

# 朗姿股份(002612)

研究员: 高国 执业证书编号: S0570210030022

☎ 025-83290912 ✉ gaoguo108@163.com

🌐 http://t.zhangle.com/4033

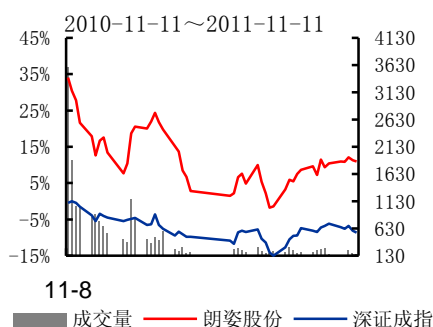
女装品牌, 值得期待

投资评级: 推荐(维持)

服装 II

当前价格(元):	39.01
目标价格(元):	42.60

股价走势图



相关研究

1《朗姿股份(002612):业绩增长符合预期》2011.10

投资要点:

- 2010年全国限额以上企业服装类零售额为5863亿, 2004至2010年限额以上企业服装销售额年复合增长率24%, 从2004年至2009年, 全国居民服装消费额从4627亿增长至9625亿元, 年复合增长率16%。限额以上企业服装销售可以认为是品牌类服装, 品牌类服装增速大于行业平均增速。
- 2004-2010年, 全国200家大型商场服装销量总量从2.46亿件增长至4.55亿件, 年复合增长率11%, 女装总量从6552万件增长至1.31亿件, 年复合增长率12%, 女装是销量增长最为稳定的细分市场。
- 2008-2010年, 公司销售收入由2.22亿增长至5.59亿元, 年复合增长率58%, 净利润由0.37亿增长至1.23亿, 年复合增长率82%, 毛利率从2008年50.82%增长至2010年56.71%, 提升幅度较大。
- 2012年公司将对朗姿品牌细化, 推出更高端的利亚朗姿。若试水成功, 则进一步提升公司品牌形象, 同时, 有利于提高公司盈利能力, 莱茵、卓可2010年终端总量118家, 未来三年将新增直营店133家, 数量翻番。过去三年间, 公司将主要资源用于发展朗姿品牌, 莱茵、卓可发展较慢, 随着资源的倾斜, 这两个品牌销售增长值得期待。
- 预计2011-2013年EPS分别为1.02、1.42、2.00元。当前股价对应2011年38倍PE。给予“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	20000.00
流通A股(万)	4000.00
52周内股价区间(元)	34.24-47.7
总市值(亿)	78.02
总资产(亿)	22.81
每股净资产(元)	10.38

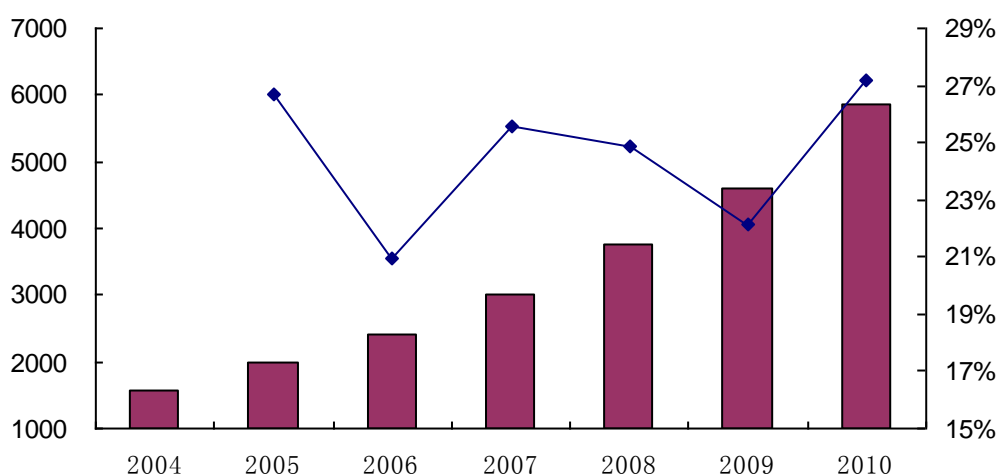
主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	5.59	8.37	11.85	16.62
+/-%	80.95	49.70	41.50	40.30
净利润(百万)	123.29	205.00	284.00	400.00
+/-%	68.63	66.00	38.90	40.60
EPS(元)	0.83	1.02	1.42	2.00
P/E	47.00	38.44	27.67	19.68

## 一、行业发展空间巨大

测算全国服装行业容量，2010年全国限额以上企业服装类零售额为5863亿，2004至2010年限额以上企业服装销售额年复合增长率24%，限额以上企业是指零售额在500万以上的企业，2010年全国社会消费品销售总额为16万亿，而限额以上企业零售额约为5.8万亿，限额以上企业销售额占社消总额的36%，限额以上零售企业服装销售额只占全国服装销售总额的一部分。通过限额以上企业销售额，反求整体销售额，由于服装类限额企业占总体销售额的比例不太确定，此种办法尽管有一定误差，但能从一个角度可以看出，我国服装销售近几年快速增长。

图1：限额以上企业衣着类零售额（亿元）及增长率



来源：华泰证券研究所

我们从消费者的角度来计算全国服装销售额的大小。

表1：全国人口衣着消费支出

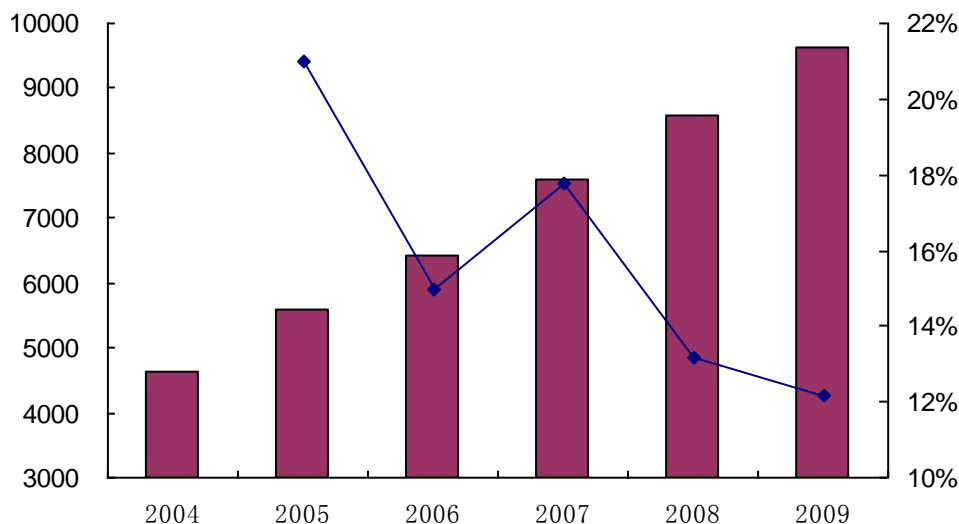
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
城市人口 亿	5.42	5.62	5.77	5.93	6.06	6.21
人均衣着支出 元	686	800	901	1042	1165	1284
小计 亿元	3718	4496	5199	6179	7060	7974
农村人口 亿	7.57	7.45	7.37	7.27	7.21	7.12
人均衣着支出 元	120	148	168	193	211	232
小计 亿元	908	1103	1238	1403	1521	1652
合计 亿元	4627	5599	6437	7582	8581	9625

来源：华泰证券研究所

2009年，全国城市居民人口6.21亿，人均服装支出1284元；农村人口7.12亿，人均服装支出232元，据此计算，2009年，全国居民服装消费约为9625亿元。（未考虑军队、机关、公司团购）

按以上思路计算 2004 年以来各年服装消费情况，可以发现，从 2004 年至 2009 年，全国居民服装消费额从 4627 亿增长至 9625 亿元，年复合增长率 16%。限额以上企业服装销售可以认为是品牌类服装，品牌类服装增速大于行业平均增速。

图 2: 2004 年-2009 年全国居民衣着消费总额 (亿元) 及增长率

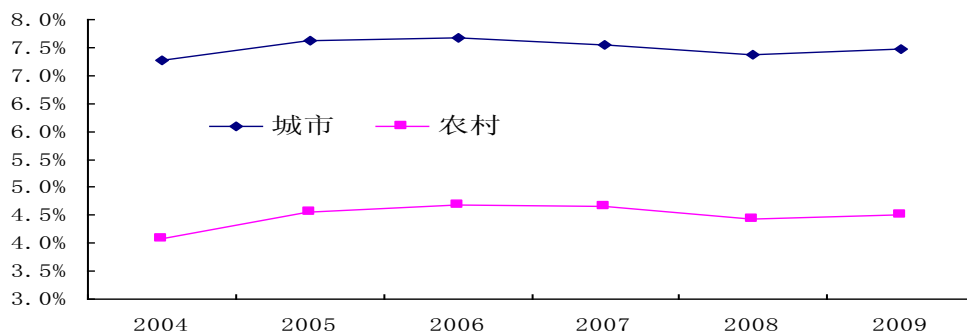


来源: 华泰证券研究所

我国服装销售连续多年两位数增长，动力来自于两个方面：可支配收入的增长；城市化。

研究表明，我国居民服装消费支出与可支配收入之间存在基本固定的比例关系，城市居民用于服装消费支出占其可支配收入的 7.5%，农村居民衣着支出占其可支配收入的 4.5%。2004 至 2009 年，我国城市居民可支配收入由 9421 元上升至 17174 元，年复合增长率 13%，农村居民年纯收入 2936 元上升至 5153 元，年复合增长率 12%，随着城市、农村居民收入的稳定增长，消费者在服装上的消费支出也相应水涨船高。另一方面，在服装支出与居民可支配收入之间存在固定比例的话，服装消费支出却高于可支配收入约 3-4 个百分点，这是由于城市化进程仍在进行，我国目前城市人口年增长率约 2.5%，由于消费习惯的不同，城市居民在服装上的支出远大于农村居民，这部分提供了约 3% 的销售增量。

图 3: 城市、农村居民衣着支出/可支配收入

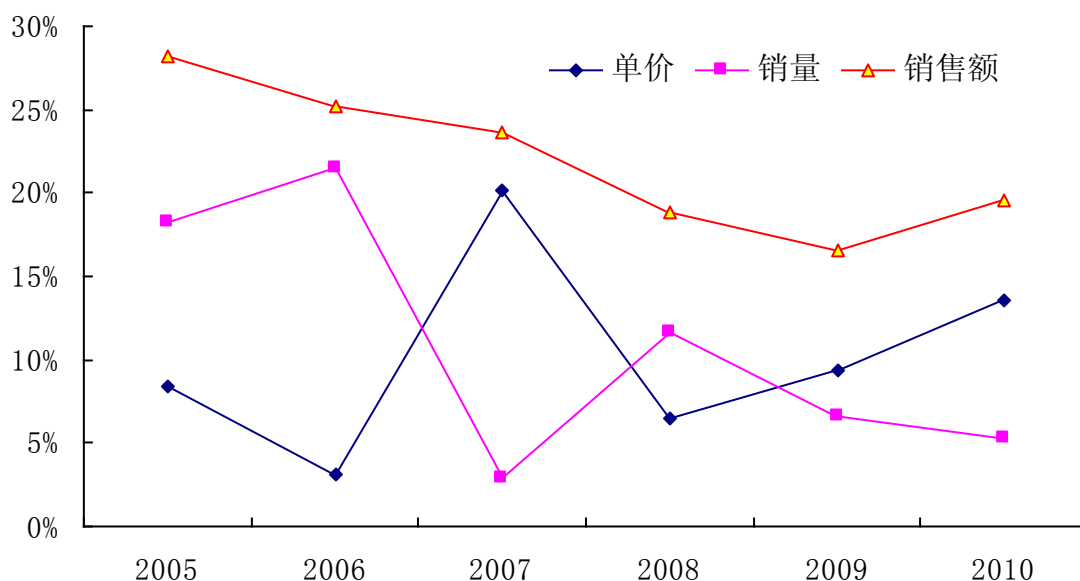


来源: 华泰证券研究所

衣着消费包括服装与鞋，其中服装占比约为 72%，鞋类占比约 28%，以此计算，2009 年衣着类销售 9625 亿元，其中服装为 6930 亿元，鞋类约为 2695 亿元。根据北京统计局的统计数据，服装按男装、女装、童装分类，占比分别为 39%、57%、5%，以此计算，2009 年全国男装、女装、童装销售额分别为 2689、3924、316 亿元。女装市场容量最大。

2004-2010 年，全国 200 家大型商场服装销售额从 451 上升至 1483 亿，年复合增长率 22%，2005 年以来增速呈走低趋势，2009 年增速降至最低 16.5%，2010 年回升。从销售额的增速来看，增长比较乐观。

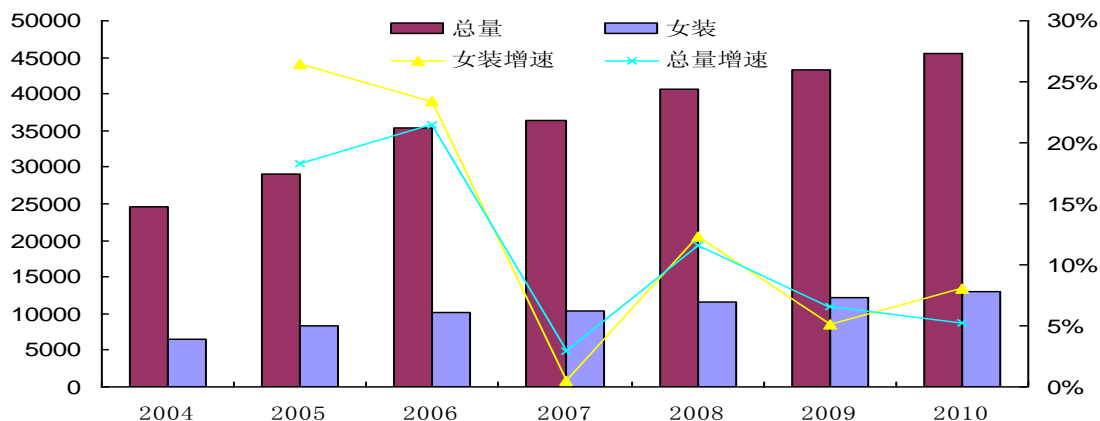
图 4：200 家大型商场服装销量、单价、销售额增速



来源：华泰证券研究所

全国 200 家重点百货商场对服装销售按细分进行统计，可利于我们更清晰的了解服装市场状况。

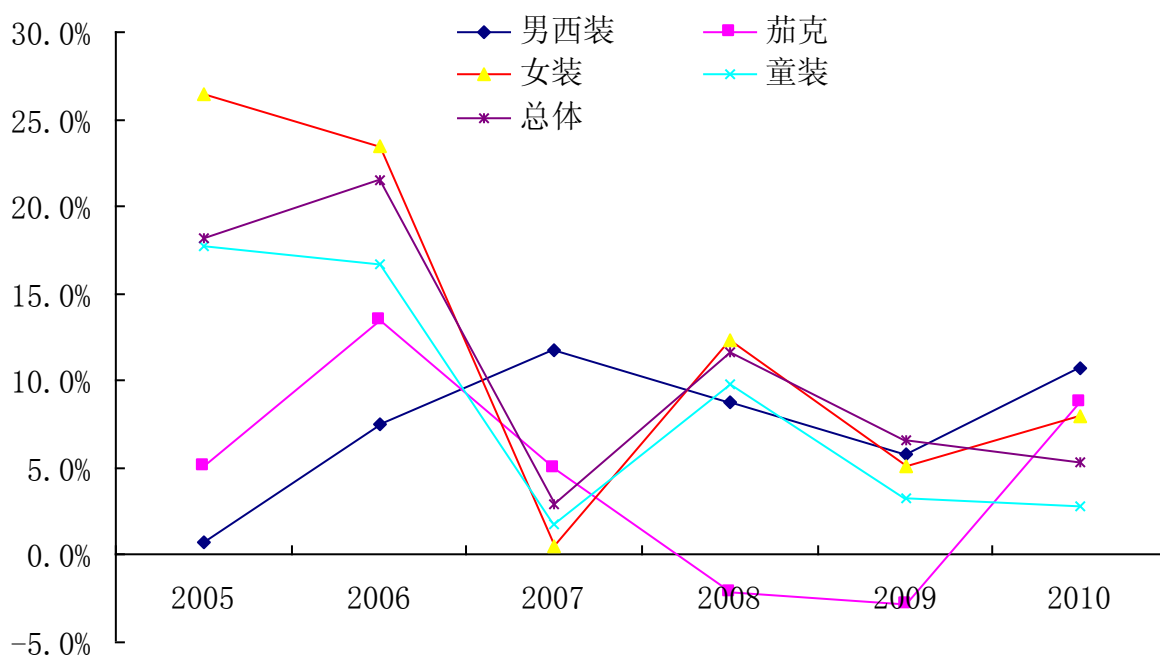
图 5：全国 200 家大型商场服装、女装年销量（件）及增速



来源：华泰证券研究所

2004-2010年，全国200家大型商场服装销量总量从2.46亿件增长至4.55亿件，年复合增长率11%，女装总量从6552万件增长至1.31亿件，年复合增长率12%，略快于行业整体增速。2010年女装销量占服装总量的29%，男西装、西裤、衬衫、茄克销量3983万件，为女装的30%，其余则为童装、牛仔服、T恤、针织内衣等。从分类别情况来看，女装是销量增长最为稳定的细分市场，其次为男西装。

图6：200家大型商场各类服装销量年增长率



来源：华泰证券研究所

从各类服装销量增长情况来看，2005-2010年，200家大型商场总体销量从2.45亿件增长至4.55亿件，年复合增长率11%；女装从6552万件增长至13099万件，年复合增长率12%；男西装从767万件增长至1182万件，年复合增长率7%；男茄克从549万件增长至711万件，年复合增长率4.4%；童装从1981万件增长至3232万件，年复合增长率8.5%，女装在各主要服装中增长率居于前位。表现最为稳定。从另一方面也应看到，2007年以来，各类服装销量与前二年相比，明显下滑，2008、2009年尤其严重，男茄克甚至出现了负增长，其他各类服装的增长也小于10%，与2005、2006年差距明显，销售额的增长更多原因由销售价格的增长所推动。2004、2006、2010年，全国200大商场服装销售单价分别为183元、205元、326元，2004-2006、2006-2010年销售单价年复合增长率分别为5%、12%，2007年以后，服装价格加速增长。这对居民服装消费产生一定的抑制作用，导致了服装销量的下降。

总结我国服装内销方面的数据，可得出以下结论：

A、当前我国服装内销总体容量约在1万亿—1.5万亿元之间，行业整体增速在15%左右。



- B、服装行业增速源于二方面原因：居民可支配收入的增加与城市化，未来这二个驱动因素存在的前提下，服装行业仍能保持稳定增长。
- C、服装销售额增速按销量与单价分解，以 2007 年为分界点，2007 年销量增长显著，2007 年以后则服装单价增长明显。
- D、全国 200 家大型商场的监测数据表明，2007 年以后，服装销售量增速较 2005、2006 显著下降，2008、2009 年陷入低谷，2010 年有所回升，但仍低于 2007 年之前。
- E、女装是所有服装中销量最大，增速最为稳定的细分市场。女装市场容量约为男装的 1.5 倍。

## 二、中高档职业女装竞争格局未定

女装市场品牌众多，国际品牌包括宝姿、ONLY、VEROMODA、艾格等；国内品牌深圳、广州、上海、杭州、北京五城市女装品牌影响力最大。

深圳的女装品牌有：玛丝菲尔、歌力思；广州女装代表，歌莉娅，例外；上海女装品牌：斯尔丽；杭州女装品牌：雅莹、敦奴；北京女装品牌：白领、朗姿、玫尔美等。

按品牌定位来划分，可分为三个层次：

A：奢侈品品牌：由国际品牌垄断，包括 LV、VERSACE、DIOR 等。

B：成熟女士装：细分市场是 25-45 岁的职业女性，产品价位在 1000 元左右，以国内品牌为主，包括朗姿、玛丝菲尔、白领、雅莹、斯尔丽等。还有部分外资品牌如宝姿、欧时力等。

C：少女装：细分市场是 15-25 的少女，产品价位在 400 元左右，外资品牌市场占有率具有绝对优势，包括 ONLY、VEROMODA、ESPRIT、ETAM 等。

从女装市场的竞争格局来看，中国的自有品牌主要集中于成熟女士装与少女装，少女装方面，集中度较高，ONLY、VEROMODA、ETAM、ESPRIT 等外来品牌占有较大的市场份额，ETAM2010 年中国大陆销售额超过 30 亿元，ESPRIT 超过 20 亿元，ONLY、VEROMODA 销售额预计超过 30 亿元。成熟女士装则较为分散，宝姿、雅莹、玛丝菲尔等具有全国性知名度，宝姿 2010 年营业收入 17 亿元，其他二家企业预计收入也在 15 亿元以上，白领、朗姿、柯罗巴、斯尔丽等品牌则在区域占有领先地位。

表 2: 部分女装企业销售收入与渠道情况

品牌	ETAM	宝姿	ESPRIT	劲草	朗姿
属地	法国	香港上市	香港上市	南京	北京
销售收入 2010	全球总收入折合人民币 97 亿元，其中国大陆收入 33 亿元	17 亿元，主要来自中国	全球销售额折合人民币 274 亿元，中国大陆 21 亿元	3.08 亿元	5.55 亿元
门店数量	中国 3044	353	全球 3239，中国 1012	272	243

来源：华泰证券研究所

### 三、选择服装企业的标准确定

哪类企业未来将从竞争中胜出，值得我们投资，可以从以下几个维度中考量：

- 1、 竞争对手是否已足够强大：在一个竞争对手强大，竞争格局基本确立的细分行业，后来者难以脱颖而出。而现有优势企业市占率则有可能不断提高。服装行业细分行业较多，就上市的几个服装行业来看，面对青少年消费者的美邦服饰、森马服饰销售额在 2010 年分别达到 75 亿元、62 亿元，而在休闲茄克、中高档西装细分行业有相当知名度的七匹狼、报喜鸟 2010 年销售收入分别为 22 亿元、12 亿元，近三年来的前二家企业销售收入增速远大于后二家。以上格局有相当大部分原因在青少年服装这一领域，无大的国际品牌进入，且国内竞争对手相对较少且弱小，美邦与森马的市场份额得以不断扩大。
- 2、 产品设计能力：首先要有好的产品，能把握时尚趋势，深刻了解消费者需求，设计出受市场追捧的产品是企业不断成长的基础。尤其是女装企业，女性消费者对服装的款式、色彩、材质更为敏感，消费行为更为感性。对公司的产品设计能力要求更为突出。
- 3、 品牌管理能力：维持与品牌定位相符合的品牌形象。保持良好的知名度与美誉度。
- 4、 终端管理能力：管理终端包括对区域市场、目标商场、门店的选择；货品的陈列、销售人员的服务能力等。
- 5、 供应链管理能力：保持信息流、资金流、物流在供应链上的快速、准确传递，对于服装产业而言，保证物资采购、设计、生产、销售的快速反应能力特别重要。这要求优秀的供应链管理水平和。

## 四、公司概况

公司旗下三品牌，朗姿是主打品牌，2010年朗姿单品牌销售收入3.5亿，近三年年复合增长率108%，取得高速增长。卓可、莱茵次之。从产品售价来看，2010年朗姿、莱茵、卓可终端单价分别约为1360、1228、1612元（按商场扣点为25%计）。产品风格不同，但定价区分不大。2008-2010年，公司销售收入由2.22亿增长至5.59亿元，年复合增长率58%，净利润由0.37亿增长至1.23亿，年复合增长率82%，毛利率从2008年50.82%增长至2010年56.71%，提升幅度较大。存货周转率分别为4.40、2.77、2.65次。2008-2010年，公司产品销量分别为25.3万件、35.2万件、59.9万件，销量增速为39%、70%，同期，全国200大商场女装销量分别是1.15亿件、1.21亿件、1.30亿件，增速分别为5.1%、8.0%，朗姿销量远大于行业增速。

表3：朗姿旗下三品牌情况

品牌	朗姿	莱茵	卓可系列
品牌类型	商务正装	商务休闲	时尚休闲
品牌定位	25-55 事业有成追求自我实现的都市成熟女性	20-50 追求时尚品位、生活方式的都是市潮流女性	18-45 崇尚简约主义、张扬个性美的都市白领女性
品牌风格	成熟、典雅	妩媚、精致	时尚、个性
品牌内涵	由内到外的美丽，内外合一的成熟美	高品质的生活态度	现代女性的自信、乐观、个性之美
业绩	2010年收入3.5亿，近三年年复合增长率108%	2010年收入1.1亿，近三年年复合增长率16%	2010年收入0.93亿，近三年年复合增长率38%

来源：华泰证券研究所

## 五、公司竞争力分析

### 1、区域市场朗姿知名度较高，发展迅速

从销售收入来看，2008年，朗姿公司收入仅2.22亿，朗姿单品牌仅8000多万，短短三年时间，朗姿单品牌就达到了3.5亿元，朗姿这一品牌的运作是非常成功的。朗姿定位于高端女装，主打产品零售价格在2000-5500元之间，目标顾客是25-55岁，事业有一定成就的都市成熟女性。在这一细分市场上，宝姿、玛丝菲尔是领导性品牌，在国内大部分地区有终端，2010年的宝姿销售仅17.2亿元，玛丝菲尔是非上市公司，预计销售收入也在此区间内。2010年，全国女装销售额预计在3000亿元左右，在商场销售的品牌女装保守估计超过1000亿元，其中成熟女士装粗略考虑按50%占比计算，宝姿在品牌女装中的



市场占有率也不超过 4%。因而这一细分市场，客户需求分散具体，品牌定位精准，符合某类客户需求的产品将有机会脱颖而出。朗姿发轫于北京，仅在北京就有 44 个终端，进驻了 24 个商场，且在 2008 年之前基本就布点完毕，深耕北京市场，在北京有较高的知名度。公司建立 VIP 客户档案，当前 VIP 客户 3 万多人，组织 VIP 客户沙龙活动。

在品牌推广方面，与品牌的高端形象对应，公司在平面媒体、时尚杂志、商场进行硬广告，同时还在电视台进行软广告，为电视节目主持人提供服装、电影电视中广告植入等。增加品牌曝光率。近三年来，公司加大宣传力度，2010 年，广告宣传费近 1000 万，是 2009 年的 3 倍，2008 年的 10 倍。

## 2、重视设计，产品适销率高

近三年，公司用于设计研发方面的投入超过 3600 万元，在北京、韩国分别设立研发设计中心，公司有 121 名设计师，其中韩国设计师 33 人，大多数设计师有 10 年以上从业经验。

表 4：公司年设计新品数量（SKU）

品牌	2008	2009	2010
朗姿	857	936	1093
莱茵	516	756	948
卓可	639	756	912
合计	2012	2448	2953

来源：华泰证券研究所

2010 年公司年设计新品 2953SKU，平均每天推出 8 个新品。

表 5：与其他女装品牌的对比

项目	朗姿	凯撒	劲草
设计人员	设计师 71 人，制版师 14，样衣师 26，共 121 人 其中韩国 33 人，多数设计师有 10 年以上从业经验	55 人，设计师 19，制版师 7，工艺师 14，技术管理 3，其他技术 12	74 人，设计师 21，制版师 10，辅助设计人员 43
研发费用	近三年 3600 万元，占收入的 3.49%	2009 年 859 万，占收入 2.72%	2010 年 547 万，占收入的 1.75%

上市款式	2010年 2953个	-	2008、2009、2010年 分别 691、654、810
适销率	84%	-	78%
设计理念	与现代的面料与技术相结合， 新款式，新风格， 新潮流，版型注重 亚洲女性需求	-	避免色彩突兀，剪裁 花哨，强调舒适，修身 干练
品牌风格	成熟、典雅、高贵	-	优雅、时尚、端庄、 知性

来源：华泰证券研究所

设计是服装品牌的基础，拥有足够优秀的设计师，才会有足够优秀的品牌，公司在设计上的投入与同行业相比具有明显优势。至2010年，公司有设计师121人，年推出市场新款2953个，平均每天推出新品8个SKU，在研发上的费用与费用率也大于同行，近三年研发费用3600万，接近销售收入的3.5%。产品的适销情况是衡量一个公司的产品是否受到市场欢迎的重要指标，这也可用来衡量公司的设计水平，产品适销率高，则服装可以实现销售，公司回收现金，增加企业利润；产品不适销，则形成过季存货，未来不得不折扣销售或处理，降低企业盈利能力及减少利润，产品持续不适销，则最终企业将会被市场所淘汰。我们以过季存货所占当年营业成本的比例来衡量公司产品的适销率，从而来评价公司的设计水平，测算公司的产品适销率约为84%，这意味着公司的产品约有84%可实现正常销售。这一指标也高于同行业其他公司。

### 3、直营为主，商场销售，终端管控能力强

对终端的管理包括销售区域的选择、门店的选址、商场的进入、商场内位置、面积大小的确定、终端的装饰风格、销售人员的培训与服务水平、对销售终端的存货、资金的管理等。

公司总部位于北京，深耕北京市场，北京全部是自营店。目前公司在北京进入25家商场开设店，共有店中店44个，且大部分在2008年之前进入，培育成熟。

华北、华东地区是公司销售主力区域，2010年，这二个区域的销售收入合计3.63亿元，占销售收入的65%。按公司的分类，华北区包括北京、天津、河北、山西、内蒙；华东地区包括山东、江苏、安徽、浙江、福建、上海和江西。从这几个区域的开店数量来看，华北地区83家店，其中北京44、天津6、河北16、山西16、内蒙11。北京门店数量占华北地区总量的53%；华东地区86家店，其中山东19、江苏36、安徽8、浙江6、福建4、上海7、江西6。江苏省门店数量占华东地区总量的41%。北京、江苏二地区是公司市场开拓较为成功的区域市场。北

京均是直营店，在江苏省的直营店只有南京 4 个门店、苏州 1、无锡 1、徐州 1 个，共 7 个直营店，其余 29 个则是加盟店，分布于其他各地级市的百货商场内。江苏省主要是借助了加盟商的力量开拓市场。（江苏做的好的原因）

从区域市场的选择来看，2010 年，北上广深一线城市公司门店数量 58 家，其中 44 家在北京；在相对较为发达的省份，如山东、江苏，公司在省会城市设立直营店，地级市则由加盟商经营；在经济相对落后地区，则在省会城市开设门店。地级市门店数量较少。

2010 年，公司门店数量 308 个，年单店销售额 182 万元；宝姿门店数量 353 个，单店销售额 445 万元；劲草门店数量 272 个，单店销售额 114 万元。公司单店销售收入低于宝姿，高于劲草。公司平均单店面积 60 平米，单店面积小，是单店收入低于宝姿的主要原因。从纵向对比来看，单店收入增速较快，缘于单店销量的增加与平均单价的提升。2008-2010 三年，单店年销量分别为 1134、1419、1945 件，产品单价也每年不同程度的增长，以上两方面推动近三年单店收入的不断增长。

表 6: 公司门店数及单店销售额

类别	公司	2008	2009	2010
门店数量 (个)	朗姿股份	223	248	308
	宝姿股份	360	356	353
	劲草	143	171	272
单店销售额 (万元)	朗姿股份	100	125	182
	宝姿股份	359	399	445
	劲草	99	117	114

来源：华泰证券研究所

## 六、未来三年增长动力

公司上市募资 17.5 亿元，投资于以下项目：营销网络建设、生产基地的扩建、设计展示中心建设、信息系统的提升。以下投资的成功实施将成为未来几年业绩增长的主要动力。

### 1、增加终端门店

项目计划进行店铺优化 29 个，新建自营商场 183 个，新建自营旗舰店 3 个，共计建设 215 个店铺。

表 7: 未来三年公司计划门店建设

品牌	项目	店铺数量	新增面积	平均单店面积
朗姿	优化	17	962	57
	新增商场店	50	5425	109
莱茵	优化	12	264	22
	新增商场店	68	6810	100
卓可	新增商场店	65	6525	100
旗舰店	北京	1	3000	3000
	重庆	1	2800	2800
	南京	1	1349	1349
合计		215	27135	

来源: 华泰证券研究所

215 家门店公司将分三年建成, 第一年, 加大核心区域城市销售网络的深度覆盖, 主要是北京等, 开店 55 个, 原有店铺优化 29 个; 第二年, 重点区域城市, 主要是省会城市与计划单列市, 建设 73 个; 第三年, 潜力区域市场, 主要是经济发达的地级城市。

公司还将在北京、南京、重庆地区开三家旗舰店店, 总面积 7000 平米, 将提升品牌形象, 拉动周边地区终端销售的增长。

## 2、产能扩大

当前公司年服装销量约 56 万件, 公司自有产能 10 万件, 自给率不到 20%。公司将投资 1.39 亿元, 新增 50 万件的产能。

高端服装保持一定比例的自有产能, 可保证产品质量, 加快反应速度, 提升供应链管理水。同时, 也可获得部分制造环节的利润, 此部分可增 2.11 亿收入、0.26 亿净利润。

## 3、加强设计能力

公司将投资 6000 多万元强化设计能力, 主要是购买软硬件。当前公司每季度可设计 1000 个款色, 并推向市场 500-600 个款色, 本次投资完成后, 公司计划每季设计 2000-2500 个款色, 上市 1200-1600 个款色。由此带动销售的增长。

## 4、加强供应链管理能力

投资 5000 多万元, 进行信息系统建设, 从而提升供应链管理能。

## 六、今明二年的经营策略

今年1-9月份，公司收入6.2亿，增长59%，净利润1.47亿，同比增长78%。报告期内，公司收购的子公司并表处理，利润从而增速高于收入增速。

在近三年的高速增长下，公司规模迅速扩大。公司的经营思路相应有一定调整。

朗姿品牌销售额将突破5个亿，在部分区域具较高的知名度，是公司的主品牌。2012年公司将对朗姿品牌细化，推出更高端的利亚朗姿。若试水成功，则进一步提升公司品牌形象，同时，有利于提高公司盈利能力。针对三线城市，公司则会推出稍低价位的产品品类，以此适应三线城市的消费能力。占有空白市场。

莱茵、卓可2010年终端总量118家，未来三年将新增直营店133家，数量翻番。过去三年间，公司将主要资源用于发展朗姿品牌，莱茵、卓可发展较慢，随着资源的倾斜，这两个品牌销售增长值得期待。

玛丽玛丽是公司将要推出的少淑女装品牌，当前的三个品牌定位于成熟女士、职业装，对少淑女装细分行业的进入是公司的初次尝试。在该领域，公司具有渠道优势，在原已进入的商场设立玛丽专柜较为容易。弱势是品牌的树立需要时间，另外，少淑女装，艾格、ONLY、依恋等已有先发优势，玛丽玛丽的销售表现需持续跟踪。

## 七、盈利预测与估值

对公司的盈利预测遵循以下前提：

- 1、未来三年年开直营店分别为：55、73、87家；年开加盟店50、50、50家。
- 2、直营店单店平效年增长10%，加盟店平效年增长6%。
- 3、未来三年，公司毛利率仍将持续小幅提升，分别为58.9%、59.3%、60.2%。
- 4、期间费用率基本与今年保持相平。

在以上假设前提下，预计2011-2013年EPS分别为1.02、1.42、2.00元。按2012年30倍估值，6个月内目标价42.60元。

### 风险提示：

公司近二年增速很快，远超历史增速。规模迅速膨胀，若管理水平不能相应提升，则业绩增长无法实现。



资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	323	1808	1755	1872	<b>营业收入</b>	559	837	1185	1662
现金	145	1559	1402	1385	营业成本	242	339	487	676
应收账款	27	40	57	80	营业税金及附加	2	8	11	15
其它应收款	6	9	12	17	营业费用	83	145	205	287
预付账款	31	43	61	85	管理费用	57	117	166	233
存货	106	148	213	295	财务费用	-1	-10	-15	-14
其他	9	9	9	9	资产减值损失	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	98	524	920	1281	公允价值变动收				
长期投资	1	1	1	1	益	0	0	0	0
固定资产	37	393	754	1099	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	58	57	56	55	<b>营业利润</b>	176	237	329	463
其他	3	74	110	127	营业外收入	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	421	2332	2675	3152	营业外支出	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	150	193	251	329	<b>利润总额</b>	176	237	330	464
短期借款	0	0	0	0	所得税	24	33	45	64
应付账款	30	42	61	84	<b>净利润</b>	152	205	284	400
其他	119	151	191	245	少数股东损益	29	0	0	0
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	123	205	284	400
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	179	247	368	538
其他	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	1.02	1.42	2.00
<b>负债合计</b>	150	193	251	329	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	150	200	200	200	<b>成长能力</b>				
资本公积	13	1625	1625	1625	营业收入	81.0%	49.7%	41.5%	40.3%
留存收益	109	314	598	998	营业利润	89.3%	34.7%	39.0%	40.7%
归属母公司股东权益	272	2139	2423	2823	归属于母公司净利润	97.6%	66.0%	38.9%	40.6%
<b>负债和股东权益</b>	421	2332	2675	3152	<b>获利能力</b>				
					毛利率	56.7%	59.5%	58.9%	59.3%
<b>现金流量表</b>					净利率	22.0%	24.5%	24.0%	24.1%
					ROE	45.4%	9.6%	11.7%	14.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	140.5%	39.2%	30.9%	31.3%
<b>经营活动现金流</b>	157	192	279	420	<b>偿债能力</b>				
净利润	152	205	284	400	资产负债率	35.5%	8.3%	9.4%	10.4%
折旧摊销	4	21	53	88	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-1	-10	-15	-14	流动比率	2.16	9.35	6.98	5.68
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.43	8.56	6.10	4.76
营运资金变动	0	-28	-47	-59	<b>营运能力</b>				
其它	2	5	4	5	总资产周转率	1.56	0.61	0.47	0.57
<b>投资活动现金流</b>	-82	-451	-451	-451	应收账款周转率	26	23	23	23
资本支出	72	450	450	450	应付账款周转率	9.52	9.36	9.45	9.32
长期投资	-10	0	0	0					

其他	-20	-1	-1	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-55	1673	15	14	每股收益(最新摊薄)	0.62	1.02	1.42	2.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.96	1.40	2.10
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.36	10.70	12.12	14.12
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	120	50	0	0	P/E	47.86	38.44	27.67	19.68
资本公积增加	-12	1613	0	0	P/B	21.71	3.68	3.25	2.79
其他	-162	10	15	14	EV/EBITDA	43	31	21	14
现金净增加额	21	1414	-157	-17					

### 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5%~20%;

观望: 市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

**免责声明:**

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。