朗姿股份（002612）

证券研究报告
2024 年 08 月 22 日

服装为基、医美为翼，看好区域龙头全国化布局

从衣美到颜美，三业务协同构建泛时尚业务生态。公司以时尚女装起家，7 大自有品牌差异化定位，中高端市场行业领先。2016 年通过战投韩国著名医美企业 DMG、收购米兰柏羽和晶肤医美布局高景气医美赛道，深耕西南，“1+N”布局，内生外延共同发展，成就区域性龙头。现在构建以服饰为基，医美为翼，联合绿色婴童三大主营业务协同发展生态。

“衣”“颜”渗透向上空间可观。①医美行业：终端格局优化、竞争重心转变持续演进。医美市场前景广阔，渗透提升趋势确定，聚焦机构端，经历 14 年起的繁荣增长、22 年承压放缓、23 年逐步复苏，从重入局到重格局，从高度分散到向头部集中，从低维竞争向追求品牌价值持续演进，未来口碑及品牌形象将成为机构运营的核心关注点，行业集中度提升、格局优化、机构领域或更加聚焦，强者恒强。②女装&婴童服饰行业：市场扩容伴随本土化、高端化演进。从市场增速看，服饰以线下为主商业模式受疫情扰动较大，到店及供应链承压，年初以来随客流恢复逐步回暖；从行业结构看，低集中格局分散且以大众市场为主，但近年来中高端化趋势明确，未来随消费升级&品质追求提升，中高端市场占比有望进一步提升。

医美业务亮点：内生外延双轮驱动，加速朗姿医美全国布局。

（1）内生发展：深耕西南，多维提升，夯基铸本。米兰柏羽、高一生、韩辰和晶肤分别定位高端、技术、轻医美多点连锁，形成立体发展格局。公司深耕西南，通过“1+N”战略形成中心辐射形态迅速扩张医美板图，2017-2023 年保持扩张节奏，整体分别新增 3/1/3/6/9/2/8 家，开店节奏行业内领先。此外公司单店稳步爬坡，精研技术创新，结合机构丰富经验与上游合作自有玻尿酸品牌芙妮薇，降本增效加速公司医美产业发展。

（2）外延拓展：体外孵化，相继并表。①拓展方式：先后设立七支并购资金，整体规模 28.37 亿元，通过基金的专业化收购和孵化医美标的，并择时纳入公司体内贡献医美业务增量，进一步打开业务天花板、增强市场竞争力。②体外孵化，陆续并表贡献营收：22 年昆明韩辰并表，以 12%+占比成为公司医美业态下第二大机构，成功验证公司“基金收购-体外培育-择时并表贡献业绩”战略的可行性及显著成效，武汉五洲、武汉韩辰已于 23Q3 并表，后随机构持续拓展&孵化，业务体量将进一步提升。

（3）竞争优势：集团化模式孕育多维竞争力。在医美终端竞争白热化阶段，高度分散格局下单一机构竞争力及品牌力建设能力有限，在资本涌入+合规出清+品牌价值驱动过渡时代，集团化优势逐渐显现，公司医美业务多品牌 30 余家机构规模，为集中采购议价降本、人才吸引及留存、连锁化下自有品牌&品牌力建设等提供坚实基础，培育起多维优势，在低门槛机构端建立起核心壁垒及竞争力。良性运营下内生机构持续爬坡，集团化实力加持下增强外延资本吸引力及收购谈判筹码，从区域化龙头到全国性布局，有望获取更多市场份额，实现品牌力、竞争力进一步提升，达成良性循环。

投资建议：年初至今三业务全面复苏提速，从衣美到颜美，公司已于高成长性的医美板块构建了一套相对成熟的管理和运营体系、明确的外延拓展和内生增长相结合的发展模式助力业务持续扩张，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 3.3/3.9/4.5 亿元，同比增长 48.7%/17.7%/14.5%，截止 8 月 21 日收盘价，参考可比公司估值采用分部估值法给予公司 25 年服装业务（女装+绿色婴童）9X PE，医美业务 3X PS，对应目标价 23.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险、财务风险、医疗事故及人员流失风险

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.6 元
目标价格	23.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	442.45
流通 A 股股本(百万股)	253.54
A 股总市值(百万元)	5,574.81
流通 A 股市值(百万元)	3,194.59
每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	50.66
一年内最高/最低(元)	24.68/12.58

作者

何富丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com
耿荣晨 联系人
gengrongchen@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,832.57	5,145.46	5,827.78	6,621.59	7,462.81
增长率(%)	4.57	34.26	13.26	13.62	12.70
EBITDA(百万元)	428.42	489.26	591.57	671.01	751.28
归属母公司净利润(百万元)	173.45	225.08	334.72	394.03	451.03
增长率(%)	(7.47)	29.76	48.71	17.72	14.47
EPS(元/股)	0.39	0.51	0.76	0.89	1.02
市盈率(P/E)	32.14	24.77	16.66	14.15	12.36
市净率(P/B)	1.91	1.85	1.67	1.49	1.33
市销率(P/S)	1.45	1.08	0.96	0.84	0.75
EV/EBITDA	26.28	15.24	8.07	5.04	5.35

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司概况：从衣美到颜美，三业务协同构建泛时尚业务生态 6

1.1. 发展历程：始于高端女装，逐步拓展女装、医美、婴童协同发展格局 6

1.2. 股权结构：股权集中稳定，三期持股计划实现长期激励 7

1.3. 管理团队：从业经验丰富，赋能公司持续向上发展 7

1.4. 财务情况：收入利润增长良好，医美业务稳步提升 8

2. 行业概况："衣""颜"渗透向上空间可观 11

2.1. 医美行业：终端格局优化，竞争重心转变持续演进 11

2.2. 服装行业：市场持续扩容，伴随本土化、高端化演进 13

2.2.1. 女装行业：业务逐步回暖，中高端市场发展向好 13

2.2.2. 婴童行业：市场前景广阔，中高端增速有望进一步提升 14

3. 医美业务：内生外延协同发力，区域性龙头向全国迈进 17

3.1. 内生发展：深耕西南，多维提升，夯基铸本 17

3.1.1. 品牌建设：差异化搭建医美机构品牌，加速市场覆盖 17

3.1.2. 内生驱动："1+N"加速扩张医美板图，自有品牌赋能发展 20

3.2. 外延拓展：设立医美并购基金，体外孵化相继并表 22

3.3. 竞争优势：集团化模式孕育多维竞争力 24

4. 时尚女装：双经营模式+多品牌矩阵，中高端定位行业领先 27

5. 婴童业务：疫后逐步复苏，发掘高端童装市场机会 30

6. 盈利预测 32

7. 风险提示 34

图表目录

图 1：朗姿股份发展历程 6

图 2：股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日） 7

图 3：管理层信息 7

图 4：2019-2024Q1 营收及增速 8

图 5：2019-2023 分业务营收情况（单位：亿元） 8

图 6：2019-2023 分业务营收增速 8

图 7：2023 年分地域营收占比 9

图 8：2019-2023 毛利率 9

图 9：2019-2023 分业务毛利率 9

图 10：2019-2024Q1 费用率 10

图 11：中国医美市场规模持续提升（十亿元） 11

图 12：2019 年国内医美渗透率仅为 3.6% 11

图 13：2014 年起机构端持续扩容，2022 年增速放缓 12

图 14：以 22 年为例新成立机构中以小微型为主 12

图 15：2010-2022 年间中大型机构新设增速提升 12

图 16：国内医美机构发展阶段 13
图 17：中国女装市场规模（亿元） 13
图 18：2014-2023E 中高端女装市场规模占比情况 14
图 19：2011-2020 中高端女装市场集中度 14
图 20：我国童装市场规模情况 14
图 21：中国中高端童装市场规模及增速情况 15
图 22：米兰柏羽医美环境 18
图 23：晶肤医美环境 19
图 24：公司三大医美机构开店数（单位：家） 21
图 25：业内可比公司机构扩展节奏（家） 21
图 26：芙妮薇玻尿酸产品优势 21
图 27：芙妮薇®尊雅玻尿酸产品优势 22
图 28：昆明韩辰发展历程 23
图 29：精心打造了 5500 平米的酒店式塑美空间财务数据 23
图 30：武汉五洲、武汉韩辰发展历程 24
图 31：联合丽格、美莱机构全国布局超 30 家 25
图 32：2022 年朗姿医美医师培训基地成立 25
图 33：朗姿医美自有品牌芙妮薇®尊雅 26
图 34：朗姿医美品牌 26
图 35：2017-2023 公司女装业务营收及毛利率 27
图 36：2021-2023 年分品牌营收（单位：亿元） 28
图 37：2020-2023 年分渠道营收 29
图 38：主品牌营收占比情况 30
图 39：绿色婴童业务营收情况 31
图 40：2018-2023 自营、线上、经销、贸易营收占比 31
图 41：2018-2023 线上和线下营收占比 31

表 1：童装市场前十大品牌份额情况（2022 年） 15
表 2：市场规模占比情况 16
表 3：医美机构开店情况（截至 2023A） 17
表 4：分机构营收及毛利率 17
表 5：米兰柏羽布局 18
表 6：晶肤终端布局（截至 2023 年 12 月 31 日） 19
表 7：高一生情况概述 20
表 8：新老机构爬坡情况 21
表 9：基金投资情况汇总（亿元） 22
表 10：武汉五洲、武汉韩辰财务数据（亿元） 24
表 11：时尚女装品牌定位 27
表 12：绿色婴童业务主要品牌介绍 30
表 13：主要业务盈利预测（亿元） 32

表 14：可比公司估值.....33

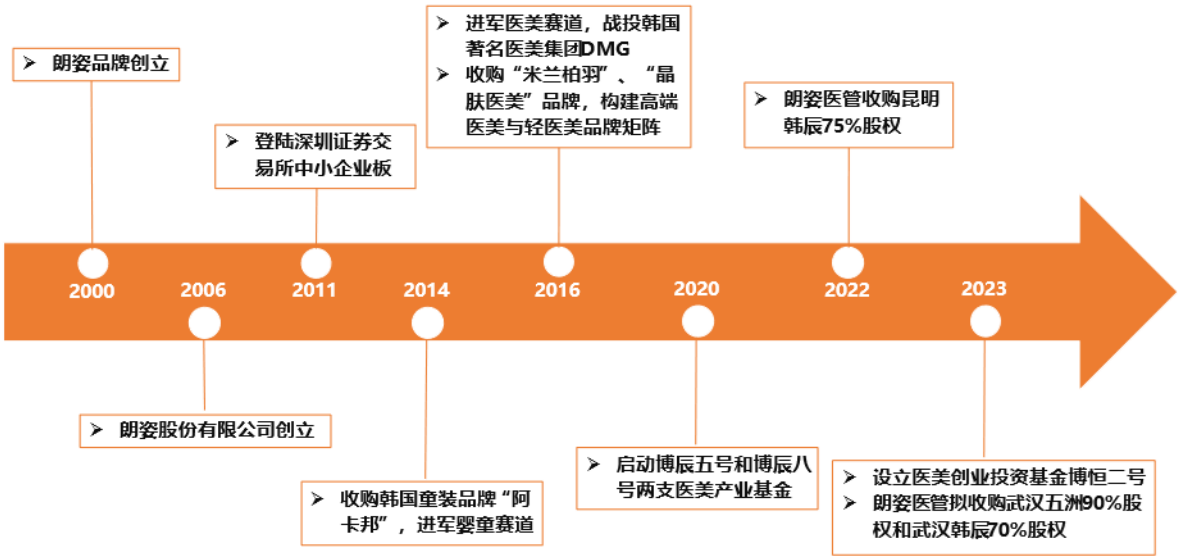
1. 公司概况：从衣美到颜美，三业务协同构建泛时尚业务生态

公司业务覆盖高端女装、医疗美容、婴童领域。时尚女装板块主攻中高端市场，公司运营有朗姿、莱茵、子苞米、莫佐等多个高端女装品牌，23 年 H1 全线女装业务店铺 591 家，“五大卖场”理念促进精细化运营；医疗美容板块“内生+外延”加速拓展，内生多次层次构建“米兰柏羽”、“韩辰“、“晶肤医美”、“高一生”等医美机构品牌，在成都、西安初步形成区域性医美业务优势，辐射华南、华中等地，并通过多支并购基金助力外延发展，全国布局版图初现；绿色婴童板块控股韩国童装公司阿卡邦，旗下拥有 ETTOI 爱多娃、Putto、Designskin 等多个自有品牌，截至 2023 年 H1 拥有全线婴童业务店铺 535 家。

1.1. 发展历程：始于高端女装，逐步拓展女装、医美、婴童协同发展格局

多元化布局，三业务构建泛时尚业务生态圈。朗姿品牌创立于 2000 年，初期阶段主要从事中高端女装的设计、生产和销售；2006 年朗姿股份有限公司成立，并于 2011 年登陆深交所，成为 A 股首家女装上市公司；2014 年收购韩国童装品牌“阿卡邦”，进军婴童板块；围绕核心女性消费群体的时尚需求趋势，2016 年投资韩国医美集团 DMG，相继收购“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”等品牌，医美业务品牌矩阵和国际化协同效应逐渐形成；2020 年起，公司陆续设立多家医美产业基金，推动高质量医美机构的外部孵化和并购。目前公司已形成以时尚女装、医疗美容、绿色婴童三大业务为主的多产业互联、协同发展的泛时尚业务生态圈。

图 1：朗姿股份发展历程

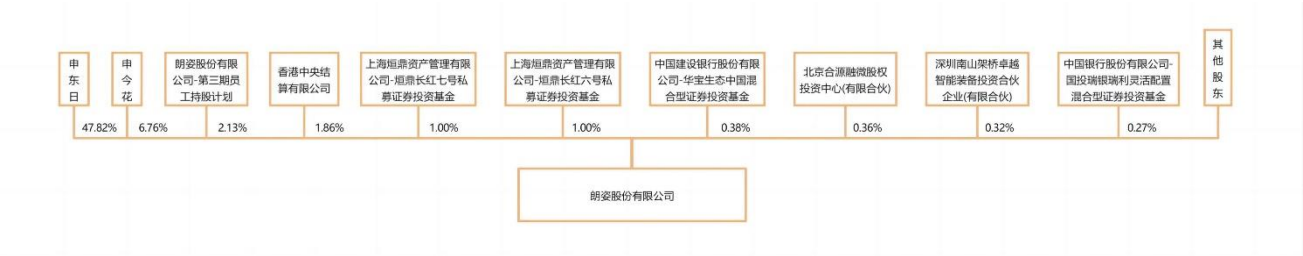


资料来源：公司官网，公司公告，朗姿股份年报、半年报等，天风证券研究所

1.2. 股权结构：股权集中稳定，三期持股计划实现长期激励

公司股权集中，三期持股计划接力绑定员工利益。截至 2024 年 3 月 31 日，公司实际控制人申东日、申金花，持股比例分别为 47.82%、6.76%，二者与烜鼎七号、烜鼎六号基金作为一致行动人，合计持股 56.58%；第三期员工持股计划持股占比 2.13%，绑定员工利益，持续激励。公司上市至今分别于 2014、2016 及 2021 年实施三期员工持股计划，参与员工数量分别不超过 130 人/200 人/15 人，核心覆盖公司高管及核心骨干，以长期、有效的激励约束机制绑定员工利益。

图 2：股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

1.3. 管理团队：从业经验丰富，赋能公司持续向上发展

公司管理层综合能力强，可带领公司实现长足发展。创始人申东日为北京市顺义区人大常委会委员，现任朗姿股份有限公司董事长，兼任朗姿服饰、卓可服装、北京莱茵和朗姿医疗董事长，朗姿韩亚资管、阿卡邦董事，朗姿国际总经理、执行董事、法人。 公司核心管理层或具备多年服装零售消费行业从业经验，或具有法务背景、财务背景，综合能力较强，其理论基础和实践经验将带领公司有效制定公司战略取得长足发展。

图 3：管理层信息

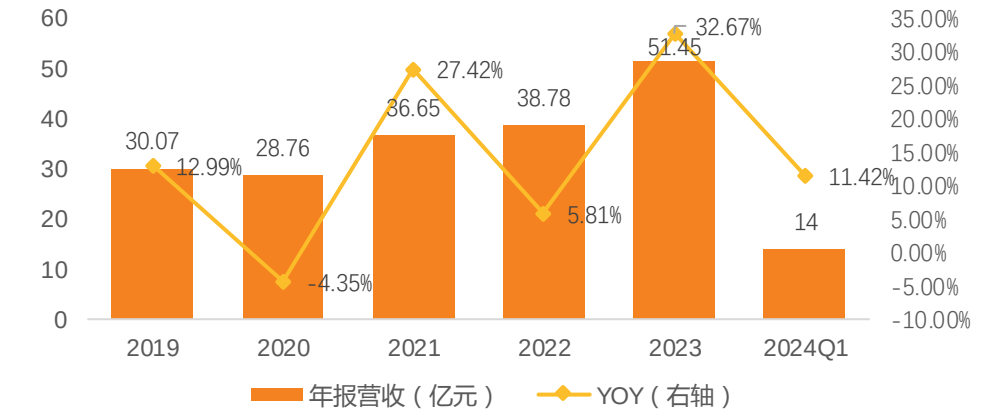
姓名	职务	任职日期	介绍
申东日	董事长、董事	2010年8月26日	公司创始人之一，现任朗姿股份有限公司董事长、法定代表人，朗姿服饰、卓可服装、北京莱茵和朗姿医疗董事长，朗姿韩亚资管、阿卡邦董事，朗姿国际总经理、执行董事、法定代表人，北京市顺义区人大常委会委员、北京服装纺织行业协会副会长、中国服装纺织协会副会长。
申今花	总经理、董事	2010年8月26日	公司创始人之一，现任朗姿股份有限公司董事、总经理，朗姿服饰和北京莱茵董事、总经理、法定代表人，朗姿韩国执行董事、法定代表人，北京卓可董事，朗姿韩国监事。
王建优	副总经理、董事会秘书	2012年10月20日	曾任南京栖霞建设股份有限公司副总裁、董事会秘书。现任朗姿股份有限公司副总经理、董事会秘书；南京茶巴拉通信科技发展有限公司监事；深圳市崧盛电子股份有限公司独立董事。
常静	副总经理、财务总监	2012年11月16日	曾任国际商业机器（中国）有限公司高级咨询经理。现任朗姿股份有限公司副总经理、服装板块总裁、财务管理中心总监、电商事业部总经理、朗姿事业部总经理，兼任西藏晔叽总经理、法定代表人，山南明懿执行董事、总经理。
赵衡	董事	2021年6月28日	曾任朗姿股份有限公司投资总监，现任朗姿股份有限公司董事、朗姿医疗总经理。
朱友干	独立董事	2019年12月23日	2000年3月至今担任北京服装学院教师；2014年1月至2020年6月任华夏人寿保险股份有限公司独立董事；2017年7月至今担任朗迈（无锡）环境工程科技有限公司董事；2020年6月至今担任朗姿股份有限公司独立董事；2021年10月至今担任笛东规划设计（北京）股份有限公司独立董事。
陈丽京	独立董事	2023年1月13日	曾任江苏黑牡丹（集团）股份有限公司独立董事，河南豫光金铅股份有限公司独立董事，中船重工汉光科技股份有限公司独立董事。现任朗姿股份有限公司独立董事、海南天然橡胶产业集团股份有限公司独立董事。

资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

1.4. 财务情况：收入利润增长良好，医美业务稳步提升

营业收入保持稳健增长，各业务增长势头强劲。从营业收入具体来看，2020-2024 第一季度营收分别为 28.8/36.65/38.78/51.45/14 亿元，同增-4.4%/+27.4%/+5.81%/+32.67%/+11.42%，整体营收呈稳定增长态势。

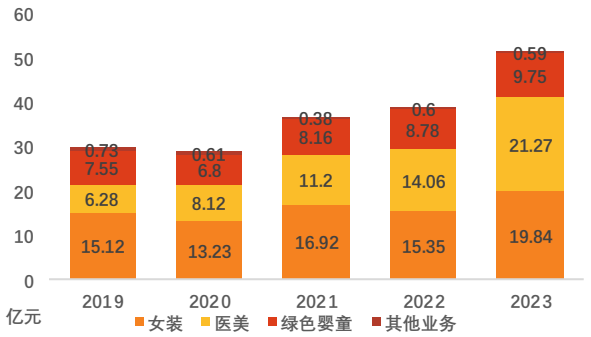
图 4：2019-2024Q1 营收及增速



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

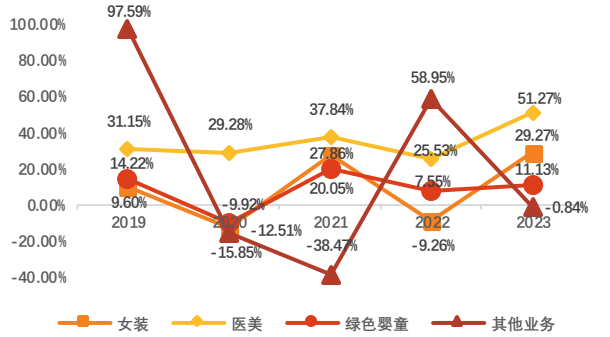
（1）分业务看，三大业务均实现快速复苏，医美业务赶超势头明显。公司三大业务女装/医美/绿色婴童 2023 年分别实现营收 19.84 亿元/21.27 亿元/9.75 亿元，营收占比分别为 38.56%/41.33%/18.96%。三大业务均实现超 10%同比增长，其中，医美业务同比增长 51.27%，女装业务同比增长 29.27%，绿色婴童业务同比增长 11.13%，医美业务已超过女装成为公司第一大营收贡献业务。

图 5：2019-2023 分业务营收情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

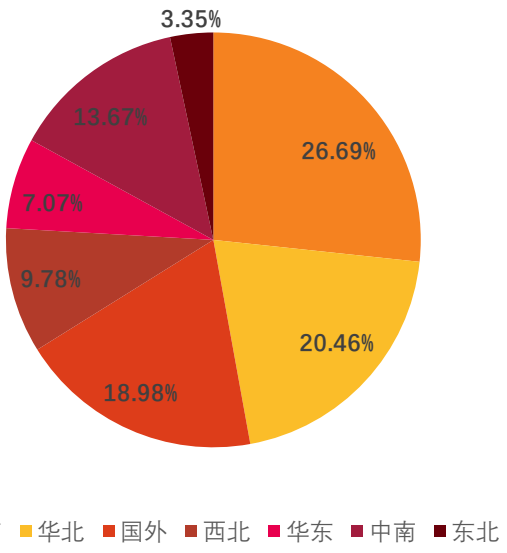
图 6：2019-2023 分业务营收增速



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

（2）分地区看，西南、华北地区系公司收入主要来源，中南地区增速明显。公司营收主要来自西南、华北和国外地区，23 年营收来源地占总收入比分别为 26.69%/20.46%/18.98%，贡献超 65%。

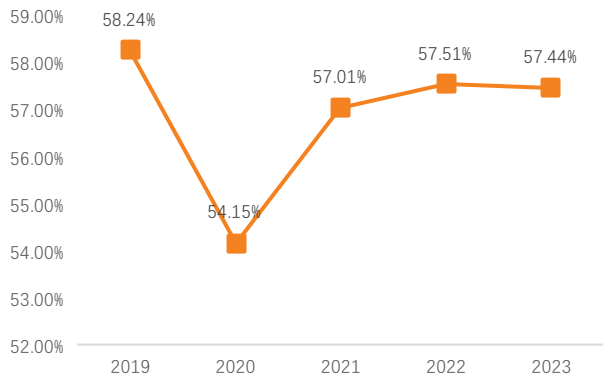
图 7：2023 年分地域营收占比



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

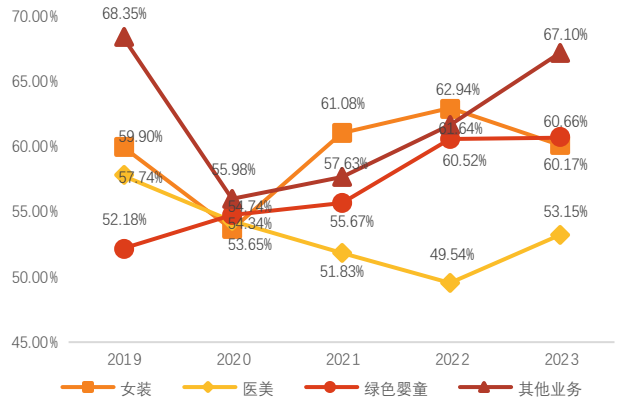
医美业务毛利逐步提升，仍具备上升空间。公司三大业务女装/医美/绿色婴童 2023 年毛利率分别为 60.17%/53.15%/60.66%，同比-4.39pct/+7.29pct/+0.24pct，医美毛利率提升或系高毛利自营产品营收占比提升。结合 2020-2023 年总体毛利率呈现上升趋势，我们认为，随着公司持续进行业务调整与优化，女装、绿色婴童业务稳中有进，医美业务公司门店爬坡，合作自营产品，降本增效，毛利率逐渐回升，未来毛利率预计仍存在持续向上的空间。

图 8：2019-2023 毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

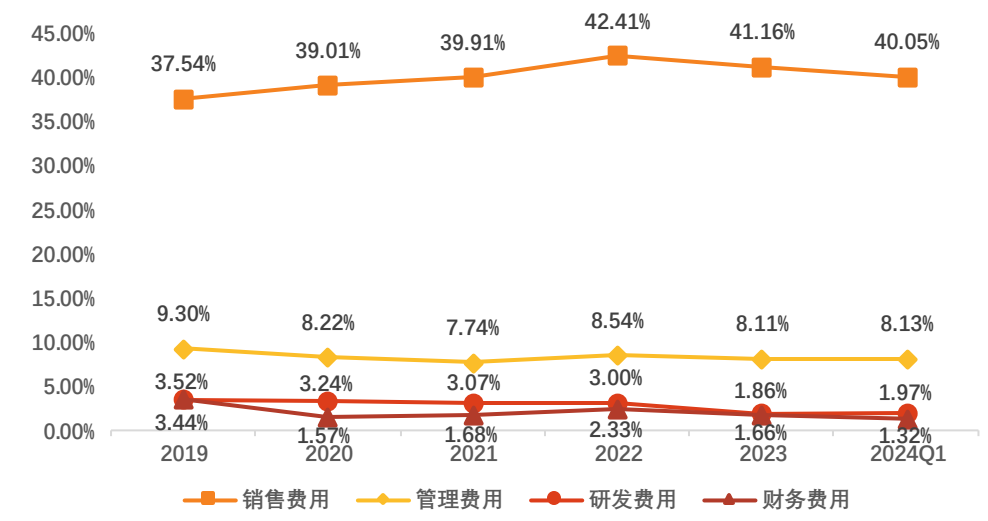
图 9：2019-2023 分业务毛利率



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

整体费用控制良好，销售费用保持较高水平。公司大力拥抱线上业务，加码线上渠道建设的同时控制整体销售费率。具体来看，2024 年第一季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.05%/8.13%/1.97%/1.32%，各项费用同比变化分别-1.11pct/+0.02pct/+0.11pct/-0.34pct，整体费用控制良好。

图 10：2019-2024Q1 费用率



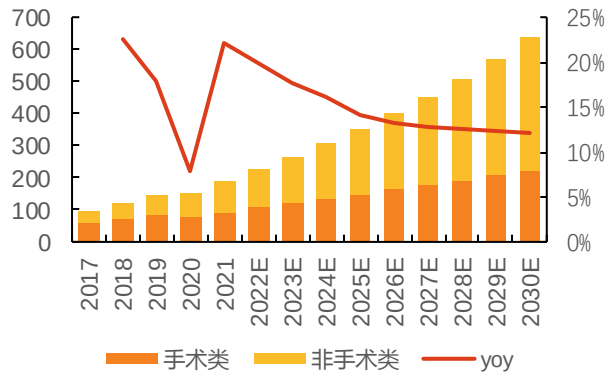
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

2. 行业概况："衣""颜"渗透向上空间可观

2.1. 医美行业：终端格局优化，竞争重心转变持续演进

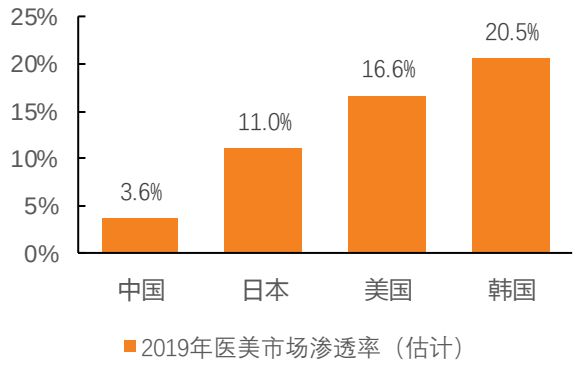
医美市场前景广阔，渗透提升趋势确定。在经济持续发展、人均可支配收入提升、求美意识增强背景下，医美凭借更快速、更立竿见影的效果逐渐被越来越多消费者认知、接受、选择消费并高频复购，市场规模迅速提升，根据弗若斯特沙利文数据，中国医美市场规模已从 2017 年的 993 亿元增长到 2021 年的 1891 亿元，CAGR 17.5%，远超同期全球医美市场规模 3.0%的复合增速。尽管近年来受疫情影响产业链有所承压，需求提升、终端拓店放缓扰动行业增速，但我们也同样看到产品端再生、重组胶原等新品类相继出现共促行业扩容。基于国内与韩国、美国等成熟市场人均医美治疗次数、渗透率的较大差异，以及对未来经济向好、人均可支配收入&中产比例提升的信心，我们认为前期行业承压多为阶段性，且年初以来随客流复苏拉动正逐渐恢复，后续随机构盈利改善有望进入供需两旺阶段，长期渗透提升逻辑不改，市场成长空间依旧广阔。

图 11：中国医美市场规模持续提升（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客港股招股书、天风证券研究所

图 12：2019 年国内医美渗透率仅为 3.6%

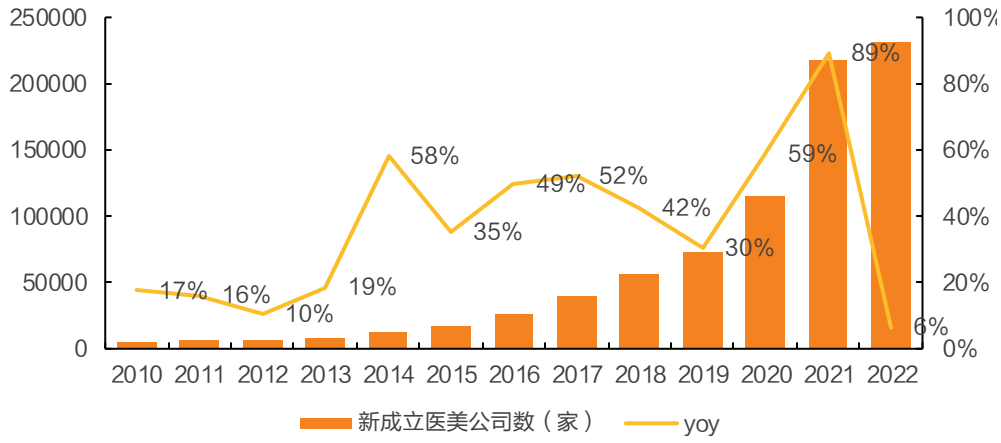


资料来源：弗若斯特沙利文、医思健康招股书、天风证券研究所

1、复盘：14 年起增长提速，22 年承压放缓，从重入局到重格局。

从高速爬坡到阶段性存量时代。医美行业需求迅速升温带动产业链繁荣，2014 年起终端机构进入争相开店拓店阶段，2014-2021 年新成立机构年均增速高达 50%左右。然而 22 年受到疫情反复影响，客流下滑影响门店经营状态不稳定普遍承压扰动从业信心，致使新进入者数量下降、现有机构拓店节奏放缓，根据企查查数据，22 年新成立医美公司同比增速仅为 6%，为近十年来最低，潜在进入者审慎观望。

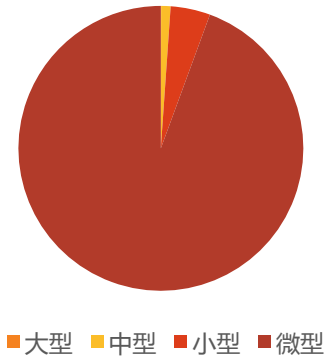
图 13：2014 年起机构端持续扩容，2022 年增速放缓



资料来源：企查查、天风证券研究所

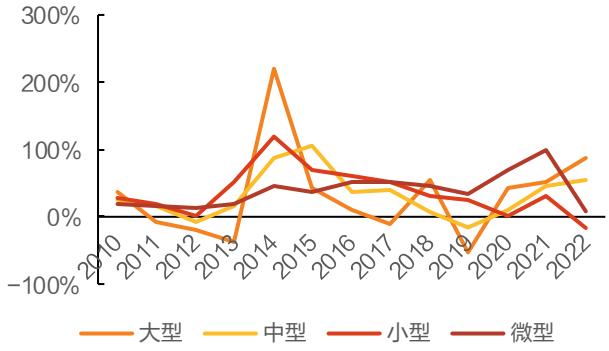
从高度分散到逐步向头部集中。①从行业结构看：基于机构端进入门槛较低加之轻医美业态热度兴起小微机构迅速起量，据企查查划分筛选，国内小型及微型机构在每年新增机构中占比 90%以上，绝对数量领先成为业内主要参与者，与此同时，过去以其为代表的市场参与者激增，带来低集中、鱼龙混杂的竞争格局；然而近年来，一方面随行业监管力度加强+疫情持续出清不合规、尾部机构，一方面机构经营意识增强+口碑积累竞争力提升+资本涌入助力等，致使行业进一步向头部集中。②从拓店增速看：近年来同样出现结构性趋势变化，小型/微型机构或基于规模限制抗风险能力较弱等原因开店速度大幅放缓，22 年分别增长-16.7%/8.1%；与之相对 2020-2022 三年间，大型及中型机构在相对低基数下同比增速逐年提升，机构增速表现开始出现扭转分化。我们认为未来随客流持续恢复、购买力增加+龙头盈利能力稳健提升积累收并购资金，或将从高度分散逐步走向终端整合时代，长期市场格局或进一步向龙头集中，强者恒强。

图 14：以 22 年为例新成立机构中以小微型为主



资料来源：企查查、天风证券研究所

图 15：2010-2022 年间中大型机构新设增速提升

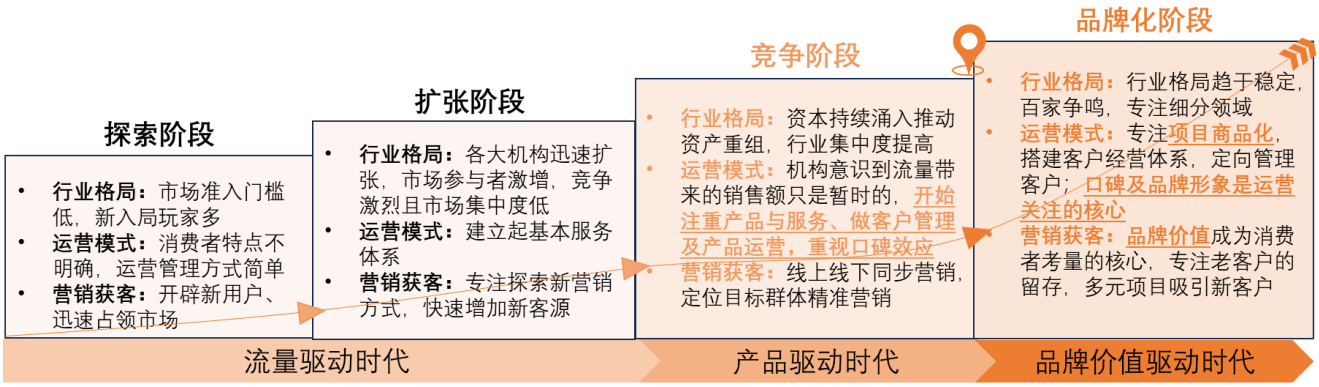


资料来源：企查查、天风证券研究所

2、现状：23 年初以来客流恢复拉动机构步入复苏。年初以来医美复苏持续推进：①从拓店维度看：机构端随客流复苏经营信心增强拓店节奏有所恢复，根据企查查数据（以经营范围涵盖医疗美容筛选），截止目前新开公司/机构数已超 22 全年；②从业绩维度看：朗姿、美丽田园等终端布局公司 23H1 均实现恢复性增长，其医美业务营收分别同比+25%/+60%，盈利能力同步提升，朗姿医美净利率+4.49pcts 至 3.97%。机构端开始恢复拓店节奏并进入盈利恢复时代。

3、展望：从低维竞争向品牌价值演进。根据艾瑞咨询划分，国内医美机构发展将依次经历“探索→扩张→竞争→品牌化”四阶段。过去几年在行业高增红利哺育下，迅速涌入的竞争者凭借相对简单的运营管理模式获客经营，然而随业内竞争加剧、营销流量成本增加，部分机构尤其头部机构已然意识到长期竞争力的培育重要性，客户维度重视老客维护、医师方面注重人才培育、留存及激励等，运营方面建立标准化流程以提效经营并利于复制拓店，抑或尝试摆脱服务提供方的固有限制，搭建研发团队洞察顾客需求推出特色项目等，逐步开始从竞争阶段向品牌化阶段过渡，并将最终演进至品牌价值驱动时代，届时口碑及品牌形象将成为机构运营的核心关注点，行业集中度提升、格局优化、机构领域或更加聚焦，强者恒强。

图 16：国内医美机构发展阶段



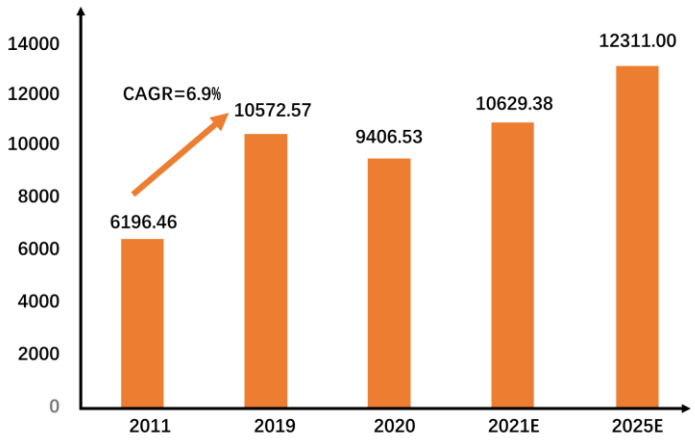
资料来源：艾瑞咨询公众号、天风证券研究所

2.2. 服装行业：市场持续扩容，伴随本土化、高端化演进

2.2.1. 女装行业：业务逐步回暖，中高端市场发展向好

女装市场疫情后回暖明显，消费潜力发展空间较大，行业规模提升劲头足。根据欧睿国际的数据，2017-2022 年全球服装零售行业市场规模呈波动态势，主要是 2020 年受全球新冠疫情爆发，各国防疫措施压制消费需求、供应链出现中断等问题的影响，女装市场也同样在 2020 年陷入低谷，2021 年回升，市场规模达到 6556 亿美元，同比增长 19.3%，回暖明显。国内女装市场规模变化态势同全球整体相似，2019 年我国女装行业市场规模为 10573 亿元，2020 年疫情爆发市场规模回落至 9407 亿元，2021 年随着国内疫情得到有效控制增速恢复。整体来看，短期波动不改长期向好趋势，目前女装已占据国内全品类服饰市场的半壁江山，未来或将仍具广阔发展空间。

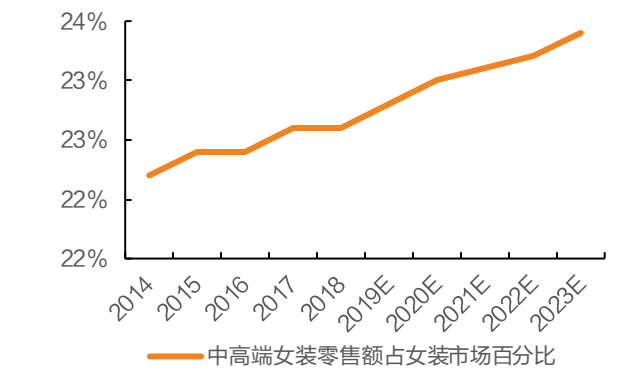
图 17：中国女装市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、欧睿国际、天风证券研究所

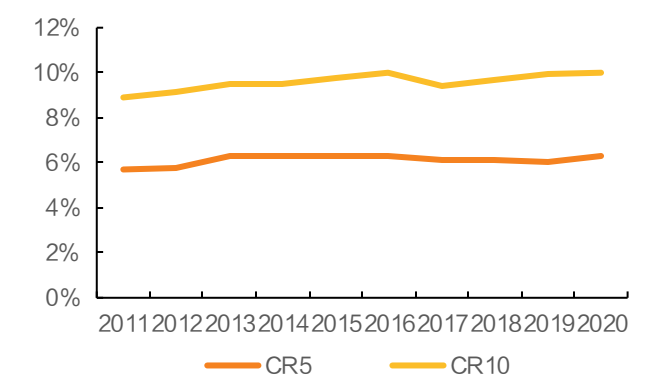
从行业结构看，从大众服饰向中高端发展。中高端女装市场规模占比逐年上升，根据欧睿国际研究报告，最近五年我国中高端女装零售额占女装市场的比例呈稳步上升趋势，并预计将从 2018 年的 22.6%提升至 2023 年的 23.4%。**从竞争格局看，中国女装行业整体市场集中度较低。**因为女装行业个性化需求较为明显，品牌市占率较低，2020 年国内女装行业 CR10 仅为 8.2%，对比海外市场，美国 CR10 近 20%，集中度仍具提升空间。

图 18：2014-2023E 中高端女装市场规模占比情况



资料来源：欧睿国际、欣贺股份招股说明书、天风证券研究所

图 19：2011-2020 中高端女装市场集中度



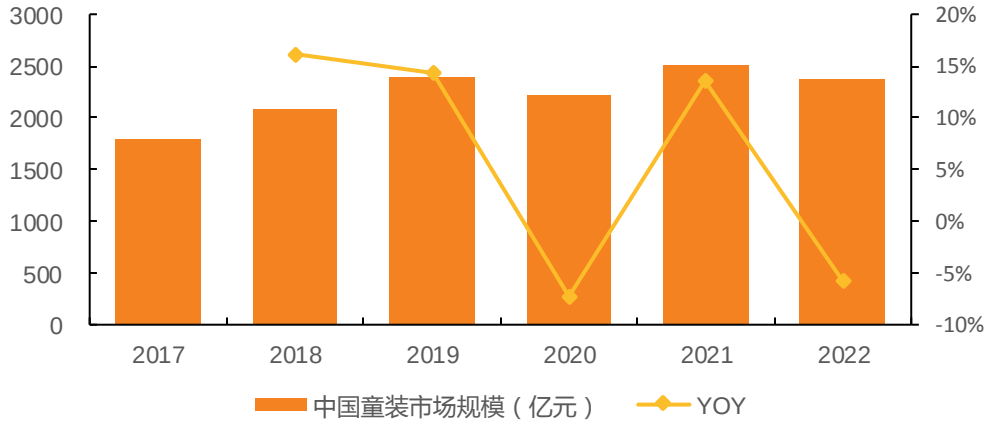
资料来源：欧睿国际、前瞻产业研究院、天风证券研究所

中高端女装品牌内延外展，不断筑起品牌高地。不同于奢侈品端被国外品牌占据的情况，我国中高端市场以本土品牌为主。据中国服装协会《2022-2023 年中国服装行业发展报告》，服装产业正在推动数字技术与产业全要素、全产业链、全价值链融合发展，从单一环节的数字化到“研、产、供、销”全链路的智能化，重塑产业发展模式和产业生态。此外，随着女性受教育程度、经济独立程度和社会地位的提高，女性对时尚服饰和面料的需求不断增加，导致消费者对中高端服装的需求增加；与此同时，女性消费者也正逐步明确自身需求，追求更多的舒适感，以更独特、更个性的方式表达自己，为中高档女装发展提供体会。

2.2.2. 婴童行业：市场前景广阔，中高端增速有望进一步提升

国内童装市场广阔，发展潜力大。从市场规模来看，我国童装市场是全球童装市场中最大的市场之一，2022 年达到 2373.58 亿元。近年来，随着居民生活水平的提高、生育政策的支持和社会消费观念的改变，童装市场增长势头强劲，2017-2022 年 CAGR 达 5.7%。

图 20：我国童装市场规模情况



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

但从行业格局看，与国外市场相比中国童装市场仍较为分散，主要受国内童装品牌起步晚、创新不足等因素影响。2022 年日本/韩国/美国童装市场 CR10 分别为 39.3%/31.7%/37.5%，而同期我国童装市场 CR10 仅为 16.7%，不足其 1/2，其中从品牌结构看，国内童装市场本土化品牌占比较低，根据欧睿国际的数据 2022 年国内 CR10 中本土品牌仅有 4 家（合计占比 10.3%），日本/韩国/美国 CR10 中本土品牌合计占比分别为 35.3%/25.2%/33.3%。主要系我国童装市场起步较晚，仍处于成长阶段，多数企业规模较小创新能力尚在持续培育中，而国外的童装品牌已较为成熟且存在先发优势，其或依托于成人服装基础如 Nike 等，利用品牌和渠道优势推广童装具备较强竞争力。但我们认为随消费的升级，本土企业竞争力提升有望持续崛起，行业集中度稳步提升。

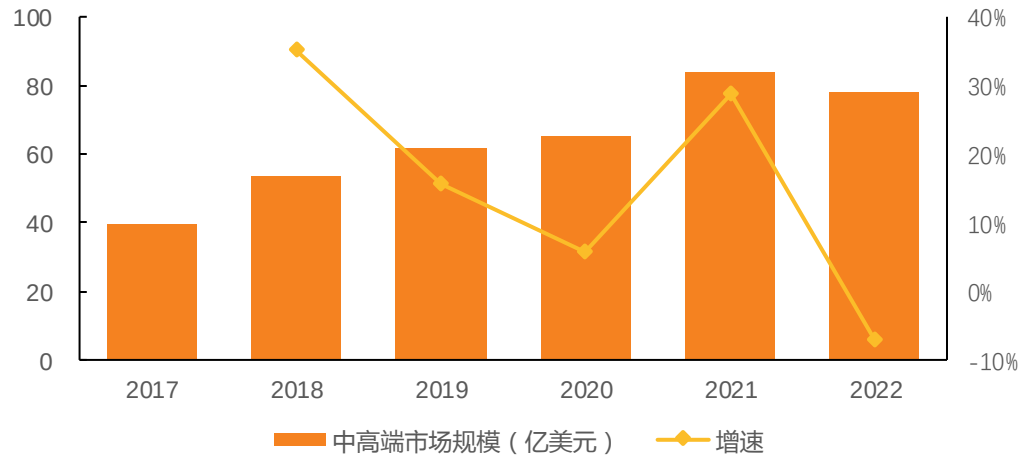
表 1：童装市场前十大品牌份额情况（2022 年）

中国品牌	份额	日本品牌	份额	韩国品牌	份额	美国品牌	份额
巴拉巴拉	6.8%	Nishimatsuya	10.1%	MLB KIDS	4.50%	Carter's	8.4%
安踏	2.1%	Birthday	9.3%	Blue Dog	4.50%	Old Navy	5.7%
斐乐	1.6%	Uniqlo	7.1%	Moncler	4.20%	Walmart	5.3%
优衣库	1.4%	Shimamura	5.3%	Minkmui	3.80%	Nike	4.2%
阿迪达斯	1.3%	Miki House	2.4%	Ettoi	3.00%	Target	3.5%
耐克	0.8%	Louis Vuitton	1.3%	Moimoln	2.60%	The Children's Place	3.4%
小猪班纳	0.7%	adidas	1.3%	Aloe&lugh	2.30%	Shein	2.6%
太平鸟	0.7%	Mizuno	1.1%	Curlysue	2.30%	H&M	1.6%
迪士尼	0.7%	Nike	0.8%	Uniqlo	2.30%	Fruit of the Loom	1.5%
Zara	0.6%	The North Face	0.6%	Fila	2.20%	Under Armour	1.3%
CR10	**16.70%**	**CR10**	**39.30%**	**CR10**	**31.70%**	**CR10**	**37.50%**

资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

中高端童装市场持续扩容。①从市场规模和增速看：随着生活水平的提高，消费者对于童装品质和风格日益重视，线上销售拓宽市场渠道为中高端童装品牌创造了更多机会，国内中高端童装市场规模不断扩大 2022 年已达到 78 亿美元，2017-2022 年 CAGR 为 14.6%，无论规模还是增速均远高于日本、韩国和美国，市场潜力巨大。②从市占率来看：国内童装市场结构以大众为主，以 2022 年为例低中高端分别占比 77.9%/20.7%/1.4%，其中聚焦高端市场，市占率不足日本、韩国的 1/5、1/7，但提升趋势确定，2017-2022 年国内中高端童装市场市占率提升幅度领先于日韩。

图 21：中国中高端童装市场规模及增速情况



资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

表 2：市场规模占比情况

	国家	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017-2022 年变动幅度(pct)
高端童装市场	中国	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	0.7
	日本	6.9%	7.5%	8.4%	7.9%	7.8%	7.7%	0.8
	韩国	6.0%	6.2%	7.0%	8.6%	9.3%	10.2%	4.2
中端童装市场	中国	14.1%	16.2%	17.0%	19.3%	20.3%	20.7%	6.6
	日本	15.0%	15.2%	15.6%	13.7%	13.3%	12.6%	-2.4
	韩国	6.8%	7.9%	8.4%	9.0%	8.4%	8.6%	1.8
大众童装市场	中国	85.2%	83.1%	82.2%	79.7%	78.5%	77.9%	-7.6
	日本	78.1%	77.3%	76.0%	78.4%	78.9%	79.7%	1.6
	韩国	87.2%	85.9%	84.5%	82.3%	82.3%	81.2%	-6.0

资料来源：欧睿国际、天风证券研究所

童装需求从功能性扩展到时尚性、安全性和舒适性，价格敏感度降低，带动中高端童装市场扩大和品牌力提升。据智研咨询，受益于“三胎政策”的支持、居民消费习惯的升级、育儿理念的改变，以及对婴童的重视度提高，中国父母对童装的需求已从纯粹的功能性扩展到追求安全性、时尚性、舒适性等方面，刺激中高端市场不断扩大。同时随着家庭收入的增加，父母对童装价格敏感度高度的降低带动中高端童装市场的发展。中国高端童装市场正处于增长阶段，发展前景乐观，未来随着市场的增长，高端童装品牌之间的竞争加剧，品牌创新性、可持续性以及个性化或将成为市场的重要趋势。

3. 医美业务：内生外延协同发力，区域性龙头向全国迈进

3.1. 内生发展：深耕西南，多维提升，夯基铸本

3.1.1. 品牌建设：差异化搭建医美机构品牌，加速市场覆盖

公司医美涵盖米兰柏羽、晶肤医美和高一生三大品牌。截至 2023 年，共扩展至 38 家机构，覆盖 9 个城市。米兰柏羽、高一生和晶肤医美分别定位高端、技术、轻医美多点连锁，形成立体发展格局，有助于把握消费者细分需求，持续提升公司的市场覆盖率和服务质量，已在不同区域市场具有较高的品牌知名度和市场占有率

通过”1+N“战略形成中心辐射形态迅速扩张医美板图。在特定区域内以一家或多家大型机构纵深布局积累品牌口碑，再以若干家小型连锁机构或诊所扩大人群覆盖范围并与核心机构形成协同，实现客群相互导流输送。截至 2023A 已拥有 38 家医疗美容机构，其中综合性医院 8 家、门诊部或诊所 30 家，主要分布在成都、西安、重庆、深圳、长沙、宝鸡和咸阳等地区。

表 3：医美机构开店情况（截至 2023A）

品牌	数量	类型	地区
米兰柏羽	4	医院、门诊部	成都、深圳、西安
晶肤医美	30	医院、门诊部、诊所	成都、重庆、长沙、西安、咸阳、宝鸡
韩辰医美	2	医院	昆明、武汉
高一生	1	医院	西安
武汉五洲	1	医院	武汉

资料来源：公司公告，天风证券研究所

米兰柏羽贡献主要营收，医美收入占比超五成。公司三大机构均衡发展，米兰柏羽 19 年品牌沉淀，深圳米兰门诊部已升级为医疗美容医院，三城四院联动贡献主要收益，2021-2023 营收 7.0/7.8/10.1 亿元，占医美营收比重分别为 46.77%/47%/47.55%，平均占比约 5 成。晶肤布局轻医美，连锁快速扩张，营收稳步提升，2021-2023 营收分别为 2.7/3.1/4.0 亿元，截至 2023 年医美占比至 19.04%；高一生营收占略有下滑，截至 2023 年营收占比 7.12%。

表 4：分机构营收及毛利率

机构业务情况		2021	2022	2023
米兰柏羽	营收（万元）	70,295	78,240	101,125
	医美营收占比	46.77%	47%	47.55%
晶肤医美	营收（万元）	27,169	30,944	40,489
	医美营收占比	18.08%	18.59%	19.04%
高一生	营收（万元）	14,528	11,871	15,151
	医美营收占比	9.67%	7.13%	7.12%
韩辰医美	营收（万元）	22,299	27,320	34,088
	医美营收占比	14.84%	16.41%	16.03%
武汉五洲	营收（万元）	16,003	18,083	21,805
	医美营收占比	10.65%	10.86%	10.25%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1、米兰柏羽——高端综合性医美品牌

高端综合性医美品牌，四川医美龙头。米兰柏羽，创立于 2005 年。本着“品质医美、价值医美、时尚医美、正向医美”的发展目标，按照全球最高医疗服务标准 JCI 标准运营，积极优化运营模式、聚焦品牌战略、建设医疗实力以及创新服务体验。截至今年，米兰柏羽已获得 46 项国家技术专利，20 余项申请中，国内外核心刊物发表 100+篇学术论文，获得了行业的高度认可。2018 年旗舰店四川米兰柏羽医学美容医院成为成都医美“十强”医院，两次（2018、2022）被中国整形美容协会认证为 5A 级美容医院。

图 22：米兰柏羽医美环境

资料来源：公司官网、天风证券研究所

构建三城四院经营模式，逐步辐射周边地区。截至 2023 年末，品牌旗下共拥有 4 家机构，包括成都 2 家、西安 1 家、深圳 1 家综合性医美整形医院。2016-2020 年公司通过收购、新设等方式成功孵化了四川米兰、西安米兰、成都高新米兰和深圳米兰四家优质高端机构，现已全面打通成都、西安、深圳三地市场，迎来三城四院的崭新经营模式，迈入走向全国医美市场的坚实一步。米兰柏羽将坚定立足成都，辐射西南，拓展西北，布点一线，成为中国医美行业规范和健康发展标杆的国际医美机构。

表 5：米兰柏羽布局

机构名称	创立时间	概览	擅长项目	医师	2023 营收（亿元）
四川米兰柏羽	2003	成都医美“十强”医院，并且两次（2018、2022）被中国整形美容协会认证为 5A 级美容医院	眼整形/修复、专利联合抗衰	30	5.89
成都高新米兰柏羽	2021	米兰柏羽成都开设的第二家医院	填充塑性、蝶态美学设计	25	-
西安米兰柏羽	2011	2019 年 8 月控股收购西安美立方医美整形医院，并于 2021 年将其更名为“西安米兰柏羽整形医院”	面部抗衰、形体塑形	20	-
深圳米兰柏羽	2013	原深圳米兰柏羽医疗美容门诊部已正式升级为深圳米兰柏羽医疗美容医院	眼鼻胸整形、面部微整抗衰	20	0.9

资料来源：公司公告，大众点评，朗姿股份 LANCY 公众号，朗姿医美公众号，天风证券研究所

2、晶肤医美——布局轻医美

“医学年轻化”连锁品牌快速扩张。晶肤医美，创立于 2011 年。秉持“晶肤医美，让爱年轻”的品牌理念，主打激光与微整形类的轻医美服务，拥有国际化医学美容专业团队，专业化医疗美容器械设备，个性化定制美容方案，规范化的高品质服务，致力于运用医疗美容技术与产品，满足客户年轻化塑形需求。晶肤医美在国内“医学年轻化”的前沿细分市场中具有强有力的竞争优势。

图 23：晶肤医美环境

资料来源：朗姿官网，天风证券研究所

可复制化经营模式，门店快速扩张。轻医美门店拥有所需经营面积小、人员构成更简洁、医疗执照易获批等优势，拓店成本低，门店经营模式可复制性强。2016 年朗姿股份控股晶肤医美连锁后，晶肤医美门店数量由 2016 年的 4 家快速扩张至 2023 年末的 30 家。截至 2023 年末，晶肤医美旗下共拥有 30 家机构，其中成都拥有 17 家、西安拥有 5 家、咸阳拥有 1 家、长沙拥有 3 家、重庆拥有 3 家、宝鸡 1 家。未来，晶肤医美将一方面在现有优势区域深度拓展，不断提高品牌知名度和市占率；另一方面围绕公司医美布局规划，有效对接“1+N” 医美产业战略规划。

表 6：晶肤终端布局（截至 2023 年 12 月 31 日）

序号	子公司名称	类型	取得时间	主要经营地	持股比例
1	四川晶肤	医院	2016 年	成都市	100%
2	重庆晶肤	医院	2016 年	重庆市	100%
3	长沙晶肤	医院	2016 年	长沙市	100%
4	西安晶肤	医院	2016 年	西安市	100%
5	光华晶肤	诊所	2017 年	成都市	100%
6	锦城晶肤	诊所	2017 年	成都市	100%
7	新城晶肤	诊所	2017 年	西安市	100%
8	新南晶肤	诊所	2019 年	成都市	77.5%
9	蓉雅晶肤	门诊部	2020 年	成都市	58%
10	星宏晶肤	诊所	2020 年	成都市	58%
11	荣耀晶肤	医院	2020 年	西安市	55%
12	喜悦晶肤	诊所	2020 年	成都市	55%
13	华星晶肤	诊所	2020 年	成都市	55%
14	中新晶肤	门诊部	2021 年	成都市	55%
15	美立晶肤	医院	2021 年	咸阳市	31.66%

16	南锦晶肤	诊所	2021 年	成都市	55%
17	潇湘晶肤	诊所	2021 年	长沙市	55%
18	宁悦晶肤	诊所	2021 年	成都市	55%
19	嘉龄晶肤	诊所	2021 年	重庆市	51%
20	欢欣晶肤	诊所	2021 年	成都市	55%
21	阅华晶肤	诊所	2021 年	成都市	55%
22	紫藤晶肤	门诊部	2021 年	成都市	55%
23	水街晶肤	门诊部	2022 年	成都市	55%
24	欢愉晶肤	诊所	2023 年	西安市	55%
25	云颜晶肤	诊所	2023 年	西安市	55%
26	渝悦晶肤	诊所	2023 年	重庆市	65%
27	高一生晶肤	门诊部	2023 年	宝鸡市	52.7%
28	悦己晶肤	医院	2023 年	长沙市	65%
29	美瑟晶肤	诊所	2023 年	成都市	55%
30	舞悦晶肤	诊所	2023 年	成都市	60%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3、高一生医美——专业技术行业领先

专业技术行业领先，一站式高端专业医美品牌。高一生医美，创立于 1991 年。旗下的高一生医疗美容医院是集美容外科中心、皮肤美容中心、微整抗衰中心、美容牙科中心、中医体雕中心为一体的专业医疗美容机构，现已发展为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。院内采用高端医疗仪器，并与美国、法国、瑞典、中国台湾等众多世界顶级医疗美容权威机构及专业医疗龙头开展技术交流与合作，业务能力和技术水平居同行业领先地位，致力于打造一站式高端医美品牌。

机构数量整体保持稳定，提供优质服务环境。截至 2023 年 12 月 31 日，高一生医美旗下拥有 1 家西安的综合性医院。西安高一生作为高一生医美品牌下的旗舰机构，精心打造了 5500 平米的酒店式塑美空间，有国际标准手术室 10 间，高标准病床 20 张，精尖塑美设备 50 台，作为西安最早一批经国家正式批准成立的医学美容机构，高一生经过 30 年的沉淀，先后荣获“陕西省 5A 级信誉单位”、“陕西省服务质量诚信双满意单位”、“中国十大最具影响力整形机构” “德国莱茵 TÜV-SQS 服务质量体系认证”等荣誉称号。

表 7：高一生情况概述

机构	简介	持股	擅长项目	热销榜排名	面积
陕西高一生	医疗美容医院，设置整形美容外科、微整形、美容牙科、美容皮肤科、中医科等 5 个科室，拥有手术室 6 间、观察室输液治疗室等，并配备了全新的医疗仪器、无断电供应系统	100%	眼鼻胸整形	大众点评西安医美热销排名第 7	5500 ㎡

资料来源：公司公告，大众点评，天风证券研究所

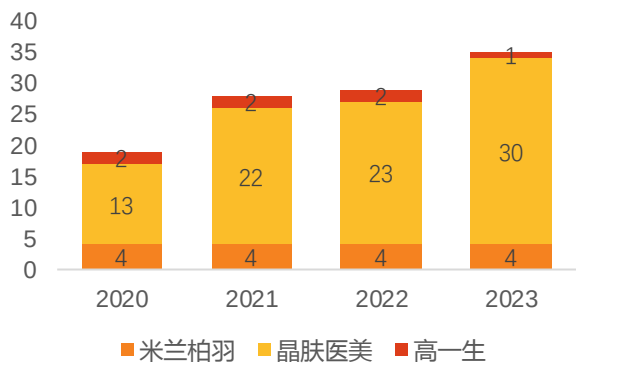
3.1.2. 内生驱动：“1+N”加速扩张医美板图，自有品牌赋能发展

1、深耕西南快速辐射扩张，稳定爬坡锚定增长

品质医美打造头部医美机构品牌力，深耕西南 1+n 辐射全国快速扩张。坚持品质医美，三大品牌差异化定位，提供专业、立体服务，区域内各品牌门店共享技术、互相协同导流，在品牌原有知名度及市占率基础上加速放大区域规模效应，打造区域头部医美品牌力，目前已在各自区域市场内具有较高的品牌知名度和市场占有率。公司深耕西南，“1+N”产业

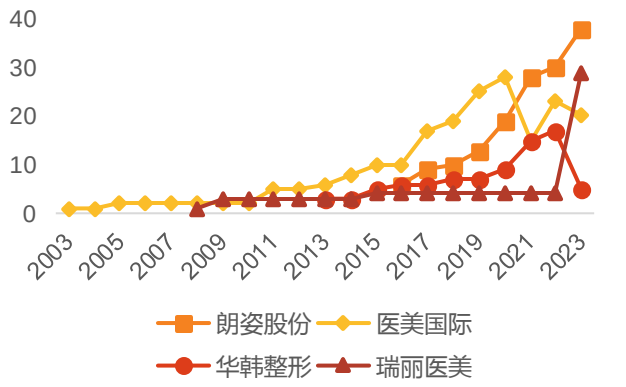
布局辐射全国， 2017-2023 保持扩张节奏，整体分别新增 3/1/3/6/9/2/8 家，开店节奏行业内领先，虽在医美行业中起步时间较晚，但当前门店布局数量已跃居前列，预期随着公司加速扩张医美版图，市占有望进一步提升。

图 24：公司三大医美机构开店数（单位：家）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 25：业内可比公司机构扩展节奏（家）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

次新/新机构爬坡，预期中长期贡献收益。2022 年老机构贡献约 7 成，具体数据上看，2022 年老机构营收营收达 9.23 亿元，同比+12.6%，贡献占比 65.66%、净利率 4.99%，为老机构/次新机构/新设机构中唯一实现净盈利机构类型，次新机构/新机构由于仍处引流和规模发展阶段，对广告营销费用的投入较高，待规模发展稳定后，营收与净利润贡献将有望实现提升。随着晶肤门店持续扩张以及深圳米兰柏羽升级为综合性医院，异地拓展加速全国化布局，预期未来新店及次新店铺持续爬坡，内生驱动，医美业务营收体量有望持续扩大。

表 8：新老机构爬坡情况

收入亿元	2020	2021	2022	2023H1
老机构	5.55	8.20	9.23	5.81
次新机构	2.46	2.89	4.82	2.94
新设机构	0.12	1.78	0.01	0.32
合计	8.12	12.87	14.06	9.06

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2、精研技术创新，自有品牌芙妮薇加速公司医美产业发展

提升自研产品占比降本增效，提供内生增长动力。朗姿医美结合自身医美机构的临床实践参与了自研产品的开发过程，是由国家药品监督管理局审核批准的三类医疗器械。米兰柏羽总院在其中也注入了作为旗舰机构的内驱力，在产品研发、技术核心和医生审美上全面打造品质标准与行业口碑。公司与上游厂商合作发展自有品牌芙妮薇，通过代工、代理等方式不断推出自营产品，不仅可以降低材料成本，而且能够提高机构毛利率，从成本端实现降本增效，获得内生增长动力。

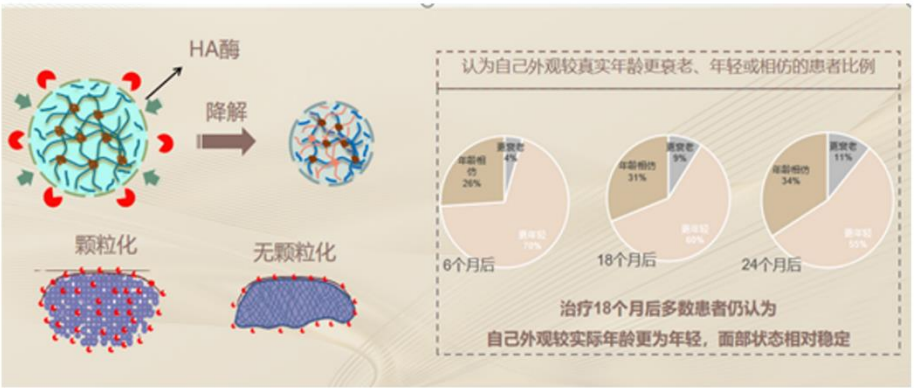
芙妮薇：主要由交联透明质酸钠、盐酸利多卡因、非交联透明质酸钠等成分组成，用于面部真皮组织中层至深层注射填充以纠正中重度鼻唇沟皱纹，2020 年由国药监局批准注册为第三类医疗器械。该产品使用 HA-RELEASE CONTROL 控释技术制造，生产出来的凝胶没有明显颗粒感，边界平滑柔和，注射后与组织自然融合，治疗后效果稳定自然。

图 26：芙妮薇玻尿酸产品优势

资料来源：新浪新闻，天风证券研究所

芙妮薇®尊雅：芙妮薇®尊雅以顾客需求为根本，研究了包括更先进的 LHA 交联技术在内的技术升级和改善，为面部填充多部位提供了更有效的解决方案，满足更多求美者对于面部丰盈立体、自然年轻的定制化求美需求，打造更加长效、记忆、安全的塑美体验。在朗姿医美研究院的技术整合下，实现重点产品从医生到技术，从美学到服务，从体验到价值的创新引领。

图 27：芙妮薇®尊雅玻尿酸产品优势



①**长效**：维持时间长达到18-24个月

②**记忆**：高弹性，可以任意揉捏，不易变形

③**安全**：眼科级别玻尿酸，严苛标准下生产的原材料产品纯度高到可以应用于眼科，用到面部组织上也就更安全可靠

资料来源：新快社公众号，天风证券研究所

3.2. 外延拓展：设立医美并购基金，体外孵化相继并表

先后设立七支医美并购资金，通过收并购迅速扩张：自 2021 年起公司于三年间先后设立了七支医美并购基金和股权投资基金，基金整体规模达 28.37 亿元，通过基金的专业化收购和孵化医美标的，并择时纳入公司体内贡献医美业务增量。

表 9：基金投资情况汇总（亿元）

基金项目	成立时间	公司出资	基金规模	公司持股比例	投资项目与持股比例
芜湖博辰五号股权投资合伙企业（有限合伙）	2020/9	2	4.01	49.88%	北京丽都医疗美容医院（80%） 南京韩辰美容医院（65%） 昆明韩辰医疗美容医院(65%)
芜湖博辰八号股权投资合伙企业（有限合伙）	2021/3	1.25	2.51	49.80%	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部（18%）

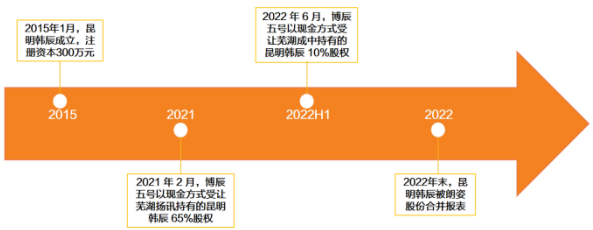
芜湖博辰九号股权投资合伙企业（有限合伙）	2021/7	2.5	5.01	49.90%	郑州华领医疗美容医院（73.3%） 湖南雅美医疗美容医院（70%） 株洲雅美晶肤医疗美容有限公司(56.70%) 衡阳雅美医疗美容医院 (63.00%)
成都朗姿武发医疗美容产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2021/9	1	5.01	19.96%	南京华美美容医院（27.22%）
芜湖博辰十号股权投资合伙企业（有限合伙）	2021/10	3	6.01	49.92%	杭州格莱美医疗美容医院（70%） 南京华美美容医院（42.78%）
芜湖博恒一号股权投资合伙企业（有限合伙）	2022/1	2.5	5.01	49.90%	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部（31%）
芜湖博恒二号股权投资合伙企业（有限合伙）	2023/7	0.38	0.81	46.91%	重庆时光整形美容医院有限公司（67.5%）

资料来源：公司公告、同花顺 iFind、天风证券研究所

（二）体外孵化，陆续并表：收购优质资产成果突出，贡献公司业绩增长

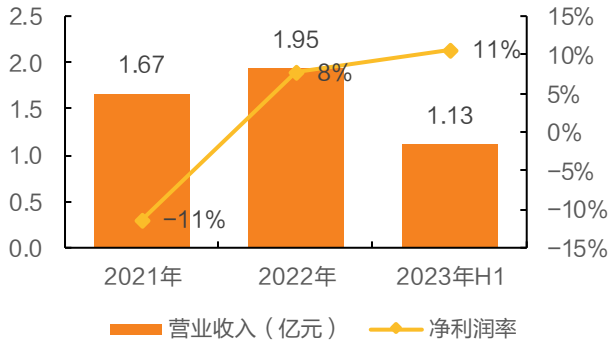
①昆明韩辰成功并表，验证“收购-孵化-并表”逻辑，贡献营收增量。昆明韩辰 2015 年成立，长期注重医疗技术以及顾客体验，是云南地区区域医美龙头机构，具有良好的品牌声誉与影响力。公司通过博辰五号基金于 2021/2022 年两次受让昆明韩辰股权合计 75%，2022 年公司全资子公司北京朗姿医管以现金方式收购博辰五号持有昆明韩辰的 75%股权，并于同年（22 年）实现机构并表，贡献 1.95 亿元营收。韩辰医美业务 23 年实现营收 3.41 亿元/yoy+24.8%，占比 16%+，成功验证公司“基金收购-体外培育-择时并表贡献业绩”路径的可行性及显著成效。

图 28：昆明韩辰发展历程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

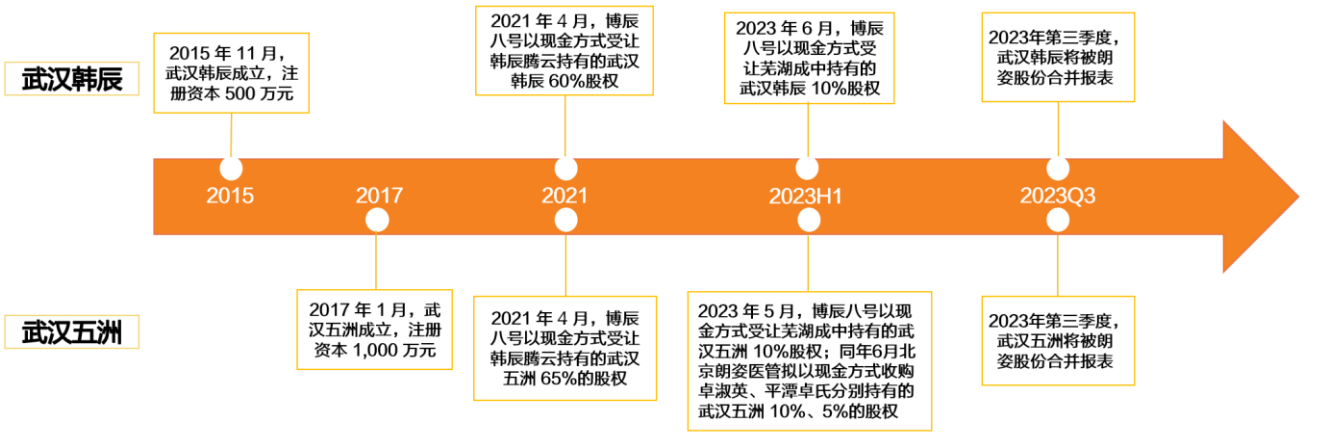
图 29：精心打造了 5500 平米的酒店式塑美空间财务数据



资料来源：公司公告、天风证券研究所

②收购武汉五洲、武汉韩辰并已于 23Q3 并表，持续扩大公司医美版图&业务体量。武汉韩辰、武汉五洲分别成立于 2015/2017 年，2023 年公司全资子公司北京朗姿医管以现金收购武汉五洲、武汉韩辰合计 90%/70%股权，公司外延发展和内生增长的双重驱动下加快泛时尚产业布局速度，提升医美业务的规模化和行业竞争力水平的又一举措。其中武汉五洲深耕武汉市场多年，目前是武汉地区的头部医疗美容机构，医院运营及管理团队完备且业务覆盖面广；武汉五洲聚焦以微整形和皮肤科为主的轻医美业务，客户认知度和美誉度良好。武汉五洲/武汉韩辰 2022 年营业收入分别为 1.81 亿/0.78 亿，23 年 Q1 实现营业收入 0.59/0.28 亿，净利率 9.15%/10%，目前已于 23Q3 并表，有望进一步贡献公司营收及盈利水平。

图 30：武汉五洲、武汉韩辰发展历程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 10：武汉五洲、武汉韩辰财务数据（亿元）

机构	2022 年			2023Q1		
	营业收入	净利润	净利润率	营业收入	净利润	净利润率
武汉五洲	1.81	0.035	2%	0.59	0.054	9.15%
武汉韩辰	0.78	0.037	5%	0.28	0.029	10%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

③机构持续拓展&孵化，未来或将陆续贡献业绩：公司外延拓展途径丰富，广泛吸纳优质资产的同时拓展全国性布局。公司进入医美市场七年，已陆续收购多家知名医美品牌和机构，通过吸收兼并形成米兰柏羽、高一生、晶肤医美、韩辰等医美品牌矩阵，覆盖全国多地。公司紧抓行业发展机遇，凭借资本化赋能及专业化收购和孵化能力，整合国内优质医美资源，已形成较强的异地扩张复制能力，有望进一步打开业务天花板，业务规模持续提升。

3.3. 竞争优势：集团化模式孕育多维竞争力

在医美终端竞争白热化阶段，高度分散格局下单一机构竞争力及品牌力建设能力有限，在资本涌入+合规出清+品牌价值驱动过渡时代，集团化优势逐渐显现，以公司医美业务为例，多品牌 30 余家机构规模，为公司集中采购议价降本、人才吸引力及梯队建设、机构覆盖广度及连锁化下品牌力建设等提供坚实基础，培育起多维优势，在低门槛机构端建立起核心壁垒及竞争力。良性运营下内生机构持续爬坡，集团化实力加持下增强外延资本吸引力及收购谈判筹码，从区域化龙头到全国性布局，有望获取更多市场份额，实现品牌力、竞争力进一步提升，具体来看：

1、集中采购优势：规模化采购提升议价能力，降低采购成本。基于上游产品端的证照壁垒合规竞争者相对较少，为产业链利润集中环节且具备产品的核心定价权；反观终端因进入门槛较低近年来批量机构涌入，市场高度分散且多数体量较小，在产品议价方便处于弱势地位。而集团化下机构数量较多，如美莱、朗姿、联合丽格等全国门店布局均超 30 家，多机构集中采购提升采购规模增加议价筹码，有利于获取较单一机构更低的折扣价，从而降低采购成本，提高利润空间。

图 31：联合丽格、美莱机构全国布局超 30 家

资料来源：联合丽格官网、美莱官网、天风证券研究所

2、人才优势：建立完善培训体系+三期员工持股计划，绑定优质人才。①建立优质医师培训体系，保证医疗人才供给和留存。公司根据医美职业发展通道，匹配对应岗位的人才需求，搭建岗位学习及成长路径。此外公司搭建优质培训体系实现内部赋能，2021 年公司朗姿医美携手艾尔建美学达成战略合作，朗姿医美将借助艾尔建美学旗下艾尔建学院，对旗下机构的医疗卫生专业人士进行评估及培训教育，提升医生诊疗水平；并持续开展外科、微创、皮肤等专项培训，同时不断完善“青苗医生培养计划”，为旗下各机构培养合格的医生人才，完成全方位医疗人才培养储备项目。**②成立朗姿医美研究院，内部驱动医生水平由“匠”到“师”提升。**在学术方面，公司每年举办一次学术年会，2023 年在学术年会上宣布成立朗姿医美研究院，带动医生实现从“匠”级水平到“师”级水平的提升，提升科研的积极性与成果的产出率，开发更多具有自主知识产权的医疗产品和技术。**③三期员工持股计划接力绑定员工利益，覆盖广实现长期激励。**公司采用基本薪酬、超额业绩提成和合伙人计划的三层薪酬制度，以三期持股计划接力绑定员工利益，覆盖面广实现长期激励。公司上市至今分别于 2014、2016 及 2021 年实施三期员工持股计划，截至 2023H1，参与员工数量分别为 130 人/200 人/8 人，核心覆盖公司高管及核心骨干，以长期、有效的激励约束机制绑定员工利益。核心骨干医生都成为了新设机构的事业合伙人，管理团队、医生与机构建立了风险共担、利益共享机制，以激发员工活力、留住优秀人才、吸引人才加盟。

图 32：2022 年朗姿医美医师培训基地成立

资料来源：朗姿医美公众号、天风证券研究所

3、自有品牌优势：降本增效赋能内生增长。朗姿医美结合自身医美机构的临床实践参与自研产品的开发过程，是由国家药品监督管理局审核批准的三类医疗器械。2023 年推出芙

妮薇®尊雅，定位高端，米兰柏羽总院在其中也注入了作为旗舰机构的内驱力，在产品研发、技术核心和医生审美上全面打造品质标准与行业口碑。公司与上游厂商合作发展自有品牌芙妮薇，通过代工、代理等方式不断推出自营产品，不仅可以降低材料成本，而且能够提高机构毛利率，从成本端实现降本增效，获得内生增长动力。此外，公司设立研究员，重视学术研发，若自有产品放量后，公司可与上游厂商合作开发更多品类，赋能公司多样化发展可能。

图 33：朗姿医美自有品牌芙妮薇®尊雅

资料来源：朗姿医美公众号、天风证券研究所

4、连锁化品牌优势：上市公司全国连锁，助力知名度及品牌力建设。随国内医美机构从无序扩张演进至合规引导发展，业内参与者也逐步意识到流量、价格战的不可持续性，并开始探索从低质竞争转变为重视运营质量，其中品牌化建设的必要性和重要性也被越来越多接受认可，与此同时随消费者合规意识增强及对品牌医美追求，未来机构品牌信任也将成为其消费的重要考量因素。公司作为少数布局医美终端的上市公司，现已凭借 4 品牌 31 机构覆盖全国 8 个地区并仍在持续拓店扩张。从单品牌维度看，公司现有综合性医院品牌（米兰柏羽、高一生、韩辰）均具备悠久历史、坚持品质服务并为当地龙头影响力辐射面大；轻医美品牌（晶肤）联动布局，以成都为例将逐步实现“半小时内必有晶肤”的门店布局，结合营销赋能，加密露出强化品牌认知，并推进全国化连锁扩大品牌影响力。从整体维度看，4 品牌共同助力朗姿医美声誉建设，从而提高整体竞争力，进一步放大纳新、议价、医师及客户维系留存优势，达成良性循环。

图 34：朗姿医美品牌

资料来源：朗姿官网、天风证券研究所

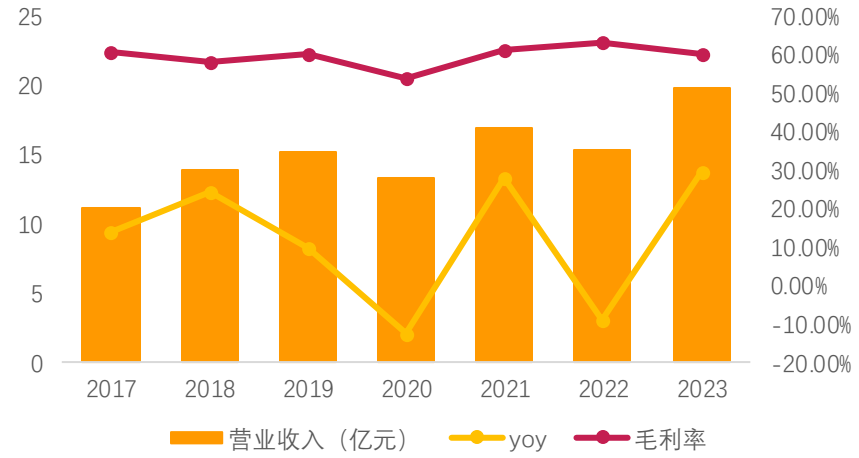
4. 时尚女装：双经营模式+多品牌矩阵，中高端定位行业领先

（一）业务概况：中高端女装奠定公司之基，多品牌矩阵与双经营模式双管齐下

时尚女装为基，持续贡献收入赋能发展。公司始终围绕研发设计、终端营销这两个女装产业链上附加值最高的经营环节开展业务，同时发展完整的产供销系统。2019 年至 2023 年时尚女装板块对公司营业收入贡献占比依次为 50.28%/45.99%/44.14%/39.58%/38.56%。在自营为主、经销为辅的双经营模式下，公司多年来稳步发展并积极调整产品及销售渠道，在国内中高端女装市场女装行业内居于领先地位。

随着我国经济社会全面恢复常态化运行，纺织服装行业销售呈现回暖态势。2020 年女装业务营收受疫情影响较大同比下降 12.5%，2021 年起恢复增长实现营收 16.9 亿元，毛利率 61.1%。2023 年我国限额以上单位服装类商品零售额累计 10,352.9 亿元，同比增长 15.4%，增速比 2022 年同期提升 23.1 个百分点。四季度，受“双十一”购物节、秋冬装换季热销、节日需求集中释放以及低基数效应的拉动，11 月、12 月限额以上单位服装类商品零售额增速分别达 25.9%和 30.5%。在消费恢复大环境下，2023 年公司女装主营业务收入为 19.84 亿元，占公司总营业收入 38.56%，较上年同期增长 29.27%；实现毛利润 11.93 亿元，毛利率 60.17%。

图 35：2017-2023 公司女装业务营收及毛利率



资料来源：公司公告、同花顺 iFind、天风证券研究所

布局 7 大时尚女装品牌，满足客户多层次差异化需求。公司女装业务目前在运营的自有女装品牌共 7 个，分别是主品牌 LANCY（朗姿）、LIME FLARE（莱茵福莱尔）、m.tsubomi（子苞米），朗姿品牌旗下衍生的高端品牌俪雅（liaalancy），以及重新定位后的年轻化品牌 LANCY FROM25、EiLEEN；同时，公司还拥有 1 个代理运营品牌 MOJO.S.PHINE（莫佐），共同形成“6+1”品牌矩阵。通过多层次差异化的多品牌矩阵，公司女装品牌在覆盖不同年龄段女性需求的同时，也满足不同消费者追求自我、强调品质、充满活力等个性化需求，实现了公司女装品牌在国内的较高知名度和渠道市场占有率。

表 11：时尚女装品牌定位

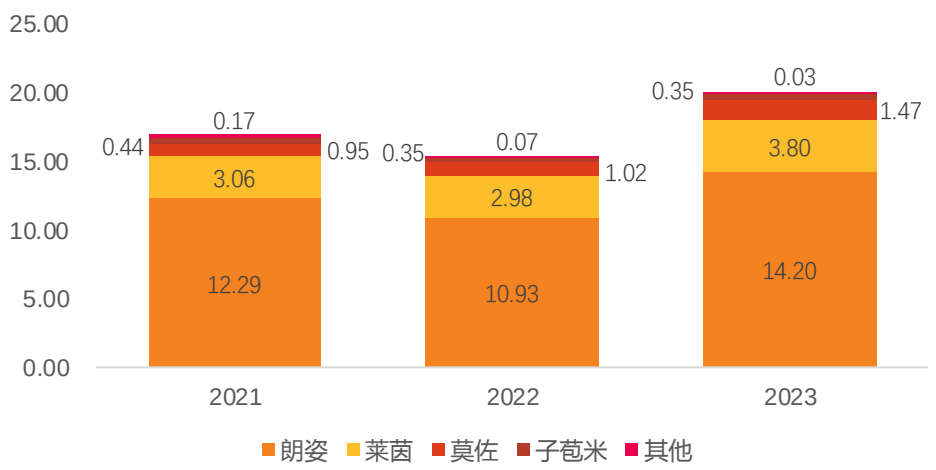
序号	品牌	风格	目标客户
1	LANCY	经典、优雅	25-45 岁，兼具魅力、阅历与影响力的都市精英女性
2	Liaalancy	高雅、尊贵	25-45 岁，事业有成讲究个人品位与独特气场的精英女性
3	LANCY FROM25	精致、职场	25-35 岁，独立、自信、有态度，具有女性力量的年轻女性、职场精英

4	EiLEEN	年轻、时尚	25-35 岁，关注国际时尚与潮流，独立自信有志度、具有女性力量的年轻女生、职场精英
5	MOJO S.PHINE	奢华、优雅	30-45 岁，追求纯粹、高级感、初始风格，具有浪漫主义情怀的女性
6	LIME FLARE	时尚、精致	25-38 岁，具有较强的时尚感及文化感的都市精英女性
7	m.tsubomi	高档、日常	30-45 岁，具有时尚审美与新生活方式好奇心，追求用简单、纯粹，注重品质的高知女性

资料来源：公司公告、天风证券研究所

主品牌朗姿多年占据高端女装前五，持续贡献主要营收。朗姿连续多年在全国重点大型零售企业中位于中高端女装品牌前五名。2023 年朗姿/莱茵/莫佐/子苞米营业收入分别为 14.20/3.80/1.47/0.35 亿元，占女装营业收入的比重 71.56%/19.14%/7.40%/1.75%，主品牌朗姿贡献率较高，其他品牌运营时间及规模体量较小，但与主品牌在目标客户、定位方面不尽相同，有助于发挥多品牌矩阵对客户的吸引及维系作用。

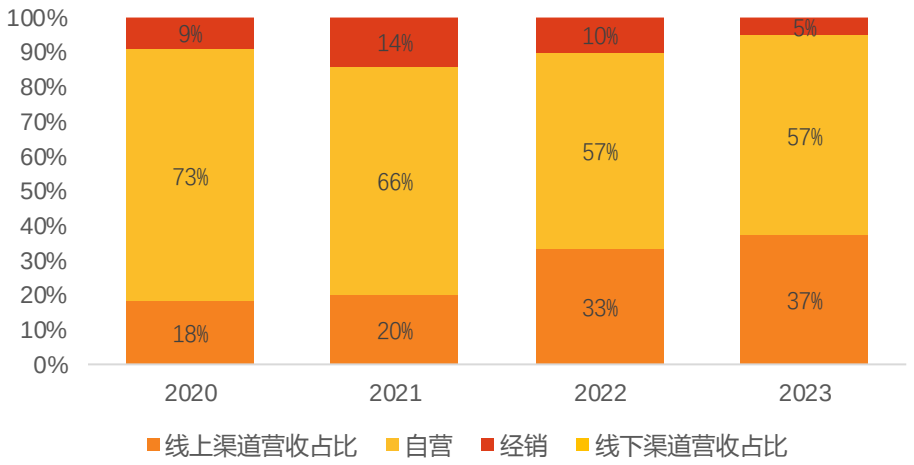
图 36：2021-2023 年分品牌营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

线下、直营为主，发力线上提升市占。女装 23 年公司线上、自营、经销实现营收 7.39/11.40/1.05 亿元，占比 37.25%/57.46%/5.29%。1）线下为基，加速发展自营门店，门店总数不断扩张。2023 女装业务共有 599 家店铺，其中：自营店铺/经销店铺/线上店铺分别为 438/107/54 家，较 16 年相比女装业务门店总数增加 154 家（+34.6%），自营门店占比提升至 73.12%（+7.06pcts）。2）线上各女装品牌实现业务规模大幅增长：2023 年，全渠道综合支付金额同比增长超 54%。分渠道来看，天猫渠道支付金额同比增长 57%；唯品会渠道支付金额同比增长 52%；抖音渠道支付金额同比增长超过 45%；京东渠道支付金额同比增长 101%；618 期间，电商全渠道支付同比增长 69%。其中朗姿天猫店单店支付突破 9 千万，天猫女装行业排名 18 名，稳居天猫大女装行业头部地位。双 11 全周期，电商全渠道支付同比增长 58%，占据双十一天猫女装榜单 TOP8，其中毛呢品类 TOP3；占据双十一京东女装榜单 TOP5。

图 37：2020-2023 年分渠道营收



资料来源：公司公告、天风证券研究所

（二）核心竞争力：研发设计能力领先，线上线下营销网络融合发展

1、自主研发设计能力领先，时尚捕捉能力强。公司始终坚持产品自主研发，高素质、国际化的设计团队具备领先的研发设计能力与敏锐的时尚捕捉能力，在北京、韩国分别设有研发设计中心。截至 23H1，公司服装板块研发设计中心已获得 7 项发明授权专利、30 项软件著作权、2 项外观设计专利、23 项实用新型专利，并设有国家级博士后科研工作站、北京市博士后（青年英才）创新实践基地、北京市设计创新中心及企业技术中心，持续培育优秀研发设计人才。

2、客户体验精益求精，品牌提升、客情维系双管齐下。公司致力于通过打造多样化女装品牌推广营销活动持续增加品牌知名度，提升高溢价品牌核心能力；在顾客管理上，通过强化售后服务意识以建立稳固的信赖关系；高度重视终端运营质量，邀请与品牌调性相符的女性代言人，以女性视角的品牌表达，真诚呈现女性与生俱来的多元之美，不断推出创新性活动以深耕客户转化。

3、线上线下数据融合，渠道端进一步完善销售网络，新零售业务突破性成长。公司女装业务共有线下 547 个销售终端及 44 个线上渠道，选址均位于国内大型高端商场、机场店，门店位置优越且符合中高端客户定位，培养了一个稳定、庞大的客户群，其中朗姿品牌近 70%的终端店铺在所在商场或 Mall 店销售额排名前五。在多年的发展过程中，公司依托优异供应链整合能力，采用自营与经销结合、线上线下融合的经营方式，建立了 7 个品牌女装互为支撑、资源共享、覆盖面广且深的营销中心和供应链体系。2023 年以来，公司着眼于门店精细化运营，选取部分门店开展数字化门店业务，将门店数据数字化，为门店优化提效提供数据决策支持。同时，公司开展抖音云零售、腾讯云店、京东到家等新零售模式，多种途径为实体门店持续引流，保证线上线下渠道都能健康增长。

4、高端女装市场广大，公司女装业务板块未来仍具提升空间。根据欧睿国际研究报告，最近五年我国中高端女装零售额占女装市场的比例呈稳步上升趋势，同时欧睿国际预计，中高端女装零售额占女装市场的比例将会从 2018 年的 22.6%提升至 2023 年的 23.4%。消费升级、消费者习惯的改变将直接带动消费者对于中高端女装的采购。未来公司女装业务在多品牌矩阵、领先研发设计能力、精细化客户体验及线上线下相融合的营销网络等优势下，预计业务营收将持续提升，巩固行业地位。

5. 婴童业务：疫后逐步复苏，发掘高端童装市场机会

收购韩国阿卡邦，开辟婴童市场。阿卡邦作为在韩国首家经营婴幼儿服装及用品的企业，经过近四十年的持续运营，旗下拥有 10 多个中高端母婴品牌，主要包括 Agabang、ETTOI、Putto、Designskin、Dear Baby 等，并连续多年取得韩国企业效率协会“第一知名度品牌”、“第一童装企业”等荣誉，在东亚具有一定的市场和影响力。公司于 2014 年收购阿卡邦，进一步拓展业务范围至婴幼服装及用品市场，目前绿色婴童业务下全面覆盖了婴服装、用品、护肤品、玩具等孩童成长用品，促进业务多元化发展。

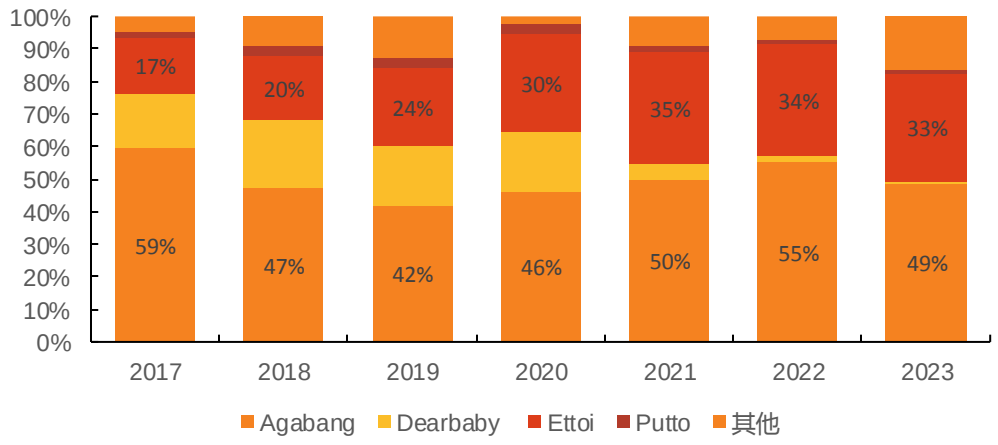
表 12：绿色婴童业务主要品牌介绍

品牌	针对年龄层	风格	品类	价格带（元）
Agabang（阿卡邦）	0-4 岁	舒适、休闲与法式浪漫风	婴童服装	299-899
ETTOI（爱多娃）	0-7 岁	英伦精致优雅风	高端婴小童服装	498-3698
Putto	0-6 岁		高端儿童洗护/洗涤用品	
Dear baby	2-6 岁	搭配现代色彩及独特的设计品牌	婴童服装	300-1000
Designskin（帝莎因思亲）	0-7 岁	安全、环保、趣味	儿童创意家居	1098-1898

资料来源：公司公告、天风证券研究所

调整策略，推广 Ettoi 发掘高端童装市场机会。阿卡邦原为公司的主推品牌，定位于 0-4 岁儿童服饰及用品，主要体现舒适、休闲与法式浪漫风，定价区间为 299-899 元，而 ETTOI 主打高端婴小童服饰，定价区间为 498 元-3698 元，定位更加高端。出于对国内中高端婴童市场的发展信心，并更好地匹配消费者对高端童装的潜在需求，2020 年公司将国内主推品牌由 Agabang 调整为 Ettoi，加码布局高端童装市场，Ettoi 营收占比随公司策略调整而相应提升，从 2017 年的 17%增加至 2023 年的 33%，逐渐成为绿色婴童业务主力。

图 38：主品牌营收占比情况

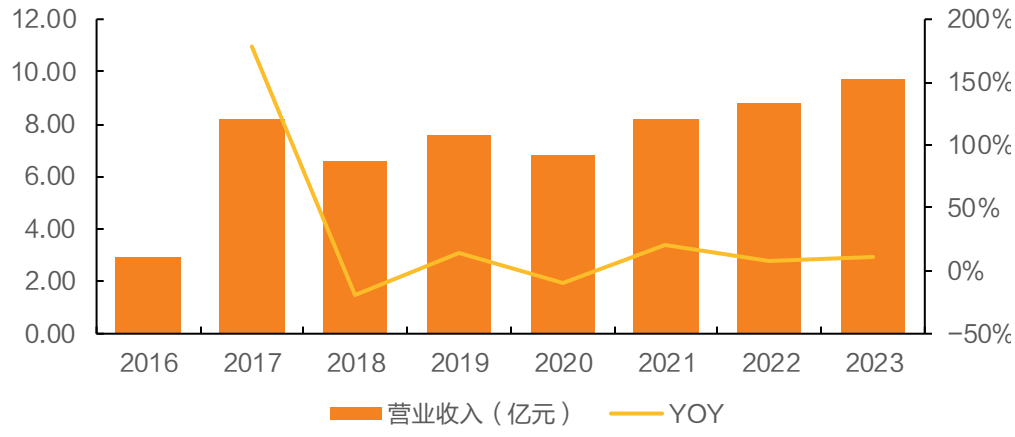


资料来源：公司公告、天风证券研究所

营收增速略有波动，疫后稳步复苏。2017-2018 年，受国际经济增长势头放缓和韩国国内人口出生率持续下降的影响，婴童业务营业收入总体呈现下降趋势；2020 年疫情的冲击导致客流量减少，而婴童业务以线下渠道为主，众多门店关闭使得营收同比下降 9.92%。2023 年，疫情缓解后，随着线下客流恢复，公司婴童业务逐渐复苏，同比增长 11.13%。展望未

来，公司童装业务在多品牌矩阵、“线上+线下”、“自营+代理”多元运营模式等优势下不断发展和创新，预计业务营收将持续增长。

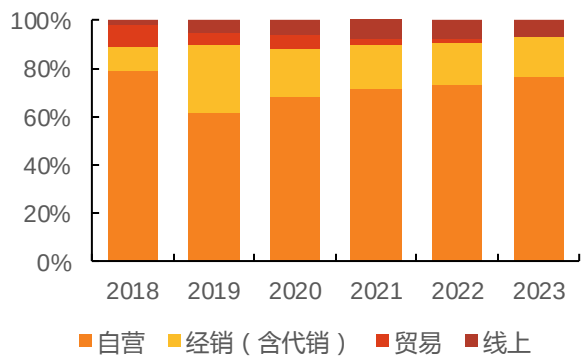
图 39：绿色婴童业务营收情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

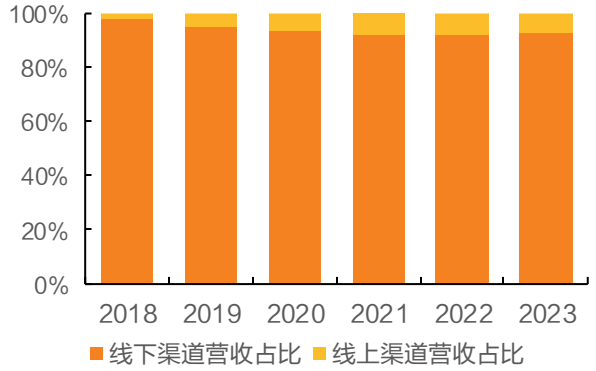
通过渠道多元化和销售终端优化策略为业务稳健发展提供有力支持。（1）渠道结构：从销售模式看，公司婴童业务以自营为主，辅以经销及贸易模式，2023 自营收入占比已达 75.94%并预计仍将持续提升；从渠道结构看，公司婴童业务以线下直营为主，占比 93%左右，线上销售为辅，在低基数+渠道持续开发等因素加持下，2018-2023 年婴童业务线上营收增加 4 倍左右，结合公司现有渠道和客户资源与销售团队，有望加速实现国内童装业务布局。**（2）终端布局：**从门店布局看，经过近四十年来的经营和发展，阿卡邦现已构建出具有国际化视野的营销体系，韩国线下销售终端主要分布于高端商场、大型商超、街边店；国内线下销售终端已拓展至北京、上海、浙江、江苏、四川、陕西、黑龙江等区域的商场及购物中心；从门店数量看，受线上销售冲击、疫情等因素影响，2016-2023 店铺总数有所减少，从 965 家减少至 531 家，主要系调整策略以进一步优化和关闭亏损及低绩效店铺以降低成本和提高效率所致。

图 40：2018-2023 自营、线上、经销、贸易营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 41：2018-2023 线上和线下营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

6. 盈利预测

公司经业务拓展，现已形成以时尚女装、医疗美容、绿色婴童三大业务为主的多产业互联、协同发展的泛时尚业务生态圈，基于公司竞争力及所处行业发展趋势研判，我们对各业务板块假设及估值如下：

1、医美业务：经 7 年运营，截止 23 年通过米兰柏羽、晶肤、高一生、昆明韩辰 38 家门店覆盖全国 8 城，并已在成都、西安形成区域化优势；同时以 7 支医美基金投资优势医美标的。未来随内生门店新设&爬坡，外延机构收并购、培育后成功并表，加之疫后逐步复苏，毛利率水平有望稳步提升，业务营收体量有望持续扩大，预计 2024-2026 年营收分别为 24.83/29.34/34.63 亿元，同比增速分别为 16.75%/18.19%/18.0%。

2、女装业务：公司女装业务主攻潜力中高端女装市场，始终围绕研发设计、终端营销这两个产业链上附加值最高的经营环节开展，未来在多品牌矩阵、领先研发设计能力、全渠道营销网络、自营比例多维提升下，女装业务毛利率及营收预将持续提升，预计 2024-2026 年营收分别为 22.32/24.78/27.25 亿元，同比增速分别为 12.50%/11.00%/10.00%。

3、婴童业务：国内婴童市场方兴未艾，较日韩等成熟市场在产业结构、市场规模上仍有较大发展空间。2020 年公司将主推品牌从“阿卡邦”调整为“ETTOI 爱多娃”，并以中高端女装运营经验赋能婴童业务渠道铺设，年初以来疫情影响逐步消退业务回暖，未来随国内中高端婴童市场稳步发展及公司对高端童装市场机会的持续挖掘、高端品牌占比提升，业务整体毛利率有望进一步提高，营收体量持续扩大，预计 2024-2026 年营收分别为 10.73/11.70/12.75 亿元，同比增速分别为 10.00%/9.00%/9.00%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入 58.28/66.22/74.63 亿元，对应增速分别为 13.26%/13.62%/12.70%，2024-2026 年归母净利润 3.35/3.94/4.51 亿元，同比增长 48.71%/17.72%/14.47%。

表 13：主要业务盈利预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	38.33	38.78	51.45	58.28	66.22	74.63
yoy	33.24%	1.19%	32.67%	13.26%	13.62%	12.70%
毛利率	57.44%	57.51%	57.44%	57.64%	57.95%	57.56%
医美业务	12.87	14.06	21.27	24.83	29.34	34.63
yoy	58.37%	9.25%	51.27%	16.75%	18.19%	18.00%
占比	33.57%	36.25%	41.33%	42.60%	44.32%	46.40%
毛利率	51.59%	49.54%	53.15%	53.91%	54.60%	53.67%
女装业务	16.92	15.35	19.84	22.32	24.78	27.25
yoy	27.86%	-1.03%	29.27%	12.50%	11.00%	10.00%
占比	44.14%	44.09%	38.56%	38.30%	37.42%	36.52%
毛利率	60.17%	62.94%	60.17%	60.37%	60.57%	60.77%
绿色婴童业务	8.16	8.78	9.75	10.73	11.70	12.75
yoy	20.05%	7.55%	11.13%	10.00%	9.00%	9.00%
占比	21.29%	22.10%	18.96%	18.41%	17.66%	17.08%
毛利率	60.66%	60.52%	60.66%	60.86%	61.06%	61.26%

资料来源：wind、天风证券研究所

从衣美到颜美，公司业务已然从服饰（包括女装及绿色婴童业务）延伸至医美，基于业务差异性，我们将三业务划分为服装及医美两部分进行分部估值：（1）**服装业务：**公司服装业务布局较早、发展较为成熟，我们选取女装及婴童服饰公司太平鸟、地素时尚、歌力思、森马服饰为可比公司，因公司女装及童装业务布局偏高端，故在参考上述公司 25 年 PE 均值基础上给予公司服装业务 9X PE，对应 24 年市值 17 亿元。（2）**医美业务：**公司医美业务聚焦于下游机构端，我们选取口腔/眼科领域机构端公司通策医疗、爱尔眼科为可比公司，考虑到公司于 2016 年方涉足医美领域，目前部分机构仍在持续扩店、爬坡阶段，加之前期疫情因素干扰，盈利能力较不稳定，故选用 PS 进行估值，参考通策医疗、爱尔眼科 25 年 PS 均值给予公司医美业务 3X PS，对应 25 年市值 88 亿元。综上所述，公司 25 年市值合计预计 105 亿元，对应目标价 23.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

板块	代码	公司	市值（亿）	归母净利润（亿元）				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
服装业务（女装+童装）	603877.SH	太平鸟	58.94	4.22	5.32	6.23	7.04	14	11	9	8
	603587.SH	地素时尚	50.52	4.94	5.05	5.70	6.33	10	10	9	8
	603808.SH	歌力思	22.40	1.06	2.38	3.16	3.77	21	9	7	6
	002563.SZ	森马服饰	125.01	11.22	13.17	15.13	17.19	11	9	8	7
		平均						14	10	8	7
板块	代码	公司	市值（亿）	营业收入（亿元）				PS			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
医美业务	600763.SH	通策医疗	187.15	5.00	32.11	36.73	42.23	37	6	5	4
	300015.SZ	爱尔眼科	956.95	33.59	239.71	283.92	336.15	28	4	3	3
		平均						33	5	4	4

资料来源：wind、天风证券研究所

注：可比公司预测均来自 wind 一致预期，市值截止日期 2024.8.21

7. 风险提示

1、市场竞争加剧风险

（1）中高端女装市场消费需求快速变化风险：公司长期以来占领国内中高端女装的高地，消费者对其品质的要求都较高，但随着消费者消费需求个性化、年轻化、时尚化趋势的日益增强，中高端女装市场流行趋势变化速度加快，可能存在公司不能全面、及时、准确把握女装流行趋势，不能及时引导时尚潮流、推出迎合时尚趋势的产品，导致消费者对公司品牌认同度降低，对公司经营业绩产生不利影响；

（2）公司已初步完成对韩国先进医美医疗技术和国内高端医美品牌、标准化经营能力等核心资源与能力的基础积累，但若不能在日益激烈的市场竞争中保持或提升原有优势，公司医疗美容业务将面临一定的风险；

（3）国内婴童服饰及用品行业为一个充分竞争的行业，阿卡邦在韩国具有较高的知名度，但其品牌在中国的影响力尚有提升空间，若公司未来不能进一步提高产品品牌竞争力，持续满足消费者对婴童服饰及用品不断提升的品质、时尚需求，阿卡邦品牌产品的销售和推广将受到不利影响。

2、财务风险

近年来，随着国内医美行业的快速崛起，公司对医美业务板块的投资力度日益增强，随之对资金的需求规模越来越大。如果公司在满足现有经营业务的基础上自有资金不足，或不能融资更多的外部资金，则对公司整体战略的实施将会产生较大影响。

3、医疗事故及人员流失风险

（1）各类医学诊疗行为不可避免地存在不同程度的风险，医疗事故和差错无法完全杜绝，就整形手术而言，尽管大多数手术操作是在洁净环境下完成且目前外科手术技术已十分成熟，但由于患者体质存在差异，且手术质量受到医师素质、诊疗设备、质量控制水平等多种因素的影响，因此各类整形美容机构均不可避免地存在一定的医疗风险；（2）医疗美容医生执业资格要求较高，是医疗美容机构的核心资源，作为非基础性消费行业，医疗美容机构对医生个人品牌存在一定依赖，所以存在医疗人才流失的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	477.98	423.20	466.22	1,203.50	696.44
应收票据及应收账款	254.66	215.28	437.48	235.74	561.58
预付账款	43.88	27.22	80.53	37.48	87.62
存货	1,041.02	1,091.28	1,653.76	1,250.20	2,162.08
其他	379.67	211.18	312.50	274.32	356.39
流动资产合计	**2,197.21**	**1,968.16**	**2,950.49**	**3,001.23**	**3,864.11**
长期股权投资	914.95	913.34	923.34	935.34	946.34
固定资产	601.00	677.68	621.65	565.61	509.57
在建工程	28.04	14.99	14.99	14.99	14.99
无形资产	371.79	397.56	381.09	364.61	348.14
其他	3,064.16	3,337.25	3,290.62	3,214.72	3,114.41
非流动资产合计	**4,979.95**	**5,340.82**	**5,231.68**	**5,095.28**	**4,933.46**
资产总计	**7,177.16**	**7,308.98**	**8,182.17**	**8,096.50**	**8,797.57**
短期借款	658.85	683.74	561.36	0.00	0.00
应付票据及应付账款	256.42	262.70	391.27	351.45	460.08
其他	921.64	679.38	1,857.05	2,057.13	2,162.99
流动负债合计	**1,836.91**	**1,625.82**	**2,809.69**	**2,408.58**	**2,623.07**
长期借款	75.11	165.00	184.24	50.00	50.00
应付债券	422.17	0.00	281.45	234.54	172.00
其他	756.52	904.06	779.78	813.46	832.43
非流动负债合计	**1,253.81**	**1,069.06**	**1,245.46**	**1,097.99**	**1,054.43**
负债合计	**3,615.71**	**3,565.62**	**4,055.15**	**3,506.57**	**3,677.50**
少数股东权益	642.25	730.88	788.20	855.68	932.92
股本	442.45	442.45	442.45	442.45	442.45
资本公积	1,596.56	1,459.20	1,459.20	1,459.20	1,459.20
留存收益	911.92	1,129.98	1,464.70	1,858.74	2,309.77
其他	(31.73)	(19.15)	(27.53)	(26.14)	(24.27)
股东权益合计	**3,561.45**	**3,743.36**	**4,127.02**	**4,589.93**	**5,120.07**
负债和股东权益总计	**7,177.16**	**7,308.98**	**8,182.17**	**8,096.50**	**8,797.57**

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	206.99	252.14	334.72	394.03	451.03
折旧摊销	110.03	131.24	72.51	72.51	72.51
财务费用	60.85	85.61	58.28	66.22	74.63
投资损失	(56.51)	(54.52)	(55.85)	(55.63)	(55.33)
营运资金变动	85.88	549.75	(612.33)	987.01	(1,068.63)
其它	101.76	(159.73)	20.99	125.99	50.35
经营活动现金流	**509.00**	**804.49**	**(181.68)**	**1,590.13**	**(475.45)**
资本支出	184.43	332.13	124.29	(33.68)	(18.98)
长期投资	0.00	(1.61)	10.00	12.00	11.00
其他	(1,072.24)	(672.78)	(5.77)	(39.71)	117.09
投资活动现金流	**(887.81)**	**(342.26)**	**128.52**	**(61.39)**	**109.12**
债权融资	15.69	(409.32)	104.57	(792.86)	(142.59)
股权融资	(23.10)	(323.87)	(8.39)	1.40	1.86
其他	581.06	261.37	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	**573.65**	**(471.82)**	**96.19**	**(791.47)**	**(140.73)**
汇率变动影响	0.40	(0.31)	0.16	0.09	(0.02)
现金净增加额	**195.24**	**(9.91)**	**43.18**	**737.36**	**(507.08)**

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**3,832.57**	**5,145.46**	**5,827.78**	**6,621.59**	**7,462.81**
营业成本	1,659.02	2,189.76	2,468.76	2,784.68	3,167.22
营业税金及附加	19.36	27.12	30.31	34.26	38.92
销售费用	1,550.20	2,117.84	2,275.48	2,687.70	2,914.97
管理费用	297.55	417.35	448.45	509.53	559.71
研发费用	112.55	95.74	99.07	112.63	123.14
财务费用	64.01	85.26	58.28	66.22	74.63
资产/信用减值损失	(18.26)	21.25	(5.06)	(0.69)	2.28
公允价值变动收益	0.00	(7.81)	(36.33)	58.51	(26.89)
投资净收益	56.92	54.20	56.01	55.71	55.31
其他	(87.65)	(155.62)	0.00	0.00	0.00
营业利润	**178.87**	**300.37**	**462.05**	**540.09**	**614.91**
营业外收入	2.66	1.20	2.33	2.21	2.10
营业外支出	11.65	10.29	13.76	11.83	11.88
利润总额	**169.88**	**291.27**	**450.63**	**530.48**	**605.13**
所得税	(37.11)	39.13	58.58	68.96	76.85
净利润	**206.99**	**252.14**	**392.04**	**461.51**	**528.27**
少数股东损益	33.54	27.06	57.32	67.48	77.24
归属于母公司净利润	**173.45**	**225.08**	**334.72**	**394.03**	**451.03**
每股收益（元）	0.39	0.51	0.76	0.89	1.02

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	4.57%	34.26%	13.26%	13.62%	12.70%
营业利润	-10.12%	67.93%	53.83%	16.89%	13.85%
归属于母公司净利润	-7.47%	29.76%	48.71%	17.72%	14.47%
获利能力					
毛利率	56.71%	57.44%	57.64%	57.95%	57.56%
净利率	4.53%	4.37%	5.74%	5.95%	6.04%
ROE	5.94%	7.47%	10.03%	10.55%	10.77%
ROIC	15.10%	17.60%	23.07%	20.77%	39.00%
偿债能力					
资产负债率	50.38%	48.78%	49.56%	43.31%	41.80%
净负债率	21.28%	13.05%	14.74%	-18.64%	-8.13%
流动比率	0.93	0.79	1.05	1.25	1.47
速动比率	0.49	0.35	0.46	0.73	0.65
营运能力					
应收账款周转率	15.07	21.90	17.86	19.67	18.72
存货周转率	3.70	4.83	4.25	4.56	4.37
总资产周转率	0.55	0.71	0.75	0.81	0.88
每股指标（元）					
每股收益	0.39	0.51	0.76	0.89	1.02
每股经营现金流	1.15	1.82	-0.41	3.59	-1.07
每股净资产	6.60	6.81	7.55	8.44	9.46
估值比率					
市盈率	32.14	24.77	16.66	14.15	12.36
市净率	1.91	1.85	1.67	1.49	1.33
EV/EBITDA	26.28	15.24	8.07	5.04	5.35
EV/EBIT	30.97	17.74	9.20	5.65	5.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com