0.38	0.48	0.75
					每股净资产	6.84	7.15	7.73	8.57
					估值比率				
					P/E	146.33	63.98	34.57	23.43
					P/B	2.89	2.76	2.56	2.31
					EV/EBITDA	18.91	31.95	20.58	14.93

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	597	168	217	337
净利润	41	134	254	374
折旧摊销	83	69	80	84
财务费用	106	67	67	66
投资损失	-160	-54	-64	-75
营运资金变动	410	76	15	56
其它	116	-124	-134	-168
投资活动现金流	787	222	-26	-25
资本支出	-61	-85	-85	-89
长期投资	-175	283	0	0
其他	1,023	24	59	64
筹资活动现金流	-1,546	-40	-67	-66
短期借款	-1,402	25	0	0
长期借款	-88	0	0	0
其他	-56	-65	-67	-66
现金净增加额	-163	350	124	246

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>