

费用显著下降 净利润增速大幅超越收入

2012年4月16日

强烈推荐/维持

朗姿股份

财报点评

——朗姿股份（002612）2011 年报点评

谭可

纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480510120013

010-6655 4011

事件：

公司今日公布2012年1季报，实现营业收入31,673.81万元，同比增长36.31%；实现归属母公司净利润78,45.23万元，同比增长92.36%；基本EPS0.39元。预计2012年1-6月份，归属上市公司股东净利润同比增长在20%-50%之间，即3698-6584万元。

公司分季度财务指标

指标	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
营业收入（百万元）	106.54	169.19	232.37	199.76	188.23	215.88	316.74
增长率（%）	-	-	-	-	76.69	27.59	36.31
毛利率（%）	63.31	57.28	60.14	57.08	61.81	60.83	60.74
期间费用率（%）	31.69	25.95	38.29	22.45	29.53	25.00	27.86
营业利润率（%）	31.33	30.02	20.89	32.62	31.54	34.24	30.68
净利润（百万元）	28.82	44.31	40.78	55.41	51.07	61.40	78.45
增长率（%）	-	-	-	-	77.19	38.56	92.36
每股盈利（季度，元）	0.00	0.83	0.00	0.64	0.31	0.30	-1.25
资产负债率（%）	-	35.49	-	24.24	8.96	10.48	9.59
净资产收益率（%）	-	16.30	-	15.06	2.46	2.87	3.54
总资产收益率（%）	-	10.52	-	11.41	2.24	2.57	3.20

评论：

积极因素：

- **费用率大降，净利润增速大幅超越收入。**公司2012年1季度净利润增速92.36%，大幅超于收入36.31%的增速主要原因在于公司销售费用率及财务费用率的大幅下降。公司2012年1季度销售费用率较去年同期大幅下降7.69个百分点至20.13%，主要是去年1季度公司举办时装周场地费、主办方申请等费用过高，2012年相应控制。2012年1季度财务费用率同比下降3.67个百分点至-3.90%，主要由于募集资金到账产生利息。

消极因素：

库存环比小幅上升。在公司2011年底存货2.69亿元较高基数上，2012年1季末仍环比有6.74%增速。存货大幅增加除了配合增长较快的销售以外，还由于公司提高新品牌备货规模。

由于公司在2012年推进配货制，且规划的渠道拓展以直营为主，铺货力度将明显加大。预计2012年4个季度的库存均将较2011年同期有所上升，但考虑到公司对库存风险已有预期，在制定铺货和生产计划时持较谨慎态度，且公司在2012年加强后台系统应用和配合，将更有效提升后台运营效率，因此我们认为公司2012年公司库存水平虽上升但仍在可控范围内。

业务展望:

公司核心战略为多品牌战略，原有三个品牌已形成较强影响力和稳定增长的客户群，商场排名靠前。新品牌玛丽玛丽于2011年9月20日正式运营，定位较原有品牌偏低，目前已经运营直营店10家左右。利亚朗姿目前在朗姿店内试运营，等业绩较好之后再独立开店。

公司目前规模尚小，我们简单以宝姿销售规模测算，宝姿在销售规模达到17亿左右遭遇增长天花板，公司销售收入规模则应该在40亿以上才会遇到，距离目前4倍以上空间。

公司的终端拓展策略一是通过自营模式在一、二线城市热门商圈通过多品牌进驻加大布点密度；二是通过发展经销商加盟模式在二线以下城市优质商圈中跑马布点。预计公司2012年原有三品牌将新增门店70-80家、玛丽玛丽新增80-100家。一、二线城市高端商场店有300余家，目前公司进驻其中的95家，其中终端数量总计147处，多数商场仅单一品牌进驻。按照公司的多品牌共同推进计划，理论上公司在一、二线城市的终端进驻空间还有7倍以上。

盈利预测

预计公司2012-2014年净利润分别为.96、4.08和5.57亿元，同比增长41.67%、37.99%和36.62%，对应EPS分别为1.48、2.04和2.79元。

投资建议:

公司目前规模尚小，多品牌战略运营良好，持续高增长可期，作为A股唯一一家纯粹的女装高端品牌，应该享有估值溢价，当前对应2012-2014年PE分别为26.12、18.93和13.85倍，参照同样具有稀缺性及高增长预期的探路者35倍市盈率，给予公司30倍动态PE，对应目标价为46.2元，距离当前价格仍有20%空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

公司后起品牌培育期过长，影响力始终不及朗姿主品牌；

品牌跨区域发展进展不明显。

表 1：盈利预测关键指标（2010A-2014E）

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	559	836	1,109	1,596	2,121
(+/-)%	80.95%	49.56%	32.67%	43.83%	32.90%
经营利润（EBIT）	178	234	361	501	684
(+/-)%	87.82%	31.78%	54.01%	38.93%	36.42%
净利润	123	209	296	408	557
(+/-)%	97.63%	69.25%	41.67%	37.99%	36.62%
每股净收益（元）	0.83	1.25	1.48	2.04	2.79

资料来源：东兴证券研究所

表 2: 盈利预测表 (2010A-2014E)

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	559.15	836.23	1,109.43	32.67%	1,595.69	43.83%	2,120.65	32.90%
营业成本	242.04	334.82	437.55	30.68%	624.50	42.73%	829.95	32.90%
营业费用	82.76	147.86	188.60	27.55%	287.22	52.29%	360.51	25.52%
管理费用	56.60	115.27	138.68	20.31%	210.63	51.88%	279.93	32.90%
财务费用	-1.39	-19.78	1.00	N/A	-3.83	N/A	-4.23	N/A
投资收益	0.00	0.03	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	175.91	246.98	338.77	37.17%	470.88	39.00%	646.63	37.32%
利润总额	176.37	247.44	347.77	40.55%	479.88	37.99%	655.63	36.62%
所得税	24.25	38.78	52.17	34.51%	71.98	37.99%	98.34	36.62%
净利润	152.12	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
归属母公司所有者的净利润	123.29	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
NOPLAT	150.52	191.59	288.80	50.74%	396.99	37.46%	546.04	37.54%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	145.33	159.17	1,233.68	675.07%	1,321.83	7.15%	1,495.82	13.16%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	27.03	58.55	60.79	3.83%	87.43	43.83%	116.20	32.90%
预付款项	30.54	151.95	195.71	28.80%	258.16	31.91%	341.15	32.15%
存货	105.69	268.72	239.76	-10.78%	342.19	42.73%	454.77	32.90%
流动资产合计	323.10	2,271.26	3,353.39	47.64%	3,636.94	8.46%	4,039.46	11.07%
非流动资产	98.22	116.71	190.31	63.06%	265.98	39.76%	345.39	29.86%
资产总计	421.32	2,387.97	3,543.70	48.40%	3,902.92	10.14%	4,384.84	12.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	30.18	40.75	59.94	47.08%	85.55	42.73%	113.69	32.90%
预收款项	63.76	163.98	163.98	0.00%	163.98	0.00%	163.98	0.00%
流动负债合计	149.51	247.39	270.33	9.28%	303.24	12.17%	339.34	11.90%
非流动负债	0.00	2.91	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	271.81	2,137.67	3,273.36	53.13%	3,599.68	9.97%	4,045.51	12.39%
净营运资本	173.59	2,023.87	3,083.05	52.33%	3,333.70	8.13%	3,700.12	10.99%
投入资本 IC	126.48	1,978.50	2,039.68	3.09%	2,277.85	11.68%	2,549.69	11.93%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	152.12	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
折旧摊销	3.30	7.13	0.00	N/A	34.33	N/A	41.59	21.15%
净营运资金增加	11.78	1,850.28	1,059.18	-42.76%	250.65	-76.34%	366.42	46.19%

经营活动产生现金流	157.21	64.67	325.28	403.00%	277.40	-14.72%	403.72	45.54%
投资活动产生现金流	-81.72	-1,696.08	-89.86	N/A	-111.50	N/A	-122.50	N/A
融资活动产生现金流	-54.60	1,644.53	839.09	-48.98%	-77.75	N/A	-107.23	N/A
现金净增(减)	20.89	13.12	1,074.51	8088.72%	88.15	-91.80%	173.99	97.38%

资料来源：东兴证券研究所

表 3：财务比率

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
盈利能力						
毛利率	54.47%	56.71%	59.96%	60.56%	60.86%	60.86%
营业利润率	30.07%	31.46%	29.53%	30.54%	29.51%	30.49%
净利率	20.19%	22.05%	24.95%	26.64%	25.56%	26.28%
净资产收益率	39.25%	45.36%	9.76%	9.03%	11.33%	13.78%
偿债能力						
流动比率	2.76	2.16	9.18	12.40	11.99	11.90
速动比率	1.92	1.45	8.09	11.52	10.87	10.56
资产负债率	31.34%	35.49%	10.48%	7.63%	7.77%	7.74%
成长能力						
营业收入增长率		80.95%	49.56%	32.67%	43.83%	32.90%
营业利润增长率		89.33%	40.40%	37.17%	39.00%	37.32%
净利润增长率		97.63%	69.25%	41.67%	37.99%	36.62%
净资产增长率		71.01%	686.47%	53.13%	9.97%	12.39%
营运能力						
应收帐款周转率		27.90	19.54	18.59	21.53	20.83
存货周转率		2.65	1.79	1.72	2.15	2.08
总资产周转率		1.56	0.60	0.37	0.43	0.51

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。