

2017年03月31日

朗姿股份 (002612.SZ)

公司动态分析

证券研究报告

高端及奢侈品

并表增厚业绩，“泛时尚生态圈”布局成型

公司发布 2016 年年报，全年实现营业收入、归母净利润 13.68 亿元、1.64 亿元，分别同增 19.53%、120.28%。其中 Q4 单季度收入 5.42 亿元 (76.11%+)，净利润 8158 万元 (208.5%+)。公司拟每 10 股派发现金红利 0.5 元 (含税)。

■**女装业务继续调整，新增主体增厚利润**：公司营收大幅增长主要原因是 16 年新增合并主体九家，其中阿卡邦与 6 家医美公司，分别贡献收入 2.99、0.86 亿元。**女装业务**：16 年女装业务营收 9.77 亿元，同比下滑 14.52%。渠道方面，公司直营渠道数量 294 家 (-7.3%)、经销商数量 151 家 (-10.7%)，营收分别为 7.66 亿元 (-11.34%)、2.11 亿元 (-24.37%)。品牌方面，公司各主要品牌，莱茵重点发展，渠道数量净增 10 家，其余品牌渠道数量均有所减少，朗姿、莱茵、卓可、玛丽主要品牌营收分别下滑 15.4%、4.95%、22.95%、35.13%。公司女装业务继续调整，目前已初现成效，全年降幅较上半年降幅有所收窄。三季度公司合并 7 个主体七家使收入大幅增加，17 年全年并表，预计收入继续增长。

■**婴童业务拉低毛利率，费用率小幅下滑**：由于新增毛利率较低 (47.38%) 的婴童业务 (收入占比 21.5%)，公司整体毛利率下滑 4pct 至 55%。公司销售费用、管理费用分别为 4.76 亿元 (+16.67%)、2.09 亿元 (+10%)，费用增加主要为新增就加合并主体九家，销售、管理费用率分别小幅下滑 0.87、1.33pct 至 34.8%、15.28%。公司 16 年财务费用 874 万元 (-67%)，费用率下滑 1.7pct 至 0.66%，主要系归还贷款，利息支出下滑 36.5% 至 1469 万元以及汇兑损益减少 1200 万元至 -415 万元。16 年公司存货 6.6 亿元 (+35.8%)，主要系新增合并主体，经营现金流 1.32 亿元 (-12.58%)。

■**三大因素致净利润上升**：公司净利润大幅增加主要系投资收益、营业外收入以及资产减值损失增加 (减少) 所致。公司 16 年投资收益 8357 万元 (+81.59%)，主要系参股公司 L&P、若羽臣等公司盈利上升以及理财收益上升，预计 L&P 17 年韩国推进上市，投资收益或持续上升；公司 16 年营业外收入 5260 万元 (+540%)，主要系收到西藏哗叽民族手工业扶持资金 4845 万元以及个税返还与存货盘盈增加；16 年公司资产减值损失 -1269 万元，较 15 年下滑 2730 万元，主要系公司持续去库存，存货周转天数由 400 天下降至 335 天，存货结构持续优化，存货跌价损失 -1250 万元 (-1747 万元) 以及坏账损失 -320 万元 (-1284 万元)。

■**切入医美，后续可期**：公司 16 年 4 月以约 2520 万元人民币直接间接持有韩国整形美容服务集团 DMG30% 股份，切入医美领域。随后于 6 月公告拟以自有资金 3.27 亿元收购四川米兰 64.39% 股权，深圳米兰、

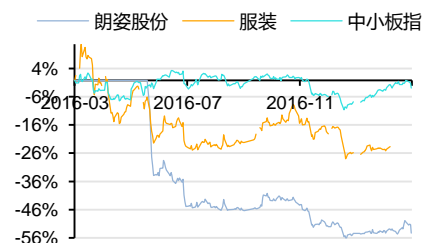
投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价：**20.8 元**
股价 (2017-03-30) **17.28 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,912.00
流通市值 (百万元)	3,626.31
总股本 (百万股)	400.00
流通股本 (百万股)	209.86
12 个月价格区间	16.63/75.46 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.03	-7.8	-48.26
绝对收益	-1.87	-4.64	-51.16

苏林洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110002
sulj@essence.com.cn
0755-82558364

骆恺骐

报告联系人

luokq@essence.com.cn

相关报告

朗姿股份：主业持续承压，关注“泛时尚生态圈”布局
2016-08-17

四川晶肤、西安晶肤、长沙晶肤、重庆晶肤各 70% 股权，16-18 年整体业绩承诺 2500/3000/3600 万元。米兰柏羽定位高端综合医美，晶肤专注年轻化与微整形细分市场，两者战略定位互补，覆盖市场大。未来随着消费者观念转变，国内医美市场不断扩大，医美业务或成为公司新的盈利增长点。

■ **持续加码，“泛时尚生态圈”布局成型：**公司“女装+婴童+化妆品+医美”布局逐渐成型，并通过定增、增资持续加码。公司 6 月公告拟非公开发行股票募集不超过 7.5 亿元，用于医美服务网络建设（6.3 亿元）以及阿卡邦品牌营销网络建设（1.2 亿元）项目，未来 2 年拟在一线城市开办 3 家米兰柏羽医美医院、在一线及其他发达城市开办 30 家晶肤医美诊所以及在全国范围建设 150 家阿卡邦门店。公司 11 月底公告称公司以 1.7 亿元人民币增持韩国化妆品公司 L&P2.5% 股权，累计持有 12.31% 股份，深化化妆品产业布局。公司布局的泛时尚生态圈具有较强协同效应，目标群体重合度较高，且医美、婴童、化妆品等领域增长潜力较大，未来发展前景广阔。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017—2019 年归母净利润为 2.07/2.63/3.06 亿元，同比增长 26.5%/26.9%/16.2%，EPS 为 0.52/0.66/0.76 元，对应当前股价 PE 为 33.3/26.3/22.6 倍。我们看好公司未来三大业务的协同效应，给予增持-A 评级，6 个月目标价 20.8 元，对应 2017 年 40 倍 PE。

■ **风险提示：**1) 医美、婴童业务推进不及预期、2) 女装业务持续下滑风险、3) 业务协同效应不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,144.3	1,367.7	2,513.2	3,203.5	3,942.6
净利润	74.5	164.0	207.4	263.1	305.7
每股收益(元)	0.19	0.41	0.52	0.66	0.76
每股净资产(元)	5.81	6.16	6.69	7.40	8.21

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	92.8	42.1	33.3	26.3	22.6
市净率(倍)	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1
净利润率	6.5%	12.0%	8.3%	8.2%	7.8%
净资产收益率	3.2%	6.7%	7.8%	8.9%	9.3%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.3%	6.6%	6.7%	6.7%	8.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,144.3	1,367.7	2,513.2	3,203.5	3,942.6	成长性					
减:营业成本	469.2	616.0	1,187.5	1,509.7	1,853.7	营业收入增长率	-7.4%	19.5%	83.7%	27.5%	23.1%
营业税费	8.9	12.9	23.9	28.6	36.6	营业利润增长率	-48.7%	93.9%	36.3%	34.5%	19.4%
销售费用	407.9	476.4	841.9	1,073.2	1,320.8	净利润增长率	-38.6%	120.3%	26.4%	26.9%	16.2%
管理费用	190.5	209.3	377.0	480.5	591.4	EBITDA 增长率	-25.5%	48.5%	35.2%	26.3%	15.3%
财务费用	26.6	8.7	23.8	23.9	22.4	EBIT 增长率	-32.8%	50.6%	44.3%	30.7%	17.3%
资产减值损失	14.6	-12.7	-12.5	-10.0	-10.0	NOPLAT 增长率	-15.4%	50.8%	44.3%	30.7%	17.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.0%	42.5%	30.7%	-10.3%	26.0%
投资和汇兑收益	46.0	83.6	120.0	160.0	180.0	净资产增长率	3.1%	39.3%	7.4%	9.2%	9.7%
营业利润	72.5	140.6	191.6	257.6	307.7	利润率					
加:营业外净收支	4.7	49.9	52.6	52.1	52.3	毛利率	59.0%	55.0%	52.8%	52.9%	53.0%
利润总额	77.2	190.5	244.2	309.8	360.0	营业利润率	6.3%	10.3%	7.6%	8.0%	7.8%
减:所得税	2.8	6.6	8.5	10.8	12.6	净利润率	6.5%	12.0%	8.3%	8.2%	7.8%
净利润	74.5	164.0	207.4	263.1	305.7	EBITDA/营业收入	11.0%	13.6%	10.0%	9.9%	9.3%
						EBIT/营业收入	8.7%	10.9%	8.6%	8.8%	8.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	111	109	67	50	38
货币资金	361.6	291.3	201.1	256.3	315.4	流动营业资本周转天数	354	269	237	221	207
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	533	433	349	319	305
应收账款	110.2	402.2	575.1	706.3	822.9	应收账款周转天数	37	67	70	72	70
应收票据	1.0	1.0	2.5	1.8	3.7	存货周转天数	164	151	158	156	157
预付账款	18.0	15.7	48.9	32.4	68.3	总资产周转天数	895	949	706	597	528
存货	486.2	662.9	1,547.1	1,220.7	2,214.7	投资资本周转天数	693	700	516	435	378
其他流动资产	402.5	535.0	586.5	505.8	542.0	投资回报率					
可供出售金融资产	45.8	88.5	100.0	120.0	140.0	ROE	3.2%	6.7%	7.8%	8.9%	9.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	4.2%	4.3%	5.8%	5.4%
长期股权投资	776.8	598.8	598.8	598.8	598.8	ROIC	4.3%	6.6%	6.7%	6.7%	8.7%
投资性房地产	-	167.6	167.6	167.6	167.6	费用率					
固定资产	347.4	483.4	458.6	433.8	408.9	销售费用率	35.7%	34.8%	33.5%	33.5%	33.5%
在建工程	50.7	61.9	61.9	61.9	61.9	管理费用率	16.6%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
无形资产	137.0	543.6	532.4	521.1	509.9	财务费用率	2.3%	0.6%	0.9%	0.7%	0.6%
其他非流动资产	51.6	571.0	557.8	553.1	541.2	三费/营业收入	54.6%	50.8%	49.4%	49.2%	49.1%
资产总额	2,788.9	4,422.9	5,438.3	5,179.4	6,395.3	偿债能力					
短期债务	332.5	572.5	916.2	593.0	595.5	资产负债率	16.6%	26.7%	36.0%	26.7%	34.9%
应付账款	80.7	308.2	458.5	497.5	682.7	负债权益比	19.9%	36.5%	56.3%	36.4%	53.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.97	1.82	1.94	2.12	2.67
其他流动负债	50.7	168.1	149.1	195.6	207.6	速动比率	1.93	1.19	0.93	1.17	1.18
长期借款	-	41.2	345.0	-	651.0	利息保障倍数	3.72	17.09	9.04	11.78	14.71
其他非流动负债	-	93.2	90.0	95.0	92.7	分红指标					
负债总额	463.8	1,183.1	1,958.9	1,381.1	2,229.5	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
少数股东权益	-	775.8	804.1	840.0	881.7	分红比率	53.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	200.0	400.0	400.0	400.0	400.0	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,130.0	2,056.4	2,275.3	2,558.3	2,884.1						
股东权益	2,325.0	3,239.8	3,479.4	3,798.3	4,165.8						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	74.5	183.8	207.4	263.1	305.7	EPS(元)	0.19	0.41	0.52	0.66	0.76
加:折旧和摊销	41.0	41.8	36.1	36.1	36.1	BVPS(元)	5.81	6.16	6.69	7.40	8.21
资产减值准备	14.6	-25.4	-	-	-	PE(X)	92.8	42.1	33.3	26.3	22.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1
财务费用	23.1	14.7	23.8	23.9	22.4	P/FCF	-193.5	-14.8	-55.2	472.6	1,253.0
投资损失	-46.0	-83.6	-120.0	-160.0	-180.0	P/S	6.0	5.1	2.8	2.2	1.8
少数股东损益	-	19.8	28.3	35.9	41.7	EV/EBITDA	119.4	42.5	33.1	24.0	22.5
营运资金的变动	465.7	-38.7	-983.0	388.4	-977.9	CAGR(%)	58.9%	23.6%	24.8%	58.9%	23.6%
经营活动产生现金流量	150.8	132.4	-807.5	587.3	-751.9	PEG	1.6	1.8	1.3	0.4	1.0
投资活动产生现金流量	-85.8	-311.5	109.6	140.0	160.0	ROIC/WACC	0.5	0.7	0.7	0.7	0.9
融资活动产生现金流量	-166.4	217.6	607.6	-672.1	651.0	REP	14.8	3.6	2.9	2.9	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏林洁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034