

加盟转直营，存货冲回影响 Q2 收入增速

朗姿股份 (002612.SZ)

推荐

投资要点:

1. 事件

朗姿股份发布 2012 年中报。

2. 我们的分析与判断

- **H1 收入、净利润稳定增长符合预期。** H1 收入 5.46 亿，同比增速 26.45%；归属于上市公司股东的净利润 1.42 亿，同比增 48.02%。Q2 收入 2.29 亿，同比增 14.97%；归属于上市公司净利润 6394 万元，同比增 15.39%。剔除财务收入因素，净利润同比增 26%。预计 1-9 月增速在 20%-50%。
- **报告期末，公司销售终端达到 422 家，去年底 388 家净增加 34 家。** 其中自营店 230 家，经销店 192 家。新品牌玛丽安玛丽店铺有全部为自营共 22 家；朗姿自营 84 家，加盟 139 家；莱茵自营 60 家，加盟 37 家；卓可自营 51 家，加盟 13 家。今年上半年，公司通过整合部分终端折扣店铺后，OUTLETS 折扣店有 16 家。
- **Q2 收入增速略低于预期，存货较 Q1 末增 11%。** 原因一是受发货节奏控制，二是 19 加盟转直营使得冲回部分收入，同时收入冲回变为存货使得存货相应增加。我们预计 Q3 收入增速回归正常在 30%+。
- **毛利率提高 3.48 个百分点，销售费用率 20.31%，管理费用率 13.07%，财务收入 2382 万，净利润率 26.06%。** 销售费用率提高一是开店花费，二是公司去年年底 2056 人，今年上半年人员达到 2913 人，新增的 900 人中 700 多人是销售人员。管理费用率下降原因是规模效应。去年年底银行存款约 16 亿，每季度最后一个月确认，使得财务费用表现为财务收入 2382 万。
- **预付款项为 3.86 亿，较 Q1 末增 300%。** 主要是由于 4-5 月支付万科 2.8 亿元。

3. 投资建议

我们认为公司多品牌阵营初具规模，未来新品牌发展和直营店的发展会带来销售费用率的提升，但是收入也会持续高增长。我们预计 2012-2014 年 EPS 为 1.49、1.92、2.58，对应 PE 为 23.8、18.4、13.7，维持“推荐”评级。

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

执业证书编号: S0130111081688

(lijiajia@chinastock.com.cn)

花小伟: (8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2012.08.23

A 股收盘价 (元)	35.40
A 股一年内最高价 (元) *	47.70
A 股一年内最低价 (元) *	24.85
上证指数	2113
市净率	3.27
总股本 (万股)	20,000
实际流通 A 股 (万股)	5,000
限售的流通 A 股 (万股)	15,000
流通 A 股市值 (亿元)	17.7

注: *价格未复权

相关研究

《朗姿股份：渠道优势及强设计、强零售，兼具长短期投资价值》

2012.08.15

《朗姿股份：费用率提高，收入、净利润高增长》

2011.10.25

表 1: 朗姿股份 (002612.sz) 分季度业绩情况

	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业总收入	10,654	16,919	23,237	19,976	18,823	21,588	31,674	22,967
同比					76.69%	27.59%	36.31%	14.97%
营业成本	3,909	7,228	9,263	8,573	7,189	8,456	12,435	8,215
同比					83.91%	16.99%	34.25%	-4.18%
销售费用	1,945	2,227	6,464	995	3,290	4,037	6,377	4,719
同比					69.09%	81.27%	-1.35%	374.12%
管理费用	1,452	2,274	2,486	3,614	2,558	2,869	3,683	3,458
同比					76.13%	26.14%	48.17%	-4.33%
财务费用	-21	-110	-54	-126	-289	-1,509	-1,236	-1,146
资产减值损失	12	105	0	158	22	288	399	600
					81.62%	174.07%	#DIV/0!	279.80%
投资净收益	0	0	0	1	2	0	0	0
营业利润	3,337	5,080	4,853	6,516	5,937	7,391	9,718	6,839
同比					77.90%	45.50%	100.24%	4.96%
加: 营业外收入	20	61	0	0	55	12	30	888
减: 营业外支出	3	0	2	0	1	17	300	28
利润总额	3,354	5,141	4,852	6,516	5,991	7,386	9,448	7,699
同比						43.67%	94.75%	18.17%
减: 所得税	472	709	773	974	885	1,246	1,603	1,305
净利润	2,882	4,431	4,078	5,541	5,107	6,140	7,845	6,394
同比					77.19%	38.56%	92.36%	15.39%
母公司所有者净利润	2,197	4,078	4,078	5,541	5,107	6,140	7,845	0
同比					132.42%	50.58%	92.36%	-100.00%
完全摊薄 EPS	0.11	0.20	0.20	0.28	0.26	0.31	0.39	0.00
盈利能力								
毛利率	63.31%	57.28%	60.14%	57.08%	61.81%	60.83%	60.74%	64.23%
管理费用率	13.63%	13.44%	10.70%	18.09%	13.59%	13.29%	11.63%	15.06%
销售费用率	18.26%	13.16%	27.82%	4.98%	17.48%	18.70%	20.13%	20.55%
营业利润率	31.33%	30.02%	20.89%	32.62%	31.54%	34.24%	30.68%	29.78%
销售净利润率	20.62%	24.10%	17.55%	27.74%	27.13%	28.44%	24.77%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 朗姿股份 (002612.sz) 分季度情况

	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
存货	0.00	1.06	0.00	0.86	1.99	2.69	2.87	3.18
成本	0.39	0.72	0.93	0.86	0.72	0.85	1.24	0.82
存货/成本	0.00	1.46	0.00	1.01	2.77	3.18	2.31	3.87
应收账款	0.00	0.27	0.00	0.41	0.44	0.59	0.85	0.98
应收款/收入	0.00	0.16	0.00	0.21	0.23	0.27	0.27	0.43
预收账款	0.00	0.64	0.00	0.59	1.07	1.64	0.88	0.45
应付账款	0.00	0.30	0.00	0.16	0.53	0.41	0.65	1.16
预付账款	0.00	0.31	0.00	1.09	1.13	1.52	1.27	3.86
经营性净现金流	1.05	0.53	0.40	0.12	0.10	0.02	0.43	-0.37
净利润	0.29	0.44	0.41	0.55	0.51	0.61	0.78	0.64
经营性净现金流/净利润	3.63	1.19	0.99	0.22	0.20	0.03	0.54	-0.57

资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 朗姿股份 (002612.sz) 财务报表预测 (百万元、百分比)

资产负债表						利润表					
	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E		2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金	145	159	288	474	922	营业收入	559	836	1,104	1,505	2,009
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	242	335	424	552	724
应收账款	27	59	92	125	167	营业税金附加	2	6	8	12	15
预付款项	31	152	74	96	126	销售费用	83	148	199	263	345
其他应收款	6	7	9	12	16	管理费用	57	115	152	196	251
存货	106	269	320	446	560	财务费用	-1	-20	-50	-40	-30
其他流动资产	9	1,615	1,545	1,354	1,004	资产减值损失	2	5	8	11	14
长期股权投资	1	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	37	43	66	83	80	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	13	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	176	247	362	512	688
无形资产	58	55	75	74	74	营业外收支净额	0	0	0	0	0
长期待摊费用	1	0	0	2	1	税前利润	176	247	362	512	688
资产总计	421	2,388	2,470	2,667	2,951	减: 所得税	24	39	65	128	172
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	152	209	297	384	516
应付票据	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	123	209	297	384	516
应付账款	30	41	51	66	87	少数股东损益	28.8	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	64	164	110	90	80	基本每股收益	0.82	1.04	1.49	1.92	2.58
应付职工薪酬	1	1	1	1	2	稀释每股收益	0.82	1.04	1.49	1.92	2.58
应交税费	23	13	19	25	33	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
其他应付款	24	18	18	18	18	成长性					
其他流动负债	9	10	14	18	25	营收增长率	81.0%	49.6%	32.0%	36.3%	33.5%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	86.3%	31.7%	38.0%	50.7%	39.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	97.6%	69.2%	42.3%	29.2%	34.5%
负债合计	150	250	213	219	245	盈利性					
股东权益合计	272	2,138	2,256	2,448	2,706	销售毛利率	56.7%	60.0%	61.6%	63.3%	63.9%
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	销售净利率	22.0%	25.0%	26.9%	25.5%	25.7%
净利润	152	209	297	384	516	ROE	57.2%	17.3%	13.5%	16.3%	20.0%
折旧与摊销	0	0	3	3	5	ROIC	148.6%	18.6%	13.3%	18.3%	26.8%
经营活动现金流	157	65	290	359	677	估值倍数					
投资活动现金流	-82	-1696	-33	-22	0	PE	43.1	33.9	23.8	18.4	13.7
融资活动现金流	-55	1645	-128	-152	-228	P/S	9.5	8.5	6.4	4.7	3.5
现金净变动	21	13	129	186	448	P/B	19.5	3.3	3.1	2.9	2.6
期初现金余额	124	145	159	288	474	股息收益率	0.0%	2.5%	2.5%	2.7%	3.6%
期末现金余额	145	158	288	474	922	EV/EBITDA	29.3	29.9	21.0	13.6	8.7

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn