

证券研究报告—动态报告/公司快评
纺织服装及日化
服装 II
朗姿股份 (002612)
重大事件快评
买入

(维持评级)

2016年06月14日

站上医美产业风口，构筑全新战略版图再起航

证券分析师：朱元 021-60933162 zhuyuan2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513070005
证券分析师：江维娜 021-60933157 jiangwn@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001

事项：

公司 6 月 12 日发布公告：拟以自有资金 32,720 万元收购四川米兰 63.49% 股权及深圳米兰、四川晶肤、西安晶肤、长沙晶肤、重庆晶肤 5 家公司各 70% 股权。同时，公司与宁波晨晖创新投资管理有限公司签订有限合伙协议，拟作为有限合伙人出资 10,000 万元人民币，参与设立晨晖朗姿中韩消费升级互联网基金。

评论：

■ 收购两大医美品牌，站上医美产业风口

收购米兰柏羽和晶肤医美两大医美品牌，承诺未来 3 年净利润总计 9100 万元。公司公告以自有资金 32720 万元收购两大医美品牌米兰柏羽（包括四川米兰、深圳米兰 2 家）和晶肤医美（包括四川晶肤、西安晶肤、长沙晶肤、重庆晶肤 4 家），共六家医美公司的股权，取得对它们的控制权。米兰柏羽和晶肤医美的主要股东为张永强、黎涛、朱杨柳、李家平、成都兰羽投资管理有限公司等，原股东承诺目标公司 2016 年度至 2018 年度的净利润分别不低于人民币 2,500 万元、3,000 万元、3,600 万元，三年累计共 9100 万元。交易目标公司的总估值为 50,000 万元，以 2016 年度承诺净利润计算，对应 PE 为 20x。按 2016 年 6 月 13 日收盘价计算，新三板中可比上市公司华韩整形的 2016 PE 分别为 22x；而目前二级市场生物医药板块的估值（TTM，整体法，剔除负值）为 37x，医疗服务则为 49x。朗姿此次收购对价比较合理。

表 1：朗姿股份所收购医疗美容医院的基本情况

医院名称	15 年收入(百万元)	15 年净利润(百万元)	净资产(百万元, 15 年底)	营业面积 (m ²)	医疗和技术团队人数	收购股权比例	主营业务
四川米兰柏羽医学美容医院	152	7	13	7600	100+	63.49%	整形、微整形、皮肤美容、牙科美容
深圳米兰柏羽医疗美容门诊部	26	2.8	7	1100	25	70%	整形、微整形、皮肤美容
四川晶肤医学美容医院	28	3.3	6.7	1300	33	70%	整形、微整形、皮肤美容、牙科美容
西安晶肤医疗美容有限公司	0	0	0	700	16	70%	微整形、皮肤美容
长沙市芙蓉区晶肤医疗美容有限公司	0	0	0	700	11	70%	微整形、皮肤美容
重庆晶肤医疗美容有限公司	9	9	9	800	11	70%	微整形、皮肤美容

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；注：西安晶肤、长沙晶肤及重庆晶肤分别由原来的门诊部注销后设立而成，目前正在进行注册及医疗机构执业许可证的申请工作

米兰柏羽是高端综合医疗美容服务品牌。米兰柏羽始成立于 2013 年，是西南地区的一家知名区域性医疗美容机构。它定位于高端综合性医美品牌，严格按照质量 JCI 标准打造。其中，四川米兰柏羽单店面积达 7600m²，15 年收入达 1.52 亿元，无论是从面积，还是收入规模来看，在国内均属于大型医疗美容医院。医生团队由国务院特殊津贴享有者、米兰柏羽院长王志军领衔，汇聚十余位国内外知名专家，可以为求美者提供包含眼、鼻、面部及隆胸、抽脂等手术类整形和各类微整形美容项目。专业的医生团队和丰富的美容项目种类使得米兰柏羽具备较强的竞争力，经过多年稳健经营在西南地区树立了良好的品牌形象，积累了众多优质客户资源，形成了较强的区域化竞争优势。

晶肤医美专注于微整形，标准化体系可快速扩张。晶肤医美始成立于 2005 年，是专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌，通过运用高新医疗美容技术实现客户年轻化美容需求，主要提供激光美容、注射美容、抗衰老、SPA 抗衰老美容等服务。由于主打激光与微整形类医疗美容服务，晶肤医美采取轻资产运营模式，旗下医疗机构以诊所、门诊部为主，经营面积均在 1,000 平米左右。通过多年运营，晶肤医美已建立起标准化的产品和经营管理体系，复制扩张能力强，目前成功打入成都、西安、长沙、重庆四地市场。

站上医美产业风口，战略性打造立体化医美服务品牌。通过本次收购，朗姿股份继战略投资韩国梦想集团之后，进一步实施“中韩产业协同、多地品牌联动”发展战略。我们在 2015 年 11 月 26 日全市场首发的医美行业深度报告《拥抱“美丽”经济》中对国内医美行业现状及发展趋势进行了阐述，认为当下国内医疗美容医院行业正处于剧烈整合过程中。随着监管不断加严，在行业竞争日趋激烈的态势下，有品牌和规模优势的龙头企业将不断进行收购整合和跨区域运营，进一步增强品牌效应，积累忠实消费客户群体，降低获客成本，未来行业集中度有望不断提升。考虑到行业面临的现实困境，朗姿股份采取“两条腿”走路的整合战略：一方面发展高端综合性医美业务，满足消费者多种多样的整形需求，有利于打造品牌知名度，并不断培养和输出医生资源；另一方面则布局技术壁垒相对低的微整形业务，建立成熟的标准化体系，可快速向全国市场扩张，产生规模效应。公司在原有女装、化妆品主业基础上，稳步站上医美产业风口，未来有望在目前良好开局基础上继续扩张步伐，打造立体化医美服务品牌体系。

图 1：朗姿股份医疗美容产业发展战略



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 传统女装业务有望企稳，加快推进终端模式变革

关店力度收缩，16 年高级女装业绩有望企稳。高级女装市场近年来受终端低迷以及国际品牌冲击影响较大，尤其随着线上个性化消费快速发展，传统品牌经营承压明显。公司 15 年女装业务实现收入 11.4 亿，同比下滑 7.4%，主要受大规模关店拖累，坚决关闭持续低效益门店。就今年来看，渠道大规模调整已接近尾声，与此同时，公司继续强化精细化管理的实施，提升供应链整合能力，并通过降低订货比例，提高售罄率水平，预计 16 年同店情况有望保持稳定。公司薄弱环节在于终端营销方面，目前正在加快经销模式改革，强化门店激励机制，保障经营效益逐步恢复。

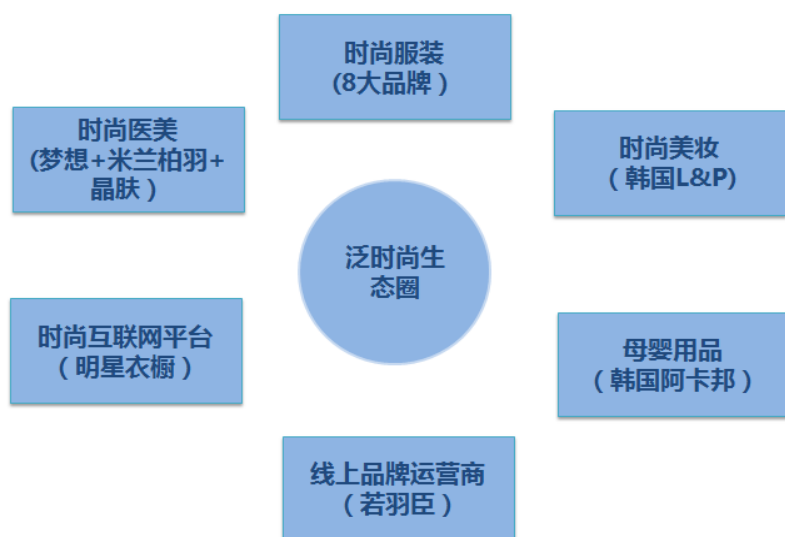
■ 四大板块战略框架确立，“泛时尚生态圈”后续整合值得期待

高级女装+医美+婴童+化妆品，四大产业板块构筑全新战略版图。在保证女装业务平稳发展基础上，公司坚持打造泛时尚产业平台的理念，2015 年至今先后投资多个优质标的，包括快时尚精品电商平台“明星衣橱”、母婴和美妆个护电商运营商若羽臣（持股 20%）、韩国知名婴童品牌阿卡邦（持股 26.3%）以及全亚洲最大面膜公司韩国 L&P（持股 10%）。此次收购两大医美品牌，加上前期参股韩国梦想集团（DMG）30%股权，医美产业布局迈出实质步伐，从而正式确立以四大板块为核心的“泛时尚生态圈”。

对接韩国优势时尚资源加快产业落地，各板块协同有望显现。公司战略布局思路是以国内产业趋势为核心，嫁接韩国优势时尚资源，公司实际控制人申东日先生在韩国拥有广泛资源基础，无论是阿卡邦，还是韩国梦想集团，通过引入韩国最领先的产品或服务，有助于国内布局加速落地。同时，女装、医美、美妆在目标人群上重叠较多，未来围绕核心客户的时尚需求，在产品之间或渠道之间有望显现良好协同，打造一站式消女性费服务，并且可以在渠道例如 Shoppingmall 的租金谈判上发挥优势。

值得注意的是，16 年主要参股标的的经营态势良好，投资收益贡献增加。以韩国面膜公司 L&P 为例，目前其 60% 收入来自中国市场，随着国内拓展步伐的加快，在明星营销上投入力度加大，16 年仍有望延续快速增长。此外，阿卡邦 2015 年实现扭亏，经营步入良性轨道，预计 16 年盈利将大幅改善。

图 2：公司“泛时尚生态圈”战略版图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成立消费升级互联网基金，深挖韩国时尚和消费产业资源。公司拟联合宁波晨晖创新投资，出资 1 亿元参与设立晨晖朗姿中韩消费升级互联网基金，总规模不超过 8 亿，公司将以此作为投资平台之一，充分整合中韩两国的资源优势，实现中韩两个市场的产业联动和资源共享，未来围绕四大核心板块，在产业链持续拓展与整合上有望加快。

■ 维持买入评级

公司以高端女装为基础，逐步构建以“高级女装+医美+婴童+化妆品”为核心的战略版图，所投资或并购标的在各自领域均有较高市场地位，拥有广泛的消费群体基础，通过引入韩国优势时尚资源，加快“泛时尚生态圈”构建，后续产业链持续拓展与整合值得期待。结合此次收购标的业绩承诺情况，我们预计公司 16~18 年净利润为 1.46/1.80/2.13 亿元，对应 EPS 为 0.36/0.45/0.53 元，公司业绩有望持续恢复，产业布局稀缺性突出，维持买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	362	400	400	400
应收款项	111	116	123	131
存货净额	486	472	508	551
其他流动资产	415	918	973	1038
流动资产合计	1380	1907	2005	2121
固定资产	398	398	381	364
无形资产及其他	137	134	131	128
投资性房地产	97	97	97	97
长期股权投资	777	779	781	783
资产总计	2789	3315	3395	3493
短期借款及交易性金融负债	332	663	638	610
应付款项	49	126	136	147
其他流动负债	82	128	134	142
流动负债合计	464	917	908	898
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	464	917	908	898
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2325	2398	2488	2594
负债和股东权益总计	2789	3315	3395	3493

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.37	0.36	0.45	0.53
每股红利	0.12	0.18	0.22	0.27
每股净资产	11.63	5.99	6.22	6.49
ROIC	3%	4%	5%	5%
ROE	3%	6%	7%	8%
毛利率	59%	58%	58%	57%
EBIT Margin	6%	7%	8%	9%
EBITDA Margin	8%	9%	11%	11%
收入增长	-7%	23%	6%	7%
净利润增长率	-39%	95%	24%	19%
资产负债率	17%	28%	27%	26%
息率	0.3%	1.0%	1.2%	1.4%
P/E	101.1	103.4	83.6	70.6
P/B	3.2	6.3	6.1	5.8
EV/EBITDA	85.1	124.2	101.5	88.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1144	1413	1498	1597
营业成本	469	588	634	687
营业税金及附加	9	14	15	16
销售费用	408	459	472	495
管理费用	190	253	253	254
财务费用	27	17	25	23
投资收益	46	114	130	147
资产减值及公允价值变动	(15)	(18)	(16)	(15)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	73	177	214	254
营业外净收支	5	7	14	16
利润总额	77	184	228	270
所得税费用	3	31	39	46
少数股东损益	0	8	9	11
归属于母公司净利润	74	146	180	213

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	74	146	180	213
资产减值准备	(38)	(15)	0	0
折旧摊销	26	30	34	36
公允价值变动损失	15	18	16	15
财务费用	27	17	25	23
营运资本变动	396	(386)	(83)	(97)
其它	38	15	0	0
经营活动现金流	511	(193)	147	167
资本开支	30	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	6	0	0
投资活动现金流	(438)	(26)	(32)	(32)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(314)	0	0	0
支付股利、利息	(25)	(73)	(90)	(107)
其它融资现金流	511	330	(25)	(28)
融资活动现金流	(167)	257	(115)	(135)
现金净变动	(94)	38	0	0
货币资金的期初余额	455	362	400	400
货币资金的期末余额	362	400	400	400
企业自由现金流	520	(304)	23	29
权益自由现金流	716	12	(22)	(19)

相关研究报告

- 《朗姿股份-002612-重大事件快评:定增募资 15 亿助力战略转型,收购联众有望获得价值重估》——2015-05-14
- 《朗姿股份-002612-2015 年一季报点评:主业经营依然承压,战略转型看点颇多》——2015-04-23
- 《朗姿股份-002612-2013 年中报点评:上半年收入增长超预期》——2013-08-20
- 《朗姿股份-002612-朗姿股份四季度实现收入增速 55.3%》——2013-02-27
- 《朗姿股份-002612-2013 年革新提升,业绩前低后高逐季爬坡》——2013-01-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。