

纺织服装业/可选消费品

朗姿股份 (002612)

“韩流”时尚，中国绽放

——朗姿股份深度报告

	吕明 (分析师)	汲肖飞 (研究助理)
	0755-23976166	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006

本报告导读:

公司致力于把“韩流”时尚产品引入中国，未来在收购国内整形美容医院、韩国童装、化妆品中国市场落地以及在韩国娱乐产业上的布局有望超市场预期，维持增持评级。

投资要点:

- **维持增持评级。**考虑公司主业企稳以及新业务加速，上调 16-17 年 EPS 至 0.58/0.75 元（前次预测 0.54/0.64 元），分别对公司服装/婴童/医美/化妆品板块估值，对应合理市值 175 亿，目标价 87.5 元。
- **公司引进“韩流产品”以及在中国落地生根的进度和力度有望持续超市场预期。**“泛时尚”生态圈的布局实际上是对客户以及渠道资源的有效变现。公司主要优势是主业积累了百万中高端女性客户以及 500 家左右高质量门店，可以为“泛时尚”生态圈的其他板块提供客源及引流通道，同样是利于这些资源，我们认为让现有客户去买化妆品、去整容、去买婴童用品，边际效应远大于让客户购买其他服饰。
- **医美和化妆品最可能持续超市场预期。**最能夺取中国消费者心智的韩国产品就是整容和化妆品，朗姿成为向中国市场引进韩国医美和化妆品的先行者。1) 预计收购国内整容医院加快韩国医美资源落地。朗姿间接持有韩国整形美容集团 DMG16.5% 的股权，获得韩国先进的整容技术和高水平医生，分享中国千亿医疗美容市场。2) 投资韩国 L&P10% 股权，分享韩妆在国内的快速成长。L&P 可以借助朗姿的中高端女性客户基础及 500 家左右门店的渠道优势，在中国市场或迎来爆发增长，预计 L&P 未来三年年收入 CAGR50%+。
- **有望布局韩国文娱产业，打通各业务板块。**“泛时尚”圈缺少核心韩流要素——娱乐，预计后续可能布局韩国娱乐公司，借助“韩流”明星，来持续为公司各板块宣传，打通各板块产生互相促进的协同作用。
- **风险提示：**新业务进展不达预期、女装主业大幅下滑等

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,379	1,235	1,175	1,273	1,394
(+/-)%	23%	-10%	-5%	8%	10%
经营利润 (EBIT)	262	144	100	115	129
(+/-)%	5%	-45%	-31%	15%	12%
净利润	234	121	88	115	150
(+/-)%	1%	-48%	-27%	31%	30%
每股净收益 (元)	1.17	0.61	0.44	0.58	0.75
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	19.0%	11.7%	8.5%	9.0%	9.2%
净资产收益率 (%)	10.0%	5.4%	3.8%	4.9%	6.0%
投入资本回报率 (%)	9.5%	5.6%	7.9%	6.7%	10.3%
EV/EB TDA	48.3	78.6	84.7	75.1	64.2
市盈率	58.7	113.2	155.2	118.8	91.7
股息率 (%)	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **87.50**

上次预测: 70.20

当前价格: 68.62

2015.12.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.00-115.00
总市值 (百万元)	13,724
总股本/流通 A 股 (百万股)	200/100
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	50%
日均成交量 (百万股)	1037.06
日均成交值 (百万元)	460.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,298
每股净资产	11.49
市净率	6.0
净负债率	0.85%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.31	0.18
Q2	0.18	0.04
Q3	-0.05	0.02
Q4	0.17	0.20
全年	0.61	0.44

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	76%	152%	186%
相对指数	72%	122%	165%

相关报告

- 《冬夜“韩流”再袭，期待“泛时尚”春天》
2015.12.15
- 《她想衣裳她想容，品牌并购别样红》
2015.12.14
- 《收入增长符合预期，净利润增长看四季度》
2013.10.24
- 《收入增速略超市场预期，净利润增长看下半年》
2013.08.19
- 《大规模促销结束，下半年重启征程》
2013.06.17

模型更新时间: 2015.12.20

股票研究

可选消费品
纺织服装业

朗姿股份 (002612)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 87.50

上次预测: 70.20

当前价格: 68.62

公司网址

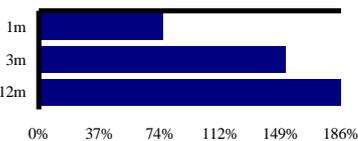
www.lancygroup.com

公司简介

公司是一家致力于高端女装市场的纯女装企业, 处于我国自主高端女装品牌的第一集团。

公司三大核心品牌包括自有品牌“朗姿”和“莱茵”, 以及在中国获得独家授权的“卓可”系列品牌。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

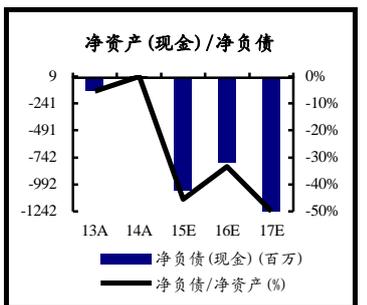
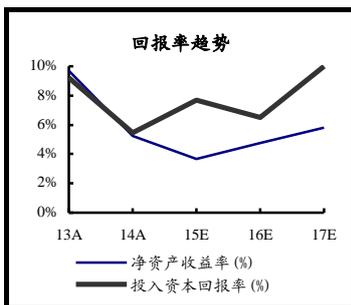
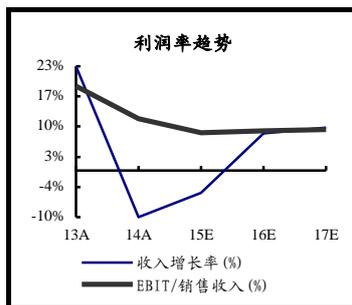
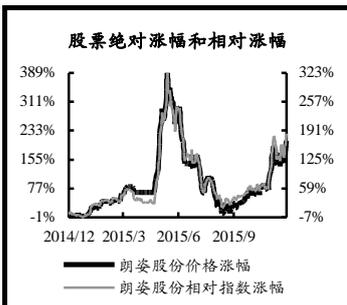
22.00-115.00

市值 (百万)

13,724

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	1,379	1,235	1,175	1,273	1,394
营业成本	528	486	490	534	583
税金及附加	13	18	17	18	20
销售费用	391	395	385	407	446
管理费用	185	192	183	198	217
EBIT	262	144	100	115	129
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	17	56	30	30	30
财务费用	-29	6	2	-10	-12
营业利润	276	141	101	137	183
所得税	58	37	29	38	50
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	234	121	88	115	150
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	120	455	1,360	1,111	1,563
其他流动资产	1,114	835	0	0	0
长期投资	0	308	308	308	308
固定资产合计	367	396	389	400	399
无形及其他资产	148	151	137	127	117
资产合计	2,541	2,898	2,866	2,908	3,105
流动负债	206	328	246	211	296
非流动负债	0	314	315	317	320
股东权益	2,335	2,256	2,304	2,379	2,489
投入资本(IC)	2,214	1,956	951	1,278	938
现金流量表					
NOPLAT	210	111	75	86	96
折旧与摊销	20	30	50	57	66
流动资金增量	-180	2	61	-343	340
资本支出	-107	-28	-13	-41	-36
自由现金流	-57	115	173	-241	465
经营现金流	13	36	1,057	-184	512
投资现金流	79	35	17	-11	-6
融资现金流	-180	164	-170	-54	-53
现金流净增加额	-88	235	904	-249	452
财务指标					
成长性					
收入增长率	23.4%	-10.4%	-4.9%	8.3%	9.6%
EBIT 增长率	5.3%	-44.8%	-30.9%	15.1%	12.0%
净利润增长率	1.1%	-48.1%	-27.1%	30.6%	29.6%
利润率					
毛利率	61.7%	60.7%	58.3%	58.0%	58.2%
EBIT 率	19.0%	11.7%	8.5%	9.0%	9.2%
净利润率	17.0%	9.8%	7.5%	9.1%	10.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.0%	5.4%	3.8%	4.9%	6.0%
总资产收益率(ROA)	9.2%	4.2%	3.1%	4.0%	4.8%
投入资本回报率(ROIC)	9.5%	5.6%	7.9%	6.7%	10.3%
运营能力					
存货周转天数	390	428	400	430	410
应收账款周转天数	29	33	33	38	33
总资产周转天数	685	803	895	828	787
净利润现金含量	0.06	0.29	11.95	-1.59	3.42
资本支出/收入	8%	2%	1%	3%	3%
偿债能力					
资产负债率	8.1%	22.2%	19.6%	18.2%	19.8%
净负债率	-5.2%	0.4%	-45.3%	-33.3%	-49.9%
估值比率					
PE	58.7	113.2	155.2	118.8	91.7
PB	5.9	6.1	6.0	5.8	5.5
EV/EBITDA	48.3	78.6	84.7	75.1	64.2
P/S	10.0	11.1	11.7	10.8	9.8
股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%



目 录

1. 我们的核心观点：“韩流”时尚，中国绽放.....	5
2. “韩流”时尚，风靡亚洲.....	6
2.1. 韩流风靡亚洲乃至世界，韩国成为第五大文化强国.....	6
2.1.1. 韩流风靡亚洲乃至世界，韩国成为第五大文化强国.....	6
2.2. 韩流文化“四倍效应”凸显.....	7
2.3. “韩流”席卷中国，带动韩流时尚消费.....	8
3. 预计国内整容医院布局超市场预期，分享千亿蛋糕.....	10
3.1. “她经济”时代下，千亿医美市场待挖掘.....	10
3.2. 坐拥优质医疗资源，国内市场布局可期.....	12
4. 参股韩妆企业，搭上韩妆在华发展快车.....	13
4.1. 我国化妆品市场规模大、增速快.....	13
4.2. 韩系化妆品异军突起.....	14
4.3. 投资 L&P Cosmetic，“泛时尚”生态圈添重要品类.....	15
5. 母婴业务未来几年业绩弹性大.....	16
6. 未来有望布局韩国娱乐产业.....	20
7. 女装业务有企稳迹象.....	21
8. 盈利预测与估值.....	23
8.1. 维持增持评级，目标价 87.5 元.....	23
8.2. 相对估值法之一：PS 估值.....	23
8.3. 相对估值法之二：PE 估值.....	25
9. 风险提示.....	25
图 1: 韩国文化产业出口规模增长迅速.....	7
图 2: 2020 年韩国文化出口预计高达 224 亿美元.....	7
图 3: 文化娱乐产品的“四倍效应”显著.....	8
图 4: 《来自星星的你》海报.....	8
图 5: 《继承者们》海报.....	8
图 6: 2014 年 3 月《星你》网络播放次数高达 22.11 亿.....	8
图 7: 《星你》百度搜索指数高达 438 万.....	8
图 8: 韩流明星在中国拥有大量粉丝.....	9
图 9: 韩国版综艺节目《Running Man》.....	9
图 10: 中国版综艺节目《奔跑吧，兄弟》.....	9
图 11: 韩国版综艺节目《爸爸去哪儿》.....	10
图 12: 中国版综艺节目《爸爸去哪儿》.....	10
图 13: “三座大山”阻碍了国内医美行业的发展.....	10
图 14: 安全性是影响消费者整形的主要因素.....	10
图 15: 我国医疗美容市场将迎来快速发展期.....	11
图 16: 我国赴韩整形的人数快速增长.....	11
图 17: 公司和 DPS 医院优势互补，共同开拓医美市场.....	12
图 18: 中国化妆品零售额稳步增长.....	13
图 19: 中国化妆品人均消费额远低于发达国家.....	13
图 20: 中国化妆品行业集中度处于较低水平.....	13
图 21: 中国化妆品市场前 10 大品牌均为国外品牌.....	13
图 22: 护肤品在化妆品市场中占比最高.....	14

图 23: 护肤品类中面膜产品销售额增速最快	14
图 24: 2014 年中国市场中韩日化妆品品牌的搜索次数增长最快	14
图 25: 控油和美白是我国消费者对化妆品的主要需求	15
图 26: 2014 年控油和抗衰老需求增长较快	15
图 27: L&P Cosmetic 的营收和净利润快速增长 (百万元)	16
图 28: 阿卡邦 2015 年冬季婴童装	17
图 29: 阿卡邦旗下品牌 2015 年冬季婴童装	17
图 30: 2013 年后出生人口数、出生率开始上升	18
图 31: 近年来婚姻登记数量逐年上升	18
图 32: 预计 2017 年童装人均消费达 1700 元	19
图 33: 预计未来三年童装零售额 CAGR 逾 20%	19
图 34: 韩流为主导、文娱为核心的泛时尚生态圈格局超市场预期	21
图 35: 公司多品牌布局中高端女装市场	22
图 36: 2015Q1-3 公司收入下滑 9.7% (百万元)	22
图 37: 2015Q1-3 公司净利润下滑 47.2% (百万元)	22
表 1: 我们预测公司合理市值为 175 亿元	6
表 2: 阿卡邦运营品牌	17
表 3: 朗姿股份较早布局国际市场	21
表 4: 公司各项业务估值分拆	24
表 5: 可比公司的估值水平汇总	24
表 6: 公司的估值水平低于主要竞争对手	25

1. 我们的核心观点：“韩流”时尚，中国绽放

朗姿“泛时尚”生态圈的布局实际上是把“韩流时尚产品”引入中国。市场有观点认为朗姿在女装主业外的外延较为偏离主业，协同效应不强；我们认为，朗姿布局了母婴、医美、化妆品等业务均是公司充分利用对接韩国时尚产业的优势（公司董事长为朝鲜族，与韩国时尚产业渊源颇深），不断把韩流文化背景下的各类产品引入中国，并利用在中国市场的优势，分享中国正在崛起的精神消费市场。公司在引流“韩流产品”以及在中国落地生根的进度和力度有望持续超市场预期。

“泛时尚”生态圈的布局实际上是朗姿对中高端女性客户以及500家高质量门店渠道资源的有效变现。公司主要优势是女装主业积累了百万中高端女性客户以及500家左右高质量门店，可以为“泛时尚”生态圈的其他板块提供客源及引流通道，同样是利于这些资源，我们认为让现有客户去买化妆品、去整容、去买婴童用品，边际效应远大于让客户购买女装或其他服饰，所以看好公司的布局可以最大化变现现有资源。

医美和化妆品最可能持续超市场预期。最能夺取中国消费者心智的韩国产品就是整容和化妆品，朗姿成为向中国市场引进韩国医美和化妆品的先行者。

- **预计收购国内整容医院加快韩国医美资源落地。**朗姿间接持有韩国整形美容集团 DMG16.5%的股权，获得韩国先进的整容技术和高水平医生，我们预计公司未来会收购国内大型整容医院，加快韩国整容技术和医生资源的落地，分享中国千亿医疗美容市场。
- **投资韩国 L&P10%股权，分享韩妆在国内的快速成长。**2014年中国化妆品零售额为2,937亿元，同增约8%，韩国贸易协会和化妆品行业统计称，2015年1-7月中国进口韩国化妆品规模达3.71亿美元，同增250.6%，在华市场份额达22.1%，仅次于法国，我们认为L&P可以借助朗姿客户基础及渠道优势，迎来业绩爆发增长，预计L&P未来三年年收入CAGR50%+。

母婴用品潜力巨大。母婴用品是国内消费品行业中仅有的几个规模大且收入增速在15%以上的高景气度行业，中童研数据显示，2014年婴童产业规模达1.4万亿。朗姿于2014年收购韩国国民母婴品牌阿尔邦（主营0-4岁婴童服装、护肤品、玩具等），目前已完成国内的线上渠道布局，预计线下渠道布局将加速。预计2015年阿卡邦扭亏，未来几年业绩弹性较大。

有望布局韩国文娱产业，打通各业务板块。“泛时尚”板块缺少核心韩流要素——文娱产业，预计后续可能会布局韩国娱乐公司，借助“韩流”明星，来持续为公司各板块宣传，打通各板块产生互相促进的协同作用。

维持“增持”评级，目标价87.5元。考虑公司主业企稳以及新业务加

速，上调 16-17 年 EPS 至 0.58/0.75 元（前次预测 0.54/0.64 元），我们分别采用 PS、PE 两种估值方法并基于谨慎原则，预计公司合理市值为 175 亿元，对应目标价 87.5 元。

表 1: 我们预测公司合理市值为 175 亿元

	2016 年预计收入 (亿)	PS	市值 (亿)	持股比例	预计市值 (亿)
服装主业	12.5	9	112.5	100%	112.5
韩国童装阿卡邦	9	12.5	112.5	26.63%	30
明星衣厨	1、预计 2016 年 3.5 亿导购分享收入 +20 亿销售流水 2、已经获得 D 轮融资，融资金额 2 亿美金，估值约为 10 亿美金		60	5%	3
若羽臣	2	15	30	20%	6
医疗美容	医美行业 500 亿空间，预计 2016 年收入 1 亿	7.2	7.2	100%	7.2
化妆品	13.8	6.1	84.2	10%	8.42
公司现金	2015Q1-3 有现金 11.3 亿，如果去掉投资 L&P3.3 亿，仍有 8 亿，公司仍有足够资金收购其他合适项目				>8 亿
总市值					>175 亿

数据来源：WIND，公司公告，国泰君安证券研究

2. “韩流”时尚，风靡亚洲

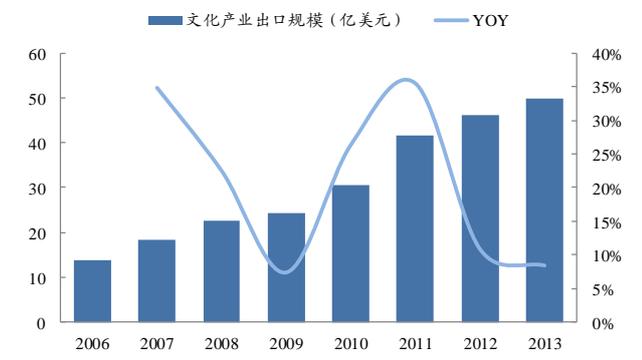
2.1. 韩流风靡亚洲乃至世界，韩国成为第五大文化强国

2.1.1. 韩流风靡亚洲乃至世界，韩国成为第五大文化强国

韩流文化风靡亚洲。“韩流”一词源于围棋，后用以指代韩国文化在其他地区的影响力。广义的韩流包括韩国饮食、服饰、旅游、医疗美容、电子竞技等等；狭义的韩流则指韩国电视剧、电影、音乐等文化娱乐产业。“韩流”一词最早由中国媒体提出，后被韩国媒体及学术界广泛使用，用以指代本国文化产业的输出。韩流在亚洲许多国家普遍存在，在亚洲以外的地区亦逐渐发展。

韩国将成为世界第五大文化强国。据韩国文化体育观光部统计，2008 至 2011 年间，韩国文化产业出口规模以年均 22.5% 的速度飞速增长，2012 年出口额达到 46.12 亿美元，同比增长 7.2%，贸易顺差达 29.38 亿美元。其中，电影、音乐和游戏业增长最为显著，分别达到 27.5%、19.9% 和 11%。据文化体育观光部与韩国未来创造科学部联手发布的《韩国文化产业对外输出促进方案》预测，韩国文化产业整体对外出口额将在 2017 年达到 100 亿美元。该部还表示，力争到 2020 年，将文化内容出口额提高到 224 亿美元，从 2010 年全球排名第 9 位（2.2% 的市场份额）提高到 2020 年第 5 位（5% 的市场份额），使韩国成为世界第五大文化强国。

图 1: 韩国文化产业出口规模增长迅速



数据来源: 韩国文化体育观光部, 国泰君安证券研究

图 2: 2020 年韩国文化出口预计高达 224 亿美元



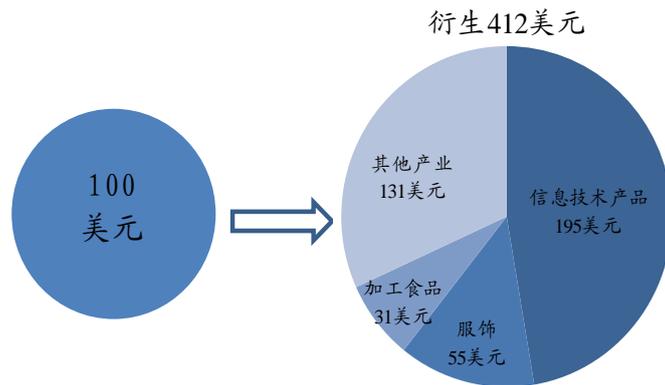
数据来源: 《韩国文化产业对外输出促进方案》, 国泰君安证券研究

2.2. 韩流文化 “四倍效应” 凸显

韩国提出“文化立国”，韩流“袭击”亚洲，带动韩流时尚爆发增长。

- **1998 年，金大中提出“文化产国”。**1998 年刚上任的韩国总统金大中，在亚洲金融危机的背景下，正式提出了“文化立国”的战略口号，将文化产业作为 21 世纪发展韩国国家经济的战略性支柱产业来培育。1998 年之后，韩国的文化产业发展较快，最近十年来更是爆发式成长。
- **韩流兴起，带动韩流时尚爆发增长，“四倍效应”凸显。**2013 年，文化产业占韩国 GDP 的 15%，而中国不到 4%。文化产业大发展带动了周边如饮食、服饰、旅游、电子、医疗等消费产业的快速增长。2012 年 5 月韩国进出口银行海外经济研究所发布研究报告指出，韩国文化创意产业出口每增加 100 美元，就能使韩国产品出口增加 412 美元，被称为“四倍效应”。具体到细分领域，手机等信息技术产品会增加 195 美元，服装增加 55 美元，加工食品增加 31 美元，其他增加 131 美元。韩国有 51.9% 的企业销售额，都是受到“韩流”走红的影响。

图 3: 文化娱乐产品的“四倍效应”显著



数据来源: 韩国进出口银行海外经济研究所, 国泰君安证券研究

2.3. “韩流”席卷中国，带动韩流时尚消费

韩剧带动韩流时尚消费，特别是整容和化妆品。据网络统计，2014 年韩剧《来自星星的你》风靡中国，大陆地区网络播放量超过 50 亿，并成为史上第一部百度指数破 400 万的电视剧；而《继承者们》也超过了 15 亿次。还有韩剧男女主人公美丽的脸庞和精致的妆容，使中国人蜂拥到韩国整容、购买韩系化妆品。据韩国汉阳大学珠宝时装设计专业教授李英在的调查显示，购买韩国化妆品的外国游客中有三分之二的人是受韩流影响才选择购买韩妆的。

图 4: 《来自星星的你》海报



数据来源: 爱奇艺

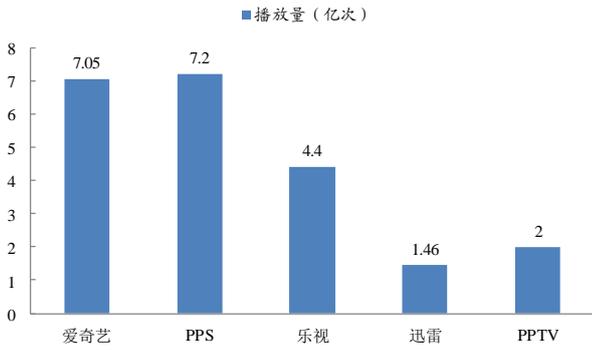
图 5: 《继承者们》海报



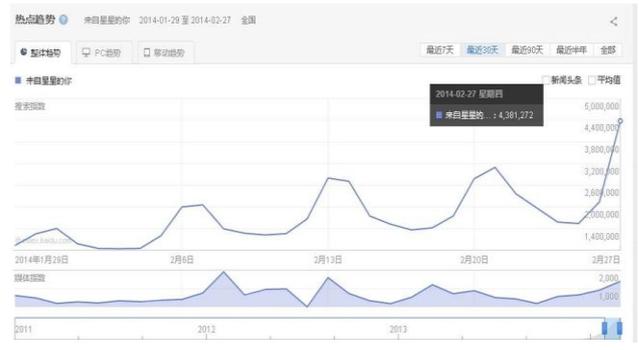
数据来源: 爱奇艺

图 6: 2014 年 3 月《星你》网络播放次数高达 22.11 亿

图 7: 《星你》百度搜索指数高达 438 万

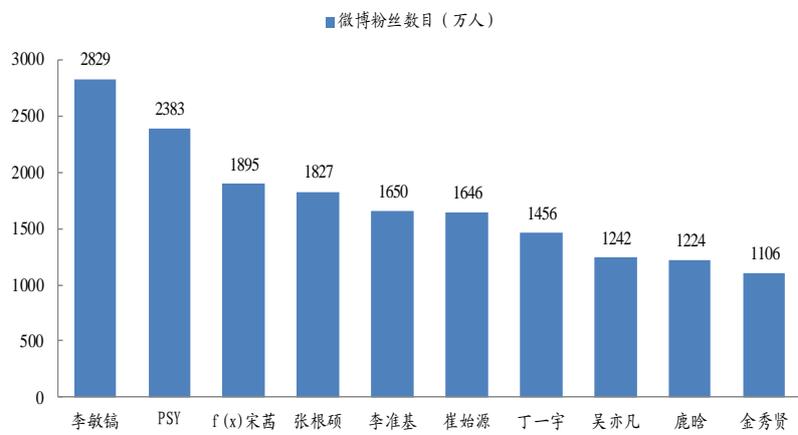


数据来源: 各视频网站, 国泰君安证券研究



数据来源: 百度指数

图 8: 韩流明星在中国拥有大量粉丝



数据来源: 新浪微博, 国泰君安证券研究

韩国综艺节目也被不断引入中国, 中国电视圈“韩风”凛凛。《我是歌手》、《爸爸去哪儿》、《奔跑吧兄弟》, 这些无不是韩国王牌综艺的“中国化产物”。据搜狐统计, 目前韩国荧屏热播综艺节目的 72.45% 都被引进到了国内, 韩国综艺在中国荧屏占比更是高达 43.27%。韩国综艺节目也强化了 中国观众对于韩国文化的了解, 以及对韩国时尚产品的兴趣。

图 9: 韩国版综艺节目《Running Man》



图 10: 中国版综艺节目《奔跑吧, 兄弟》



数据来源:《Running Man》官网

数据来源:《奔跑吧,兄弟》官网

图 11: 韩国版综艺节目《爸爸去哪儿》



数据来源:《爸爸去哪儿》官网

图 12: 中国版综艺节目《爸爸去哪儿》



数据来源:《爸爸去哪儿》官网

3. 预计国内整容医院布局超市场预期, 分享千亿蛋糕

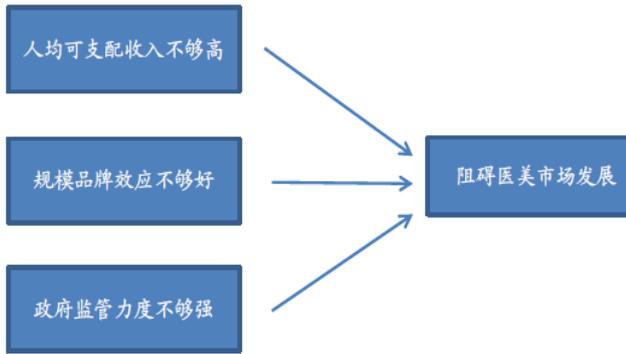
3.1. “她经济”时代下, 千亿医美市场待挖掘

“她经济”时代女性消费升级, 中国女性更加注重外表美。在这个看脸的世界, 一张美丽的面庞能给女性的择偶、求职及生活带来巨大的优势。在衣食住行等需求基本满足后, “她经济”时代下部分女性已经开始增加对姣好面容和体型的消费, 割双眼皮、隆胸等医疗美容开始流行。据智研数据中心测算, 2014年中国医疗美容市场规模达520亿元, 同比增速20%, 市场空间逐步打开。

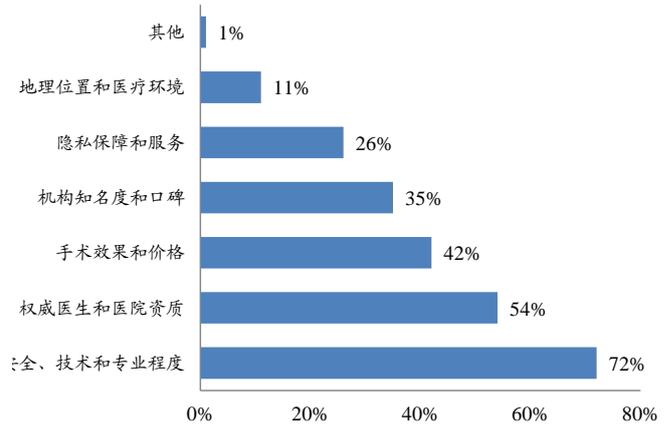
在国内医美行业发展初期, 有“三座大山”制约了行业的发展速度: 1) 居民的人均可支配收入较低, 人们对“美”的消费尚未得到满足; 2) 资本投入不足, 供给端优秀的医院和诊所较稀缺, 整形整容医院小散乱现象尤为严重; 3) 政府监管力度不强, 行业医疗事故频发, 给消费者留下了不好的印象。据艾瑞咨询 2012 年的调研显示, 安全和医院资质是整形消费者首要考虑因素, 经济方面的约束相对不强。

图 13: “三座大山”阻碍了国内医美行业的发展

图 14: 安全性是影响消费者整形的主要因素



数据来源: 国泰君安证券研究

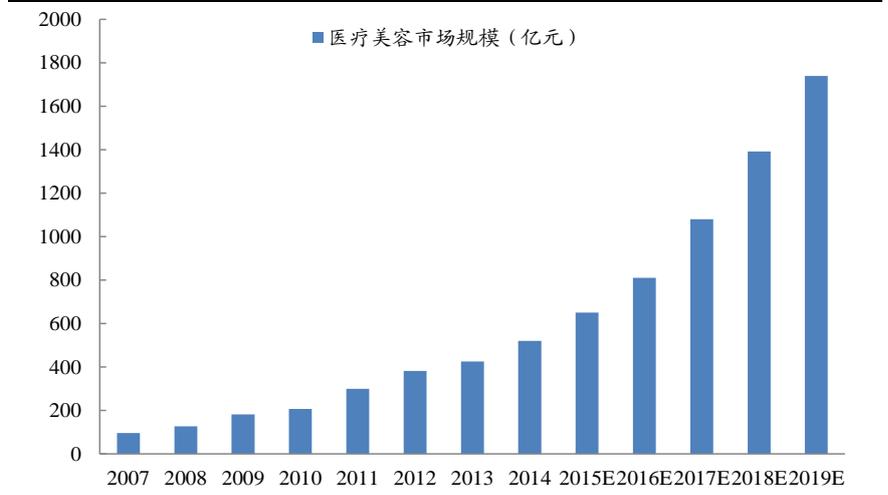


数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

制约中国医美市场发展的阻碍正逐渐被移除, 千亿市场布局正当时。

1) 随着消费的升级, 中国国民对整容的接受度迅速提升, “外貌协会”日益壮大, 外表美成为居民下一个需要满足的需求; 2) 更多优秀的医疗资源逐渐进入市场, 满足消费需求; 3) 监管部门有望再次出台相关政策, 引导行业正规化发展。在一系列利好逐渐形成后, 医美市场将迎来快速发展期。我们预计 2015 年医美行业增速将达到 25%, 市场规模为 650 亿, 2017 年市场有望突破千亿, 未来五年行业增速有望在 25% 以上。

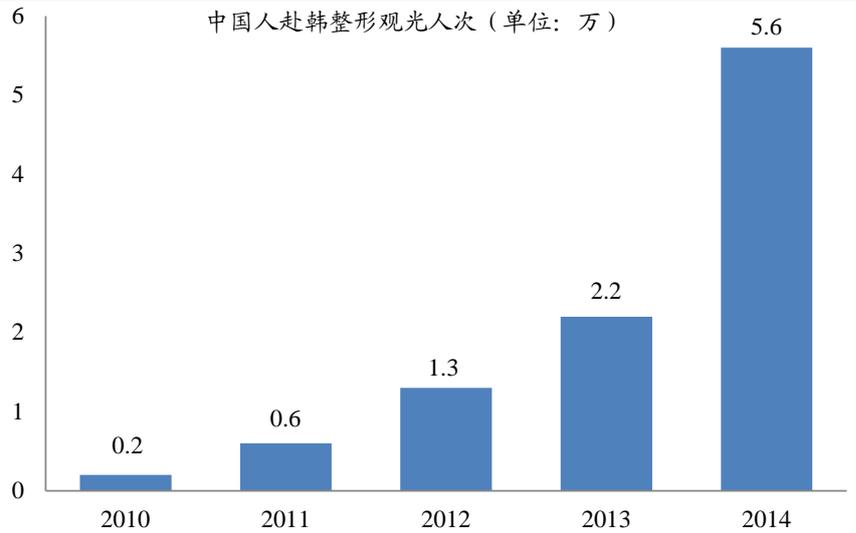
图 15: 我国医疗美容市场将迎来快速发展期



数据来源: 智研数据中心, 国泰君安证券研究

技术先进的正规医美机构将分享行业规范发展的大蛋糕。 整容会给身体带来长期的影响, 因此安全性尤为重要。随着众多医美行业事故被曝光, 消费者对不规范机构的警惕性提高, 打着“低收费”旗号或资质不完善的机构将逐渐出局。目前国内优质医美资源不足, 赴韩整形的人数快速增长, 2014 年有 5.6 万中国人到韩国整容, 同增 155%。在国内行业不断整合规范的过程中, 拥有优良资质的整容机构将迎来发展良机。

图 16: 我国赴韩整形的人数快速增长



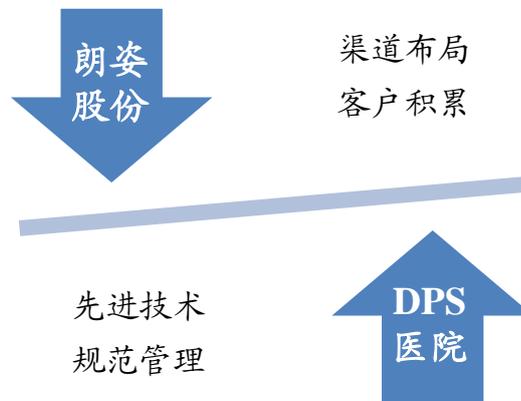
数据来源: 前瞻产业研究院, 国泰君安证券研究

3.2. 坐拥优质医疗资源, 国内市场布局可期

公司投资全球领先的医美机构, 坐拥优质医疗资源。公司投资韩国 DKH 集团, 进军医美行业, 间接持有韩国整形美容集团 DMG16.5% 的股权。DMG 旗下拥有设立于韩国首尔的整形美容机构 DPS, 后者是由韩国整形外科领域水平最高的首尔国立大学专业外科医生所创建。目前 DPS 共有 13 名专科医生和 100 多名职员, 年接诊量接近 3 万人次, 其中非韩籍客户占 40%。医院给很多韩国明星做过整形手术, 技术业内领先, 经验丰富。

优势互补, 公司整形美容布局前景广阔。DPS 技术水平全球领先, 医院的管理能力、服务意识、医院形象等值得借鉴。而朗姿股份则在国内市场拥有较强的品牌影响力、高质量的中高端女性客户以及近 500 家线下门店, 主业资源可以为医美业务提供客源及引流通道, 预计并购后双方的协同效应明显, 有望在国内医美市场破局。

图 17: 公司和 DPS 医院优势互补, 共同开拓医美市场



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

泛时尚生态圈的重要组成部分, 预计公司大概率收购国内整形医院。国内整形医院及医生需要申请牌照, 考虑到可行性, 我们预计公司布局国

内医美市场有两个方向:

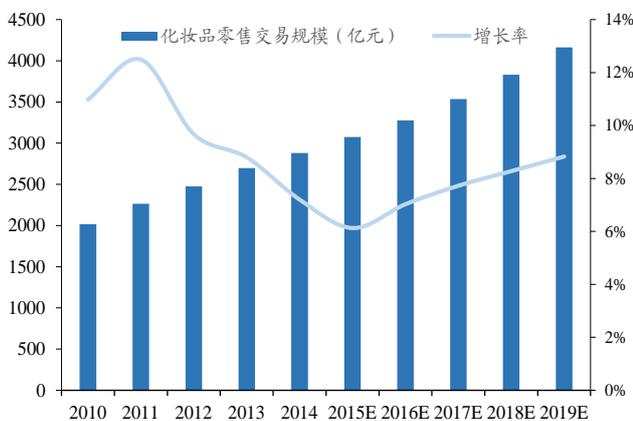
- **收购国内整形医院。**如果能成功并购国内整形医院标的,将快速获得整形医院牌照及部分有经验的医护人员,并且能较快引进韩国 DPS 机构先进的整容技术以及优秀医生,并吸引公司原有的中高端女性客户,线下 500 家左右门店也可以帮助整形医院宣传,持续为医院导流。
- **借助现有渠道优势,铺设微型诊所。**朗姿目前有约近 500 家门店,主要分布的购物中心及百货,微型诊所,引进高端的医疗设备,实施仪器祛痘、打美容针等简单的医美手术。我们认为公司为抓住国内整容行业高速发展的机遇,将寻找优质标的快速布局医美业务,泛时尚生态圈有望增砖添瓦。

4. 参股韩妆企业,搭上韩妆在华发展快车

4.1. 我国化妆品市场规模大、增速快

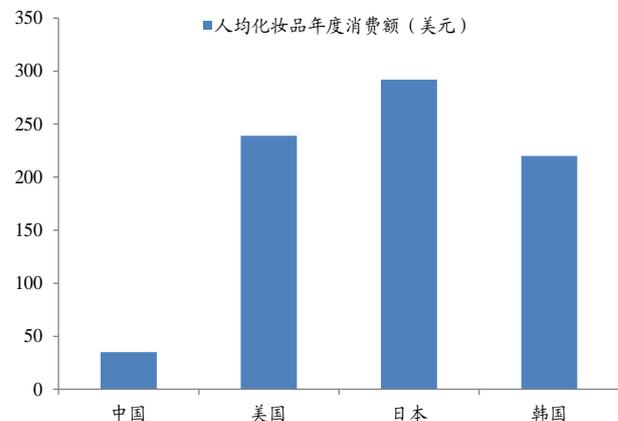
我国化妆品行业规模大,增速相对较快。2014 年化妆品零售交易额达到 2,937 亿元,同比增长 8% 左右,相比之下日本、法国、美国和韩国的增长率分别为 2.3%、0.5%、1.9% 和 5.5%。2014 年中国人均化妆品消费额为 35.04 美元,与美国、日本及韩国相比存在 6-8 倍的差距。据 Euromonitor 预计,2019 年中国化妆品零售额有望达到 4,230 亿,年增长率为 8%。

图 18: 中国化妆品零售额稳步增长



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 19: 中国化妆品人均消费额远低于发达国家

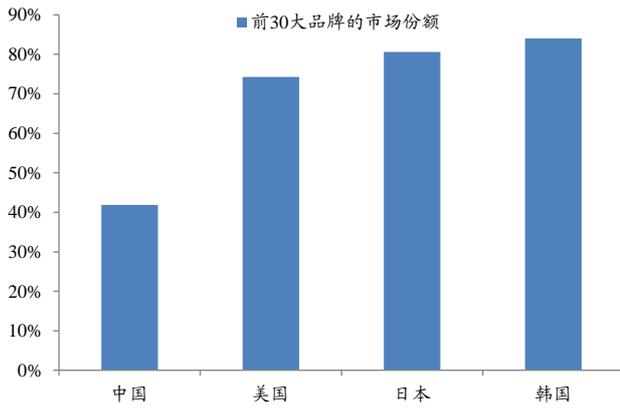


数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

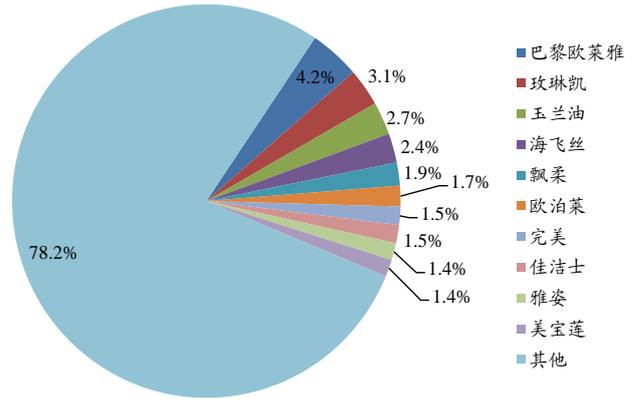
行业竞争激烈,国外品牌占优势。1) 我国化妆品市场开放较早,参与者众多,竞争激烈。2014 年中国前 30 大化妆品品牌的市场份额为 41.9%,同样显著低于美国、日本、韩国等国家。2) 改革开放后宝洁、欧莱雅等国际日化巨头率先进入中国市场并占据领先地位,90 年代后期日本、韩国的化妆品随时尚文化的强势相继在中国市场流行。2014 年前 30 大化妆品中,国外品牌占的市场份额为 32.6%,本土品牌仅为 9.3%。

图 20: 中国化妆品行业集中度处于较低水平

图 21: 中国化妆品市场前 10 大品牌均为国外品牌



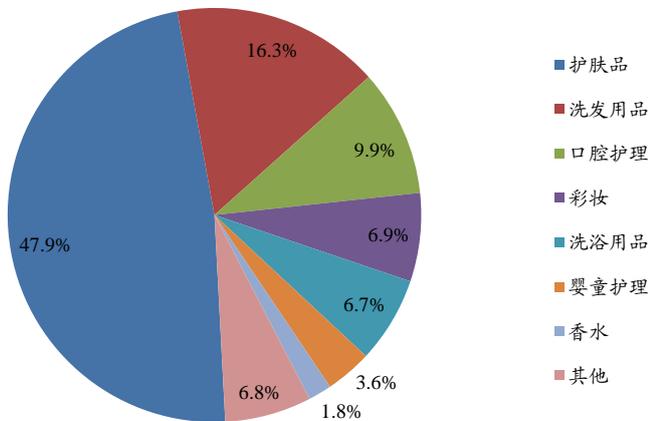
数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

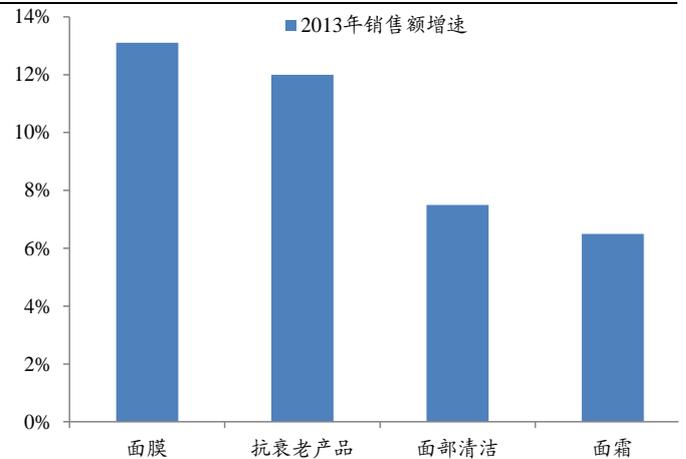
护肤品类在化妆品市场占比较高，面膜等产品增速较高。基础洗护类产品普及较早，行业发展成熟，目前进入稳步增长阶段。据Euromonitor统计，2014年中国护肤品类销售额为1,314亿元，在化妆品行业中占48.3%，预计到2019年该比例将提高至50.8%，而洗浴及口腔护理类、美发类产品的规模占比会有所下滑。在护肤类产品中，面膜由原来的功效型产品转变为护肤的快消品，在消费者中渗透率提升，销售额增速较快。2013年面膜品类收入增速为13.1%，处于护肤品市场前列。

图 22: 护肤品在化妆品市场中占比最高



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

图 23: 护肤品类中面膜产品销售额增速最快

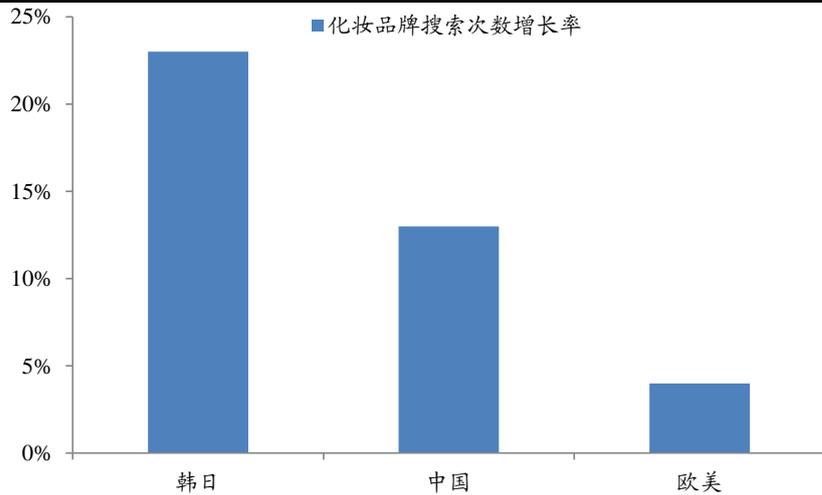


数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

4.2. 韩系化妆品异军突起

“韩流”来袭，韩国化妆品品牌增长迅速。在韩剧、真人秀等流行文化的影响下，韩国化妆品品牌在华收入增长迅速，气垫霜、面膜等明星产品持续热销。百度数据显示，2014年韩国化妆品品牌的搜索次数增长最为迅速。而韩国贸易协会与化妆品行业统计称，2015年1-7月份中国进口韩国化妆品规模达3.71亿美元，同增250.6%，在华市场份额仅次于法国达到了22.1%，同比提高12.3个百分点。

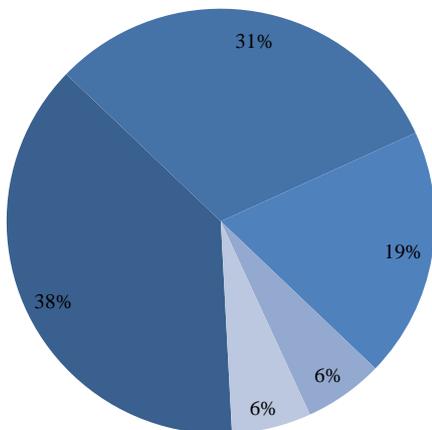
图 24: 2014年中国市场中韩日化妆品品牌的搜索次数增长最快



数据来源：百度营销咨询部，国泰君安证券研究

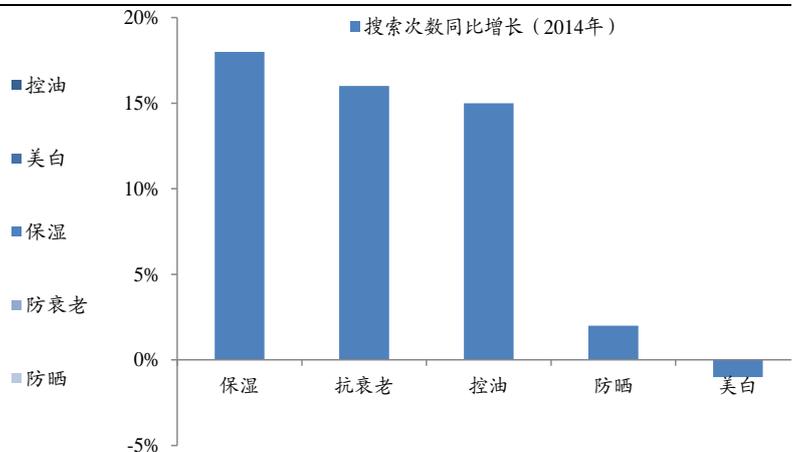
韩流文化强势，韩国明星深刻影响中国消费者。 韩国电视剧、音乐、综艺节目等在中国进一步巩固了流行文化引领地位，金秀贤、全智贤、少女时代等明星受到中国年轻人尤其是女性群体的热烈追捧，他们的行为如“炸鸡配啤酒”、穿着的服装以及使用的化妆品鲜明地影响了粉丝的消费习惯。据韩国汉阳大学珠宝时装设计专业教授李英在的调查显示，购买韩国化妆品的外国游客中有三分之二的人是受韩流影响才选择购买韩妆的。

图 25: 控油美白是我国消费者对化妆品的主要需求



数据来源：百度营销咨询部，国泰君安证券研究

图 26: 2014 年控油和抗衰老需求增长较快



数据来源：百度营销咨询部，国泰君安证券研究

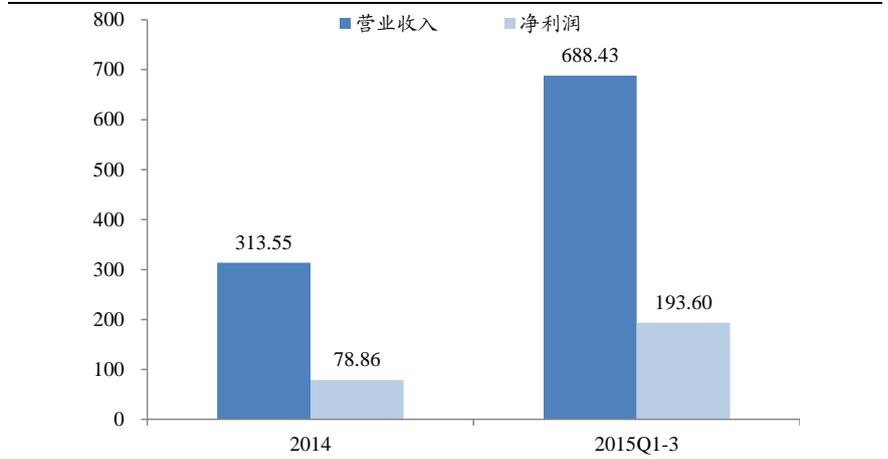
自贸区协定落地，未来韩妆市场空间有望进一步打开。 2015年6月，我国迄今为止对外签署覆盖范围最广的中韩自贸协定尘埃落定，目前已经生效，中国与韩国大多数商品贸易将逐步迎来“零关税”时代。目前中国对韩国进口化妆品征收的税率为 6.5%-15%，在存在关税的情况下进口韩妆已经逐年大幅增长。未来润肤霜、爽肤水、防晒霜等护肤品的进口关税将由 5% 降至 2%，部分化妆品关税降低 20%，韩国化妆品的竞争力将进一步提高，市场份额加快增长。

4.3. 投资 L&P Cosmetic，“泛时尚”生态圈添重要品类

2015 年 12 月 15 日公司公告香港子公司以约 3.3 亿人民币收购韩国 L&P

Cosmetic 公司 10% 股权，在化妆品领域实现了突破。L&P 是韩国近几年增长最快的化妆品公司之一，旗下包括“Mediheal”、“T.P.O”、“Mediental”、“Labocare”等护肤品品牌，2015 年前三季度实现营业收入 6.88 亿元、净利润 1.94 亿元。

图 27: L&P Cosmetic 的营收和净利润快速增长 (百万元)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

主打产品实力强劲，公司有望搭上韩妆在华发展的快车。L&P 公司结合研究人员和美容专家的成果，打造出明星产品 Mediheal 面膜，荣获韩国 5 项发明专利，1 项国家级科技荣誉。韩国贸易振兴公社的数据表明，2015 年上半年 Mediheal 是中国线上销售量最大的韩国面膜品牌，在所有面膜品牌中销量排名第二。2015 年前三季度，公司面膜销量超过 3 亿张，销售额同增 200% 以上。公司产品主要在韩国和中国销售，未来中韩自贸协定生效，我们预计公司业绩将快速增长。

合作走向深入，朗姿将分享标的公司的高成长。目前朗姿拥有在高端女性客户群体的运营经验，L&P 在产品研发、设计和营销方面具有优势。未来双方将在中国境内共同拓展化妆品业务，在新品研发、渠道布局方面进行合作，L&P 可以借助朗姿的中高端女性客户基础及 500 家左右门店的渠道优势，在中国市场或迎来爆发增长，预计 L&P 未来三年年收入 CAGR50%+。

5. 母婴业务未来几年业绩弹性大

2014 年公司控股韩国最大的婴儿服装上市公司 Agabang & Company.

- 2014 年 11 月 26 日，公司全资子公司朗姿韩国完成了以现金资产 3,204,000 万韩元(约合人民币 1.81 亿元)收购韩国株式会社阿卡邦股份(以下简称“阿卡邦”)第一大股东金旭持有的 427.2 万股流通股份，每股 7500 韩元(约合人民币 45 元)。
- 2014 年 12 月 30 日，朗姿韩国完成了以现金资产 2,142,000 万韩元(约合人民币 1.21 亿元)认购阿卡邦公司发行的新股 420 万股，每股 5,100 韩元。
- 为进一步提高对阿卡邦财务和决策的影响力，截止 2014 年 12 月 31

日，朗姿韩国以现金资产 182,068 万韩元（约合人民币 1030.14 万元）通过二级市场增持了阿卡邦 25.15 万股。

截止 2014 年末，朗姿韩国合计持有阿卡邦公司 872.35 万股，占总股本的 26.63%，是阿卡邦的第一大股东。

阿卡邦是韩国婴幼儿国民品牌，目前市占率高达 16%。阿卡邦（AGABANG & COMPANY）公司，于 2002 年 1 月 17 日在韩国 KOSDAQ 上市。股票代码：013990。阿卡邦公司成立于 1979 年 4 月 2 日，是韩国第一家集生产、设计、零售为一体的专业经营婴幼儿服装和用品公司，属于韩国的国民品牌。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 5 个系列品牌，目前在韩国拥有 750 个店铺，在中国拥有 80 多家店铺，全球销售门店共有 1050 个。阿卡邦被韩国企业效率协会评为 2000 年度“第一童装企业”、连续 2 年被韩国企业效率协会选为“第一童装品牌”；2013 年度阿卡邦在韩国市场综合占有率为 16%，排名第二。

图 28: 阿卡邦 2015 年冬季婴童装



数据来源：阿卡邦官网

图 29: 阿卡邦旗下品牌 2015 年冬季婴童装



数据来源：阿卡邦官网

表 2: 阿卡邦运营品牌

品牌	品牌介绍
	公司主打品牌,从产前准备到 4 岁小孩的所有必需品
	高端品牌,与设计师 Enju Hong 联合在 2002 年推出

	<p>中高端法国品牌，其中 Basic Elle 主要针对折扣店</p>
	<p>从美国引进的世界顶级孕妇装品牌</p>
	<p>欧美休闲风格的童装品牌</p>
	<p>针对前卫妈妈的集成婴幼儿服装和用品的新概念店</p>
	<p>日常生活童装品牌</p>
	<p>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</p>
	<p>公司主打品牌，从产前准备到 4 岁小孩的所有必需品</p>
	<p>高端品牌，与设计师 Enju Hong 联合在 2002 年推出</p>

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

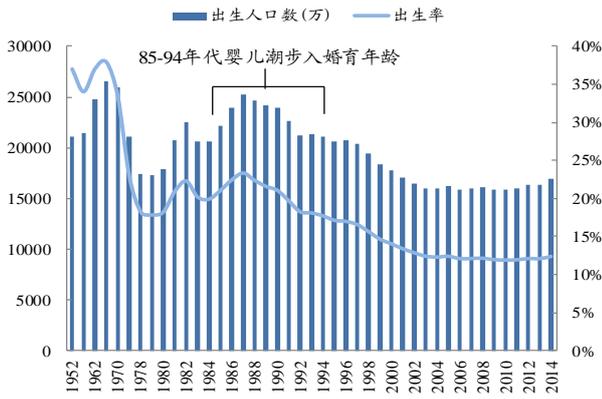
标的公司被收购的主要原因是韩国出生率持续下降，市场萎缩，导致盈利水平下降。韩国人口出生率从 2012 年的 9.6‰ 下降到 8.6‰，这不仅是韩国从 1970 年开始进行人口统计以来的最低值，在经合组织 (OECD) 成员国中也属最低水平。受此影响，“AGABANG&COMPANY”的营业利润从 2011 年的 95 亿韩元锐减至 13 年的 39 亿韩元。根据韩国 KOSDAQ 披露显示，13 年阿卡邦收入和净利分别为 11.65 亿和 1483 万元，盈利较低；14 年上半年收入和净利分别为 4.22 亿和 -4253 万元，处于亏损状态。

国内全面二胎政策和消费观转变拓展行业空间，童装市场集中度低。

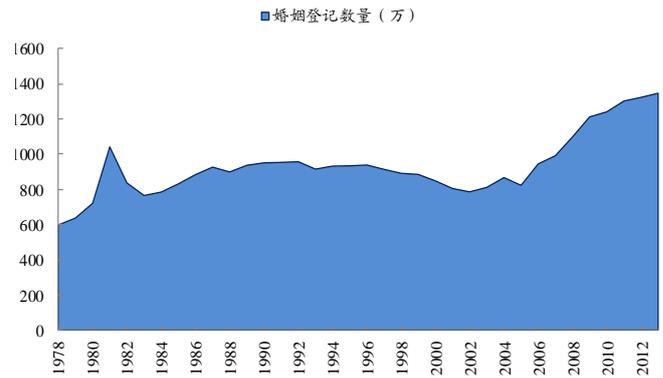
- 1985-94 年代婴儿潮步入婚育阶段，预计迎来第四次婴儿潮。80-90 年代是我国第三次人口出生高峰期，共计出生约 2.28 亿人口，是中国第三次婴儿潮。近年来，85-94 年代的婴儿潮开始步入婚育阶段。随着 85-94 年代的婴儿潮步入婚育阶段和现代社会晚婚晚育的趋势，预计我国将迎来第四次婴儿潮。

图 30: 2013 年后出生人口数、出生率开始上升

图 31: 近年来婚姻登记数量逐年上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

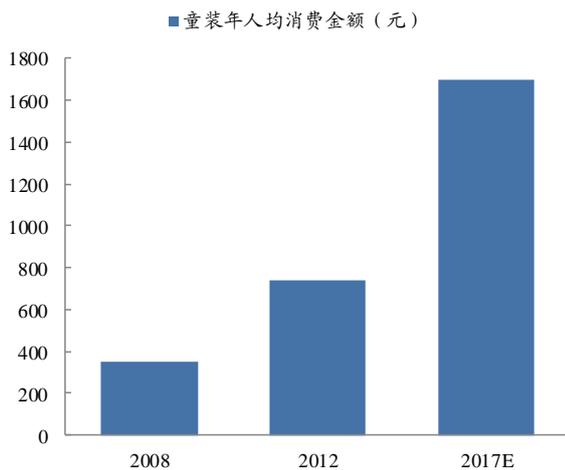


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

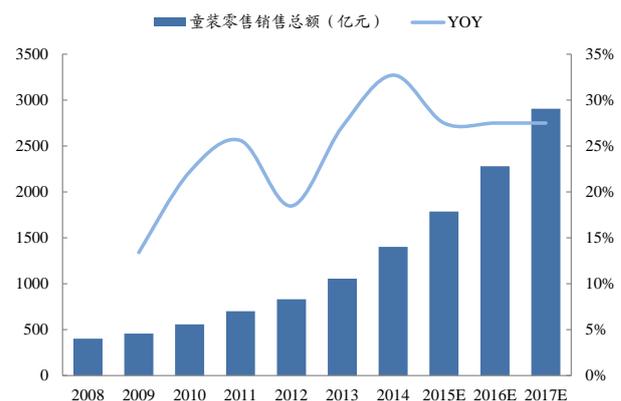
- **“全面二胎”政策放开，预计每年增加 150 万新生儿。**2015 年 10 月，十八届五中全会决定，全面放开二胎政策。至此，实施了 30 多年的独生子女政策正式宣布终结。2014 年我国出生率为 1.237%，保守假设，生育率上升 0.1% 达到 1.337%，2016 年出生人口将达到 1847.11 万人，与未放开二胎相比出生人口增加 155.12 万人。
- **随着家庭收入不断提升，儿童服饰年人均消费金额也是逐年提升。**据 Frost&Sullivan 调查显示，2008 年童装年人均消费金额为 350 元，至 2012 年已达到 740 元，5 年 CAGR 达到 20.58%；预测 2017 年童装年人均消费额将达到 1700 元，3 年 CAGR 为 18.1%。我们根据国家统计局发布的报告，预计未来 3 年童装零售额 CAGR 逾 20%，预计到 2017 年童装行业市场规模将接近 3000 亿元。

图 32: 预计 2017 年童装人均消费达 1700 元

图 33: 预计未来三年童装零售额 CAGR 逾 20%



数据来源: Frost & Sullivan, 国泰君安证券研究



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

- **童装市场集中度低。**据 Euromonitor 统计，国内前 4 大品牌市占率为 5.7%，前 10 大童装品牌市占率仅为 8.8%；美国童装市场前 4 大品牌市占率高达 25%，前 10 大品牌市占率达到 35%。美国童装龙头 Carter's 市占率高达 12%，阿卡邦在韩国市占率高达 16%，国内第一童装品牌巴拉巴拉市场份额仅 3.1%。国内婴童市场处于更早期阶段，市场集中度低，因此我们预计未来消费升级以及日趋激

烈的市场竞争将加速儿童服饰市场的集中度提升，发展空间巨大。

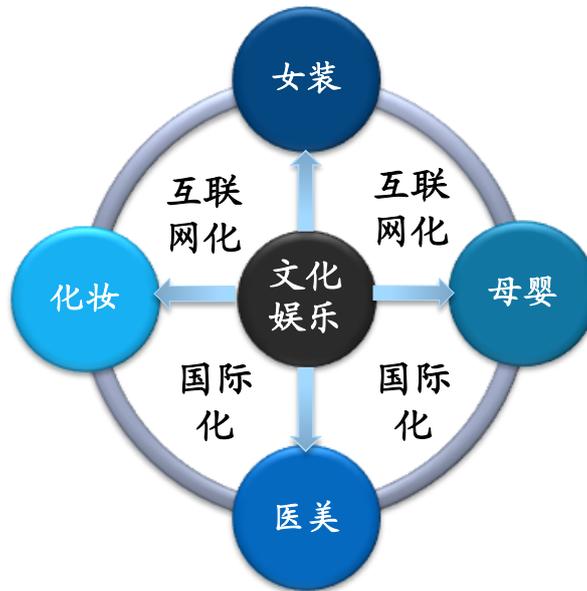
公司收购阿卡邦短期来看业绩贡献较小，关键意义在于拓展婴幼儿服装用品市场，后期在国内进行快速推进。

- **2014 年底完成股权交割后，公司首先对阿卡邦管理进行优化，提高韩国员工人力资源管理，引入淘汰机制，通过精简人员，提高效率。15 年初见成效，Q3 开始扭亏为盈。预计 2015 年阿卡邦收入与 2014 年持平。**
- **2015 年公司主要在国内布局阿卡邦线上渠道，目前已入驻天猫、京东、唯品会、亚马逊等电商平台。2015 年 9 月 22 日，阿卡邦 Agabang 携手天猫战略发布仪式在北京朗姿大厦成功举行，标志阿卡邦首次入驻国内电商平台，开始进入国内母婴市场。随后公司快速推进线上渠道，先后入驻京东、唯品会、亚马逊中国等电商平台，线上渠道完成基本布局。**
- **2015 年 5 月公司投资广州若羽臣信息科技有限公司，参股 20%，标的公司主要负责阿卡邦等线下渠道的品牌运营与推广。若羽臣目前主要从事护肤品、母婴护理品、母婴洗护品等品牌产品的电子商务营销和运营服务，合作伙伴包括祛痘护肤领导品牌比度克 BeDOOK、德国母婴洗护品牌哈罗闪 SANOSAN、意大利婴幼儿洗护品牌宝贝可可丽 Baby coccole、国内著名婴幼儿纸尿裤品牌 ABC'sBB、韩国孕产品牌碧芝莱 PLAGENTRA、韩国婴儿洗护用品 U-Za 等八个品牌。公司在品牌运营方面有丰富的经验与庞大的客户资源，并于 2015 年 12 月在新三板挂牌。**

6. 未来有望布局韩国娱乐产业

有望布局韩国文娱产业，打通各业务板块。“泛时尚”板块缺少核心韩流要素——文娱产业，预计后续可能会布局韩国娱乐公司，借助“韩流”明星，来持续为公司各板块宣传，打通各板块产生互相促进的协同作用。

图 34: 韩流为主导、文娱为核心的泛时尚生态圈格局超市场预期



数据来源: 国泰君安证券研究

公司有望深耕时尚产业，利用自身优势，预计将完成文娱产业这块核心拼图。韩流经济属于“粉丝经济”的一种，企业可以通过韩剧植入广告以及知名韩国明星代言等方法宣传自身产品，通过其辐射效应与粉丝效应实现不同产业的协同发展。公司实控人申东日、申今花为朝鲜族，并且较早开启与韩国企业的合作，在韩国时尚界具有丰富的资源。公司通过深耕韩流为主导的时尚生态圈，以女装为基础，依托旗下韩国上市公司阿卡邦的产业平台，不断引入韩国时尚文化领域项目，在快速推进“女装、母婴、医美、化妆”等板块落地同时，考虑到文化娱乐产业的核心辐射作用，我们预计未来公司有望将在文娱方面进行布局，完成泛时尚产业生态圈至关重要的一块拼图。

7. 女装业务有企稳迹象

公司主营业务为品牌女装的设计、生产和销售，定位高端市场。公司采用多品牌发展战略，旗下包括优雅成熟品牌“朗姿”、“莫佐”、“LIAA”、流行少淑品牌“玛丽”、时尚个性品牌“吉高特”以及一线奢侈品牌“Fabiana Filippi”等。公司品牌互补，渠道布局较广，营收规模业内领先。2014年末公司共有586个销售终端，当年实现营业收入为12.35亿元，连续六年在全国重点大型零售企业高档女装市场中位居市占率前五名。

- 国际化布局具有先发优势。**2005年公司即引进韩国大贤旗下的女装品牌ZOOC、MOJO S.PHINE等，初次接触韩国时尚潮流。此后公司不断扩展国际业务，积极与国外品牌合作，打造出覆盖女装、婴童的泛时尚产业平台。

表 3: 朗姿股份较早布局国际市场

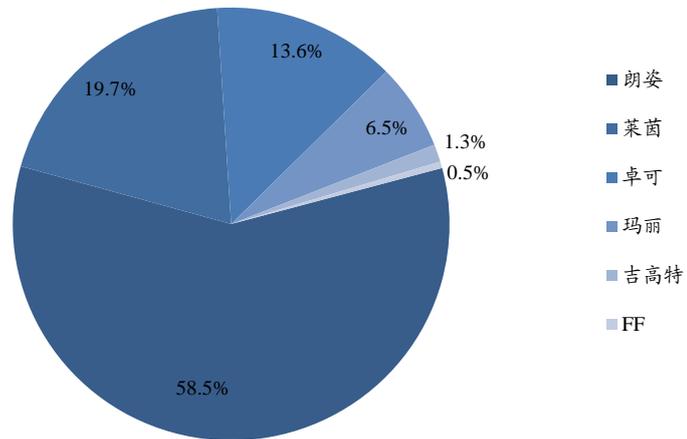
合作事项	
2005年	公司引进韩国大贤株式会社旗下的女装品牌ZOOC、MOJO

	S.PHINE 等，首次接触国际时尚潮流
2010 年	公司投资设立子公司莱茵服装（韩国）株式会社，把握韩国时尚趋势，并引入韩国设计师团队，在服装设计中融入韩国元素
2011 年	公司取得了意大利奢侈品牌 FABIANA FILIPPI 在全球 15 个国家的代理运营权，将国际市场扩展至欧洲
2014 年	公司成为韩国童装上市公司阿卡邦的第一大股东，拥有了覆盖 0-4 岁婴童的服装、婴儿用品、护肤品、玩具等领域的 10 个中高端母婴品牌

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

- 多品牌布局业内领先。**公司通过自主设立、代理运营和并购方式在中高端市场进行品牌和品类延伸，目前拥有 4 个自主女装品牌和 3 个代理女装品牌，以及 10 个婴童品牌，品牌扩张快于竞争对手。公司采用多品牌运营策略满足消费群体多层次的需求，为业绩增长提供动力。

图 35: 公司多品牌布局中高端女装市场

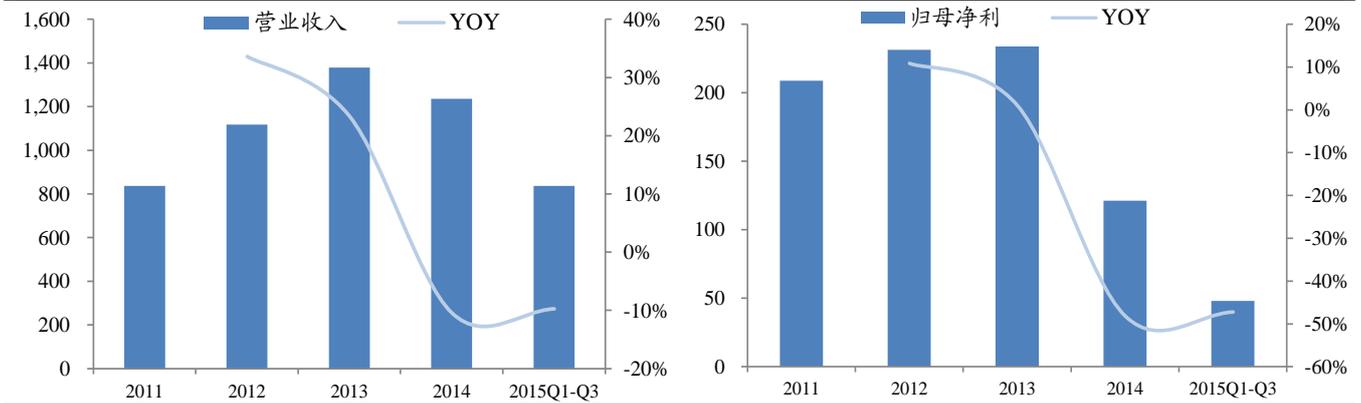


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

主业有企稳迹象，预计未来主业可恢复增长。受居民消费不景气、电商市场冲击等影响，2014 年起公司业绩开始下滑。2015 年以来，公司优化调整终端店铺，广泛开展线上线下销售，同时强化终端店铺的考核激励，业绩下滑增速放缓。2015 年前三季度公司的营收和归母净利润分别为 8.37 亿元和 4,801 万元，同比下降 9.7% 和 47.2%，其中第三季度收入同比下滑 0.19%，业绩有企稳迹象。随着公司一系列对渠道的调整，预计未来主业有望恢复增长。

图 36: 2015Q1-3 公司收入下滑 9.7% (百万元)

图 37: 2015Q1-3 公司净利润下滑 47.2% (百万元)



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

8. 盈利预测与估值

8.1. 维持增持评级, 目标价 87.5 元

维持“增持”评级, 目标价 87.5 元。考虑公司女装主业企稳、婴童/化妆品业务加速中国市场落地以及在医美行业的布局提速, 预计 2016、2017 年为公司贡献收入及利润超过此前我们的预期(上次盈利预测我们没有考虑化妆品/医美对公司业绩的贡献), 上调 16-17 年 EPS 至 0.58/0.75 元(前次预测 0.54/0.64 元), 我们分别采用 PS、PE 两种估值方法并基于谨慎原则, 预计公司合理市值为 175 亿元, 对应目标价 87.5 元。

8.2. 相对估值法之一: PS 估值

具体来看, 我们对公司各部分布局的收入估计如下:

- 女装主业:** 公司加强在成本费用控制、供应链效率等方面的管理, 实行员工的激励机制并淘汰一部分低效员工, 2015 年前三季度服装业绩下滑幅度明显收窄。我们预计 2015Q4 公司服装主业将出现回升, 2016 年收入会恢复增长, 预计 2016 年的收入为 12.5 亿元。
- 母婴用品:** 公司同样在韩国方面引入淘汰机制, 提高人力管理效率, 并积极推动阿卡邦在中国线下渠道的落地, 预计 2016 年阿卡邦将实现 9 亿的营业收入。
- 医美行业:** 公司目前参股了韩国顶级整容医院, 2014 年营收约为 2 亿。未来公司有望通过并购整形医院或微型诊所等方式进军国内整形市场, 目前国内医美行业有 500 亿市场空间, 我们保守预计 2016 年公司在医美行业能实现营业收入 1 亿元。
- 化妆品方面:** 公司投资的 L&P 集团产品畅销, 未来将持续受益于韩妆在中国市场的快速发展。我们谨慎预计 2016 年 L&P 集团将实现营业收入 13.8 亿元。

- **参股 APP “明星衣橱”**：预计 2016 年将实现 20 亿以上的销售流水并获得 2-3 亿元的导购分享收入。“明星衣橱”近期完成了 D 轮融资，估值超过 10 亿美金，未来存在上市预期。我们谨慎估计其估值为 60 亿元人民币。
- **参股电子商务综合服务商若羽臣**：后者于 2015 年 12 月 2 日起在新三板挂牌。借电子商务快速发展的东风，公司 2014 年实现营收 1.12 亿元，同增 223%，2015 年 1-5 月实现净利润 697 万元，超过 2014 年全年的利润水平。鉴于公司业绩的高成长性，我们预计 2016 年公司营收将超过 2 亿元。

从估值水平来看，我们对各部分估计如下：

表 4：公司各项业务估值分拆

	2016 年预计收入 (亿)	PS	市值 (亿)	持股比例	预计市值 (亿)
服装主业	12.5	9	112.5	100%	112.5
韩国童装阿卡邦	9	12.5	112.5	26.63%	30
明星衣橱	1、预计 2016 年 3.5 亿导购分享收入 +20 亿销售流水 2、已经获得 D 轮融资，融资金额 2 亿美金，估值约为 10 亿美金		60	5%	3
若羽臣	2	15	30	20%	6
医疗美容	医美行业 500 亿空间，预计 2016 年收入 1 亿	7.2	7.2	100%	7.2
化妆品	13.8	6.1	84.2	10%	8.42
公司现金	2015Q1-3 有现金 11.3 亿，如果去掉投资 L&P3.3 亿，仍有 8 亿，公司仍有足够资金收购其他合适项目				>8 亿
总市值					>175 亿

数据来源：WIND，公司公告，国泰君安证券研究

表 5：可比公司的估值水平汇总

代码	公司	公司主业	2016 年预测收入 (百万元)	市值 (亿元)	PS
603808.SH	歌力思	女装	904	84.56	9.35
603518.SH	维格娜丝	女装	1,080	51.76	4.79
女装行业平均					7.07
002762.SZ	金发拉比	婴童服装	494	87.47	17.71
002570.SZ	贝因美	婴童奶粉	4,667	155.01	3.32
002348.SZ	高乐股份	儿童玩具	507	83.78	16.52
母婴行业平均					12.52
000592.SZ	平潭发展	建设美容医院	1,787	201.77	11.29
600763.SH	通策医疗	发展医疗美容	1,023	159.36	15.58

医疗美容行业平均					13.44
002094.SZ	青岛金王	转型化妆品	1,262	90.68	7.19
002566.SZ	益盛药业	转型化妆品	1,315	66.09	5.03
化妆品行业平均					6.11

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究, 除歌力思外, 盈利预测均采用 wind 一致预期, 截止日为 2015/12/18

因此, 我们预计公司合理市值 175 亿, 对应目标价 87.5 元。

8.3. 相对估值法之二: PE 估值

在本篇报告中, 我们提到最看好朗姿在医疗美容及化妆品行业的布局有望持续超市场预期, 公司已经不仅仅是纺织服装行业公司, 考虑到公司转型预期, 我们选取近期转型美容行业的可比公司, 主要包括冠昊生物、通策医疗等, 给予公司 2016 年 160 倍 PE, 预计公司的市值为 185.6 亿元, 对应目标价为 92.8 元。

表 6: 公司的估值水平低于主要竞争对手

市场情况			EPS			PE		
证券代码	公司	股价	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
002612.SZ	朗姿股份	68.62	0.61	0.44	0.58	113.21	155.20	118.80
300238.SZ	冠昊生物	56.67	0.41	0.24	0.29	172.41	139.79	239.92
600763.SH	通策医疗	49.70	0.69	0.46	0.61	72.35	107.65	81.69
行业平均		-	-	-	-	122.38	123.72	160.81
002612.SZ	朗姿股份	68.62	0.61	0.44	0.58	113.21	155.20	118.80

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究; 股价为 2015 年 12 月 18 日, 除朗姿股份外, 其他标的 EPS 为 Wind 一致预期

基于以上两种估值方法以及谨慎原则, 我们认为公司的合理估计为 175 亿, 对应目标价 87.5 元。

9. 风险提示

新业务进展不达预期。公司新布局了婴童、医美、化妆品业务, 这些业务均处于刚起步阶段, 且均采用与韩国公司合作的方式, 如何在中国市场落地存在较大的不确定性, 可能存在水土不服、进展不达预期的可能性。

女装主业大幅下滑等。公司女装主业是支持公司发展的基石, 为公司发展提供稳定的现金流, 如果未来女装主业大幅下滑, 会影响公司新业务的进展。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		