

强烈推荐-A (维持)

朗姿股份 002612.SZ

当前股价: 15.65 元

2017年04月28日

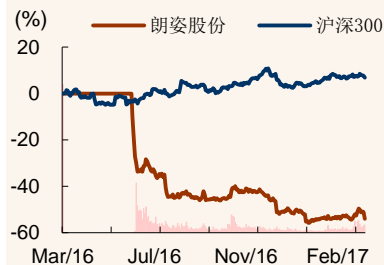
女装弱复苏趋势延续 婴童医美业务并表拉动业绩高增长

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	40000
已上市流通股(万股)	20986
总市值(亿元)	61
流通市值(亿元)	32
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	6.7
资产负债率	26.7%
主要股东	申东日
主要股东持股比例	50.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	-33	-60
相对表现	-19	-35	-68



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《朗姿股份(002612)——婴童医美业务并表拉动业绩高增长 泛时尚生态圈有序推进》2017-03-31
- 2、《朗姿股份(002612)——二期员工持股计划推出 增持 L&P 加强泛时尚生态圈布局》2016-11-30
- 3、《朗姿股份(002612)——“她市场”布局格局初现 定增过会后医美婴童将继续加码》2016-10-27

孙妍

010-57601717
sunyu2@cmschina.com.cn
S1090511110003

王孜

wangzi@cmschina.com.cn
S1090516090006

16年女装主业下半年降幅略有收窄,婴童及医美业务9月起并表加大报表弹性。目前公司“泛时尚互联网生态圈”格局已基本成型,所布局的婴童、医美及化妆品三大新领域的发展前景广阔,且业务间的协同效应较高,未来通过定增和中韩消费升级互联网基金的持续推进,生态圈战略将得到逐步完善。综合看,公司主业自Q3开始略有好转,涉足新领域增长潜力巨大,目前各项业务正逐步走向正轨,预计定增过会后医美、化妆品及婴童板块布局有望继续加码。公司目前考虑增发的隐含总市值69亿,对应17年PE 33X,短期估值相对合理,但中长期而言,我们看好公司四块业务的协同性及发展前景,且女装主业也处于逐渐恢复的过程中,后期定增若顺利过会,医美、婴童及化妆品相关投资并购预期加强亦或加大股价弹性,建议重点关注后续定增过会进程。

- **17Q1 收入增速 101%, 净利润增长 30%。**17Q1 公司实现营业收入 5.36 亿元, 同比上升 101.28%; 营业利润及归属母公司净利润分别为 0.32 和 0.35 亿元, 同比上升 26.69% 和 29.79%, 基本每股收益 0.088 元, 并表拉动收入利润高增长。
- **女装主业逐渐回升、婴童、医美业务并表拉动收入高增长。**16 年 12 月-17 年 3 月, 朗姿和莱茵直营均有双位数增长, 预计 17 年女装业务收入端有望延续复苏趋势。目前渠道布局以百货店为主, 有少部分购物中心店, 今年考虑针对三四线推出专供款, 进驻一些三四线城市的最高端商场。公司自去年三季度新增婴童、医美产业的七家合并主体, 合并报表拉动营业收入高速增长。
- **新合并主体拉低毛利率, 费用率小幅下滑, 虽增厚 Q1 净利润但净利润率下降。**17 年 Q1 综合毛利率同比降低 2.32PCT 至 54.15%, 主要是由于并表婴童业务毛利率较低, 公司整体毛利率下滑。期间费用率下降 1.24PCT 至 50.30%, 其中, 销售费率同比下降 2.72PCT 至 35.33%, 管理费率降低 0.95PCT 至 13.07%, 财务费率上升 2.42PCT 至 1.90%, 主要是本期银行贷款增加, 利息支出增加导致。毛利率降低, 致使盈利端表现不及收入端。
- **并表致存货和应收账款同比提升, 经营性现金流健康。**17 年 Q1 存货由 16 年末 6.63 亿元减少至 6.50 亿元, 同比上升 51.21%。17 年 Q1 应收账款 3.88 亿元, 同比上升 301.79%, 经营性现金净额同比增长 8.49% 至 0.69 亿。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1144	1368	2424	2673	2975
同比增长	-7%	20%	77%	10%	11%
营业利润(百万元)	73	141	198	241	283
同比增长	-49%	94%	41%	21%	18%
净利润(百万元)	74	164	213	249	285
同比增长	-39%	120%	30%	17%	14%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.48	0.56	0.64
PE	42.0	38.2	32.9	28.1	24.6
PB	1.3	2.5	2.1	2.0	1.9

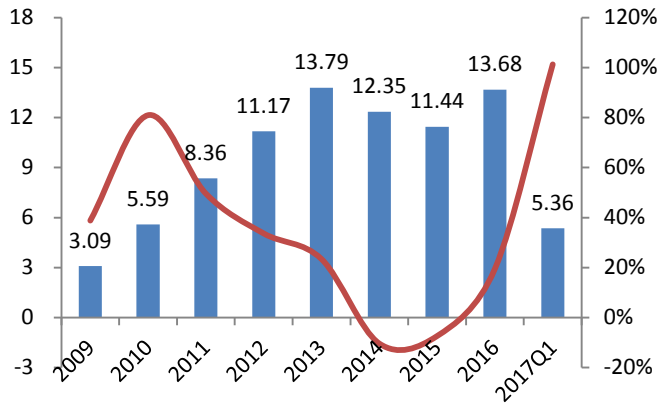
资料来源: 公司数据、招商证券 (17-19年按照定增后总股本计算)

- **盈利预测和投资评级:** 公司“泛时尚互联网生态圈”格局已基本成型，女装、婴童、医美及化妆品四大领域的布局将为公司后期发展带来无限可能。我们认为公司所布局的婴童、医美及化妆品三大新领域的发展前景广阔，且业务间的协同效应较高，未来通过定增和中韩消费升级互联网基金的持续推进，生态圈战略将得到逐步完善。综合看，公司多点布局业内领先，涉足领域增长潜力巨大，且资源质优，目前各项业务正逐步走向正轨，预计定增过会后医美、化妆品及婴童板块布局将继续加码。

结合当前各项业务发展情况，维持 17-19 年 EPS 分别为 0.48、0.56、0.64 元，公司目前考虑增发的隐含总市值 69 亿，对应 17 年 PE 33X，短期估值相对合理，但中长期而言，我们看好公司四块业务的协同性及发展前景，且女装主业也处于逐渐恢复的过程中，后期定增若顺利过会，医美、婴童及化妆品相关投资并购预期加强亦或加大股价弹性，建议重点关注后续定增过会进程，维持“强烈推荐-A”评级。

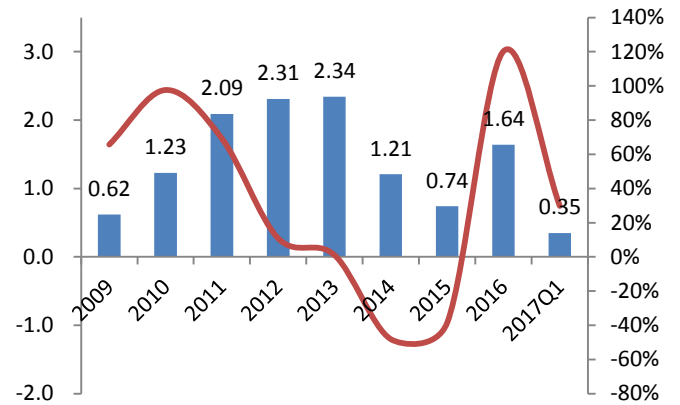
- **风险提示:** 女装业务持续下滑；缺乏新领域运作经验；新业务发展不及预期。

图 1: 公司营业收入及增速 (亿)



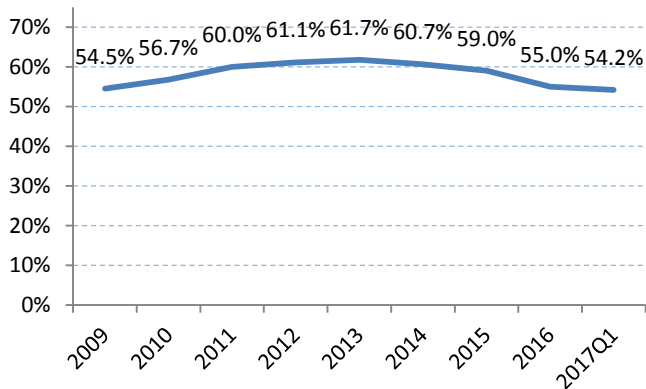
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司净利润及增速 (亿)



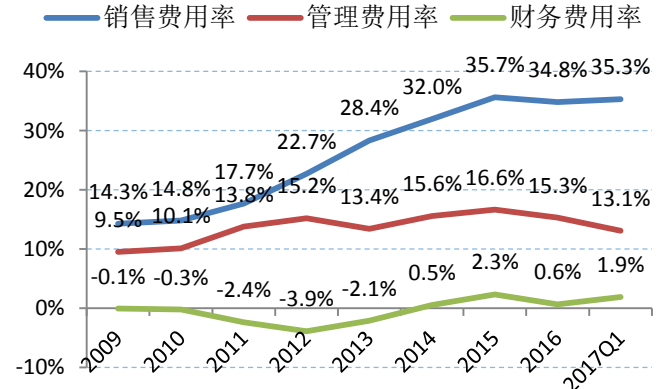
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司毛利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

表1: 公司17Q1业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q1	16Q4	17Q1	同比	环比
营业收入	266	542	536	101%	-1%
营业毛利	150	290	290	93%	0%
销售费用	101	173	189	87%	9%
管理费用	37	67	70	88%	4%
财务费用	(1)	3	10	-833%	279%
营业利润	25	76	32	27%	-58%
归属母公司净利润	27	82	35	30%	-57%
EPS (元)	0.14	0.20	0.09		

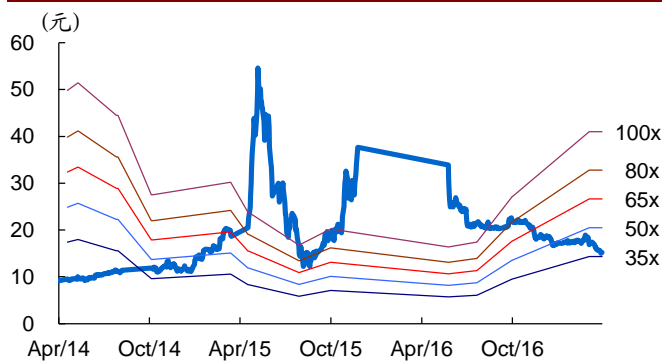
数据来源: 公司公告、招商证券

表2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	327	243	267	308	266	206	353	542	536
营业毛利	191	148	156	181	150	115	196	290	290
销售费用	107	86	95	120	101	83	118	173	189
管理费用	40	44	51	55	37	43	62	67	70
财务费用	5	13	5	4	(1)	2	5	3	10
营业利润	40	9	(2)	25	25	10	29	76	32
归属母公司净利润	36	7	5	26	27	11	44	82	35
EPS (元)	0.18	0.04	0.02	0.13	0.14	0.03	0.11	0.20	0.09
主要比率									
毛利率	58%	61%	58%	59%	56%	56%	56%	54%	54%
销售费用率	33%	35%	36%	39%	38%	40%	33%	32%	35%
管理费用率	12%	18%	19%	18%	14%	21%	17%	12%	13%
财务费用率	1%	5%	2%	1%	-1%	1%	1%	0%	2%
营业利润率	12%	4%	-1%	8%	10%	5%	8%	14%	6%
有效税率	10%	13%	297%	10%	-2%	-24%	7%	10%	3%
净利率	11%	3%	2%	9%	10%	5%	12%	15%	7%
YoY									
收入	-2%	-15%	0%	-12%	-19%	-15%	32%	76%	101%
归属母公司净利润	-42%	-80%	-152%	-20%	-25%	59%	828%	208%	30%

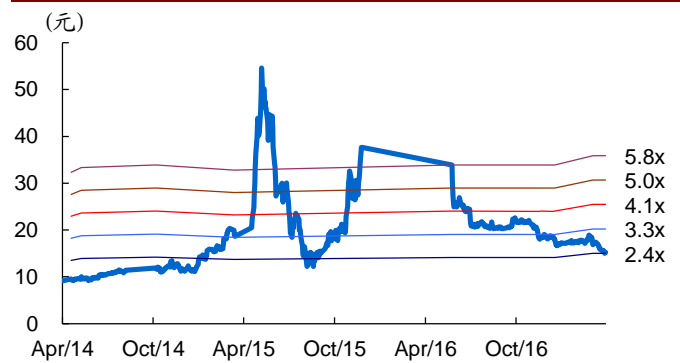
数据来源: 公司公告、招商证券

图 5: 朗姿股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 朗姿股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《朗姿股份-综合实力领先业绩高增长趋势延续》 2012/2/22
- 2、《朗姿股份-多品牌进一步推进业绩获得持续高成长》 2012/3/23
- 3、《朗姿股份-较强运营能力支撑多品牌持续发展未来快速增长可期》 2012/3/26
- 4、《朗姿股份-多品牌有序扩张及费用控制见效共促业绩持续高增长》 2012/4/17
- 5、《朗姿股份-单季度业绩波动大但预计全年可保持较快速增长》 2012/7/27
- 6、《朗姿股份-加盟转直营及费用分布不均影响单季但总体增长仍较快》 2012/8/24
- 7、《朗姿股份-单季增速回升备货节奏较不理想导致库存总额偏高》 2012/10/23
- 8、《朗姿股份-秋冬装销售良好新核心高管加盟益于长远发展》 2012/12/25
- 9、《朗姿股份-经营层面正常期权费用一次性摊销拖累 12 年业绩》 2013/1/11
- 10、《朗姿股份-Q4 销售加速推升收入超预期费用率偏高拖累业绩》 2013/2/7
- 11、《朗姿股份-全年收入超预期增长费用增加拖累业绩表现》 2013/3/19
- 12、《朗姿股份-增长质量略有改善高基数下 Q1 获得超预期表现》 2013/4/25
- 13、《朗姿股份-稳中求快的拓展与运营效率逐步改善推动公司持续前进》 2013/5/8
- 14、《朗姿股份-销售实力强库存持续改善利润改善有待下半年加强》 2013/8/20
- 15、《朗姿股份-Q3 费用率低基数将影响利润表现但 Q4 盈利改善将提速》 2013/9/11
- 16、《朗姿股份-投资韩国儿童用品知名上市公司或催化短期股价表现》 2014/9/9
- 17、《服饰电商平台发展的思考-强化聚商和聚客能力(服饰品牌研究第十四卷)》2014/10/13
- 18、《朗姿股份-《女神的新衣》节目为传统品牌带来的新思考》 2014/10/16
- 19、《朗姿股份-弱市下收入不佳致盈利负担加重战略定位调整以寻突破》 2014/10/27
- 20、《朗姿股份-收购韩国童装或催化短期股价表现长期看运营改善效果》 2014/10/31
- 21、《朗姿股份-中韩自贸区概念或催化短期股价表现长期看运营改善》 2014/11/11
- 22、《朗姿股份-主业弱市下调整大时尚产业布局相关收购催化股价》 2015/3/31
- 23、《朗姿股份-参股韩国知名化妆品公司“泛时尚”生态圈布局再下一城》 2015/12/16
- 24、《朗姿股份-主业持续调整“泛时尚”生态圈布局稳步推进》 2016/3/31
- 25、《朗姿股份-收购医疗美容医院“女装+婴童+化妆品+医美”布局成型》 2016/6/13
- 26、《朗姿股份-定增重启 着重加强医美及婴童板块布局》 2016/6/20
- 27、《朗姿股份-三季报点评“她市场”布局格局初现 定增过会后医美婴童将继续加码》 2016/10/27
- 28、《朗姿股份-二期员工持股计划推出+增持 L&P 加强泛时尚生态圈布局》 2016/11/30
- 29、《朗姿股份(002612)-婴童医美业务并表拉动业绩高增长 泛时尚生态圈有序推进》 2017/3/31

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1380	1908	3033	3320	3732
现金	362	291	194	212	281
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	1	2	2	2
应收款项	96	369	621	685	762
其它应收款	14	33	59	65	72
存货	486	663	1182	1281	1417
其他	421	551	976	1076	1198
非流动资产	1409	2515	2568	2622	2676
长期股权投资	777	599	599	599	599
固定资产	347	483	610	729	839
无形资产	137	544	489	440	396
其他	148	889	870	854	842
资产总计	2789	4423	5601	5942	6408
流动负债	464	1049	1282	1408	1628
短期借款	332	572	626	714	883
应付账款	49	134	241	261	289
预收账款	28	72	130	140	155
其他	55	271	286	292	301
长期负债	0	134	134	134	134
长期借款	0	41	41	41	41
其他	0	93	93	93	93
负债合计	464	1183	1416	1542	1763
股本	200	400	448	448	448
资本公积金	1647	1462	2161	2161	2161
留存收益	478	602	775	960	1171
少数股东权益	0	776	802	832	866
归属于母公司所有者权益	2325	2464	3383	3569	3779
负债及权益合计	2789	4423	5601	5942	6408

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	151	132	(734)	90	69
净利润	74	164	213	249	285
折旧摊销	41	42	108	108	108
财务费用	23	15	37	41	48
投资收益	(46)	(84)	(100)	(110)	(120)
营运资金变动	68	(17)	(1042)	(236)	(296)
其它	(9)	13	50	39	44
投资活动现金流	(86)	(311)	(66)	(56)	(46)
资本支出	(18)	(41)	(166)	(166)	(166)
其他投资	(68)	(271)	100	110	120
筹资活动现金流	(166)	218	702	(17)	46
借款变动	(115)	231	33	88	169
普通股增加	0	200	48	0	0
资本公积增加	(5)	(185)	699	0	0
股利分配	(20)	(20)	(40)	(64)	(75)
其他	(27)	(9)	(37)	(41)	(48)
现金净增加额	(101)	39	(97)	18	69

资料来源：公司数据、招商证券（17-19年按照定增后总股本计算）

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1144	1368	2424	2673	2975
营业成本	469	616	1112	1205	1333
营业税金及附加	9	13	23	25	28
营业费用	408	476	785	866	952
管理费用	190	209	359	396	440
财务费用	27	9	37	41	48
资产减值损失	15	(13)	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	46	84	100	110	120
营业利润	73	141	198	241	283
营业外收入	8	53	53	53	53
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	77	190	248	290	333
所得税	3	7	9	11	13
净利润	74	184	239	279	319
少数股东损益	0	20	26	30	34
归属于母公司净利润	74	164	213	249	285
EPS (元)	0.37	0.41	0.48	0.56	0.64

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-7%	20%	77%	10%	11%
营业利润	-49%	94%	41%	21%	18%
净利润	-39%	120%	30%	17%	14%
获利能力					
毛利率	59.0%	55.0%	54.1%	54.9%	55.2%
净利率	6.5%	12.0%	8.8%	9.3%	9.6%
ROE	3.2%	6.7%	6.3%	7.0%	7.5%
ROIC	3.4%	3.6%	4.5%	5.1%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	16.6%	26.7%	25.3%	25.9%	27.5%
净负债比率	11.9%	14.3%	11.9%	12.7%	14.4%
流动比率	3.0	1.8	2.4	2.4	2.3
速动比率	1.9	1.2	1.4	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	0.9	1.1	1.2	1.0	1.0
应收帐款周转率	11.2	5.9	4.9	4.1	4.1
应付帐款周转率	7.8	6.7	5.9	4.8	4.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.37	0.41	0.48	0.56	0.64
每股经营现金	0.75	0.33	-1.64	0.20	0.15
每股净资产	11.63	6.16	7.56	7.97	8.44
每股股利	0.10	0.10	0.14	0.17	0.19
估值比率					
PE	42.0	38.2	32.9	28.1	24.6
PB	1.3	2.5	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	18.9	12.6	6.6	5.8	5.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙妤，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

王孜，北京大学经济学硕士，中央财经大学金融学本科，2015 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。