

# 朗姿股份 (002612) \ 纺织服装

## ——从衣美到颜美，内外兼修迎来增长

投资建议:

**推荐**  
 首次覆盖

当前价格:

8.74元

### 投资要点:

► **业绩增长提速，并购驱动高成长。**经过2014、2015、2016年的不断并购整合，公司从衣美到颜美，已经建立起多层次、多阶段需求的时尚品牌方阵。以阿卡邦为核心的绿色婴童业务逐步扩张到国内，以米兰柏羽、晶肤医美和高一生为核心的医美板块强势崛起。此外广州若羽臣科技股份有限公司和L&P化妆品有限公司的投资收益进一步丰厚公司业绩。今年前三季度公司实现营业收入19.96亿元，较上年同期增长21.37%；实现归属于上市公司股东的净利润1.85亿元，较上年同期增长80.58%。

► **内增来自时尚女装和资产管理，贡献公司现有利润。**女装业务板块和资产管理板块目前对公司现有净利润贡献占比合计超过70%，成为公司业绩的主要支撑。女装业务在经过去库存化、调整渠道布局、供应链管理等多重优化升级后，增长拐点已经出现，品牌方阵的搭建完成，满足多层次、多阶段需求，女装业务目前已经运营成熟，线下渠道调整和线上流量的获取成为推动未来增长的主要驱动。资产管理业务小试牛刀，2017年净利润贡献达到39%，初露锋芒。

► **外延来自绿色婴童和医疗美容，支撑公司未来增长。**阿卡邦目前在韩国市场的销售和渠道已经成熟，未来发展将转向国内，采用“线上+线下”、“自营+代理”等多元运营模式进行产业扩张，抓住国内二胎放开的红利。医美业务在成都、西安两大西部核心城市初步形成了“1+N”的产业布局，在行业驱动下未来或将成为产业版图下的核心盈利板块。

► **给予“推荐”评级。**目前公司致力于打造多产业互联协同的泛时尚生态圈，已经完成时尚女装、绿色婴童、医疗美容、资产管理四大业务板块的搭建，结构调整持续。综合以上分析，给予“推荐”评级，我们预计公司2018年至2020年的EPS分别为0.61元、0.71元和0.86元，对应当前股价PE分别为14.3倍、12.3倍和10.2倍。

► **风险提示：**医疗事故风险和医疗人才流失的风险；并购整合的风险、终端消费疲软的风险

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	400/203
流通A股市值 (百万元)	1,771
每股净资产 (元)	7.02
资产负债率 (%)	46.20
一年内最高/最低 (元)	14.53/8.11

### 一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号: S0590515090003

电话: 0510-85607875

邮箱: xuyi@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理

电话: 051082832787

邮箱: jiangtl@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,367.74	2,353.27	2,800.98	3,318.03	3,911.51
增长率 (%)	19.53%	72.06%	19.03%	18.46%	17.89%
EBITDA (百万元)	239.95	341.83	446.24	493.10	561.68
净利润 (百万元)	164.02	187.57	244.70	283.89	344.30
增长率 (%)	120.28%	14.36%	30.46%	16.01%	21.28%
EPS (元/股)	0.41	0.47	0.61	0.71	0.86
市盈率 (P/E)	21.32	18.64	14.29	12.31	10.15
市净率 (P/B)	1.42	1.31	1.21	1.11	1.01
EV/EBITDA	19.63	17.96	14.23	12.73	11.32

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

1.	内延式增长叠加外延式并购驱动高成长	4
1.1.	四大业务板块构架搭建完成	4
1.2.	转型带来业绩增长提速	4
1.3.	业务结构调整持续	5
2.	医美助力公司破冰，打开全新增长空间	7
2.1.	医美行业规模增速高，中国发展势头迅猛	7
2.2.	医美助力公司破冰，外延并购加速扩张	9
3.	女装渠道调整结束，增长拐点已现	13
3.1.	库存/渠道/供应链，多重优化升级	14
3.2.	品牌方阵搭建完成，满足多层次、多阶段需求	15
3.3.	中高端女装增长更快，多品牌竞争更具优势	17
4.	绿色婴童业务国内加速布局，瞄准时尚辣妈	18
4.1.	收购后整合效果显著，外稳内增	18
4.2.	加速国内渠道布局，未来销售增长可期	20
4.3.	国内童装行业增速高，竞争分散	20
5.	资管业务小试锋芒	21
6.	盈利预测	22
7.	风险提示	24

## 图表目录

图表 1:	公司四大业务板块构架	4
图表 2:	2013-2018 年前三季度营业收入及增速	5
图表 3:	2013-2018 年前三季度归母净利润及增速	5
图表 4:	2013-2018 年前三季度毛利率和净利率	5
图表 5:	2016 和 2017 年业务结构对比	6
图表 6:	时尚女装业务 2017 年出现复苏	6
图表 7:	婴童和医美业务规模实现快速增长	6
图表 8:	中国医疗美容市场规模 (单位: 亿元)	7
图表 9:	医美消费人群增速 (单位: 万人)	7
图表 10:	医美疗程全球占有率	7
图表 11:	每千人接受医疗美容疗程	7
图表 12:	中国和美国医美市场消费者年龄分布对比	8
图表 13:	医疗美容的消费动机	8
图表 14:	不同年龄层女性占女性总人口的比例	8
图表 15:	公司近年来的主要并购事件	9
图表 16:	公司医疗美容业务收入结构 (万)	9
图表 17:	米兰、晶肤医疗美容收入 (单位: 万)	9
图表 18:	L&P 近年来的营业收入变动	10
图表 19:	L&P 近年来的净利润	10
图表 20:	2016 年 1-12 月线上面膜品牌 TOP10	11
图表 21:	2017-2022 年中国面膜市场规模 (亿元)	11
图表 22:	米兰柏羽门店实景图	11
图表 23:	晶肤医美门店实景图	12
图表 24:	朗姿医美中韩联动生态圈	12
图表 25:	2018 年上半年门店数量	12

图表 26: 米兰柏羽和晶肤医美的业绩承诺.....	12
图表 27: 高一生主要服务项目.....	13
图表 28: 高一生服务流程.....	13
图表 29: 公司时尚女装业务销售收入 (百万) .....	13
图表 30: 2018H1 女装收入的品牌结构.....	13
图表 31: 朗姿 2013-2017 年存货周转率逐步提升 .....	14
图表 32: 2017 年女装上市公司存货周转率对比.....	14
图表 33: 2012-2018H1 年公司女装门店数量.....	15
图表 34: 近几年不同品牌的门店数量变动 .....	15
图表 35: 公司自主品牌、代理品牌的产品定位和目标客户 .....	15
图表 36: 朗姿品牌服饰营销展示图 .....	16
图表 37: 佰雅朗姿品牌服饰营销展示图.....	16
图表 38: 莱茵品牌服饰营销展示图 .....	16
图表 39: 玛丽品牌服饰营销展示图 .....	16
图表 40: 卓可品牌服饰营销展示图 .....	17
图表 41: FF 品牌服饰营销展示图 .....	17
图表 42: 2020 年中国女装市场零售额预测.....	17
图表 43: 中高端女装市场零售额.....	17
图表 44: 2016 年国内女装市场 CR10.....	18
图表 45: 中高端女装集中度偏低.....	18
图表 46: 阿卡邦旗下婴童品牌.....	18
图表 47: 婴童用品销售额统计 (单位: 百万元) .....	19
图表 48: 阿卡邦部分品牌线下门店 .....	19
图表 49: 上半年阿卡邦子品牌占婴童业务收入比重 .....	19
图表 50: 阿卡邦营业收入和净利润 .....	19
图表 51: 阿卡邦童装展示.....	20
图表 52: 阿卡邦天猫旗舰店商品展示.....	20
图表 53: 部分公司 2017 年童装销售收入 (亿元) .....	21
图表 54: 2016 年各国童装行业 CR5 .....	21
图表 55: 公司 2018-2020 年营收预测.....	22
图表 56: 女装、童装、医美行业可比上市公司估值情况对比 (以 11 月 10 日收盘价为基 准) .....	23
图表 57: 公司 PE-Band.....	23
图表 58: 财务预测摘要.....	25

## 1. 内延式增长叠加外延式并购驱动高成长

### 1.1. 四大业务板块构架搭建完成

公司成立之初以女装的生产、设计和销售为主业，主攻中高端女装市场，近年来随着快时尚的蓬勃发展和国际轻奢品牌的不断进入，国内高端女装品牌的消费受到抑制，公司女装销售疲软。面对经济发展的新常态和新趋势，公司在巩固和发展现有主业的基础上，推动“泛时尚产业生态圈”的互联网化和国际化。2014年公司投资韩国知名童装上市公司阿卡邦，成为其第一大流通股东，将时尚的触角由中高端女装拓展到婴幼儿服装及用品，2015年收购 DKH 部分股权，正式进军医美行业，借助于韩国先进的整形美容医疗团队和技术，迅速铺开整形美容板块的布局，由衣美兼具颜美。目前公司已经形成了以时尚女装业务板块、绿色婴童业务板块、医疗美容业务板块和资产管理业务板块为主的多产业互联协同的泛时尚生态圈。

**图表 1：公司四大业务板块构架**

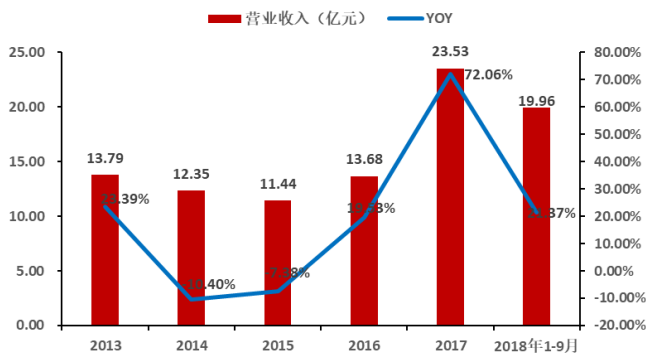


来源：公司公告 国联证券研究所

### 1.2. 转型带来业绩增长提速

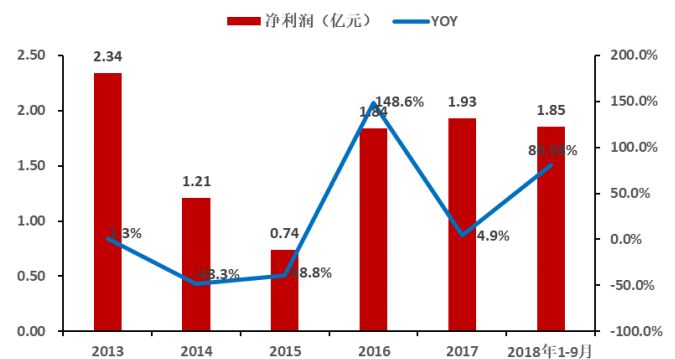
经过 2014、2015、2016 年的不断并购整合，公司从衣美到颜美，已经建立起多层次、多阶段需求的时尚品牌方阵。阿卡邦以及“米兰柏羽”和“晶肤医美”六家医美板块的控股子公司的并表带动公司业绩 2016 年实现快速反弹。此外广州若羽臣科技股份有限公司和 L&P 化妆品有限公司的投资收益加速了公司的业绩提速的趋势。2017 年度，公司实现营业收入 23.53 亿元，较上年同期增长 72.06%；实现营业利润 2.24 亿元，较上年同期增长 29.27%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.88 亿元，较上年同期增长 14.36%。2017 年受到计提存货跌价准备、坏账准备、可供出售金融资产 Hifashion 的减值准备影响，净利润增速下滑，但是 2018 前三季度公司归属于母公司的净利润增长达到 80.58%。未来公司将持续稳健推进构筑“泛时尚产业互联生态圈”战略，女装、婴童、医美、化妆品将共同推动公司增长持续。

图表 2: 2013-2018 年前三季度营业收入及增速



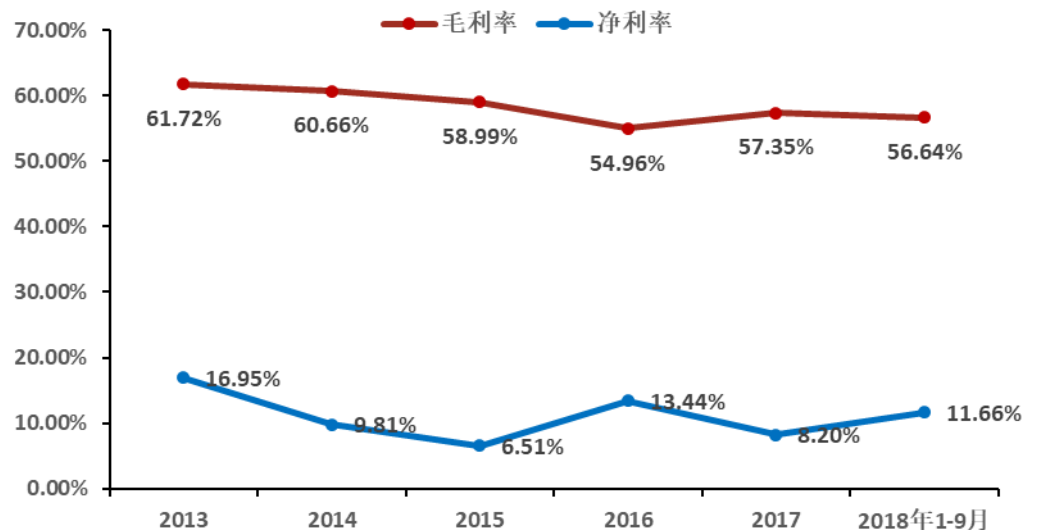
来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 2013-2018 年前三季度归母净利润及增速



来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 2013-2018 年前三季度毛利率和净利率



来源: WIND 国联证券研究所

### 1.3. 业务结构调整持续

2016 年 8 月公司取得株式会社阿卡邦的控制权, 自此, 9 月开始阿卡邦由公司的参股公司变为控股子公司并表, 不再作长期股权投资处理。“米兰柏羽”、“晶肤医美”品牌及其旗下六家医疗美容机构也自 2016 年 9 月开始并表。

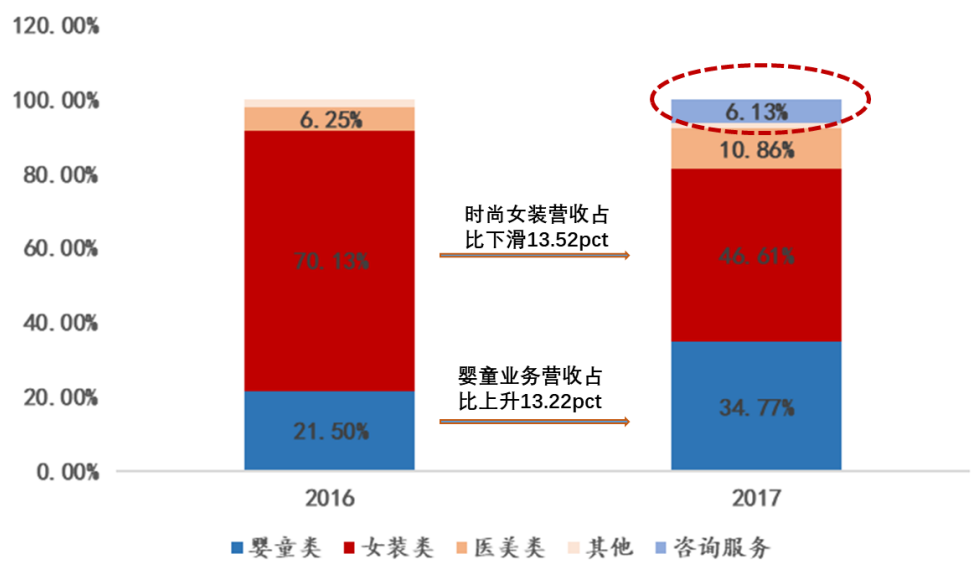
**时尚女装业务:** 受整个行业的影响, 公司的女装业务 2013 年之后呈现下滑趋势, 2017 年开始逐步实现复苏。2017 年公司实现女装营业收入 11.1 亿元, 同比增长 13.60%, 总营收占比下降 13.52pct, 但目前仍然占据公司半壁江山。

**绿色婴童业务:** 2014 年公司进军母婴行业, 投资韩国品牌童装阿卡邦。2017 年度, 阿卡邦在韩国销售收入和业绩相对稳定; 国内销售收入因渠道增加, 增长 40%。受国内渠道铺设力度加快影响, 店铺开设成本增加, 整体业绩有所下滑。2017 年度, 占公司总营收的比例提升到 37.04%。

**医疗美容业务：**2017年度，朗姿医美实现营业收入2.56亿元、为公司贡献净利润1921.42万元，其中“米兰柏羽”和“晶肤医美”六家医美板块做出业绩承诺的控股子公司，实现净利润3096.46万元。医美业务的营收占比已经达到34.77%。

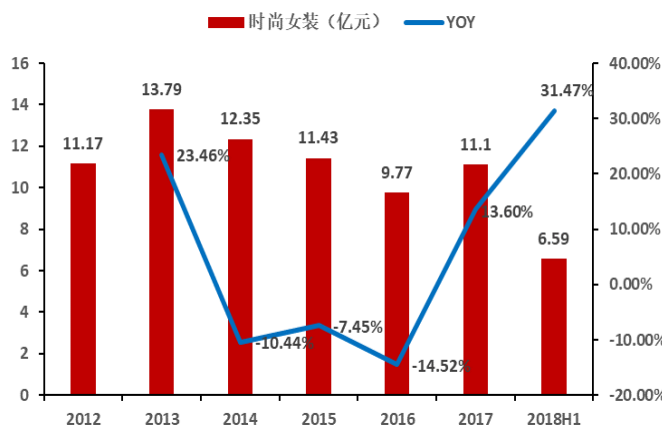
**资产管理业务：**朗姿韩亚资管自2017年6月份正式开展业务以来，发展迅速，已完成组织结构自上而下的搭建，并将触角从国内拓展到香港、韩国，业务范围逐渐扩大。2017年度朗姿韩亚资管实现销售收入1.44亿元，为公司贡献净利润7570.52万元。

图表 5：2016 和 2017 年业务结构对比



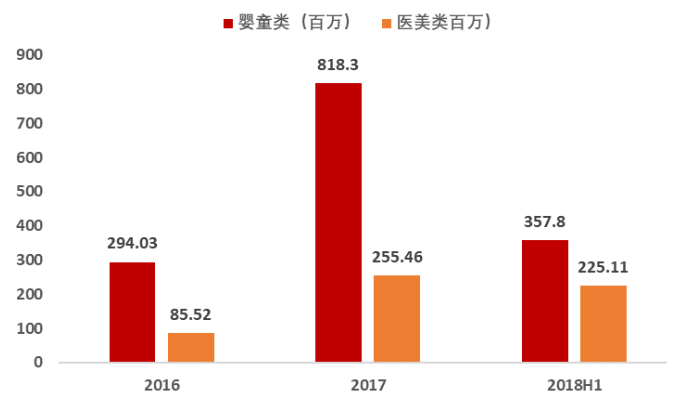
来源：公司公告 国联证券研究所

图表 6：时尚女装业务 2017 年出现复苏



来源：WIND 国联证券研究所

图表 7：婴童和医美业务规模实现快速增长



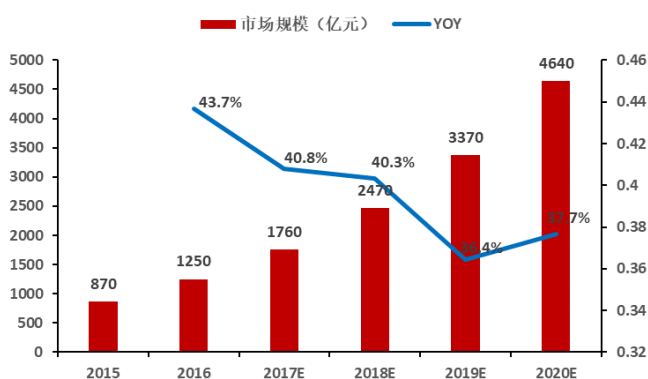
来源：WIND 国联证券研究所

## 2. 医美助力公司破冰，打开全新增长空间

### 2.1. 医美行业规模增速高，中国发展势头迅猛

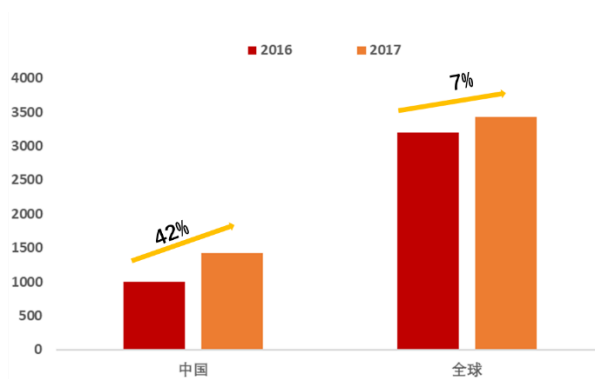
根据清科研究中心发布的《2017年医疗美容行业研究报告》，目前中国已经是医美行业全球第三大市场，预计将于2017年超过巴西成为第二大市场，行业未来发展空间巨大。2015年中国医疗美容市场的规模仅为870亿人民币，2016年增速达到43.7%，市场规模突破1250亿元，预计2017年将达到1760亿人民币，此外分析预测到2020年市场规模将达到4640亿人民币，年均复合增长率达到40%。此外根据新氧白皮书显示，2017年预计将有1400万中国人通过医美变美，较2016年同比增长高达42%，远高于7%的全球增速，中国成为全球医美发展速度最快的国家。

图表 8: 中国医疗美容市场规模 (单位: 亿元)



来源: CICC 国联证券研究所

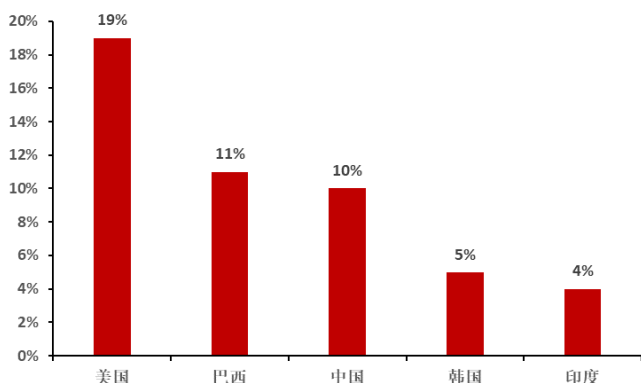
图表 9: 医美消费人群增速 (单位: 万人)



来源: 新氧大数据 德勤咨询 国联证券研究所

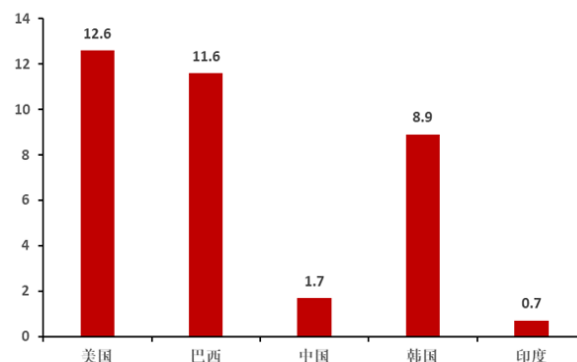
中国医疗美容全球市场占有率为10%；韩国和印度分别为5%和4%全球占有率，位列第四、第五大医疗美容国家。虽然中国的市占率相对韩国较大，但是根据ISAPS2015年数据显示，中国医疗美容程序渗透率却非常低。以每千人接受医疗美容程序为单位，中国人每千人接受医美程序仅为1.7，对比美国为12.6，巴西11.6，韩国8.9。因此与其他主要医美国家相比，中国医美市场规模和全球占有率逐渐增长的同时，医美程序渗透率较低，仍然存在较大的提升空间。

图表 10: 医美程序全球占有率



来源: Technavio 清科研究所 国联证券研究所

图表 11: 每千人接受医疗美容程序

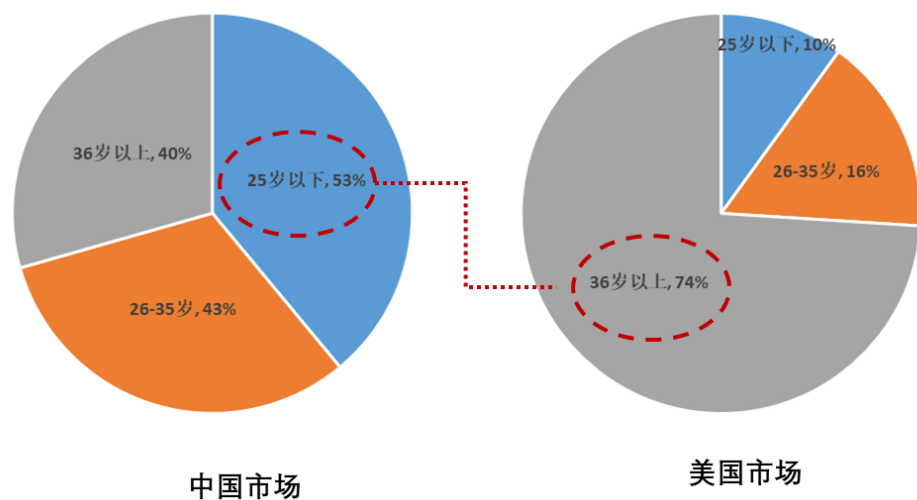


来源: 德勤咨询 ISAPS 国联证券研究所

根据新氧发布的 2017 医美行业白皮书披露的数据显示，源源不断的年轻人加入医美消费者的行列，在中国医美市场，25 岁以下的消费者占比超过 50%，35 岁以下的占比高达 96%；然而对比美国医美市场，74%以上的消费是年龄在 36 岁以上。美国消费者更倾向于通过医美来对抗衰老，而中国消费者更倾向于变美，追求更加漂亮的自己，国内仍然存在较大的抗衰老市场等待开发。

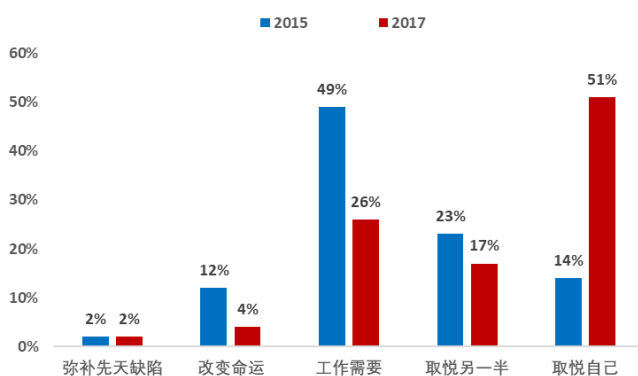
我们认为对颜值的追求仍将驱动国内美学经济的快速发展。首先从国内医美消费的动机我们可以看到，取悦自己的消费动机占比已经超过 50%，主观对颜值的追求已经不是明星、网红所具有的特征，而且普通大众共同心之所向。其次，目前国内对医美的消费还停留在微调变美的阶段，而对于抗衰老的市场开发甚少，对比国外市场，35 岁以上的年龄层的医美消费市场仍存在巨大的挖掘空间。最后收入的增加为那女性提供了消费的基础，新氧白皮书显示收入越高，变美欲望越强，月薪三万以上的女性，80%的想整，10%的敢整，5%的人年度支出曾在 20 万元以上。

图表 12: 中国和美国医美市场消费者年龄分布对比



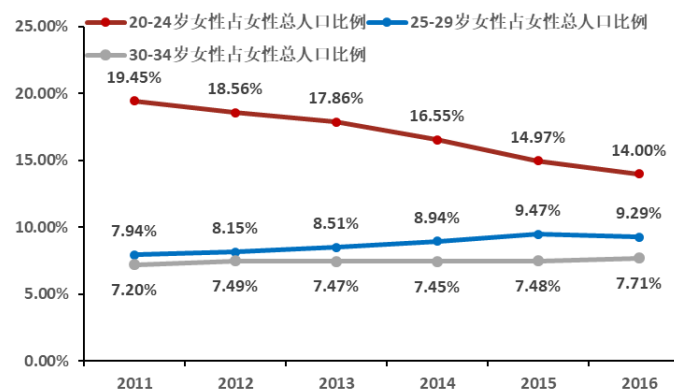
来源：新氧白皮书 国联证券研究所

图表 13: 医疗美容的消费动机



来源：新氧白皮书 国联证券研究所

图表 14: 不同年龄层女性占女性总人口的比例



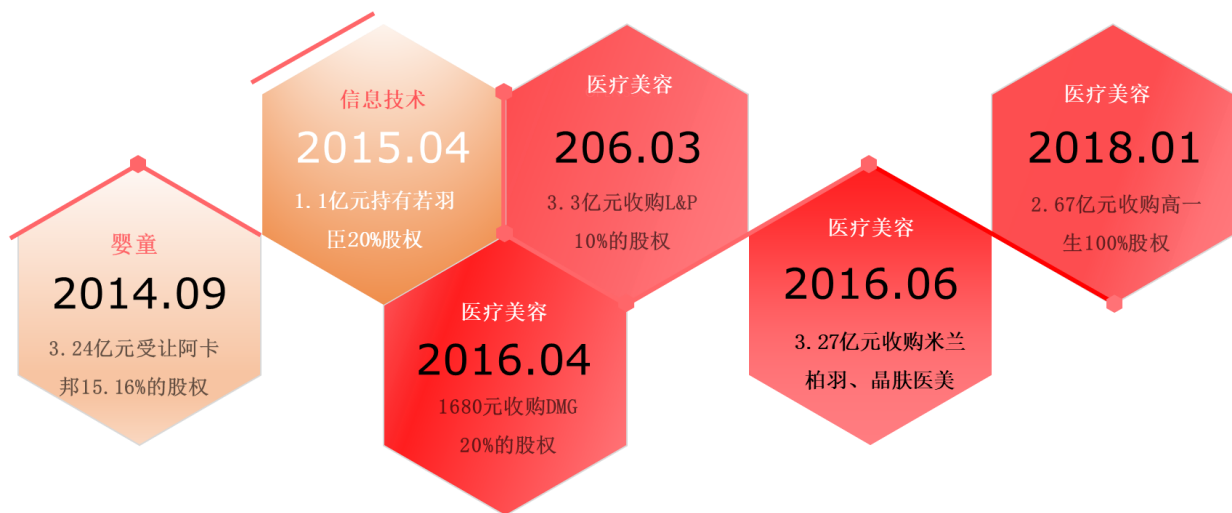
来源：WIND 国联证券研究所



## 2.2. 医美助力公司破冰，外延并购加速扩张

2016年4月公司与DMG正式签署转让协议，公司分别投资30亿韩元（约合人民币1680万元）收购DMG20%的股权和投资15亿韩元（约合人民币840万元）收购DKH20%的股权，并通过DKH间接持有DMG10%的股权。投资完成后公司将直接和间接合计持有DMG30%的股权。在第一轮战役打响之后，公司又3.3亿元收购L&P Cosmetic Co., Ltd. 10%的股权，通过引进韩国化妆品、医疗美容为新的突破口，紧密围绕目标客户的核心需求，挖掘“颜值经济”蕴藏的无限商机。确立了“泛时尚产业互联生态圈”的战略转型后，公司不断在加快医美领域的布局，2016年6月，3.27亿元收购了四川米兰63.49%的股权以及深圳米兰、四川晶肤、西安晶肤、长沙晶肤、重庆晶肤70%的股权；2017年12月，公司子公司朗姿医疗计划以自有或自筹资金2.67亿元收购高一生100%股权，医美布局再下一城。

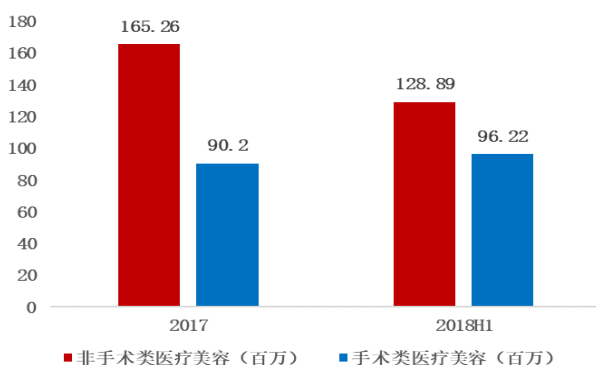
图表 15：公司近年来的主要并购事件



来源：公司公告 国联证券研究所

经过不断地外延并购，公司的医美布局板块已经形成，朗姿医疗已逐步在成都、西安两大西部核心城市初步形成了“1+N”的产业布局。从收入的结构来看公司的医疗美容以非手术类医疗美容为主，一部分原因是由于市场接受度更高。

图表 16：公司医疗美容业务收入结构（万）



图表 17：米兰、晶肤医疗美容收入（单位：万）

品牌方式	2018年上半年		2017年	
	金额	占医美营业收入比重	金额	占医美营业收入比重
米兰柏羽	12878.66	57.21%	19184.10	75.10%
晶肤医美	4221.31	18.75%	6362.00	24.90%
高一生	5411.12	24.04%		
合计	22511.09	100%	25,46.10	100%

来源: WIND 国联证券研究所

来源: 公司公告 国联证券研究所

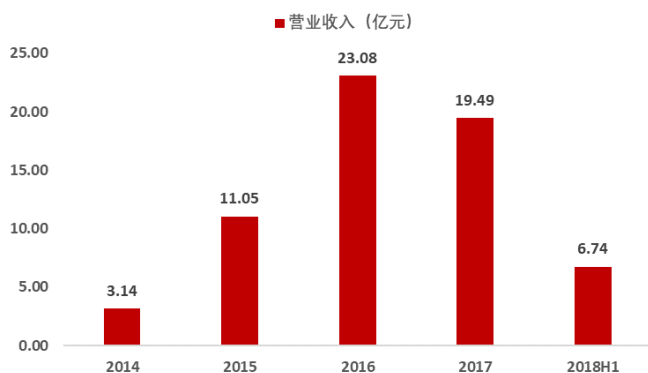
### ➤ DKH

DKH 与新加坡 Dream International Holdings 共同控制 DMG, 分别持有 DMG 公司 50% 的股权。DMG 是韩国一家专门从事整形美容服务的集团, 通过管理服务协议控制设立于韩国首尔的整形美容医疗机构 DPS。DPS 成立于 1999 年, 由韩国整形美容医疗领域的技术精英所创建, 医疗团队共有 13 名专科医生和 100 多名职员, 设立有整形外科、皮肤科、牙科及其它辅助科室。DPS 目前年接诊量接近 3 万人次, 其中非韩国籍客户约占 40%, 是韩国知名的整形美容医疗机构之一。2017 年权益法核算下梦想医院 DKH 实现投资收益 1.4 万元, DMG 实现投资收益 30.9 万元, 虽然目前对公司业绩贡献较小, 但是 DKH 和 DMG 对接的是韩国先进的医疗美容技术, 对于未来公司医美板块的布局 and 战略扩张来说起到了非常重要的作用。

### ➤ L&P

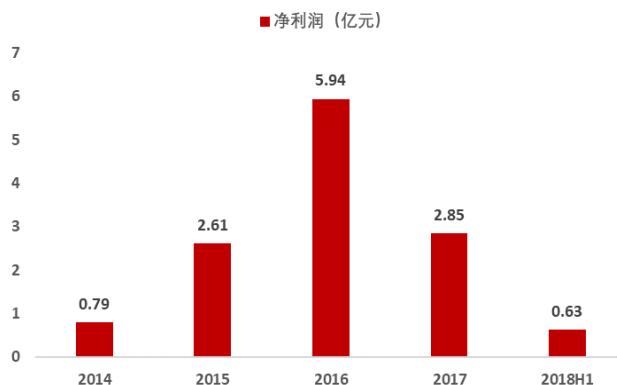
L&P 是韩国近几年来增长最快的知名化妆品公司之一, 业务规模居韩国同行业前列。公司主要研发、生产和销售各类护肤品, 旗下品牌包括“Mediheal”、“T.P.O”、“Mediental”、“Labocare”等, 主打产品为 Mediheal 面膜 (美迪惠尔, 在中国又名“可莱丝”)。“Labocare”是美迪惠尔旗下的高端品牌。公司产品在中国具有广泛影响力, 是中国游客访韩期间购买量最多的韩国面膜品牌。2017 年受到萨德事件的影响, 中国赴韩游客骤减 46.9%, 仅有 439 万人次。游客人次的大幅下降使得韩国免税业也受到了冲击, 乐天、新世界利润下滑。免税渠道销售占比达到 28% 的 L&P 也没能幸免, 公司 2017 年度盈利水平有所下降。今年二季度以后, 五一假期推动下赴韩游客略有升温, 但是从上半年总体趋势来看, 并没有明显的增长趋势, 2018 年全年 L&P 业绩有望依旧承压。

图表 18: L&P 近年来的营业收入变动



来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 19: L&P 近年来的净利润

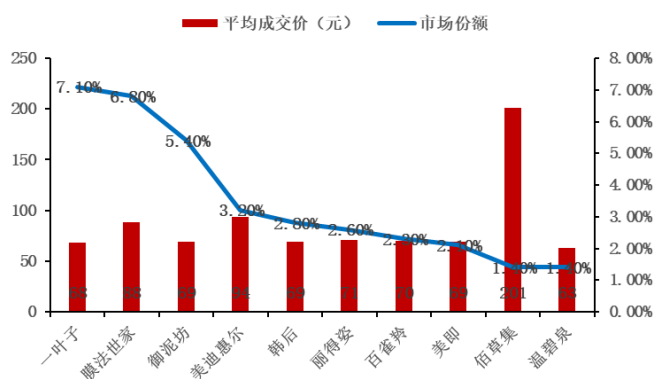


来源: 公司公告 国联证券研究所

虽然政治因素带来的业绩下滑短期对公司的影响难以改变, 但是从行业层面来看, 面膜销售市场规模大、发展快、前景好, 2017 年中国面膜市场零售总额达到 191 亿元, 同比增长超过 10%, 面膜类产品已占到护肤品市场份额的 10.0%, 预期到 2022 年, 面膜市场的规模将突破 300 亿元。且在消费选择中, 国外的面膜对市场的抢占比较明

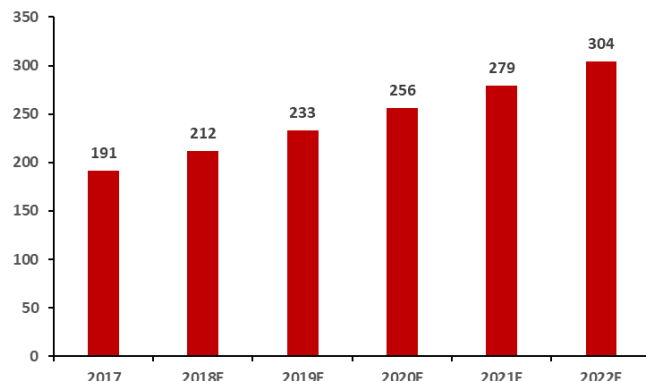
显，以日本、韩国尤为突出。因此在大环境下，L&P 仍然存在增长的空间。

图表 20: 2016 年 1-12 月线上面膜品牌 TOP10



来源: 星途数据 国联证券研究所

图表 21: 2017-2022 年中国面膜市场规模 (亿元)



来源: 前瞻产业研究院 国联证券研究所

### ➤ 米兰柏羽、晶肤医美

**米兰柏羽:** 坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌。米兰柏羽经过多年稳健经营，在成都、四川乃至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，沉淀了丰富的行业经验，形成了较强的区域化竞争优势。四川米兰柏羽占地面积 3 亩，建筑面积 1 万平方米，主要分为咨询设计区、门诊治疗区、病房、手术室、国际牙科、SPA、VIP 专属服务区及 VIP 会所、行政办公区功能区划分。其中手术室有 7 间，包括 2 间千级、2 间万级、3 间十万级。病房一共设计床位有 26 张病床和 9 张复苏观察床，标准单人病房 6 间，双人病房 7 间。

图表 22: 米兰柏羽门店实景图



来源: 公司公告 国联证券研究所

**晶肤医美:** 专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌。晶肤医美定位于“医学年轻化”连锁品牌，专注于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。晶肤医美秉承“晶肤，让爱年轻”的品牌理念，建立以皮肤激光美容服务为塔基，微整形、皮肤抗老化管理为塔腰，医学年轻化抗衰老为塔尖的金字塔形产品体系，在“医学年轻化”这个前沿细分市场中具有强有力的竞争优势。

图表 23: 晶肤医美门店实景图



来源：公司公告 国联证券研究所

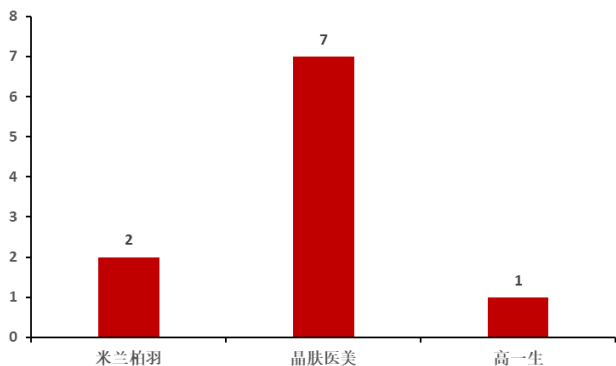
图表 24: 朗姿医美中韩联动生态圈



来源：公司公告 国联证券研究所

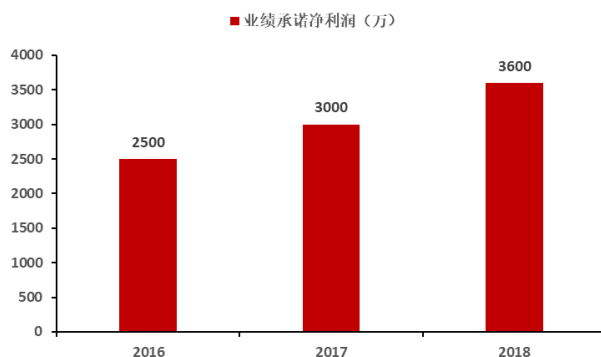
2016 年通过控股的方式拥有我国高端综合性医美品牌“米兰柏羽”和专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌“晶肤医美”后，公司的医美版图再度扩充。2017 年度，朗姿医疗通过投资控股和员工合伙人计划分别在成都和西安合计新增 3 家晶肤医疗诊所，目前米兰柏羽拥有成都、深圳两家，晶肤医美拥有 7 家线下门店，主要分布在成都、重庆、长沙和西安，新收购的高一生拥有线下门店一家。公司将采用 1+N 的扩张战略，以米兰、晶肤、高一生三大医美品牌，自西南、西北市场为基点，抢占各地区市场龙头地位，并逐步向全国其他一、二线城市拓展。

图表 25: 2018 年上半年门店数量



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 26: 米兰柏羽和晶肤医美的业绩承诺



来源：公司公告 国联证券研究所

### ➤ 高一生

2017 年 12 月，公司子公司朗姿医疗计划以自有或自筹资金 2.67 亿元收购高一生 100% 股权，目前股权交割尚未完成。高一生创始于 1991 年，是一家集美容外科、

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。高一生精心打造 8000 平米酒店式塑美空间，拥有国际层流净化手术室 6 间、观察室、输液治疗室，以及专业 VIP 病房。高一生拥有全球高端医疗仪器，并与美国、韩国等国医生建立定向交流机。

图表 27: 高一生主要服务项目



来源: 公司官网 国联证券研究所

图表 28: 高一生服务流程



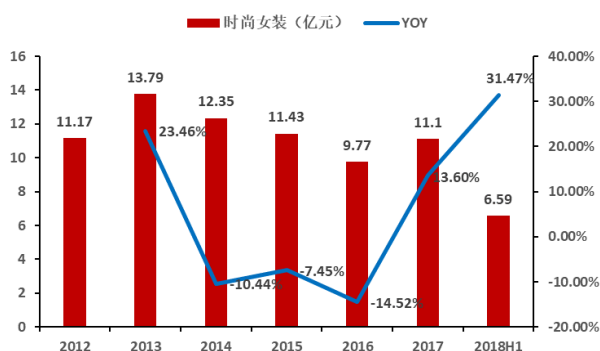
来源: 公司官网 国联证券研究所

总结上文我们对医美行业未来发展驱动的分析, 对颜值的追求在可支配收入增加的支撑下将持续高增长, 目前的医美停留在微调的阶段, 随着未来抗衰老市场的打开, 市场规模将会进一步扩大, 乘行业东风, 未来公司医美业务将进一步拥抱资本, 向规范化、品牌化和连锁化发展, 贯彻“时尚医美、品质医美”的发展理念, 跻身医美行业品牌领先者行列, 努力把医美业务打造成时尚产业版图下新的核心盈利板块。

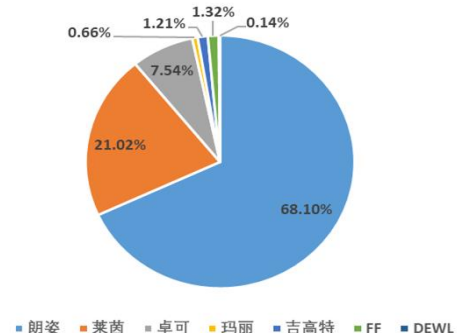
### 3. 女装渠道调整结束, 增长拐点已现

在全国重点大型零售企业服装商品零售额增速下滑的背景下, 2014 年开始公司的女装业务销售收入出现了断崖式下跌, 加之电商渠道发展带来的冲击, 人们消费模式发生改变, 连续三年公司的女装销售收入均维持在负增长的态势。在流量红利释放的时期, 公司应对这一下滑的趋势迅速的做出了调整。上半年女装业务实现销售收入 6.59 亿元, 同比增长了 31.47%。

图表 29: 公司时尚女装业务销售收入 (百万)



图表 30: 2018H1 女装收入的品牌结构



来源：公司公告 国联证券研究所

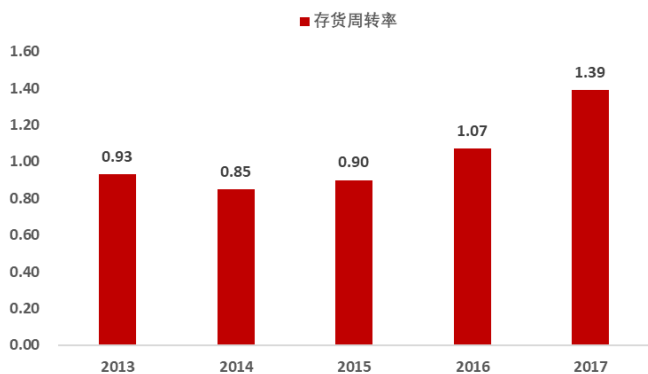
来源：公司公告 国联证券研究所

### 3.1. 库存/渠道/供应链，多重优化升级

➤ **积极获取线上流量，推动线上业务发展。**面线上流量带来的红利，受到冲击后的公司，反应迅速，积极拥抱互联网，运用互联网思维（用户体验、会员数据、互动）推动线上业务发展，着力打造电商销售模式升级，提升消费者购物体验，实现对不同地区、不同消费群体覆盖。同时用大数据采集和分析，进一步加强精准的产品营销、线上品牌塑造和资源整合，打造线上线下协同发展、资源联动的立体营销模式。2017年电商销售收入已达亿元，未来将加快打通全渠道，实现公司产品体系、会员体系及服务体系的线上线下一体化融合。

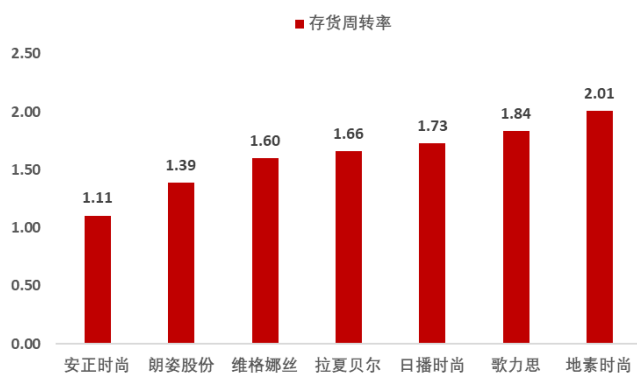
➤ **加快去库存化，优化存货结构。**根据智研咨询的服装研究报告显示，2012年至2016年，中国服装业的行业平均存货周转率一直维持在1.2次/年左右。而公司的2015年之前存货周转率始终在一个相对较低的水平，远远低于行业均值。2015年之后以较快的反应速度加大力度消化库存，降低因存货资金占用带来的经营风险，2017年库存周转率达到1.39次/年，在女装上市公司中远超过同行。

图表 31：朗姿 2013-2017 年存货周转率逐步提升



来源：WIND 国联证券研究所

图表 32：2017 年女装上市公司存货周转率对比



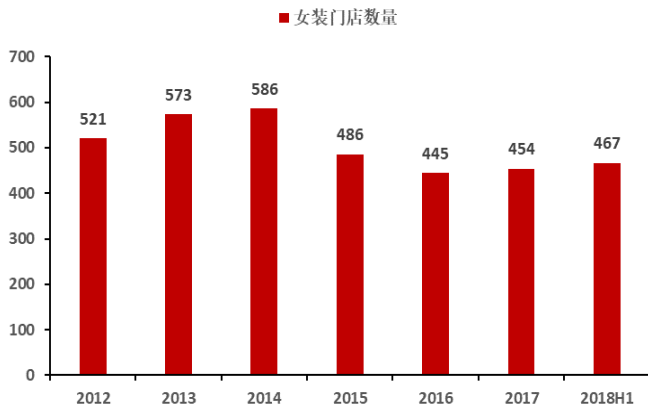
来源：WIND 国联证券研究所

➤ **优化供应链，深耕精细化管理。**公司非常重视打造高效的供应链管理体系，目前已建成国内服装行业最先进、最快捷的企业管理智能应用系统（SAP）、仓储和物流应用系统（WMS）以及客户关系管理（VIP）系统等。实现线上线下库存的一体化，形成有体系、有组织结构、有可续数据的质量管理信息系统。优异供应链整合能力、强大的质量管理体系、高效的物流配送体系是支撑公司良性运作的保障。

➤ **调整渠道布局，在加快亏损店铺关停并转的同时，渠道下沉三四线城市。**2015 年开始，公司开始认识到消费习惯的改变带来的线上对线下的冲击，公司实体店铺的效益受损，对持续效益差的店铺及时进行关停调整，腾出资金和人力资源对重点店铺进行打造，将资源得到有效使用。2015 年线下女装门店数量骤降到 486 家，2016 年持续调整，2017 年公司加大了渠道布局的调整力度，由于“玛丽”品牌全线收缩，门店数量由 2015 年的 37 家到 2017 年仅剩下一家，其余“朗姿”维持在 225 家，“卓可” 35 家。2017 年全年关停低效店铺 72 家，新开店铺 81 家，随着三四线城市消费

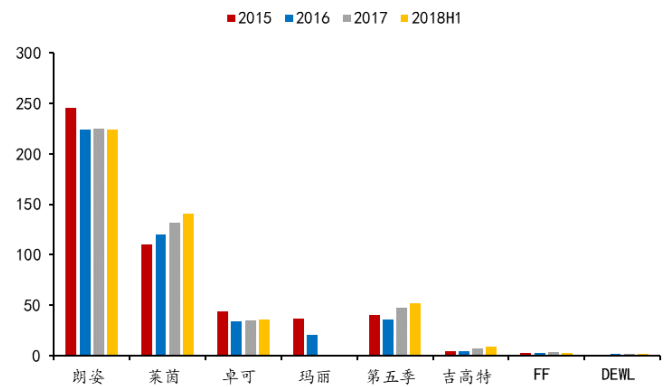
能力的提升，公司本年度着力推进针对三四线城市的“小朗姿”和“莱茵”品牌的渠道下沉，通过挖掘现有和未来的消费潜力，保证女装业务的持续提升。

图表 33: 2012-2018H1 年公司女装门店数量



来源: WIND 国联证券研究所

图表 34: 近几年不同品牌的门店数量变动



来源: 公司公告 国联证券研究所

### 3.2. 品牌方阵搭建完成，满足多层次、多阶段需求

公司 2000 年创立了朗姿品牌，切入中高端女装市场，在市场初立口碑后，不断孕育出引领时尚潮流的新品牌，目前公司旗下拥有“自主创立”共 4 个，分别是朗姿、俪雅朗姿、玛丽和莱茵；拥有“代理运营”品牌共 4 个，分别是卓可、吉高特、FF、DEWL。第五季是公司旗下的奥特莱斯，专注于品牌折扣店，致力于以超低惊喜折扣，令消费者真正体验到“大品牌，低价格，高品质”的优雅生活方式。公司通过差异化的产品定位及设计风格，一方面满足女性客户多层次的个性化需求，如追求自我、强调品质、充满活力等；另一方面满足她们多种年龄段的表达诉求，如成熟女装、中淑女装、少淑女装等已经建立满足多层次、多阶段需求的时尚品牌方阵。

图表 35: 公司自主品牌、代理品牌的产品定位和目标客户

品牌	产品定位	创立时间	2018H1 门店数量	目标客户
朗姿	成熟女装	2000	224	30—50 岁，事业有成追求自我体现的都市成熟女性
俪雅朗姿	成熟女装	2013		35—55 岁，事业有成讲究个人品位与独特气场的成熟女性
莱茵	中淑女装	2006	141	25—45 岁，希望展现个性、时尚追求生活方式的都市白领女性
玛丽	少淑女装	2011	0	18—35 岁，追求时尚个性的都市年轻女性
第五季	奥特莱斯	2015	52	专注于品牌折扣店，致力于以超低惊喜折扣，令消费者真正体验到“大品牌，低价格，高品质”的优雅生活方式
卓可	成熟女装	2003	26	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
吉高特	成熟女装	2013	9	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
FF	成熟女装	2015	2	30—45 岁，充满活力的，具有国际视野的职业女性
DEWL	少淑女装	2015	3	20—35 岁，追求品味和现代感的都市年轻女性

来源: 公司公告 国联证券研究所

朗姿品牌创立 2000 年，经过多年沉淀，凝萃时装精华，产品系列分为“永恒朗姿”、“时尚朗姿”、“日常朗姿”三大主题，产品风格以商务装和日常装以及少量礼服为主，面料主要来自于欧洲、日本和韩国。2013 年推出为高端女性量身打造的高级日常系列俪雅朗姿 (liaalancy)，2018 年推出更加亲民、更易打理、更高性价比的 thelancy，构成“Luxury, Life & Love/奢侈、生活与爱的 3Ls”朗姿三淑品牌形象。

图表 36: 朗姿品牌服饰营销展示图



来源: 公司官网 国联证券研究所

图表 37: 俪雅朗姿品牌服饰营销展示图



来源: 公司官网 国联证券研究所

莱茵产品包括知性女性、高端系列、活力针织、时尚都市、商务通勤五大莱茵风格线，莱茵并根据不同的场景进行相应场合服装的设计研发，品牌更加关注追求品位，崇尚时尚的高品质成功女性。玛丽是朗姿股份旗下高端少女女装品牌，近年来已经逐步退出了国内市场，从上半年的中报来看，目前国内门店已经全部关闭。

图表 38: 莱茵品牌服饰营销展示图



来源: 公司官网 国联证券研究所

图表 39: 玛丽品牌服饰营销展示图



来源: 公司官网 国联证券研究所

卓可、吉高特、FABIANA FILIPPI (菲比亚娜·斐丽比/FF)、DEWL 均为公司的代理品牌。卓可秉承了韩国女装精致优雅的风格特质，巧妙融合多风格元素，并不断推陈出新，2003 年引入，今年上半年门店数量已经达到 26 家，成为代理品牌中门店数



量布局最多的品牌；吉高特定位高端时尚女装，覆盖群体为 20-50 岁的都市白领女性，2013 年引入中国，目前线下门店有 9 家；FF 以女性整体装束系列为主，产品多按意大利制造传统，以当地真丝、羊毛及羊绒为原料经过深度技术织造而成，从独特的角度倡导高雅而轻松的生活方式；DEWL 产品全部由韩国知名设计师操刀，在设计风格中，将经典与现代相结合，法式精致与摩登共存，横跨高级定制和街头时装的多样性，通过象征塑造出高端形象，目前国内门店仅有三家。

图表 40: 卓可品牌服饰营销展示图



来源：公司官网 国联证券研究所

图表 41: FF 品牌服饰营销展示图



来源：公司官网 国联证券研究所

### 3.3. 中高端女装增长更快，多品牌竞争更具优势

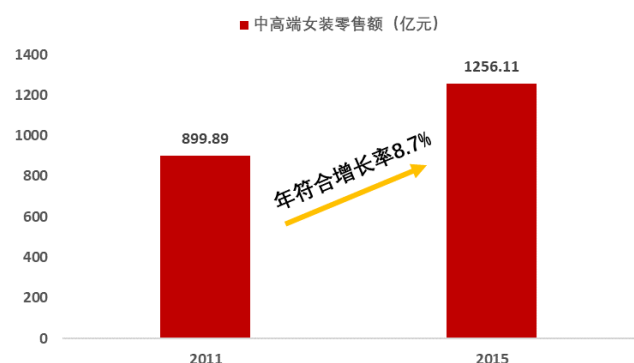
根据 Euromonitor 研究报告披露的数据显示，2011 年至 2015 年我国女装市场的零售额自 4834.59 亿元增长至 6430.34 亿元，年复合增长率达到 7.39%。另外报告仍预测到 2020 年，我国女装市场的零售额将达到 8960.03 亿元。研究报告中显示我国中高端女装市场的零售额自 2011 年的 899.89 亿元增长至 2015 年的 1256.11 亿元，年复合增长率为 8.70%，高出整体女装市场 1.3pct。

图表 42: 2020 年中国女装市场零售额预测



来源：Euromonitor 国联证券研究所

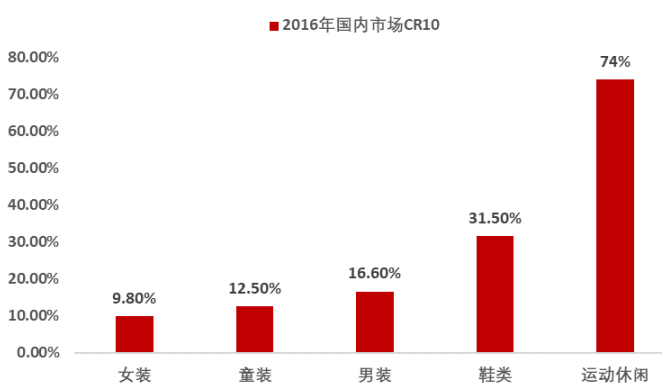
图表 43: 中高端女装市场零售额



来源：Euromonitor 国联证券研究所

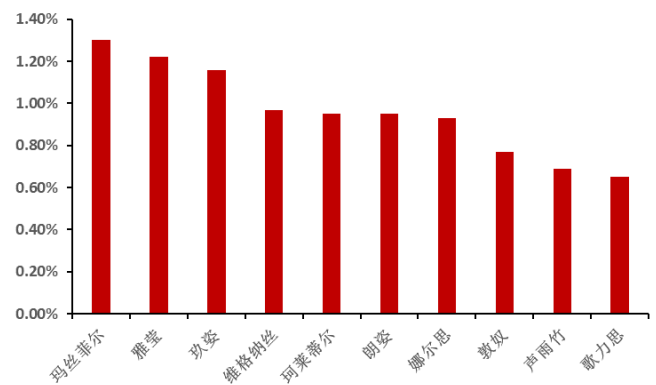
女装市场细分程度高,市场竞争激烈,已经逐步形成了由高端到低端的市场格局,根据 Euromonitor 披露的数据显示,我国中高端女装市场的零售额占总体女装市场零售额的 19.5%。如果按照这个比例测算,预期到 2020 年,我国中高端女装的市场规模可以达到 1747 亿元,若中高端女装占比进一步提升到 22%,那么中高端女装零售额就有望超过 2000 亿元,我们认为这一假设是有可能实现的。随着女性收入的提升,经济更加独立,追求更加具有时尚感和设计感的中高端品牌服饰在展示自己的美丽,出色的设计、高频度的更新、价格优势使得本土品牌逐渐崛起。目前整体来看,国内女装的竞争仍然很分散,中高端女装的品牌集中度更低,多品牌竞争更具优势。目前公司女装多品牌矩阵搭建完成,产品价格带较宽、覆盖年龄层较广,竞争优势明显。

图表 44: 2016 年国内女装市场 CR10



来源: 智研咨询 国联证券研究所

图表 45: 中高端女装集中度偏低



来源: 智研咨询 国联证券研究所

## 4. 绿色婴童业务国内加速布局, 瞄准时尚辣妈

### 4.1. 收购后整合效果显著, 外稳内增

2014 年, 公司投资约 3.1 亿元人民币, 成为品牌历史超过 37 年的韩国知名童装上市公司阿卡邦的第一大流通股东, 将时尚的触角由中高端女装拓展到婴幼儿服装及用品。后经过增持, 目前合计持有阿卡邦 26.53% 的股份。阿卡邦公司成立于 1979 年 4 月 2 日, 是韩国第一家专业经营婴幼儿服装和用品公司, 主营 0-4 岁孩子服装、婴儿用品、护肤品、玩具等孩童成长用品, 共拥有 10 多个系列品牌。

图表 46: 阿卡邦旗下婴童品牌

品牌	品牌介绍
Agabang	公司主打品牌, 从产前准备到 4 岁小孩的所有必需品。
ETTOI	高端品牌, 与设计师 Enju Hong 联合在 2002 年推出
ELLE	中高端法国品牌, 其中 Basic Elle 主要针对折扣店
Destination Maternity	从美国引进的世界顶级孕妇装品牌
Dear Baby	欧美休闲风格的品种
NAP	天然、有机农服装品牌, 专用于电商, 针对新生儿-13 岁

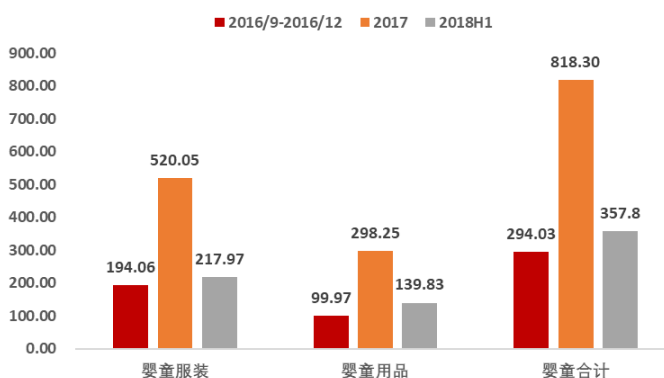
Gymitt	家居购物品牌，专用于电商，舒适与时尚相结合，适合 3-8 岁
Next Room	针对前卫妈妈的集成婴幼儿服装和用品的新概念店
2ya2yao	日常生活品牌
Putto	护肤品品牌，包括 Putto、Putto mother、Putto Therapy，Putto mother 针对孕妇和产妇，Putto Therapy 针对中国
Designskin	明星产品是采用环保材料制作的多功能儿童家居地垫

来源：公司公告 国联证券研究所

收购之初，2014 年上半年阿卡邦亏损 4000 多万，2015 年度公司已基本完成对阿卡邦的管理体制和其在国内原有销售和组织架构的调整，扭转了其过去亏损的局面。2015 年阿卡邦以现金 66 亿韩元（折合人民币约 3564 万元）收购了 Designskin100% 的股权，Designskin 成立于 2007 年，明星产品是采用环保材料制作的多功能儿童家居地垫，拥有数十项包括 IF 设计奖在内的在韩国和亚洲地区具有权威性和影响力的针对婴童类别产品设计专属奖项，当时在韩国的市场占有率达 10%。

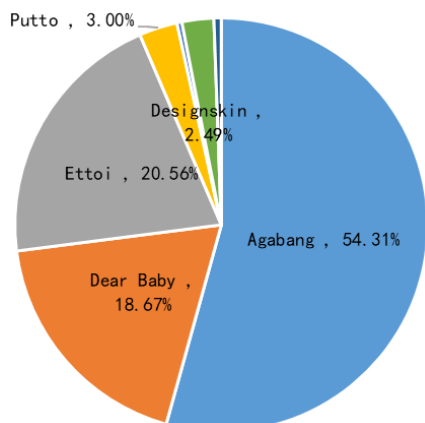
2017 年度，阿卡邦在韩国销售收入和业绩相对稳定；国内销售收入因渠道增加，增长 40%。受国内渠道铺设力度加快影响，店铺开设成本增加，整体业绩有所下滑。目前韩国市场的销售和渠道已经成熟，未来发展将转向国内，采用“线上+线下”、“自营+代理”等多元运营模式进行产业扩张，抓住国内二胎放开的红利。

图表 47：婴童用品销售额统计（单位：百万元）

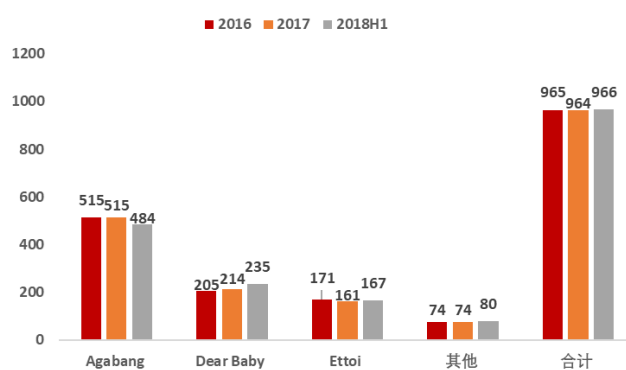


来源：公司公告 国联证券研究所

图表 49：上半年阿卡邦子品牌占婴童业务收入比重

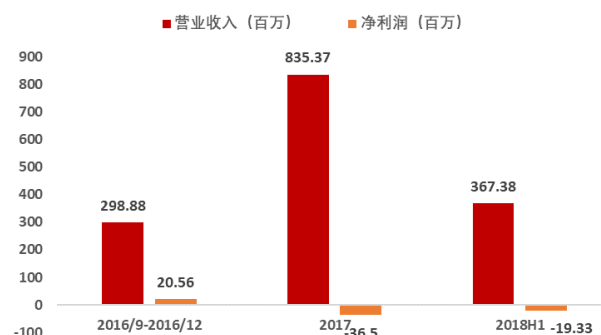


图表 48：阿卡邦部分品牌线下门店



来源：公司公告 国联证券研究所

图表 50：阿卡邦营业收入和净利润



来源：公司公告 国联证券研究所

来源：公司公告 国联证券研究所

## 4.2. 加速国内渠道布局，未来销售增长可期

收购后，公司并没有急于将阿卡邦引入到国内，而是先稳定其在韩国本土市场的竞争地位和优势，2015 年度公司已基本完成对阿卡邦的管理体制和其在国内原有销售和组织架构的调整，扭转了其过去亏损的局面，之后公司开始转战国内市场。

2015 年 10 月，阿卡邦与天猫进行战略合作，开启了阿卡邦的线上布局，阿卡邦天猫旗舰店、ettoi 天猫旗舰店、阿卡邦淘宝店陆续开设。2016 年一线、二线城市的实体店铺将陆续建成，同时通过网红效应推广个性化销售，低成本引流，取得了较好的开端。2017 年度，依托公司现有女装的销售渠道、年轻妈妈的顾客群体以及业内树立的良好口碑，阿卡邦在国内加速了线下店铺的开设，目前店铺主要分布于北京、天津、江浙和四川等地，截至 2017 年底，已经开设自营店铺 15 家（Agabang gallery 集合店）、经销加盟 16 家（Agabang gallery 集合店、母婴店中店）、线上渠道 4 家。

虽然目前国内渠道很少，但是未来公司计划在 3 年内在国内购物中心及百货渠道进行广泛布局，同时根据旗下各类产品属性的不同，在百货、购物中心及母婴店、亲子机构等渠道做出规模及影响力。预计 2018 年将在国内开设 50 家阿卡邦集合店，线上渠道也将同步线下的产品，线下做体验，线上做口碑，共同塑造品牌形象。未来渠道的快速扩张或将带来成本较快的增长，同时新店的培育也需要一段时间的爬坡期，短期上会对业绩增长带来压力，但是中长期来看，快速的扩张将帮助公司打开婴童市场，在行业成长期竞争格局分散下抢占市场一席之地。

图表 51：阿卡邦童装展示



来源：公开资料整理 国联证券研究所

图表 52：阿卡邦天猫旗舰店商品展示



来源：国联证券研究所

## 4.3. 国内童装行业增速高，竞争分散

2017 年我国童装（服饰）的销售市场规模超过 1500 亿元，2013-2017 年，国内童装行业市场规模复合增长率达 9.68%，显著高于男装和女装的增速。童装行业正处在成长阶段，根据中国产业信息网的预测，未来三年行业复合增长率仍将维持在 14%

左右，预计到 2020 年市场规模将达到 2665 亿元。

我们统计了目前市场上的几家童装 2017 年销售规模和线下门店数量，森马童装和巴拉巴拉目前市场销售规模最大，2017 年销售童装销售收入达到 63.22 亿元，同比增长 26.4%；太平鸟旗下的 MiniPeace 童装和安奈儿童装销售规模相当，但是门店数量仅为安奈儿的一半。虽然单体的销售收入和增长均比较可观，但是结合行业总体 1500 亿的空间开看，占比微乎其微。2016 年我国童装行业的 CR5 只有 8.8%，从 2012 年的 6.5% 经过四年的时间仅提升了 2.3pct，远远低于比英国、日本、美国的童装行业 CR5。因此我国的童装行业还处在一个竞争分散的阶段，短期内市场不断有新的进入者，龙头市场占有率也难以得到快速提升。

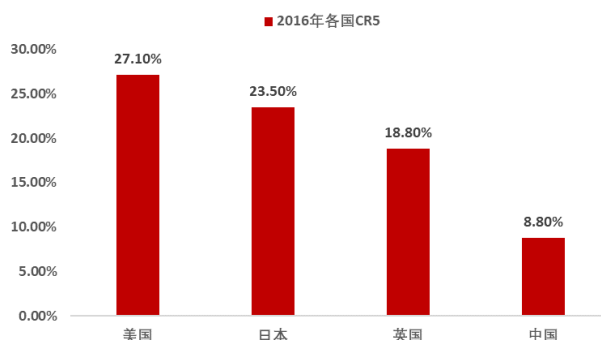
这两年二胎政策不断放开，生育鼓励政策促使国内人口出生率出现了提升，2013 年至 2017 年，国内出生率由 12.08% 逐步上升至 12.43%。国内 0-14 岁人群占比也逐年增长，2017 年达到 2.33 亿人，占比为 16.78%。随着 80、90 后步入生育高峰期，又将带来一波新的婴儿潮，童装行业的高增长趋势将持续。阿卡邦作为韩国市场的成熟品牌，虽然国内市场刚起步，但是凭借固有的品牌基因和极致的婴童产品，以安全、舒适、实用、时尚的产品优势赢得了 85 后、90 后新生代妈妈的追捧，未来渠道建立后，有望实现更加快速的增长。

图表 53: 部分公司 2017 年童装销售收入 (亿元)

	销售收入	YOY	门店数量
森马童装+巴拉巴拉	63.22	26.40%	4795
MiniPeace 童装	10.42	29.31%	707
安奈儿	10.28	12.10%	1435
361° 童装	7.1	9.20%	1797

来源：公开资料整理 国联证券研究所

图表 54: 2016 年各国童装行业 CR5



来源：中国产业信息网 国联证券研究所

## 5. 资管业务小试锋芒

2017 年 6 月，公司出资 6.5 亿元人民币、韩亚银行出资 2.5 亿元人民币对朗姿资管进行增资，本次增资完成后，朗姿资管注册资本增加至 10 亿元人民币，公司持有朗姿资管 75% 的股权，韩亚银行持有朗姿资管 25% 的股权，并且更名为朗姿韩亚资管。朗姿韩亚资管主要提供专业咨询服务和对外融投资业务，业务副高时尚领域、消费升级等相关产业。子公司自 2017 年 6 月份正式开展业务以来，发展迅速，已完成组织结构自上而下的搭建，并将触角从国内拓展到香港、韩国，业务范围逐渐扩大。2017 年度朗姿韩亚资管实现销售收入 1.44 亿元，为公司贡献净利润 7570.5 万元，净利润贡献占比达到 40% 左右，对公司利润贡献仅次于最大的女装业务。今年上半年公司资产管理业务持续稳健发展，业务范围逐渐扩大，业务模式日趋成熟，并取得了良好的经营业绩，上半年朗姿韩亚资产管理实现营业收入 5883 万元，实现净利润

4739.4 万元。

## 6. 盈利预测

我们将公司的营收构成按照四大业务板块进行拆分，分别对各个板块的营收、成本以及毛利率做预测。各业务板块对利润的贡献大小依次应该是：时尚女装、资产管理、时尚医美、化妆品、绿色婴童及其他。化妆品业务是投资的 L&P 获得的长期股权投资收益。

图表 55: 公司 2018-2020 年营收预测

	2017	2018E	2019E	2020E
女装营业收入	1096.9	1305.9	1528.2	1748.2
yoy	14.35%	11.83%	16.98%	14.50%
成本	426.8	515.8	612.0	681.5
毛利率	61.09%	60.50%	59.95%	61.02%
童装营业收入	835.4	959.5	1077.0	1243.9
yoy		14.86%	12.24%	15.50%
成本	451.1	527.7	581.6	694.8
毛利率	46%	45.00%	46.00%	46.20%
医美营业收入	255.5	330.9	485.3	667.4
yoy		29.53%	46.67%	37.51%
成本	110.8	145.6	210.1	287.0
毛利率	56.63%	56.00%	56.70%	57.00%
资管业务收入	144.3	158.7	174.6	192.0
yoy		10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	100%	100%	100%	100%
其他收入	38.3	46.0	53.0	60.0
yoy	32.40%	20.01%	15.22%	13.21%
成本	27.98	33.6	38.7	43.8
毛利率	27%	27%	27%	27%
营业总收入	2353.3	2801.0	3318.0	3911.5
yoy	72.06%	19.03%	18.46%	17.89%
营业总成本	1003.7	1222.7	1442.4	1707.0
毛利率	57.35%	56.35%	56.53%	56.36%

来源：国联证券研究所

由于公司业务结构的特殊性我们分别选择了女装、婴童和医美三个行业的上市公司估值情况进行对比。7 家品牌女装行业上市公司 2018 年的平均 PE 为 17.8 倍；4 家婴童行业上市公司 2018 年的平均 PE 为 26.2 倍；医美行业上市均是新三板，数据相对缺失，规模也较小，我们选择了数据相对全面、体量较大、知名度最高的华韩整形做对比。根据 2017 年的公司收入结构，女装、婴童、医美、资管分别占公司总营收比重的 46.6%、34.8%、10.9%和 6.1%，资管类的上市公司由于业务结构相差太大，可对比的上市公司很少，对比锦龙股份、熊猫金控以及民生控股等，PE 至少在 40 倍以上，如果以这样的收入结构来构造行业的 PE（组合） $=14.1*0.466+18.4*0.348+23.0*0.109+40*0.061$ ，PE（组合）最终是  $>17$  倍。然而根据我们的预测，2018 年公司的 PE 为 14.3，低于这样的市场 PE（组合）。即使拆分来看，公司的 18 年 PE 也远低于童装行业和医美行业，略持平与女装行业。

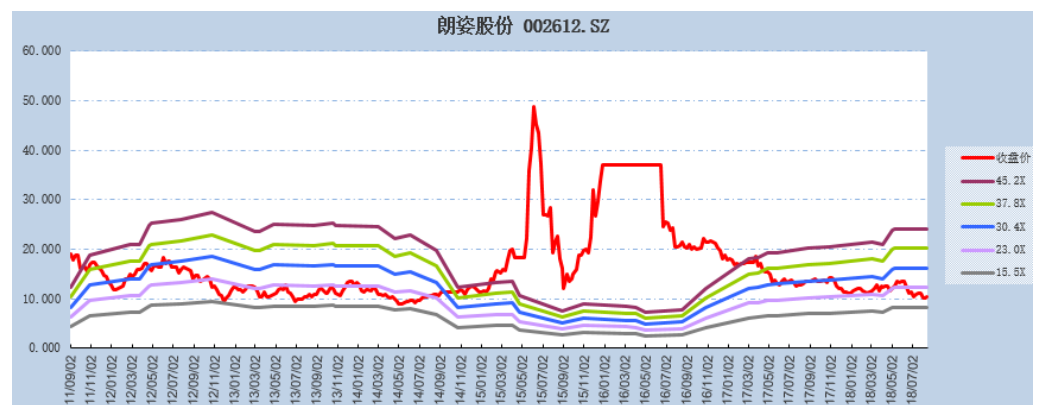
图表 56: 女装、童装、医美行业可比上市公司估值情况对比 (以 11 月 10 日收盘价为基准)

	代码	公司名称	市值 (亿元)	股价	17EPS	18EPS	19EPS	17PE	18PE	19PE
女 装	603839.SH	安正时尚	53.83	13.26	0.76	0.89	1.15	16.39	12.66	9.89
	603157.SH	拉夏贝尔	87.85	15.79	0.99	0.99	1.09	10.16	8.93	8.16
	603808.SH	歌力思	60.42	18.22	0.96	1.12	1.39	18.19	14.61	11.95
	603518.SH	维格娜丝	30.68	17.13	1.25	1.56	1.92	13.50	9.38	7.73
	603587.SH	地素时尚	132.45	32.83	1.35	1.47	1.64	17.13	13.99	12.47
	603196.SH	日播时尚	26.33	10.89	0.36	0.43	0.51	31.57	24.90	20.79
	603877.SH	太平鸟	122.35	24.94	1.10	1.37	1.78	19.89	14.08	10.87
童 装	002875.SZ	安奈儿	23.66	16.80	0.60	0.62	34.36	26.42	21.40	18.02
	002563.SZ	森马服饰	315.83	11.83	0.47	0.58	27.75	21.33	15.49	12.86
	603557.SH	起步股份	69.23	13.39	0.42	0.46	35.61	20.09	17.90	15.76
	002762.SZ	金发拉比	26.78	7.46	0.27	0.31	0.39	21.65	18.86	14.99
医美	430335.OC	华韩整形	8.27	10.07	0.39	0.43	0.52	28.50	23.03	19.18

来源: WIND 国联证券研究所

纵向来看,目前公司的 PE 处在 10 年来的历史低点,15 年以来估值出现了大幅回调,现阶段转型初见成效,婴童和医美的营收和利润贡献逐渐加大,18、19 年公司业绩持续向好,有望迎来估值修复的机会。

图表 57: 公司 PE-Band



来源: WIND 国联证券研究所

➤ 给予“推荐”评级。目前公司致力于打造多产业互联协同的泛时尚生态圈，已经完成时尚女装、绿色婴童、医疗美容、资产管理四大业务板块的搭建，结构调整持续。女装业务在经过去库存化、调整渠道布局、供应链管理等多重优化升级后，增长拐点已经出现，品牌方阵的搭建完成，满足多层次、多阶段需求；医美业务助力公司打开新的市场，乘行业东风加速扩张，未来有望成为时尚产业版图下新的核心盈利板块；婴童业务实现外稳内增，国内的布局将成为主战场；资产管理业务小试牛刀，净利润贡献较大。综合以上分析，给予“推荐”评级，2018年至2020年的EPS分别为0.61元、0.71元和0.86元，对应当前股价PE分别为14.3倍、12.3倍和10.2倍。

## 7. 风险提示

- 1) 医疗事故风险和医疗人才流失的风险
- 2) 并购整合的风险
- 3) 终端消费疲软的风险



**图表 58: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	291.28	206.49	420.15	497.70	586.73	营业收入	1,367.7	2,353.2	2,800.9	3,318.0	3,911.5
应收账款+票据	416.15	421.34	575.48	605.35	786.69	营业成本	616.04	1,003.7	1,222.6	1,442.3	1,706.9
预付账款	15.72	16.23	22.69	23.22	31.11	营业税金及附加	12.93	17.90	21.31	25.24	29.75
存货	662.91	785.11	978.68	1,102.0	1,360.4	营业费用	476.43	772.37	885.11	1,065.0	1,255.5
其他	522.02	714.81	714.81	714.81	714.81	管理费用	209.29	342.71	392.14	471.16	551.52
<b>流动资产合计</b>	<b>1,908.0</b>	<b>2,143.96</b>	<b>2,711.8</b>	<b>2,943.1</b>	<b>3,479.7</b>	财务费用	8.74	74.54	92.32	92.66	90.26
长期股权投资	598.79	636.37	678.77	728.02	786.39	资产减值损失	-12.69	67.52	23.15	23.15	23.15
固定资产	483.44	398.73	366.91	419.90	387.47	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	61.87	85.42	95.42	10.00	10.00	投资净收益	64.35	40.86	42.40	49.25	58.37
无形资产	543.65	418.02	408.87	399.72	390.56	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	827.09	3,255.45	3,196.3	3,137.2	3,078.1	<b>营业利润</b>	<b>121.35</b>	<b>115.33</b>	<b>206.73</b>	<b>247.63</b>	<b>312.62</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,514.8</b>	<b>4,794.00</b>	<b>4,746.3</b>	<b>4,694.9</b>	<b>4,652.6</b>	营业外净收益	69.13	105.08	80.00	85.00	91.00
<b>资产总计</b>	<b>4,422.9</b>	<b>6,937.96</b>	<b>7,458.1</b>	<b>7,638.0</b>	<b>8,132.3</b>	<b>利润总额</b>	<b>190.48</b>	<b>220.41</b>	<b>286.73</b>	<b>332.63</b>	<b>403.62</b>
短期借款	572.47	1,539.59	1,638.9	1,573.8	1,657.3	所得税	6.64	27.44	30.42	35.28	42.98
应付账款+票据	133.52	121.95	189.23	177.88	256.58	<b>净利润</b>	<b>183.84</b>	<b>192.98</b>	<b>256.31</b>	<b>297.36</b>	<b>360.64</b>
其他	342.71	1,295.08	1,318.3	1,327.7	1,355.8	少数股东损益	19.83	5.41	11.61	13.47	16.34
<b>流动负债合计</b>	<b>1,048.6</b>	<b>2,956.62</b>	<b>3,146.5</b>	<b>3,079.4</b>	<b>3,269.8</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>164.02</b>	<b>187.57</b>	<b>244.70</b>	<b>283.89</b>	<b>344.30</b>
长期带息负债	41.22	106.60	206.60	186.60	166.60						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	93.20	105.82	105.82	105.82	105.82						
<b>非流动负债合计</b>	<b>134.41</b>	<b>212.42</b>	<b>312.42</b>	<b>292.42</b>	<b>272.42</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,183.1</b>	<b>3,169.04</b>	<b>3,458.9</b>	<b>3,371.8</b>	<b>3,542.2</b>						
少数股东权益	775.84	1,091.60	1,103.2	1,116.6	1,133.0						
股本	400.00	400.00	400.00	400.00	400.00						
资本公积	1,454.1	1,484.70	1,484.7	1,484.7	1,484.7						
留存收益	609.80	792.62	1,011.2	1,264.8	1,572.4						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,239.8</b>	<b>3,768.92</b>	<b>3,999.1</b>	<b>4,266.2</b>	<b>4,590.1</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,422.9</b>	<b>6,937.96</b>	<b>7,458.1</b>	<b>7,638.0</b>	<b>8,132.3</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	101.73	70.86	143.87	173.69	222.60
折旧摊销	41.75	64.75	76.92	77.53	77.53
财务费用	14.69	60.42	82.59	82.94	80.53
存货减少	55.76	-112.97	-193.58	-123.40	-258.37
营运资金变动	-49.18	-22.50	-70.05	-32.39	-82.42
其它	-31.30	86.68	23.15	23.15	23.15
<b>经营活动现金流</b>	<b>133.46</b>	<b>147.25</b>	<b>62.91</b>	<b>201.51</b>	<b>63.01</b>
资本支出	40.88	77.01	10.00	0.00	0.00
长期投资	915.18	2,862.68	0.00	0.00	0.00
其他	644.57	582.85	70.04	74.42	79.67
<b>投资活动现金流</b>	<b>-311.49</b>	<b>-</b>	<b>60.04</b>	<b>74.42</b>	<b>79.67</b>
债权融资	172.33	1,928.90	199.40	-85.17	63.58
股权融资	0.00	260.39	0.00	0.00	0.00
其他	45.31	-58.57	-108.69	-113.21	-117.24
<b>筹资活动现金流</b>	<b>217.64</b>	<b>2,130.71</b>	<b>90.71</b>	<b>-198.38</b>	<b>-53.66</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>30.72</b>	<b>-59.41</b>	<b>213.66</b>	<b>77.56</b>	<b>89.02</b>

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.53%	72.06%	19.03%	18.46%	17.89%
EBIT	111.78%	39.80%	33.29%	12.52%	16.50%
EBITDA	78.35%	42.46%	30.54%	10.50%	13.91%
归属于母公司净利润	-38.58%	14.36%	30.46%	16.01%	21.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.96%	57.35%	56.35%	56.53%	56.36%
净利率	13.44%	8.20%	9.15%	8.96%	9.22%
ROE	6.66%	7.01%	8.45%	9.01%	9.96%
ROIC	5.91%	6.06%	4.86%	5.14%	5.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	26.75%	45.68%	46.38%	44.15%	43.56%
流动比率	1.82	0.73	0.86	0.96	1.06
速动比率	0.69	0.22	0.32	0.37	0.43
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.69	6.26	5.47	6.14	5.58
存货周转率	0.93	1.28	1.25	1.31	1.25
总资产周转率	0.31	0.34	0.38	0.43	0.48
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.41	0.47	0.61	0.71	0.86
每股经营现金流	0.33	0.37	0.16	0.50	0.16
每股净资产	6.16	6.69	7.24	7.87	8.64
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.32	18.64	14.29	12.31	10.15
市净率	1.42	1.31	1.21	1.11	1.01
EV/EBITDA	19.63	17.96	14.23	12.73	11.32
EV/EBIT	23.77	22.16	17.19	15.11	13.13

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 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。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810