

医美业务再添新丁，高端女装持续回暖

公司简报

◆2.67亿元收购西安高一生医美医院100%股权

18年1月1日晚公司公告，拟通过全资子公司朗姿医疗、以自有资金2.67亿元分别向遵义远恒、遵义运始、中韩基金、时尚互联收购所持有的陕西高一生医疗美容医院有限公司合计100%股权，标的公司总估值2.67亿元，以2017年承诺净利润计PE14.83倍、以未来3年承诺净利润平均值计PE12.81倍。交易对手方中，遵义远恒、遵义运始为标的公司管理层控制合伙企业，原持有标的公司40%股权；朗姿为中韩基金有限合伙人、出资21.13%，中韩基金为时尚互联有限合伙人、出资53.55%。

标的公司高一生为一家医疗美容医院，设有美容外科、微整形科、美容皮肤科、美容中医科及美容牙科等五个主要业务科室，提供整形、皮肤美容及微整形业务，其旗下医疗美容品牌“高一生”创立于1991年，创始人团队拥有26年的外科、微创及整形医院管理经验，是西安地区最早的一批医疗美容机构、通过多年的沉淀现已成为西安市场最大的医疗美容医院之一。

◆标的公司管理层承诺17~19年业绩，同时将买入公司股票作为质押

标的公司2016年实现营业收入3226.82万元、净利润351.16万元；2017年1~9月实现营业收入7620.52万元、净利润1444.80万元。同时，原股东遵义恒远、遵义运始及标的公司管理层承诺2017~2019年净利润（以扣除非经常性损益前后的净利润孰低值为准）应分别不低于1800万元、2070万元、2380万元，若未达成承诺方将进行现金补偿。同时，在3年承诺期结束后，公司将实际超过承诺净利润部分50%作为奖金于2019年一次性奖励予届时仍于标的公司任职的管理层及其他管理团队人员。

同时，为保证上述业绩补偿义务的履行，在朗姿医疗首期股权转让款支付完成之日起180日内，标的公司管理层之一金鑫应在二级市场买入朗姿股份的股票并质押给朗姿医疗或其指定的第三方，所购股票的买入价值为本次交易中朗姿医疗向遵义恒远、遵义运始支付的股权转让款合计1.08亿元扣除相关税费后的金额。另外，标的公司管理层承诺自股权转让协议签署之日起在标的公司持续任职不少于四年。补偿期限内，标的公司总经理由遵义恒远、遵义运始推荐、财务负责人由朗姿医疗指派。

◆2.45亿元出让子公司朗姿医疗38.42%予产业资本和大股东

同日公司公告拟将全资子公司朗姿医疗未实缴注册资本1.64亿元所对应的32.78%的股权和实缴义务转让给十月吴翼、合源融微、中韩基金及公司大股东中东日先生，同时交易对方以8112万元对朗姿医疗进行增资。本次交易完成后，交易对方共向朗姿医疗实缴和增资金额合计2.45亿元，朗姿医疗注册资本自5亿元增至5.46亿元，公司对朗姿医疗的持股比例由100%下降为61.58%。本次交易中，交易对方实缴和增资款将用于朗姿医疗收购高一生股权，主要考虑为利用外部产业资本和大股东资金支持公司

买入(上调)

当前价：11.20元

分析师

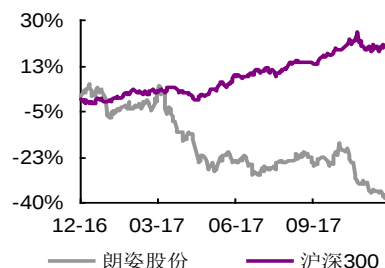
李婕 (执业证书编号：S0930511010001)
021-22169107
lijie_yjs@ebsecn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)
021-22169124
sunww@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：4.00
总市值(亿元)：44.80
一年最低/最高(元)：11.01/19.08
近3月换手率：37.45%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.70	-23.51	-59.74
绝对	-7.08	-18.44	-37.96

相关研报

并表效应及女装主业回暖促收入大增，新业务推进或放缓

.....2017-10-28

新业务计入促业绩大增，女装现金企稳回暖迹象

.....2017-04-02

医美业务快速发展。

◆女装调整到位现回暖、医美业务推进，公司布局“泛时尚生态圈”长期有望受益消费升级

公司医美业务顺利推进，公司 2016 年 4 月和 6 月陆续并入韩国梦想医院、“米兰柏羽”“晶肤医美”6 家医美医院，2017 年公司通过投入自有资金结合试点和推广合伙人制度的激励机制新增了 2 家晶肤医美诊所、并计划近期将“晶肤医美”扩大至 9 家，医美战略逐步推进。本次收购完成后，公司将拥有“梦想”“米兰柏羽”“晶肤医美”“高一生”四大医美品牌，医美布局再次完善。

我们认为：公司原有高端女装业务调整基本结束、17 年以来销售增速转正、同店增长预计 10% 左右，预计 18 年回暖持续、随着调整效果进一步显现增长较 17 年提升。战略方向上，公司“泛时尚生态圈”战略立足高端女装业务，发展医美、婴童、化妆品业务，长期来看消费升级趋势持续推进、居民消费将向品质化、高端化和满足高阶需求的生活服务倾斜，17 年可选和高端消费明显回暖已有体现。公司布局朝阳行业有望持续受益。另外，公司已获高新技术企业认定，2017-2019 年继续按 15% 优惠税率征税。

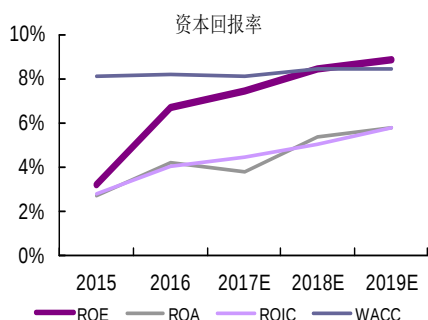
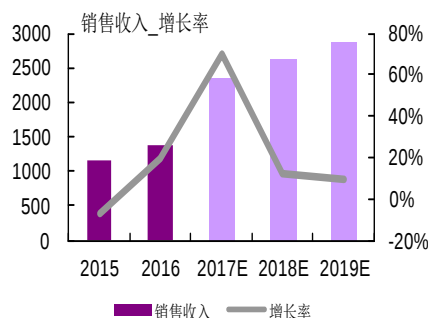
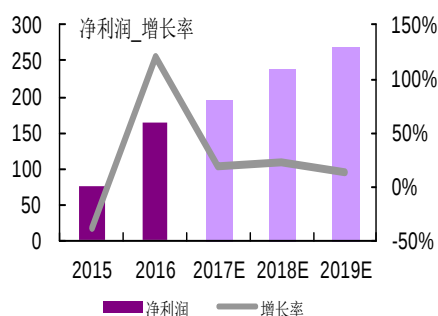
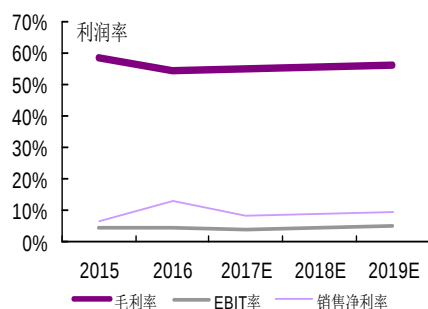
业绩分拆来看，女装业务奠定基石，17 年以来回暖明显、增速预计继续提升；新业务方面，2016-2017 年新收购的婴童和医美标的对业绩增厚效应明显，18 年预计前期并表效应消除、总体业绩增速将相应放缓，同时医美、婴童业务在国内的拓展将逐步显效（但预计增速慢于复苏的女装业务）。化妆品业务方面主要为参股韩国 L&P 公司，17 年以来受赴韩旅游人数下降影响、其投资收益对业绩贡献预计减小。

考虑到今年高端女装行业销售旺盛、公司女装业务预计继续回暖，暂不考虑本次交易并表上调 18-19 年盈利预测，预计 17-19 年 EPS 为 0.49、0.60、0.67 元（前次预测为 0.49、0.58、0.64 元），假设 18 年开始高一并表、按承诺净利润计算、同时考虑公司对朗姿医疗持股比例下降，预计可增厚 18-19 年 EPS 0.03、0.04 元。公司 18 年 PE 目前为 19 倍，后续并购完成、业绩增厚预计将进一步拉低估值，上调评级至“买入”。

风险提示：并购整合不当、消费疲软。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,144	1,368	2,326	2,605	2,849
营业收入增长率	-7.38%	19.53%	70.07%	11.98%	9.39%
净利润（百万元）	74	164	195	239	270
净利润增长率	-38.58%	120.28%	18.72%	22.87%	12.66%
EPS（元）	0.19	0.41	0.49	0.60	0.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.20%	6.66%	7.38%	8.43%	8.81%
P/E	60	27	23	19	17
P/B	2	2	2	2	1



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,144	1,368	2,326	2,605	2,849
营业成本	469	616	1,038	1,146	1,239
折旧和摊销	41	42	58	58	59
营业税费	9	13	19	21	23
销售费用	408	476	803	904	992
管理费用	190	209	337	391	427
财务费用	27	9	31	19	20
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	46	84	100	117	123
营业利润	73	141	167	222	258
利润总额	77	190	229	281	317
少数股东损益	0	20	0	0	0
归属母公司净利润	74.46	164.02	194.72	239.26	269.54

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	2,789	4,423	5,140	4,473	4,715
流动资产	1,380	1,908	2,988	2,328	2,578
货币资金	362	1,906	2,687	1,868	1,978
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	96	369	376	421	460
应收票据	1	1	0	0	0
其他应收款	14	33	22	25	27
存货	486	663	766	851	927
可供出售投资	46	89	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	777	599	600	602	603
固定资产	347	483	509	529	547
无形资产	137	544	516	491	466
总负债	464	1,183	1,725	859	879
无息负债	131	549	784	818	838
有息负债	332	634	941	41	41
股东权益	2,325	3,240	3,415	3,615	3,837
股本	200	400	400	400	400
公积金	1,715	1,523	1,542	1,566	1,593
未分配利润	415	534	689	865	1,060
少数股东权益	0	776	776	776	776

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	151	132	219	74	106
净利润	74	164	195	239	270
折旧摊销	41	42	58	58	59
净营运资金增加	-519	-1,262	307	223	205
其他	554	1,189	-340	-447	-428
投资活动产生现金流	-86	-311	305	66	71
净资本支出	-17	-41	-50	-50	-50
长期投资变化	777	599	-2	-2	-2
其他资产变化	-845	-870	356	117	123
融资活动现金流	-166	218	257	-958	-68
股本变化	0	200	0	0	0
债务净变化	-132	301	308	-900	0
无息负债变化	-47	418	235	33	21
净现金流	-104	30	781	-818	110

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-7.38%	19.53%	70.07%	11.98%	9.39%
净利润增长率	-38.58%	120.28%	18.72%	22.87%	12.66%
EBITDA/EBITDA 增长率	-23.02%	14.28%	44.39%	17.53%	17.52%
EBIT/EBIT 增长率	-42.13%	23.77%	48.57%	27.01%	25.09%
估值指标					
PE	60	27	23	19	17
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	19	41	29	25	21
EV/EBIT	34	67	46	36	29
EV/NOPLAT	35	69	54	43	34
EV/Sales	2	3	2	2	2
EV/IC	1	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	58.99%	54.96%	55.37%	56.00%	56.53%
EBITDA 率	8.22%	7.86%	6.67%	7.00%	7.52%
EBIT 率	4.64%	4.81%	4.20%	4.76%	5.45%
税前净利润率	6.75%	13.93%	9.85%	10.81%	11.13%
税后净利润率 (归属母公司)	6.51%	11.99%	8.37%	9.19%	9.46%
ROA	2.67%	4.16%	3.79%	5.35%	5.72%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.20%	6.66%	7.38%	8.43%	8.81%
经营性 ROIC	2.73%	3.99%	4.41%	5.03%	5.75%
偿债能力					
流动比率	2.97	1.82	1.77	2.85	3.08
速动比率	1.93	1.19	1.32	1.81	1.97
归属母公司权益/有息债务	6.99	3.89	2.80	68.88	74.26
有形资产/有息债务	7.83	5.22	4.42	85.28	91.75
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.41	0.49	0.60	0.67
每股红利	0.10	0.05	0.10	0.12	0.13
每股经营现金流	0.38	0.33	0.55	0.18	0.27
每股自由现金流(FCFF)	1.52	3.25	-0.46	-0.22	-0.13
每股净资产	5.81	6.16	6.60	7.10	7.65
每股销售收入	2.86	3.42	5.82	6.51	7.12

资料来源：光大证券、上市公司

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
北京	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
私募业务部	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com