

利润符合预期，冬装备货带动存货增加较快

核心观点：

1. 事件

朗姿股份发布 2012 年前三季度业绩预告。

2. 我们的分析与判断

- 公司发布三季报，与市场预期基本一致。(1) 公司前三季度收入 7.82 亿，同比增 26.1%；营业利润 2.48 亿，同比增 43%；净利润 2.08 亿，同比增 41.15%。(2) 其中，Q3 收入 2.36 亿，同比增 25.3%；营业利润 0.82 亿，同比增 38%；净利润 0.65 亿，同比增 28.2%。(3) 与此同时，公司预期全年净利润增 20%-50%。
- 三季度收入增速基本符合预期，渠道保持较快增速。总体上公司渠道建设在 Q3 实现较快增长，其中，季末财务口径渠道 462 家（较 Q2 末增加 40 家；2012 年渠道中，OUTLETS20 余家、少淑装品牌 30 余家），我们估计业务口径渠道接近 490 家，总体上全年实现 120 家左右的渠道增加问题不大，次新店铺的成熟为 2013 年增长奠定基础。
- 三季度毛利率相对稳定，销售费用提升显著。公司 2011Q1-3 毛利率 59.66%，2012 年提升至 62.01%，提高 2.35 个百分点；其中，三季度毛利率基本稳定，从 61.81% 小幅下降为 61.55%（OUTLETS 渠道增加）。费用率方面，前三季度管理费用率得以有效控制，从 13.96% 下降至 10.94%（上市费用、时装周费用控制）；而销售费用率则从 17.33% 提高至 21.49%（主要原因在于 Q3 新增渠道较快带来的费用、广告宣传、人员投入）。
- 受冬装入库等因素影响，存货增加较大、现金流为负。朗姿直营占比较高，应收账款总体合理，从 5854 万提高至 8781 万。值得关注的是公司的存货增加，从年初 2.68 亿提高至 4.45 亿，其中，过季存货 7000 万（2011 年 10 月份以前），当季存货 1 亿多（2011.11-2012.10），未来备货 2 亿多。受此影响，公司前三季度经营性现金流净额为负。

3. 投资建议

维持对公司“推荐”评级。我们基本维持前期的盈利预测，即 2012、2013 年公司收入规模分别为 10.9、14.1 亿，分别增 29.5%、29.6%；净利润规模分别为 2.92、3.67 亿，分别增 40.2%、25.5%；EPS 分别 1.46、1.83 元，当前股价对应 PE 分别为 21.5、17.2 倍，继续对公司推荐评级。我们看好朗姿股份主要基于公司渠道处于比较快的扩张过程中，以及公司多品牌运作初具雏形。短期内，制约公司股价表现的因素主要在于两方面，一是小非减持压力，二是存货规模增加。

朗姿股份 (002612.SZ)

推荐 维持评级

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

(lijiajia@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130111081688

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

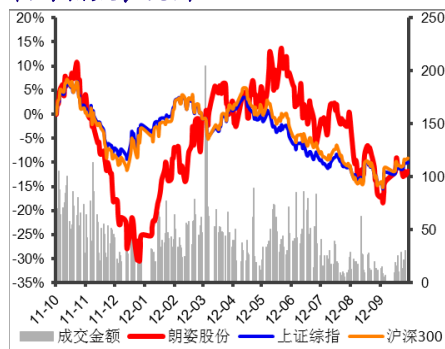
执业证书编号：S0130112090085

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.10.22

A 股收盘价(元)	31.49
A 股一年内最高价(元)	41.28
A 股一年内最低价(元)	24.85
上证指数	2132.76
市净率	2.91
总股本(万股)	20000
实际流通 A 股(万股)	5807.69
限售 A 股(万股)	14192.31
流通 A 股市值(亿元)	18.29

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

表 1: 朗姿股份逐季业绩增速

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12 前三 季度
营业总收入	23,237	19,976	18,823	21,588	31,674	22,967	23,588	78,229
同比			76.69%	27.59%	36.31%	14.97%	25.31%	26.10%
营业成本	9,263	8,573	7,189	8,456	12,435	8,215	9,069	29,719
同比			83.91%	16.99%	34.25%	-4.18%	26.14%	18.75%
销售费用	6,464	995	3,290	4,037	6,377	4,719	5,712	16,808
同比			69.09%	81.27%	-1.35%	374.12%	73.65%	56.37%
管理费用	2,486	3,614	2,558	2,869	3,683	3,458	1,418	8,559
同比			76.13%	26.14%	48.17%	-4.33%	-44.57%	-1.15%
财务费用	-54	-126	-289	-1,509	-1,236	-1,146	-1,167	-3,549
资产减值损失		158	22	288	399	600	157	1,155
			81.62%	174.07%		279.80%	598.42%	540.58%
营业利润	4,853	6,516	5,937	7,391	9,718	6,839	8,205	24,762
同比			77.90%	45.50%	100.24%	4.96%	38.19%	43.08%
加: 营业外收入	0	0	55	12	30	888	30	949
减: 营业外支出	2	0	1	17	300	28	59	387
利润总额	4,852	6,516	5,991	7,386	9,448	7,699	8,176	25,324
同比			78.63%	43.67%	94.75%	18.17%	36.47%	45.89%
减: 所得税	773	974	885	1,246	1,603	1,305	1,629	4,537
净利润	4,078	5,541	5,107	6,140	7,845	6,394	6,547	20,787
同比			77.19%	38.56%	92.36%	15.39%	28.21%	41.15%
母公司所有者净利润	4,078	5,541	5,107	6,140	7,845	6,394	6,547	20,787
同比			132.42%	50.58%	92.36%	15.39%	28.21%	41.15%
完全摊薄 EPS	0.20	0.28	0.26	0.31	0.39	0.32	0.33	1
盈利能力								
毛利率	60.14%	57.08%	61.81%	60.83%	60.74%	64.23%	61.55%	62.01%
管理费用率	10.70%	18.09%	13.59%	13.29%	11.63%	15.06%	6.01%	10.94%
销售费用率	27.82%	4.98%	17.48%	18.70%	20.13%	20.55%	24.22%	21.49%
营业利润率	20.89%	32.62%	31.54%	34.24%	30.68%	29.78%	34.78%	31.65%
销售净利润率	17.55%	27.74%	27.13%	28.44%	24.77%	27.84%	27.76%	26.57%
所得税率	15.94%	14.95%	14.77%	16.87%	16.97%	16.95%	19.92%	17.92%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 朗姿股份财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	145	159	309	584	1,041	营业收入	559	836	1,091	1,414	1,833
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	242	335	420	521	665
应收账款	27	59	91	118	153	营业税金及附加	2	6	8	11	14
预付款项	31	152	73	91	116	销售费用	83	148	235	283	348
其他应收款	6	7	9	11	15	管理费用	57	115	109	141	183
存货	106	269	315	409	514	财务费用	-1	-20	-45	-30	-30
其他流动资产	9	1,615	1,528	1,272	916	资产减值损失	2	5	13	17	22
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	67	84	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	351	470	630
无形资产	58	55	75	74	74	营业外收支净额	0	0	6	0	0
长期待摊费用	1	0	0	2	1	税前利润	176	247	357	470	630
资产总计	421	2,388	2,466	2,646	2,911	减: 所得税	24	39	64	103	139
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	152	209	292	367	492
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	123	209	292	367	492
应付账款	30	41	50	63	80	少数股东损益	28.8	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	64	164	109	85	73	基本每股收益	0.82	1.04	1.46	1.83	2.46
应付职工薪酬	1	1	1	1	1	稀释每股收益	0.82	1.04	1.46	1.83	2.46
应交税费	23	13	19	23	31	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	13	17	23	营收增长率	81.0%	49.6%	30.5%	29.5%	29.6%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	86.3%	31.7%	37.6%	43.4%	36.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	97.6%	69.2%	40.2%	25.5%	34.0%
负债合计	150	250	211	208	227	盈利性					
股东权益合计	272	2,138	2,255	2,438	2,684	销售毛利率	56.7%	60.0%	61.5%	63.1%	63.7%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	销售净利率	22.0%	25.0%	26.8%	26.0%	26.8%
净利润	152	209	292	367	492	ROE	57.2%	17.3%	13.3%	15.6%	19.2%
折旧与摊销	0	0	3	3	4	ROIC	148.6%	18.6%	13.3%	18.8%	27.8%
经营活动现金流	157	65	313	451	673	估值倍数					
投资活动现金流	-82	-1696	-33	-22	0	PE	38.3	30.2	21.5	17.2	12.8
融资活动现金流	-55	1645	-130	-153	-216	P/S	8.4	7.5	5.8	4.5	3.4
现金净变动	21	13	150	275	457	P/B	17.4	2.9	2.8	2.6	2.3
期初现金余额	124	145	159	309	584	股息收益率	0.0%	2.8%	2.8%	2.9%	3.9%
期末现金余额	145	158	309	584	1041	EV/EBITDA	26.0	26.5	18.6	12.4	8.4

资料来源: 公司公告, 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