

## 纺织服装行业

## 朗姿股份 (002612)

## 新股研究报告

评级: 首次评级

收盘价 (元)

## 多品牌策略和优质渠道资源助高端女装企业持续成长

目标价 (元)

## 发行数据

发行后总股本 20000 万股

发行数量 5000 万股

## 相对股价表现

## 相关研究

-/

## 投资要点:

- **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。主营业务为品牌女装的设计、生产与销售。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。2008至2010年营业收入和净利润的年复合增长率分别为58.48%和43.27%，成长性优势十分突出。
- **预计未来三年高端女装子行业每年增速30%，高端女装市场饱和度低，多品牌运作成为突破单一品牌瓶颈的有效方式。**
- **高良好的多品牌运作能力冲破“天花板”。**公司旗下有三个品牌，“朗姿”主打商务正装，体现成熟典雅；“莱茵”主打商务休闲，体现都市潮流；“卓可”系列主打时尚休闲。目前三个品牌独立事业部运行，实现差异化定位。
- **双商场渠道资源助力快速扩张。**核心商圈的百货商场向来是稀缺资源。公司目前拥有353家高端销售终端。截至目前颁布的109家金鼎百货店（共2批，第1批35家，第2批74家）中，公司根据品牌定位在其中57家开设了销售终端，入驻率为52.29%，此外，公司其他销售终端亦位于当地知名度较高的高档商场。

**风险提示:** 1 公司快速扩张自营店带来的经营风险 2 不能很好把握流行趋势  
3 拓展弱势区域渠道时遇到竞争过于激烈的风险

**盈利预测及估值分析。**预计公司 11/12/13 的 EPS 分别为 1.098/1.682/2.46 元。考虑到 A 股市场同行业上市公司平均估值以及公司作为 A 股第一家高端女装上市公司，给予一定的估值溢价，给予公司 28-30 倍 PE，对应价格区间为 30.7-32.9 元。

零售百货和服装研究小组

证书编号

联系人

李远

8621-68761616-8556

liyuan@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

## 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	309.00	559.15	825.00	1178.00	1668.00
收入增幅 (%)	38.80%	80.95%	47.55%	42.79%	41.60%
净利润	62.38	123.29	219.68	336.34	492.08
净利增幅 (%)	65.71%	97.63%	78.18%	53.10%	46.31%
毛利率 (%)	54.47%	56.71%	58.60%	59.00%	59.30%
ROE (%)	39.25%	45.36%	50.84%	49.64%	47.47%
摊薄 EPS (元)	0.416	0.822	1.098	1.682	2.460

## 正文目录

一 公司概况 .....	3
1 公司基本情况 .....	3
2 股本结构 .....	5
二 行业空间广阔，品牌饱和度低 .....	7
三 公司投资亮点 .....	9
良好的多品牌运作能力冲破“天花板” .....	10
商场渠道资源助力快速扩张 .....	12
盈利能力将会持续提高 .....	12
四 募投项目 .....	12
六 盈利预测 .....	13
七 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1 2008-2011Q2 公司三大品牌收入占比 .....	4
图 2 2008-2011Q2 公司三大品牌价格变动情况 .....	4
图 3 2008-2010 公司销售收入复合增速 58% .....	4
图 4 2008-2010 公司净利润复合增速 43% .....	4
图 5 2008-2011Q2 公司渠道扩张情况 .....	4
图 6 2008-2011Q2 公司毛利率净利率变动 .....	4
图 7 2008-2011Q2 公司期间费用率情况 .....	5
图 8 2008-2011Q2 公司自营经销模式收入占比 .....	5
图 9 公司上市前股权结构架构图 .....	6
图 10 2011—2015 年我国高端女装销售增速预测 .....	7
图 11 高端及顶级女装竞争格局 .....	8
图 12 2008-2010 年（前三季度）高档女装市场前十位品牌市场综合占有率 .....	9
图 13 公司品牌定位情况 .....	10
图 14 公司主要竞争对手品牌情况 .....	11
表 1 公司上市前后股本结构变化情况 .....	6
表 2 募投资金项目情况 .....	13

## 一 公司概况

### 1 公司基本情况

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。主营业务为品牌女装的设计、生产与销售。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。2008年至2010年公司综合毛利率分别为50.82%、54.47%、56.71%，毛利率处于平稳上升趋势；2008至2010年营业收入和净利润的年复合增长率分别为58.48%和43.27%，成长性优势十分突出。公司以自营和经销相结合的经营模式，截止2011年6月30日，在全国29个省级行政区的近百个城市的大型高端商场内拥有353个销售终端，初步建立了覆盖全国的销售网络。

图 1 2008-2011Q2 公司三大品牌收入占比

单位：万元

品牌类型	2011年1-6月		2010年		2009年		2008年	
	金额	占营业收入的比重	金额	占营业收入的比重	金额	占营业收入的比重	金额	占营业收入的比重
朗姿	27,808.08	64.35%	35,087.30	62.75%	17,239.08	55.79%	8,306.35	37.31%
莱茵	7,004.89	16.21%	11,237.13	20.10%	7,692.16	24.89%	8,248.47	37.05%
卓可	8,399.32	19.44%	9,329.13	16.68%	5,191.93	16.80%	4,918.11	22.09%
其他	-	-	261.06	0.47%	776.68	2.52%	788.83	3.55%
合计	43,212.29	100.00%	55,914.62	100.00%	30,899.85	100.00%	22,261.76	100.00%

资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

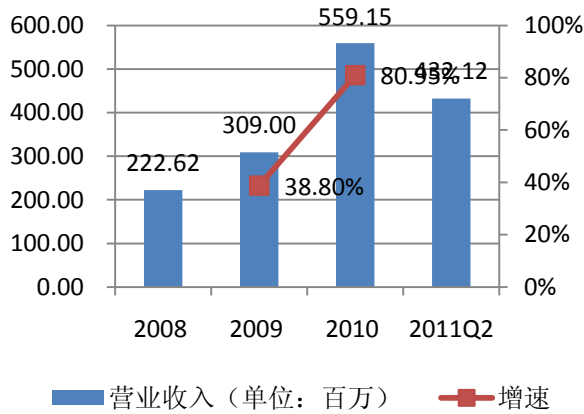
图 2 2008-2011Q2 公司三大品牌价格变动情况

单位：元/件(套)

各品牌 单位价格	2011年1-6月		2010年		2009年		2008年	
	自营模式	经销模式	自营模式	经销模式	自营模式	经销模式	自营模式	经销模式
朗姿	1,205.98	854.57	1,088.48	792.07	1,010.93	765.25	982.70	753.43
莱茵	1,059.81	736.62	983.84	691.29	856.79	647.69	945.74	726.40
卓可	1,387.18	989.53	1,290.98	955.89	1,197.06	891.59	1,146.54	850.71

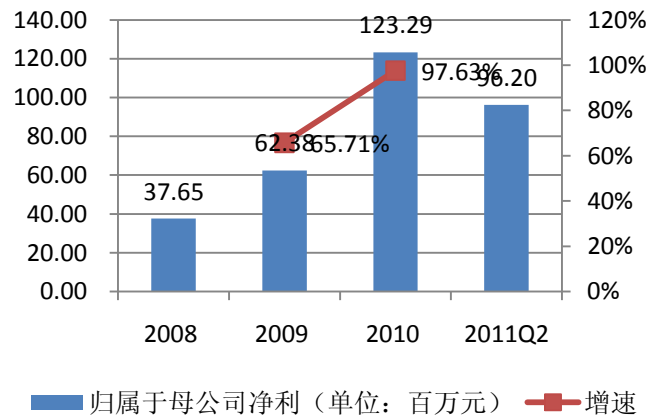
资料来源：公司招股书，德邦证券研究所

图 3 2008-2010 公司销售收入复合增速 58%



资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

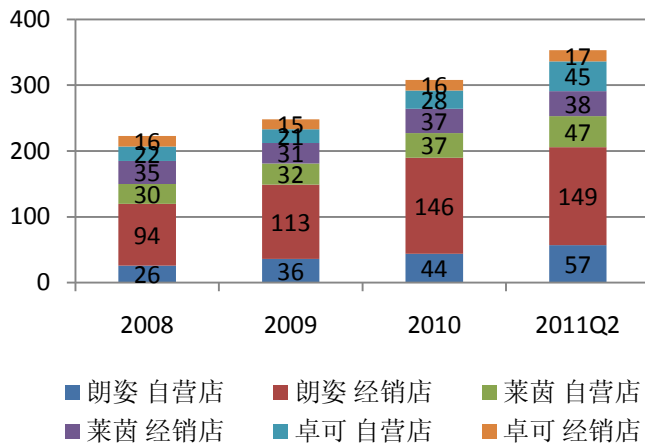
图 4 2008-2010 公司净利润复合增速 43%



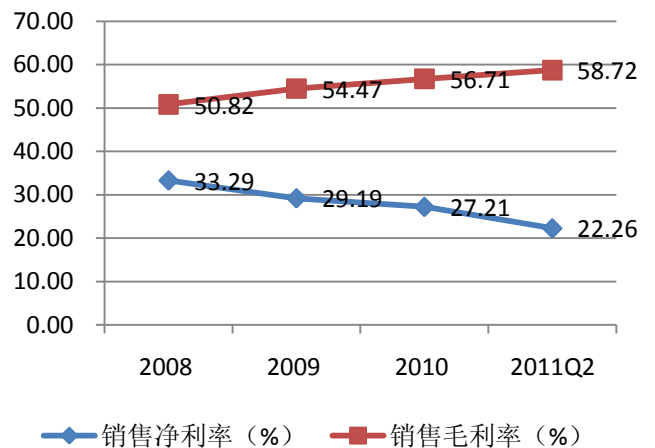
资料来源：公司招股书，德邦证券研究所

图 5 2008-2011Q2 公司渠道扩张情况

图 6 2008-2011Q2 公司毛利率净利率变动

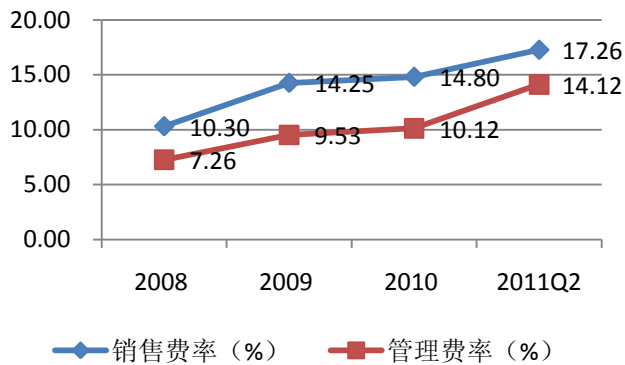


资料来源：公司招股书、德邦证券研究所



资料来源：公司招股书，德邦证券研究所

图 7 2008-2011Q2 公司期间费用率情况



资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

图 8 2008-2011Q2 公司自营经销模式收入占比

单位：万元

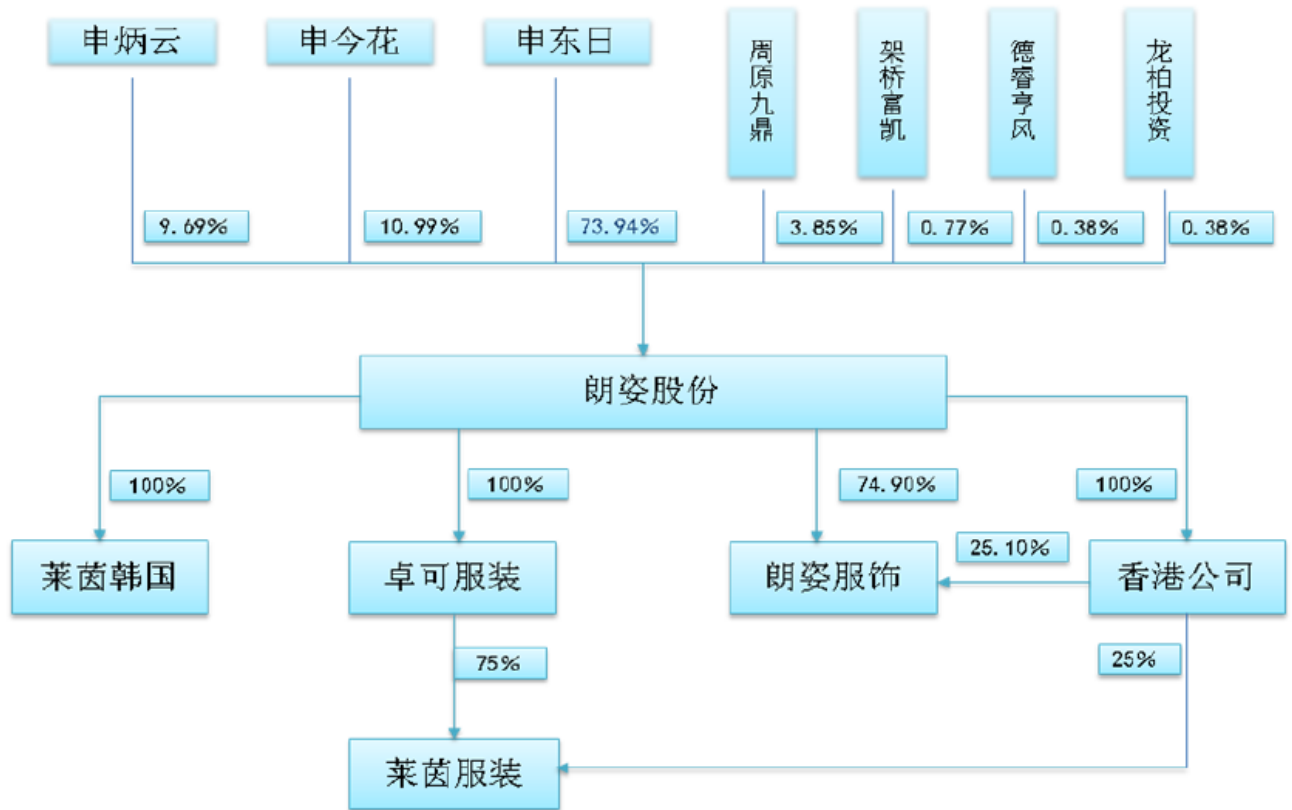
项目	2011年1-6月	2010年度	2009年度	2008年度
自营模式	销售收入	25,570.25	30,770.98	18,927.08
	占比	59.17%	55.03%	61.25%
经销模式	销售收入	17,642.04	25,143.64	11,972.77
	占比	40.83%	44.97%	38.75%
营业收入合计	43,212.29	55,914.62	30,899.85	22,261.76
自营店数量 (家)	149	109	89	78
经销店数量 (家)	204	199	159	145

资料来源：公司招股书，德邦证券研究所

## 2 股本结构

公司控股股东为申东日，持股占发行前股本的73.94% 公司的实际控制人为申东日、申今花兄妹，发行前，兄妹两人合计持有发行人127,384,650股股份，持股比例合计84.93%。

图 9 公司上市前股权结构架构图



资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

表 1 公司上市前后股本结构变化情况

类别	发行前		发行后	
	数量 (万股)	持股比例	数量 (万股)	持股比例
<b>有条件限售流通股</b>	15000	100%	15000	75.00%
申东日	11090.76	73.94%	11090.76	55.45%
申金花	1647.69	10.99%	1647.69	8.24%
申炳云	1453.85	9.69%	1453.85	7.27%
周原九鼎	576.93	3.85%	576.93	2.88%
架桥富凯	115.38	0.77%	115.38	0.58%
德睿亨风	57.69	0.38%	57.69	0.29%
龙柏投资	57.69	0.38%	57.69	0.29%
<b>本次拟发行流通股</b>			5000	25.00%
合计	15000	100%	57,293	100%

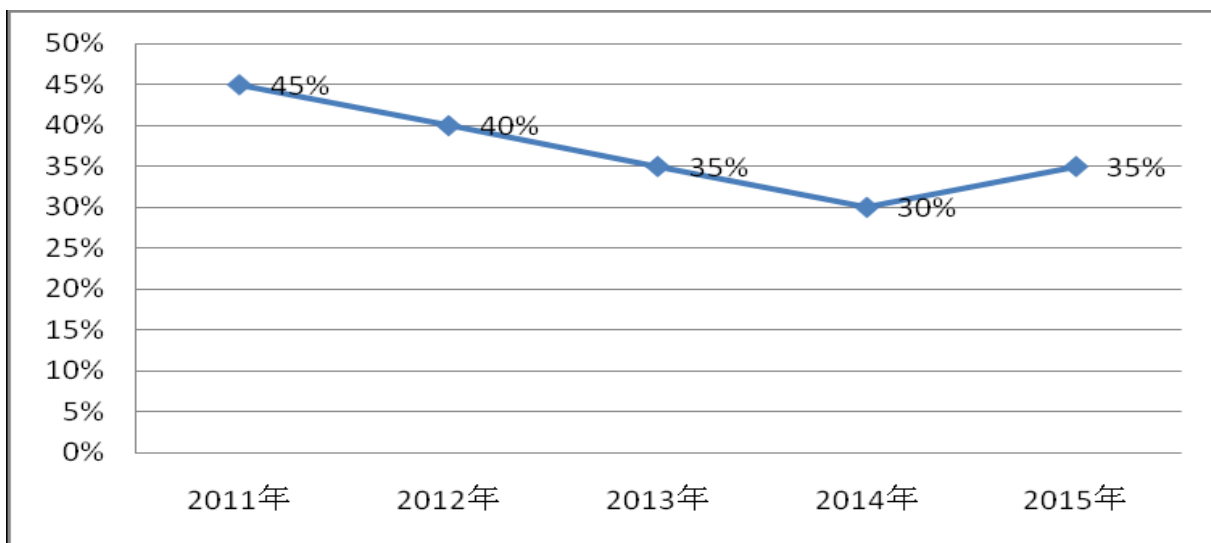
资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

## 二 行业空间广阔，品牌饱和度低

2009 年我国人均 GDP 已经达到 3633 美元，根据国际发展经验，人均 GDP 超过 3000 美元后，人均 GDP 和服饰消费将进入 10 年高速成长期。2010 年我国城镇化率达 47.5%，根据发达国家经验，我国正处在高速城镇化阶段。目前我国城乡之间的衣着消费差距明显，农村居民每年用于衣着类的消费为城镇居民的 18.14%。随着城镇化进程的进行和农村居民收入状况的改善，消费升级将带来服装行业的巨大发展。

根据Euromonitor International统计，目前我国女装实现的年零售金额超过3,000亿，零售量超过40亿件，市场容量巨大。与男装品牌相比，女装品牌集中度相对较低，这对女装品牌发展而言，更是机遇。根据中华全国商业信息中心发布的《我国高端女装品牌发展分析报告》，未来5年我国高端女装销售增速预测如下：

图 10 2011—2015 年我国高端女装销售增速预测



资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

目前我国女装行业市场品牌繁多，竞争较为激烈。国际一线品牌阿玛尼 ( Armani )、香奈尔 ( Chanel )、普拉达 ( Prada )、迪奥 ( Dior ) 等大多数已进入我国顶级百货商场，国际二、三线品牌也开始以大型自有专卖店的形式抢滩我国市场。国际平民时尚品牌 GAP ( 美国 )、C&A ( 荷兰 )、ZARA ( 西班牙 )、H&M ( 瑞典 ) 等最近几年也纷纷在国内加速圈地，加剧了国内服装消费行业的竞争。但总体而言在高端女装领域，

因品牌数量相对较少，门槛较高，竞争相对缓和。在高端及顶级女装领域，目前主要竞争格局和代表性品牌如下表

图 11 高端及顶级女装竞争格局

	代表性品牌	主要销售模式	与本公司的竞争关系
顶级	Chanel Prada Dior	通过在高档商场设立的店面销售，主要进入一类城市的顶级商场	目标消费者为顶端消费群体。与发行人存在一定的竞争关系。
高端	本公司 宝姿 玛丝菲尔 白领	通过自营、经销等形式进行销售，在一线、二线以及部分三线城市的高档知名商场或设立店面作为主要销售终端	目标消费者为品位高，收入稳定的成功女性，与发行人存在较大的竞争关系。

资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

2010年11月，中华商业信息中心发布了《我国高端女装品牌发展分析报告》。根据该报告对全国重点商场女装销售情况的统计，公司“朗姿”品牌在全国高端女装品牌地位和市场占有率均不断提高，品牌地位从2008年排名第4提高至2010年（1-9月）排名第3，市场占有率也从2008年的2.04%提高至2010年（1-9月）的3.11%，市场地位不断提高。2010年（1-9月）排名前2位分别为宝姿、玛丝菲尔，市场占有率分别为3.81%、3.25%。



图 12 2008-2010 年（前三季度）高档女装市场前十位品牌市场综合占有率

排序	2008 年		2009 年		2010 年（前三季度）	
	品牌名称	市场综合占有率（%）	品牌名称	市场综合占有率（%）	品牌名称	市场综合占有率（%）
1	宝姿	5.91	宝姿	3.68	宝姿	3.81
2	白领	4.31	雅莹	3.42	玛丝菲尔	3.25
3	玛丝菲尔	3.69	玛丝菲尔	3.39	朗姿	3.11
4	朗姿	2.04	朗姿	3.37	雅莹	2.91
5	奥菲欧	1.94	白领	3.30	阿玛施	2.69
6	斯尔丽	1.91	沐兰	1.93	白领	2.08
7	萨依	1.61	阿玛施	1.83	V.GRASS	1.82
8	沐兰	1.45	柯罗芭	1.72	玫而美	1.75
9	雅莹	1.40	奥菲欧	1.71	柯罗芭	1.74
10	例外	1.33	V.GRASS	1.64	奥菲欧	1.72

资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

相对于男装更具同质化，品牌忠诚度更高的特点，女装更具个性化，女人购物更注重款式设计时尚度，品牌忠诚度相对较低，所以女装品牌的饱和度较低，单一高端女装品牌饱和度只有 5% 左右，因此多品牌策略成了突破单一品牌发展的瓶颈的有效方式。此外，男装更容易形成全国性的品牌，而女装小型区域性的品牌更多，相对不容易做大，营销难度更大。而少量多款也对女装的设计能力，供应链管理水提出了更高要求。

对于国外二线品牌以及顶级品牌折扣店对于国内高端女装的冲击，我们认为，目前国外二线品牌在国内的知名度并不大，冲击并不明显。顶级品牌的折扣在定价上与国内高端女装有一定的重叠，但近几年看来折扣店的数量规模还十分有限，冲击只是在折扣店存在的区域附近，影响较小。

### 三 公司投资亮点

## 良好的多品牌运作能力冲破“天花板”

公司采取多品牌策略，以更加全面的覆盖细分市场。公司旗下有三个品牌，“朗姿”主打商务正装，体现成熟典雅；“莱茵”主打商务休闲，体现都市潮流；“卓可”系列主打时尚休闲。目前三个品牌独立事业部运行，实现差异化定位。

图 13 公司品牌定位情况

品牌	朗姿	莱茵	卓可系列
常用商标	LANCY FROM 25 朗姿	LIME FLARE	MOJO.S.PHINE ZOOC
品牌类型	商务正装	商务休闲	时尚休闲
年龄定位	主要群体：35-45 岁 覆盖群体：25-55 岁 事业有成追求自我体现的都市成熟女性	主要群体：25-45 岁 覆盖全体：20-50 岁 追求时尚品位、生活方式的都市潮流女性	主要群体：20-40 岁 覆盖群体：18-45 岁 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	演绎由内而外的美丽、内外合一的女性成熟美	传达高品质的时尚生活态度	诠释现代女性所追求的自信、乐观、个性之美

资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

正如我们前面分析的，高端女装行业的饱和度很低，单一品牌发展到一定阶段天花板就会十分明显（目前初步预计未来“朗姿”品牌大约可以做到 10-12 亿）因此，具备较强的多品牌运作能力是女装企业保持持续发展的重要的核心竞争力。

多品牌策略在提升了公司终端店面快速复制能力的同时，也增强了凝聚效应，主要体现在如下方面：

1 店铺位置优势：基于公司三个高端品牌常年积累的客户美誉度和出类拔萃的销售业绩，在进驻新商场时能起到相互引荐的作用。公司已驻店品牌的优秀业绩能为拟入驻新品牌在店铺位置的选择上增加较大的谈判筹码。公司“朗姿”品牌已经取得了良好的经营能力，这对于近两年“莱茵”和“卓可”的扩展十分有利。

2 商场关系维护 : 高端女装品牌与商场不是单纯的联营关系 , 商场需要品牌为其带来形象的提升和客源 , 因此双方是相互需要、相互扶植的关系。因此 , 在销售过程中 , 商场经常性地也会对高端女装知名品牌予以优待。对于诸如发行人这样在商场内经营多个高端女装品牌店的客户 , 更值得商场长期培养与配合。

3 大面积目标消费人群锁定 : 公司三大品牌在定位高端女装领域的同时 , 在品牌类型、目标客户群、风格、内涵等方面又存在一定差异性 , 可以满足高端客户的不同需求和喜好。同时公司在三个品牌的终端店面选择上采取统筹考虑 , 使得三大品牌在各销售区域做到相互补充 , 有利于锁定更多的目标客户人群 , 增加销售机会 , 促进多品牌业绩提升。

随着公司三大品牌的齐头并进 , 三个高端品牌将会产生越来越大的凝聚效应 , 公司知名度将进一步提升。公司 2008、2009 年以“朗姿”品牌开店为主 , 其他两个品牌 ( 尤其是莱茵 ) 处于培育期 , 从 10、11 年起另外两个品牌的力度也在不断上升 , 预计未来业绩贡献会不断上升。

图 14 公司主要竞争对手品牌情况

竞争对手名称	公司	宝姿	玛斯菲尔	白领	慕诗国际
品牌和业务	经营朗姿、莱茵和卓可高端女装品牌	设计、制造及零售分销 PORTS 品牌的男女时装 ; 及于中国内地和香港销售其配饰。	主要经营 Marisfrolg 高档女装品牌。产品系列包括高级女装、手袋、配饰、鞋靴等	经营白领、SHEES、K.UU 和 GOLDEN COLLAR 等女装品牌	主要经营 MOISELLE 品牌女装、自主品牌还有 imaroon 及 mademoiselle。
品牌风格	朗姿 : 成熟、典雅 莱茵 : 妩媚、精致 卓可 : 时尚、个性	简约、优雅	时尚、优雅、经典	优雅、低调奢华	设计新颖、选料上乘、优质剪裁
消费层定位	三个品牌共覆盖了从 18-55 岁的都市成熟、潮流及白领女性	25—45 岁上流精英人士	30—50 岁具有一定修养和社会地位 , 品味高雅 , 既时尚又含蓄的成熟女性。	35—45 岁之间有知识、有地位且不张扬的女士	紧贴潮流及喜爱打扮的女士
注册地	北京	香港	深圳	北京	香港

资料来源 : 公司招股书、德邦证券研究所

## 商场渠道资源助力快速扩张

中高档女装通常通过百货渠道销售。核心商圈的百货商场向来是稀缺资源。公司目前拥有 353 家高端销售终端。截至目前颁布的 109 家金鼎百货店（共 2 批，第 1 批 35 家，第 2 批 74 家）中，公司根据品牌定位在其中 57 家开设了销售终端，入驻率为 52.29%，如北京赛特购物中心、上海东方商厦、南京金鹰国际购物中心和武汉广场等。此外，公司其他销售终端亦位于当地知名度较高的高档商场，如北京新光天地百货商场、北京庄胜崇光百货商场、北京中友百货商场、上海梅龙镇伊势丹百货商场、武汉新世界百货商场和广州王府井百货商场等。

募集资金后，公司将继续加大开店力度，提升自营比例，优化终端结构，在现有连锁百货商场的强势谈判能力也会有助于公司继续获得百货商场资源。

## 盈利能力将会持续提高

公司 2008 年至 2011 年上半年公司综合毛利率分别为 50.82%、54.47%、56.71%，58.72%，毛利率处于平稳上升趋势，相比与其他子行业，高端女装毛利率较高。竞争对手宝姿扣除扣点后的毛利率为 70% 左右，公司毛利率还有很大的上升空间。公司以往的定价策略比较稳健，今年上半年提价约 10% 左右。作为高端女装的代表，公司还是具备较强的提价能力的。公司高端面料大部分从日韩，法国意大利等国进口，随着人民币升值，原料价格下降，有助于毛利提升。随着公司募投资项目达产后生产能力提升，原有从韩国进口的成衣比例会逐渐下降，有助提升毛利率。此外，公司将优化终端结构，提升自营比例，也有助于毛利率提升。

## 四 募投项目

公司本次计划发行募集资金 8.5 亿元。募集资金将投资于营销网络建设、北京生产基地改扩建、设计展

示中心建设、信息系统提升建设四个项目。

表 2 募投资金项目情况

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
营销网络建设	58753.52	58753.52
北京生产基地改扩建	13971.76	13971.76
设计展示中心建设	6857.92	6857.92
信息系统提升建设	5516.62	5516.62
合计	85099.82	85099.82

资料来源：公司招股书、德邦证券研究所

营销网络建设项目拟投资5.88亿元，将按计划分三年。在北京、南京、重庆新建自营旗舰店3个，自营商场店183个，优化店铺29个，共计建设215个店铺。采取与商场联营方式新增朗姿、莱茵和卓可三个品牌的自营商场店共183个，其中第一年建设55个，第二年建设73个，第三年建设55个。计划优化朗姿品牌商场店17个，优化莱茵品牌商场店12个，全部在第一年建设完成。

北京生产基地改扩建在公司现有生产厂址进行技改扩建，利用部分原有工艺设备，购置先进成熟的工艺设备及公用工程设施，形成年产 60 万件/套（即新增 50 万件/套）的品牌服装生产能力，建设期预计两年。

## 六 盈利预测

预计公司 11/12/13 的 EPS 分别为 1.098/1.682/2.46 元。考虑到 A 股市场同行业上市公司平均估值以及公司作为 A 股第一家高端女装上市公司，给予一定的估值溢价，给予公司 28-30 倍 PE，对应价格区间为 30.7-32.9 元。

主营业务收入预测

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
朗姿	自营店	26	36	44	57	72	96
	经销店	94	113	146	149	154	158
	销售额（百万元）	83.06	172.39	350.87	505	686	937
	毛利率	56.23%	56.75%	57.72%	59.70%	60%	60.40%

莱茵	自营店	30	32	37	48	69	98
	经销店	35	31	37	39	41	43
	销售额(百万元)	82.48	76.92	112.37	160	235	353
	毛利率	56.47%	57.10%	58.60%	60.80%	62%	62.60%
卓可	自营店	22	21	28	45	64	86
	经销店	16	15	16	17	19	21
	销售额(百万元)	49.18	51.92	93.29	160	257	378
	毛利率	33.95%	44.28%	50.72%	52%	53%	53.30%
	主营业务收入	214.72	301.23	556.53	825	1178	1668
	增速		40.29%	84.75%	48.24%	42.79%	41.60%
	综合毛利率	50.82%	54.47%	56.71%	58.60%	59.00%	59.30%

## 七 风险提示

- 1 公司快速扩张自营店带来的经营风险
- 2 不能很好把握流行趋势
- 3 拓展弱势区域渠道时遇到竞争过于激烈的风险

### 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	222.62	309.00	559.15	825.00	1178.00	1668.00
增长率(%)	N/A	38.80%	80.95%	47.55%	42.79%	41.60%
归属母公司股东净利润	37.65	62.38	123.29	219.68	336.34	492.08
增长率(%)	N/A	65.71%	97.63%	78.18%	53.10%	46.31%
每股收益(EPS)	0.251	0.416	0.822	1.098	1.682	2.460
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.667	0.396	0.606	0.887
每股经营现金流	0.263	0.413	1.044	1.525	1.856	3.116
销售毛利率	50.82%	54.47%	56.71%	58.60%	59.00%	59.30%
销售净利率	33.29%	29.19%	27.21%	26.63%	28.55%	29.50%
净资产收益率(ROE)	78.62%	39.25%	45.36%	50.84%	49.64%	47.47%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	180.51%	180.42%	140.94%	231.76%	246.60%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(分红/股价)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!



## 报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	222.62	309.00	559.15	825.00	1178.00	1668.00
减: 营业成本	109.49	140.69	242.04	341.55	482.98	678.88
营业税金及附加	0.25	0.36	1.71	2.53	3.61	5.11
营业费用	22.93	44.04	82.76	138.00	190.00	260.00
管理费用	16.16	29.45	56.60	98.00	115.00	162.00
财务费用	-1.79	-0.28	-1.39	-4.76	-8.93	-15.07
资产减值损失	1.57	1.83	1.51	2.00	2.00	2.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	8.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>74.01</b>	<b>92.91</b>	<b>175.91</b>	<b>255.68</b>	<b>393.34</b>	<b>575.08</b>
加: 其他非经营损益	0.04	0.87	0.45	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>74.05</b>	<b>93.78</b>	<b>176.37</b>	<b>255.68</b>	<b>393.34</b>	<b>575.08</b>
减: 所得税	-0.06	3.57	24.25	36.00	57.00	83.00
<b>净利润</b>	<b>74.11</b>	<b>90.21</b>	<b>152.12</b>	<b>219.68</b>	<b>336.34</b>	<b>492.08</b>
减: 少数股东损益	36.46	27.83	28.83	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>37.65</b>	<b>62.38</b>	<b>123.29</b>	<b>219.68</b>	<b>336.34</b>	<b>492.08</b>
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	40.85	121.11	124.43	298.51	494.95	844.42
应收和预付款项	49.55	44.87	63.38	105.72	134.61	204.48
存货	24.87	76.83	105.69	146.42	210.09	291.02
其他流动资产	5.30	8.25	8.69	8.69	8.69	8.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	12.72	18.74	37.06	30.78	24.50	18.22
无形资产和开发支出	4.33	18.43	57.55	51.67	45.79	39.91
其他非流动资产	2.18	1.57	0.69	0.34	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>139.79</b>	<b>289.79</b>	<b>397.99</b>	<b>642.63</b>	<b>919.13</b>	<b>1407.24</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	48.67	84.14	117.51	201.87	232.97	362.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3.04	3.85	8.68	8.68	8.68	8.68
<b>负债合计</b>	<b>51.71</b>	<b>88.00</b>	<b>126.19</b>	<b>210.54</b>	<b>241.64</b>	<b>370.71</b>
股本	1.50	30.00	150.00	150.00	150.00	150.00
资本公积	5.01	25.19	12.78	12.78	12.78	12.78
留存收益	41.38	103.76	109.03	269.31	514.71	873.74
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>47.88</b>	<b>158.94</b>	<b>271.81</b>	<b>432.09</b>	<b>677.49</b>	<b>1036.52</b>
少数股东权益	40.20	42.85	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>88.09</b>	<b>201.80</b>	<b>271.81</b>	<b>432.09</b>	<b>677.49</b>	<b>1036.52</b>
负债和股东权益合计	139.79	289.79	397.99	642.63	919.13	1407.24
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E

经营性现金净流量	39.45	61.89	156.64	228.72	278.45	467.44
投资性现金净流量	-6.00	-4.48	-81.72	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	0.00	23.50	-54.60	-54.64	-82.01	-117.98
现金流量净额	33.46	80.94	20.79	174.08	196.44	349.46

## 投资评级

### 一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。



