

谨慎推荐 (维持)

朗姿股份 (002612) 深度报告

风险评级：一般风险

女装主业有望企稳 医美等转型业务持续推进

2017年3月27日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

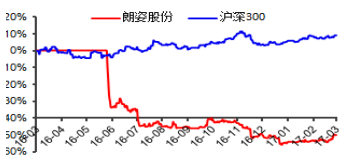
电话：0769-22110925

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2017年3月27日

收盘价(元)	17.74
总市值(亿元)	253.52
总股本(亿股)	14.29
流通股本(亿股)	7.54
ROE(TTM)	7.25%
12月最高价(元)	22.35
12月最低价(元)	14.60

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **高端女装主业终端渠道关闭力度有所减轻，积极推进战略转型。**受终端消费低迷影响，公司终端渠道仍在调整，但2016年门店关闭力度同比有所减轻。截至2016年上半年末，公司拥有457家终端店铺，半年期间终端店铺净关闭29家，净关闭数量较上年同期减少77家，关店力度有所减轻。关闭店铺中，其中直营店和经销店分别净关闭16家和13家；对业绩贡献大的朗姿、莱茵和卓可分别净关闭7家、2家和9家。公司积极推进战略转型，构筑泛时尚产业互联生态圈。自2014年下半年以来，公司逐步将业务由高端女装延伸到婴童、化妆品、医美等业务领域。
- **持续布局医美产业，分享国内医美行业成长红利。**公司目前在医美产业的布局：战略投资一家韩国医美标杆企业、控股六家中国医疗美容机构、定增推动国内医美服务网络建设。未来，公司将通过技术沉淀升级、品牌区域下沉、标准化规模扩张等战略战术的交织配合，在医美产业建立先发优势壁垒。公司目前高端女装业务线下近500家终端门店，拥有近10万VIP会员，为未来医美业务开展奠定客户基础，形成协同发展。国内医美行业正处成长期，公司率先布局医美产业，有望分享行业成长红利。
- **定增布局婴童产业。**公司定增募投项目之二阿卡邦品牌营销网络建设项目拟总投资2.31亿元，其中定增募集资金拟投入额不超过1.16亿元，用于阿卡邦婴幼儿服装及用品在中国的营销网络建设和市场推广。虽然短期阿卡邦仍处于投入期，但随着国内线下渠道的拓展以及线上业务的发展，阿卡邦盈利状况有望加速好转。
- **布局化妆品业务 未来有望切入国内化妆品市场。**公司参股韩国化妆品公司L&P12.31%股权。L&P是韩国近几年来增长最快的知名化妆品公司之一，业务规模居韩国同行业前列。目前，L&P正在运作在韩国的上市工作，计划于2017年内在韩国挂牌上市，公司有望获得较好的投资收益。另外，公司拟与L&P商定在中国拓展化妆品业务。
- **投资建议：维持谨慎推荐评级。**公司战略布局四大板块：高端女装、婴童、医美和化妆品。其中女装主业终端渠道关闭力度有所减轻，预计2016年是业绩低点，2017年有望逐步回升。童装投资阿卡邦并定增募资推动其在国内渠道拓展，阿卡邦盈利状况有望好转。医美未来将持续扩张米兰柏羽和晶肤医美连锁医院或诊所，并定增募资自建医疗美容医院和诊所，医美业务有望分享国内医美行业成长红利而实现较快增长。化妆品业务，参股的韩国L&P化妆品公司计划于2017年内在韩国挂牌上市，公司有望获得较好的投资收益；公司计划与L&P共同开拓国内化妆品市场。公司持续推进战略转型，业绩有望保持回升。预计2016-2017年EPS 分别为0.4元、0.5元，对应PE分别为47倍和37倍。维持谨慎推荐评级。
- **风险提示。**女装主业持续低迷、医美布局不达预期、定增不能获得审核通过等。

目 录

1. 高端女装主业终端渠道关闭力度有所减轻	4
2. 积极推进战略转型	5
3. 持续布局医美产业 分享国内医美行业成长红利	6
3.1 投资韩国医美集团 为国内医美业务开展奠定基础	6
3.2 收购国内六家医美机构 拉开国内医美布局序幕	7
3.3 定增加码国内医美终端布局	8
3.4 我国医美产业市场空间大	9
4. 定增推进童装品牌阿卡邦营销网络建设	11
5. 布局化妆品业务 未来有望切入国内化妆品市场	13
6. 转型业务拉动业绩回升	14
7. 投资建议：维持谨慎推荐评级	14
8. 风险提示	15

插图目录

图 1：公司各品牌 2016 年上半年销售收入	4
图 2：公司各品牌 2016 年上半年收入占比	4
图 3：公司终端门店总数（家）	4
图 4：2016H1 公司各品牌终端门店数量（家）	4
图 5：公司高端女装业务营收及增速	5
图 6：公司各品牌销售收入（万元）	5
图 7：公司时尚产业版图	5
图 8：公司医美产业布局	9
图 9：2014 年全球整形外科医师数排名（人）	9
图 10：2013 年全球主要地区人均医疗美容次数（次/千人）	10
图 11：中美医美客户群年龄结构（%）	10
图 12：中美医美客户群渗透率（%）	10
图 13：我国医疗美容行业产值预测（亿元）	10
图 14：我国女性人口数量及占比（万人，%）	11
图 15：阿卡邦产品	12
图 16：我国出生率（‰）	12
图 17：我国各年龄段儿童数量占比（%）	12
图 18：我国限额以上化妆品类零售额及其增速	14
图 19：我国线上化妆品销售额及其增速	14
图 20：公司近几年业绩（亿元）	14
图 21：公司近几年业绩增速（%）	14

表格目录

表 1：公司女装品牌	4
表 2：朗姿股份参股公司	6
表 3：韩国梦想医疗集团整形项目	6
表 4：朗姿股份收购 6 家医疗美容医院	7
表 5：定增募投项目	8
表 6：医美项目投资构成	8
表 7：阿卡邦品牌营销网络建设项目投资构成	11

表 8：国内主要中高端童装品牌.....	13
表 9：公司盈利预测简表.....	15

1. 高端女装主业终端渠道关闭力度有所减轻

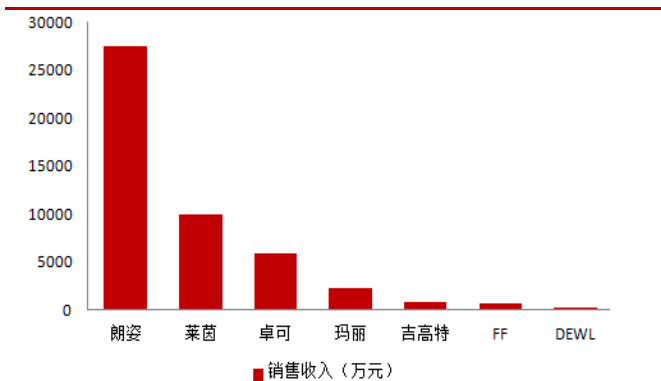
公司主业为高端女装的设计、生产与销售，采取多品牌经营策略。目前拥有自主品牌共 4 个，分别是朗姿 (LANCY FROM 25)、莱茵 (LIME FLARE)、玛丽 (marien° mary)、liaalancy，代理品牌共 4 个，分别是卓可 (MOJO S.PHINE)、吉高特 (JIGOTT)、FF (FABIANA FILIPPI)、DEWL。其中朗姿、莱茵、卓可业绩贡献较大，2016 年上半年营收占比分别为 58.6%、21%和 12.4%。

表 1：公司女装品牌

品牌	产品定位	目标客户
朗姿 (LANCY FROM 25)	成熟女装	30—50岁，事业有成追求自我体现的都市成熟女性
莱茵 (LIME FLARE)	中淑女装	25—45岁，希望展现个性、时尚追求生活方式的都市白领女性
卓可 (MOJO S. PHINE)	成熟女装	20—40岁，清新柔美，精致细腻，崇尚完美与自信的都市白领女性
玛丽 (marien° mary)	少淑女装	18—35岁，追求时尚个性的都市年轻女性
吉高特 (JIGOTT)	成熟女装	30—50岁，追求纯粹的，高级感的，追求初始风格的，能够展示女人味的浪漫主义的成熟完美女性。
FABIANA FILIPPI	成熟女装	30—45岁，充满活力的，具有国际视野的职业女性
DEWL	少淑女装	20—35岁，追求品味和现代感的都市年轻女性
liaalancy	成熟女装	35—55岁，事业有成讲究个人品位与独特气场的成熟女性

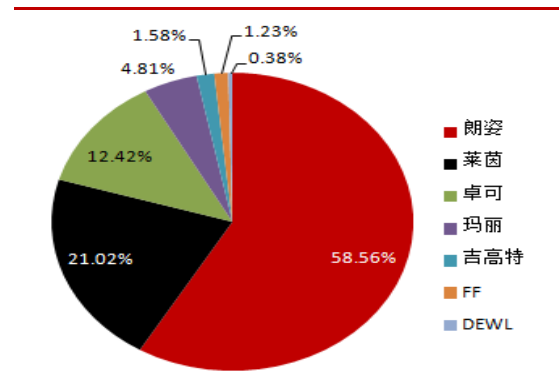
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图1：公司各品牌2016年上半年销售收入



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图2：公司各品牌2016年上半年收入占比

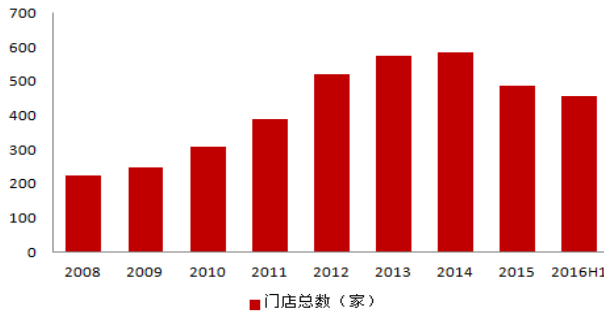


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

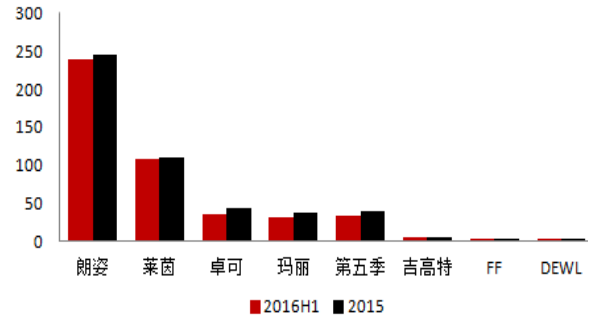
受终端消费低迷影响，公司终端渠道仍在调整，但 2016 年门店关闭力度同比有所减轻。截至 2016 年上半年底，公司拥有 457 家终端店铺，半年期间终端店铺净关闭 29 家，净关闭数量较上年同期减少 77 家，关店力度有所减轻。关闭店铺中，其中直营店和经销店分别净关闭 16 家和 13 家；对业绩贡献大的朗姿、莱茵和卓可分别净关闭 7 家、2 家和 9 家。

图3：公司终端门店总数 (家)

图4：2016H1公司各品牌终端门店数量 (家)



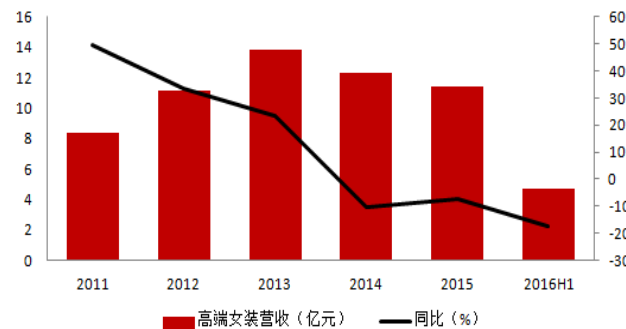
数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

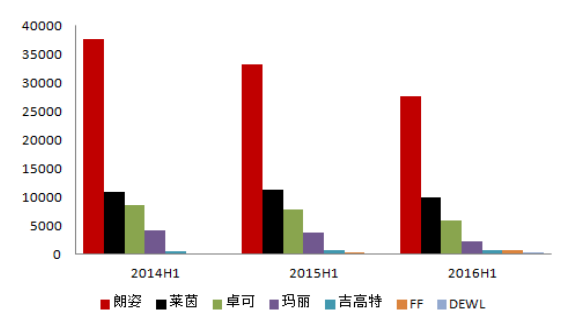
受终端渠道调整影响, 公司高端女装主业营收仍在下滑。2016 年上半年, 高端女装业务实现营收 4.7 亿元, 同比下滑 17.31%; 预计 2016 年全年高端女装主业营收仍有所下滑。随着终端渠道关闭力度持续减轻, 高端女装主业有望企稳回升。

图5: 公司高端女装业务营收及增速



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图6: 公司各品牌销售收入 (万元)



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

2. 积极推进战略转型

公司积极推进战略转型, 构筑泛时尚产业互联生态圈。自 2014 年下半年以来, 公司逐步将业务由高端女装延伸到婴童、化妆品、医美等业务领域。

图7: 公司时尚产业版图



数据来源: 公司公告, 东莞证券研究所

表 2：朗姿股份参股公司

参股公司所属业务板块	标的名称	初始投资金额	持股比例	标的简况
婴童产业	阿卡邦	3.08 亿元	26.53%	标的为韩国童装上市公司。2016 年上半年营业收入和净利润分为 3.74 亿元，净利润亏损 921 万元
化妆品	L&P Cosmetic Co., Ltd.	1.74 亿元	12.31%	标的为韩国化妆品公司，旗下品牌包括“Mediheal”、“T.P.O”、“Mediental”、“Labocare”等，主打产品为 Mediheal 面膜（美迪惠尔，在中国又名“可莱丝”）。2016 年 1-9 月份营业收入和净利润分别为 18.73 亿元和 4.37 亿元。标的公司计划 2017 年韩国挂牌上市。
医疗美容	Dream Medical Group Co., Ltd.	2520 万元	30%	标的是韩国医美服务集团，向韩国首尔医美机构 DPS 提供经营支持服务。DPS 是韩国知名整形医美医疗机构之一。标的公司 2016 年上半年营业收入和净利润分别为 2173.45 万元和 447 万元
	四川米兰 63.49% 股权、深圳米兰 70% 股权、四川晶肤 70% 股权等	3.27 亿元	63.49%、70% 等	标的为“米兰柏羽”、“晶肤医美”两大国内优质医美品牌旗下六家医疗美容机构。
电子商务综合服务	广州若羽臣	1.1 亿元	20%	标的公司为电子商务综合服务商，为母婴、个护、美妆等品牌客户提供互联网整合营销、店铺运营、客户服务、仓储配送等电子商务综合服务。已在新三板挂牌，2016 年上半年营业收入和净利润分为 1.23 亿元和 0.12 亿元。

资料来源：公司公告，东莞证券证券研究所

3.持续布局医美产业 分享国内医美行业成长红利

3.1 投资韩国医美集团 为国内医美业务开展奠定基础

公司 2016 年 4 月战略投资韩国著名医疗美容服务集团 DMG（韩国梦想集团），直接和间接持有其 30% 股权。韩国梦想医美集团是由 Dream 梦想整形外科、Dream 梦想皮肤科、Dream 梦想牙科、新加坡 Dream 梦想整形外科以及 dr. dream 医用化妆品公司所组成的综合医疗美容集团。通过战略投资，公司可分享韩国梦想集团旗下医疗美容机构 Dream Plastic Surgery Clinic（以下简称 DPS）的经营经验和技术积累。DPS 成立于 1999 年，位于首尔市江南区论岷路 848（新沙洞 603-2），由韩国医疗美容领域的技术精英团队所创建。DPS 医疗团队拥有 10 多名专科医生和 20 多名医护人员，设立有整形外科、皮肤科、牙科及其它辅助科室，主要诊疗项目包括眼、鼻、轮廓、胸部等各类手术、干细胞疗法、微整形等。此次战略投资为公司后续在国内医美行业进行收购兼并和协同整合建立了良好的资源对接平台和交流合作基础。

表 3：韩国梦想医疗集团整形项目

项目名称	具体整形手术
眼部整形	双眼皮、开内眼角、开外眼角、眼袋修复、眼睑下垂矫正术、上眼睑整形术、下眼角整形术等
鼻部整形	隆鼻术、鼻尖整形术、鼻子再手术、驼峰鼻整形、歪鼻整形术、鹰钩鼻、长短鼻整形术、鼻头缩小术等
胸部整形	隆胸术、乳房再造手术、乳房缩小术等
颜面轮廓	草莓轮廓下颌手术、高光颧骨手术、下颌前突手术、短下巴手术、面部缩小手术等
体型整形	吸脂术、小腿肌肉退缩术、腹部整形术等
抗衰老	额头提升术、眉毛提升术、颜面提升术、颈部提升术等
肉毒杆菌玻尿酸注射	肉毒杆菌注射方脸矫正、除皱纹等
其他整形	疤痕修复手术、腋臭矫正术、激光整形手术、毛发移植等

资料来源：韩国梦想集团官网，东莞证券研究所

3.2 收购国内六家医美机构 拉开国内医美布局序幕

公司 2016 年 6 月份投资控股“米兰柏羽”、“晶肤医美”两大国内优质医美品牌及其旗下六家医疗美容机构：公司出资 3.27 亿元收购四川米兰柏羽医学美容医院 63.49% 股权、深圳米兰柏羽医学美容门诊部 70% 股权、四川晶肤医学美容医院 70% 股权、西安晶肤医疗美容 70% 股权、长沙晶肤医疗美容 70% 股权、重庆晶肤医疗美容 70% 股权（以下合并称为目标公司目标股权）。原股东承诺目标公司 2016-2018 年净利润（以扣除非经常性损益前后的净利润孰低值为准）分别不低于 2500 万元、3000 万元、3600 万元。

表 4：朗姿股份收购 6 家医疗美容医院

收购标的	主营业务	营业面积（平方米）	医疗和技术团队	2016 年一季度营业收入（万元）	2016 年一季度净利润（万元）
四川米兰	整形、微整形、皮肤美容、牙科美容等	7,600+	100+	4079.69	406
深圳米兰	整形、微整形、皮肤美容等	1100+	25+	707.63	33.41
四川晶肤	整形、微整形、皮肤美容、牙科美容等	1300+	33	759.88	89.38
西安晶肤	微整形、皮肤美容等	700+	16	未公告	未公告
重庆晶肤	微整形、皮肤美容等	800	11	未公告	未公告
长沙晶肤	微整形、皮肤美容等	700	11	未公告	未公告

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

米兰柏羽定位于高端综合性医美品牌，主要提供整形美容、注射美容、光学美肤、整形修复等医疗美容服务。四川米兰柏羽成立于 2005 年，营业面积超过 7600 平米，医疗技术团队超过 100 人，员工超过 260 人，年门诊约 5 万人次。深圳米兰医疗美容门诊部营业面积超过 1100 平米，医疗技术团队 25 人。2016 年一季度四川米兰和深圳米兰营业收入合计达到 4787.32 万元，净利润达到 439.41 万元。公司计划到 2019 年米兰柏羽在上海、北京、武汉等地新开 5-6 家医疗美容医院。

晶肤医美定位于“医学年轻化”连锁品牌，主打激光与微整形类医疗美容服务，主要提

供激光美容、注射美容、抗衰老、SPA 抗衰老美容等服务。旗下医疗机构以诊所、门诊部为主，经营面积控制在 1000 平米左右。相比综合性医疗美容机构，晶肤医美易实现标准化，有较强的复制能力。目前晶肤医美已成功打入成都、西安、长沙、重庆四地市场，建立了涵盖产品、服务、运营及人才培养的标准化体系，在“医学年轻化”这个细分市场中具有较强的竞争优势。公司计划到 2019 年晶肤医美在杭州、上海、北京等城市新设 30-50 家标准化连锁医疗美容机构。

3.3 定增加码国内医美终端布局

公司拟非公开发行不超过 4760.51 万股，发行价不低于 15.68 元/股，募集资金总额不超过 7.46 亿元，其中 6.31 亿元拟投入医疗美容服务建设项目、1.16 亿元拟投入阿卡邦营销网络建设项目。

表 5：定增募投项目

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入额（万元）
1	医疗美容服务网络建设项目	85321.81	63085.85
2	阿卡邦品牌营销网络建设项目	23129.8	11558.88
	合计	108451.61	74644.73

资料来源：公司公告，东莞证券证券研究所

本次定增募投项目之一医疗美容服务网络建设项目拟总投资 8.53 亿元，其中定增募集资金投入额不超过 6.31 亿元，在女装业务客户群集中的重点城市构建医疗美容服务网络。（1）拟于未来两年在一线城市开办 3 家营业面积为 8000-10000 平米、装修风格高端典雅的综合性医疗美容亿元，提供美容外科、美容皮肤科、美容牙科等综合性医美服务项目，并配备相应专家医生和专业设备。（2）拟于未来两年在一线城市及其他经济发达城市开办 30 家营业面积为 1000 平米左右的医疗美容诊所或门诊部，提供激光美容、注射美容、抗衰老等医学年轻化服务；以小而精的门店设置、少而轻的资产投入实现在全国多地快速复制和连锁经营。项目建设周期为 2 年，计划总投资 8.5 亿元，其中：网点租赁装修投入 4.23 亿元，医疗美容设备投入 2.35 亿元，医生投入 1.49 亿元。

表 6：医美项目投资构成

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	网点装修投入	39167.64
2	医疗美容设备投入	23468.2
3	网点租赁投入	2667
4	医生投入	14853.75
5	基本预备费	4030.33
6	铺底流动资金	684.9
	合计	85321.81

资料来源：公司公告，东莞证券证券研究所

公司目前在医美产业的布局：战略投资一家韩国医美标杆企业、控股六家中国医疗美容机构、定增推动国内医美服务网络建设。未来，公司将通过技术沉淀升级、品牌区域下

沉、标准化规模扩张等战略战术的交织配合，在医美产业建立先发优势壁垒。公司目前高端女装业务线下近 500 家终端门店，拥有近 10 万 VIP 会员，为未来医美业务开展奠定客户基础，形成协同发展。

图8：公司医美产业布局

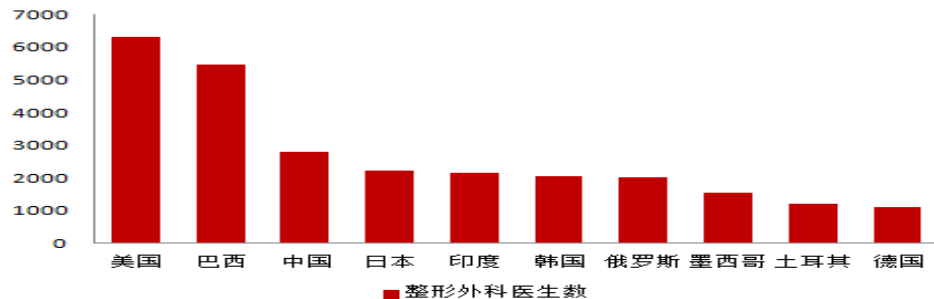


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.4 我国医美产业市场空间大

从整形项目数量和整形医师数量上看，我国已成为整形大国。据 ISAPS 统计，2014 年全球共计开展医疗美容手术类和非手术类项目约 2020 万例，其中非手术类项目数量多于手术类，两类项目过去几年的复合增速在 20% 左右。美国每年开展美容手术数量超过 300 万例，排在第一位，其后分别是巴西和中国。从医师数量上看，2014 年全球共有 4 万多名整形外科医师，中国拥有 2800 名，排在第三位，占全球 6.9%。

图 9：2014 年全球整形外科医师数排名(人)

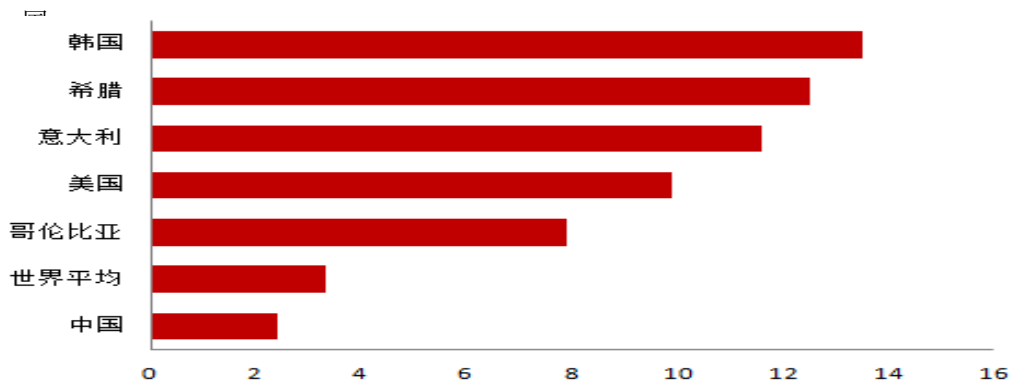


资料来源：ISAPS,中国产业信息网,东莞证券研究所

但与欧美成熟市场相比，我国人均医疗美容次数还较低，远低于韩国及世界平均水平。2013 年我国人均医疗美容次数仅为 2.4 次/千人，远低于韩国的 13.5 次/千人，也低于世

界平均水平 3.3 次/千人。

图 10: 2013 年全球主要地区人均医疗美容次数 (次/千人)

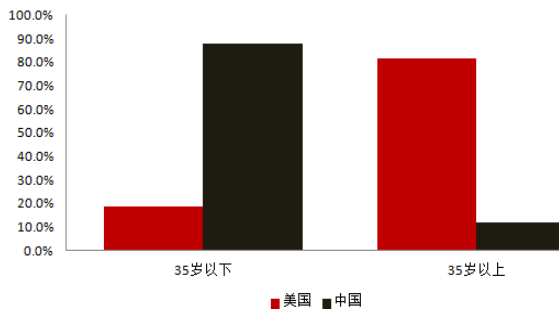


资料来源:《经济学人》,东莞证券研究所

透

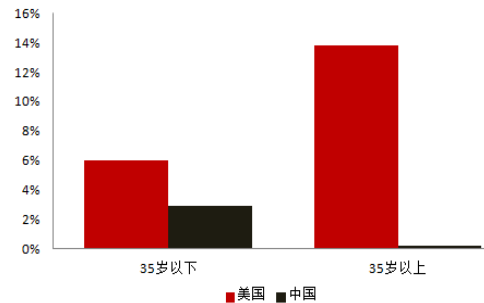
与欧美成熟市场相比,我国医美市场渗透率还较低。美国医美市场客户群主要为 35 岁以上,市场占比约为 81.5%,市场渗透率约为 13.8%;35 岁以下市场占比约为 18.5%,市场渗透率约为 6%。而我国主要消费群为 35 岁以下,市场占比约为 88%,市场渗透率约为 2.9%;35 岁以上市场占比约为 12%,市场渗透率仅为 0.2%。

图 11: 中美医美客户群年龄结构 (%)



资料来源: ISAPS,东莞证券研究所

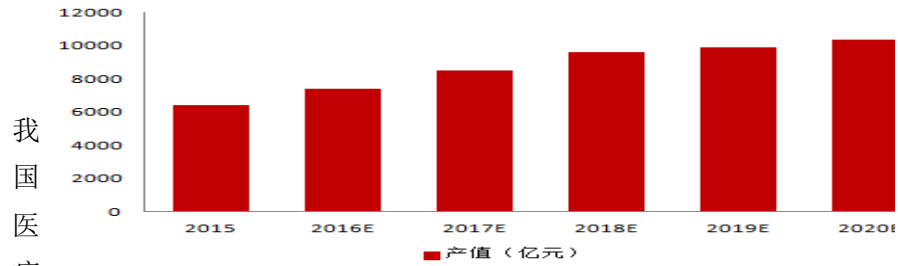
图 12: 中美医美客户群渗透率 (%)



资料来源: ISAPS,东莞证券研究所

预计未来五年我国医疗美容产业将保持快速增长。据智研数据中心数据显示,2014 年我国医疗美容产业总产值已超过 4500 亿元,预计到 2020 年将破万亿元,年均复合增速将超过 14%,增速高于 GDP 以及医药行业整体的增速。

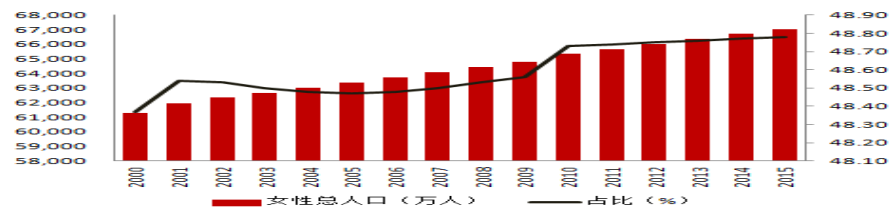
图 13: 我国医疗美容行业产值预测 (亿元)



资料来源: 智研数据中心整理, 东莞证券研究所

我国医疗美容产业未来增长的基础在于: 我国女性消费群体庞大、收入增长及消费观念转变等。医疗美容消费者主要为年轻女性, 其中以 20-45 岁年龄段为主。2015 年我国女性人口总量达到 6.7 亿人, 占总人口比例接近 49%。其中 20-45 岁女性人口占比约为 20%, 总数达到 2.75 亿人。未来随着收入的提高以及医疗美容观念的开放, 我国医疗美容产业将保持快速增长。

图 14: 我国女性人口数量及占比 (万人, %)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

4.定增推进童装品牌阿卡邦营销网络建设

公司定增募投项目之二阿卡邦品牌营销网络建设项目拟总投资 2.31 亿元, 其中定增募集资金拟投入额不超过 1.16 亿元, 项目建设周期为 2 年。公司未来将在国内一二线城市构建阿卡邦营销网络, 拟建设 150 家旗舰店和绩效店, 并通过明星代言、媒体投放、网络社区合作等方式进行线上线下推广活动。

表 7: 阿卡邦品牌营销网络建设项目投资构成

序号	项目名称	投资金额 (万元)
1	门店装修	9972
2	设备购置投入	1586.88
3	人员薪酬及培训	7372.75
4	营销推广及其他费用	1353.95
5	铺底流动资金	2844.22
	合计	23129.8

资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

阿卡邦成立于 1979 年，是韩国第一家专业经营婴幼儿服装和用品的公司，于 2000 年在韩国 KOSDAQ 上市。公司于 2014 年成为阿卡邦第一大流通股股东。阿卡邦产品覆盖 0-4 岁婴幼儿服装、用品、护肤品、玩具等孩童成长用品，旗下拥有 agabang、ETTOI、Putto、design skin、dear baby 等一系列自有品牌，并代理运营 Elle、Maternity 等外国品牌。2013 年阿卡邦在韩国市占率约 16%，排名第二。目前阿卡邦在韩国拥有 750 多个店铺；于 1996 年进入中国，目前在国内开设 80 多家专卖店。2015 年阿卡邦实现营业收入 8.73 亿元，净利润 9.67 万元，盈利状况较 2014 年有所好转（2014 年阿卡邦亏损 4748.71 万元）。

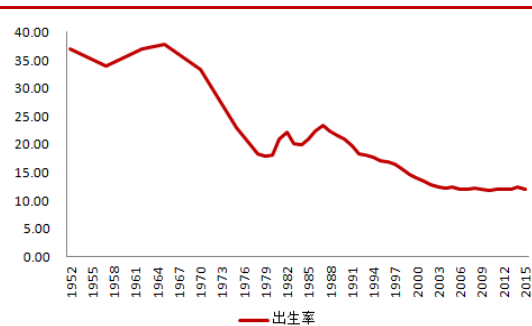
图15：阿卡邦产品



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

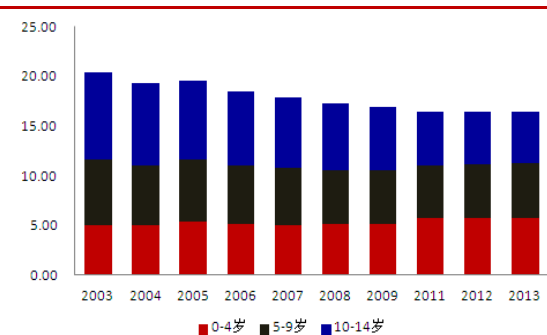
受益全面放开二胎政策，国内童装市场有望保持较快增长，公司募投项目的实施具备市场基础。随着第三次婴儿潮的 80 后陆续进入婚育年龄，我国即将迎来第四次婴儿潮。在全面放开二胎政策全面实施之后，我国第四次婴儿潮的时间有望延长到 2020 年左右。2015 我国出生率 12.07%，新生儿约 1659 万，0-4 岁婴幼儿约 7822 万，5-9 岁儿童约 7698 万，10-14 岁儿童约 7120 万。随着生育高峰的到来，预计到 2020 年我国新生儿数量有望突破 2000 万，0-4 岁和 5-9 年龄段儿童总量分别有望突破 8200 万和 8000 万；0-14 岁儿童总量有望突破 2.6 亿。根据 Euromonitor 预测，我国 2013 年童装市场规模约为 1200 亿元，预计到 2020 年童装市场规模有望达到 2000 亿元以上。

图16：我国出生率（‰）



数据来源：wind，东莞证券研究所

图17：我国各年龄段儿童数量占比（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

目前国内童装市场虽品牌众多，但市场集中度仍较低。据 Frost&Sullivan 报告，2014 年我国前 10 大童装品牌市占率仅为 8.8%，而美国童装市场前 10 大品牌市占率达到 35%，

美国童装龙头 Carter's 市占率达 12%。而国内童装第一品牌巴拉巴拉 2015 年市占率仅 4.5%。未来随着国内人均收入的提高和消费升级，童装市场集中度有望得到提高。

表 8：国内主要中高端童装品牌

品牌名称	目标消费群	品牌特点
巴拉巴拉	3-12 岁的儿童，中产阶级及小康家庭	自由、休闲、时尚、健康、运动、品类齐全、风格多样、无拘无束
派克兰帝	3-14 岁的儿童，受过高等教育、高收入家庭	快乐、舒适、健康和自信
小猪班纳	以 0-15 岁的婴儿、幼儿和儿童，中高收入家庭	时尚、运动、休闲、健康、活力
安奈儿	2-12 岁的儿童，一二线城市，中高收入家庭	童趣、自然、简约、舒适、优雅
巴布豆	2-16 岁的儿童，一二线城市，中高收入家庭	活泼、可爱、拟人化的卡通形象，童趣、明丽、清新
米奇	4-14 岁的儿童，一二线城市，中高收入家庭	融合迪斯尼卡通文化内涵，色彩鲜艳，个性突出

资料来源：品牌官网、东莞证券研究所

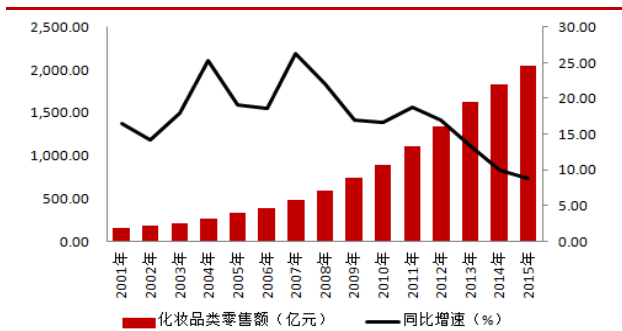
公司收购阿卡邦，并通过非公开募资推动阿卡邦在国内的营销网络建设。短期阿卡邦仍处于投入期，但随着国内线下渠道的拓展以及线上业务的发展，阿卡邦盈利状况有望加速好转。

5. 布局化妆品业务 未来有望切入国内化妆品市场

公司于 2016 年 11 月以自有资金 1.74 亿元投资韩国化妆品公司 L&P 2.5% 股权。本次股权购买完成后，公司将累计持有 L&P 12.31% 股权。L&P 是韩国近几年来增长最快的知名化妆品公司之一，业务规模居韩国同行业前列。该公司主要研发、生产和销售各类护肤品，旗下品牌包括“Mediheal”、“T.P.O”、“Mediental”、“Labocare”等，主打产品为 Mediheal 面膜（美迪惠尔，在中国又名“可莱丝”）。L&P 产品主要在韩国和中国销售。韩国的销售渠道包括免税店、药妆店、专卖店、超市、商场、药店等，实现了化妆品渠道的全覆盖，销量在多个渠道的面膜子品类中长期保持第一名。L&P 业绩近几年一直保持高速增长，2014 年公司面膜销量达到 7000 万张，销售额 3.14 亿元，同比增长 500% 以上；2016 年前三季度销售收入达到 12.7 亿元人民币，同比增长 150% 以上。目前，L&P 正在运作在韩国的上市工作，计划于 2017 年内在韩国挂牌上市，公司有望获得较好的投资收益。另外，公司拟与 L&P 商定在中国拓展化妆品业务。

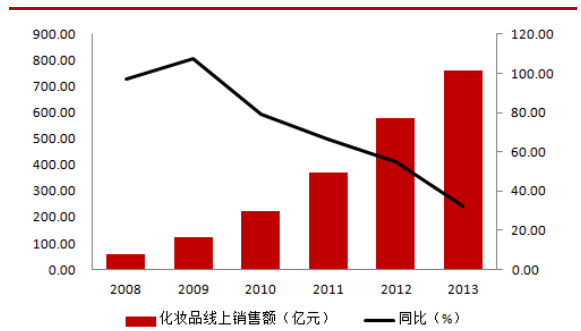
近几年我国化妆品市场保持较快增长，虽然线下零售增速有所放缓，但线上销售保持快速增长。根据 Euromonitor 统计数据，2015 年我国化妆品行业市场规模为 3156.3 亿元，2011-2015 年的年均复合增长率达到 8%。预计到 2020 年市场规模将达到 4352.4 亿元，2016-2020 年年均复合增长率约 7%。线上化妆品销售保持快速增长。近几年线上化妆品销售额增速保持在 25% 以上。

图18: 我国限额以上化妆品类零售额及其增速



数据来源: wind, 东莞证券研究所

图19: 我国线上化妆品销售额及其增速

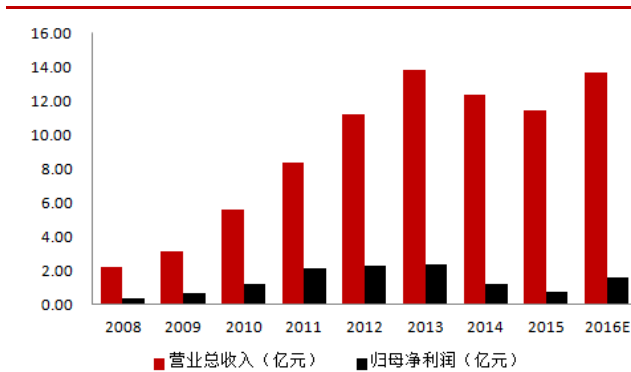


数据来源: wind, 东莞证券研究所

6. 转型业务拉动业绩回升

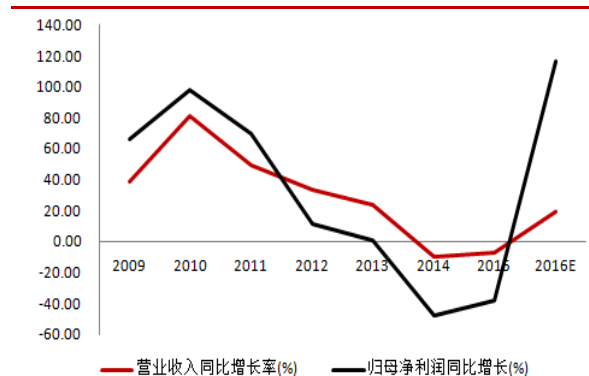
受益于转型业务的拉动, 公司业绩有所回升。根据公司 2016 年业绩快报, 公司 2016 年实现营业收入 13.67 亿元, 同比增长 19.51%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.61 亿元, 同比增长 116.5%; 业绩有所回升主要得益于医美子公司并表、投资标的盈利能力提升、女装主业业绩降幅收窄等因素。

图20: 公司近几年业绩 (亿元)



数据来源: wind, 东莞证券研究所

图21: 公司近几年业绩增速 (%)



数据来源: wind, 东莞证券研究所

7. 投资建议: 维持谨慎推荐评级

公司战略布局四大板块: 高端女装、婴童、医美和化妆品。其中女装主业终端渠道关闭力度有所减轻, 预计 2016 年是业绩低点, 2017 年有望逐步回升。童装投资韩国阿卡邦并定增募资推动其在国内渠道拓展, 阿卡邦盈利状况有望好转。医美未来将持续扩张米兰柏羽和晶肤医美连锁医院或诊所, 并定增募资自建医疗美容医院和诊所, 医美业务有望分享国内医美行业成长红利而实现较快增长。化妆品业务, 参股的韩国 L&P 化妆品公司计划于 2017 年内在韩国挂牌上市, 公司有望获得较好的投资收益; 公司计划与 L&P

共同开拓国内化妆品业务。公司持续推进战略转型，业绩有望保持回升。预计 2016-2017 年 EPS 分别为 0.4 元、0.5 元，对应 PE 分别为 47 倍和 37 倍。维持谨慎推荐评级。

8.风险提示

女装主业持续低迷、医美布局不达预期、非公开发行不能获得审核通过等。

表 9：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,144	1,367	1573	1,809
营业总成本	1,118	1,319	1446	1,620
营业成本	469	617	645	723
营业税金及附加	9	14	13	14
销售费用	408	451	519	561
管理费用	190	216	252	300
财务费用	27	1	3	3
其他经营收益	46	83	100	100
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	46	83	100	100
营业利润	73	131	226	289
加 营业外收入	8	51	10	10
减 营业外支出	3	1	1	1
利润总额	77	182	236	298
减 所得税	3	20	35	45
净利润	74	161	200	254
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	74	161	200	254
基本每股收益(元)	0.19	0.40	0.50	0.63
PE（倍）	100.89	46.60	37.49	29.63

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn