

# 朗姿股份 (002612.SZ) 服装行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

焦娟  
联系人  
(8621)61038269  
jiaoj@gjzq.com.cn

张斌  
分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
(8621)61038278  
zhangbin@gjzq.com.cn

## 四季度收入增速超预期

### 事件

朗姿公布 2012 年业绩快报: 收入、营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润、EPS 分别为 11.17 亿元、2.71 亿元、2.78 亿元、2.31 亿元、1.15 元, 分别同比增长 33.63%、9.55%、12.46%、10.63%、-8%。

### 评论

- **四季度收入增速超预期、净利润增速低于预期:** 2012 年 1-4 季度, 公司单季度的收入增速分别为 36.31%、14.97%、25.31%、55.28%, 单季度的净利润增速分别为 92.36%、15.39%、28.21%、-13.46% (不考虑终止股权激励计划从而加速计提的费用 3000 万); 在内销市场整体不理想的环境下, 我们认为公司 4 季度收入增速高速增长, 主要受益于北方较冷的天气, 而北方市场又是公司的强势销售区域, 公司 4 季度备货、发货速度较快; 即使不考虑股权激励终止而带来的 3000 多万费用, 公司四季度净利润增速下滑 13.46%, 低于我们的预期, 根据终端调研, 四季度相对旺盛的销售形势下, 公司终端的打折促销力度相对较小, 折扣比例有所提高, 公司整体的毛利率水平并不存在明显下滑的风险, 我们预计公司四季度费用支出超预期;
- **预计 2013 年收入增速将放缓:** 2012 年, 较之于 2010、2011 年 81%、50% 的收入增速, 公司收入增速明显放缓至 34%, 增长的逻辑主要来源于持续快速的外延式扩张及新品牌建设, 相对于 2012 年朗姿、玛丽玛丽的扩张速度, 2013 年预计将明显放缓, 而 2013 年整体的消费形势依然不明朗, 预计新增门店的培育期将拉长, 从而影响 2013 年公司整体的收入增速;
- **2013 年能否推出股权激励, 主要取决于新增的管理团队能否快速适应:** 股权激励推出的初衷在于稳定管理团队, 尤其是 2012 年公司管理团队有所变动; 新的高管若能快速适应公司的文化, 其带来的诸多资源将助力公司未来的发展, 届时股权激励的适时推出将增强团队的稳定性; 目前理性来看, 新的高管能否顺利适应是概率事件, 而这也是股权激励能否推出的关键因素; 此外, 我们认为股权激励的真正激励作用相对有限。

### 投资建议

- 预计 2012-2014 年收入增速分别为 33.63%、22.21%、20.98%, 净利润增速分别为 10.63%、19.72%、21.64%, 对应 EPS 分别为 1.154 元、1.382 元、1.681 元;
- 我们认为公司 2013 年的收入增速将放缓, 而新品牌的建设将带来存货及费用的持续攀升, 加之 2013 年整体的内销环境并不乐观, 我们仍然坚持行业观点, 对品牌零售企业相对谨慎。维持公司增持评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表1: 销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011	1H12	2012E	2013E	2014E
<b>上衣类</b>								
销售收入(百万元)	82.11	103.00	175.11	262.35	150.05	341.05	426.31	511.58
增长率(YOY)		25.44%	70.01%	49.82%	25.09%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率			57.28%	60.45%	60.02%	62.00%	62.00%	62.00%
销售成本(百万元)			74.81	103.76	59.99	129.60	162.00	194.40
增长率(YOY)				38.71%		73.24%	25.00%	20.00%
毛利(百万元)			100.30	158.59	90.06	211.45	264.31	317.18
增长率(YOY)						110.81%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	36.88%	34.48%	31.32%	31.37%	27.46%	30.52%	31.22%	30.96%
占主营业务利润比重			31.63%	31.63%	26.50%	30.12%	30.84%	30.60%
<b>裤类</b>								
销售收入(百万元)	24.78	21.75	37.59	56.02	30.79	67.23	77.31	88.91
增长率(YOY)		-12.24%	72.84%	49.03%	7.20%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率			56.64%	59.55%	59.79%	61.00%	61.00%	61.00%
销售成本(百万元)			16.30	22.66	12.38	26.22	30.15	34.67
增长率(YOY)				39.05%		60.86%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)			21.29	33.36	18.41	41.01	47.16	54.23
增长率(YOY)						92.61%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	11.13%	7.28%	6.72%	6.70%	5.63%	6.02%	5.66%	5.38%
占主营业务利润比重			6.71%	6.65%	5.42%	5.84%	5.50%	5.23%
<b>裙类</b>								
销售收入(百万元)	42.26	94.09	174.43	260.34	205.53	299.39	329.33	362.27
增长率(YOY)		122.66%	85.39%	49.25%	7.19%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率			57.45%	60.26%	64.83%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本(百万元)			74.22	103.46	72.28	104.79	115.27	126.79
增长率(YOY)				39.40%		41.18%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)			100.21	156.88	133.24	194.61	214.07	235.47
增长率(YOY)						94.20%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	18.98%	31.49%	31.20%	31.13%	37.61%	26.79%	24.12%	21.93%
占主营业务利润比重			31.60%	31.29%	39.20%	27.72%	24.98%	22.72%
<b>外套类</b>								
销售收入(百万元)	68.90	79.92	161.13	241.22	148.72	385.96	501.74	652.27
增长率(YOY)		15.99%	101.62%	49.71%	84.27%	60.00%	30.00%	30.00%
毛利率			55.17%	59.11%	62.68%	63.00%	63.00%	63.00%
销售成本(百万元)			72.23	98.64	55.50	142.80	185.64	241.34
增长率(YOY)				36.53%			30.00%	30.00%
毛利(百万元)			88.90	142.59	93.22	243.15	316.10	410.93
增长率(YOY)							30.00%	30.00%
占总销售额比重	30.95%	26.75%	28.82%	28.85%	27.22%	34.54%	36.74%	39.48%
占主营业务利润比重			28.03%	28.44%	27.43%	34.63%	36.88%	39.65%
<b>其他类</b>								
销售收入(百万元)	4.57	10.24	10.88	16.30	11.31	23.80	30.93	37.12
增长率(YOY)		124.41%	6.22%	49.78%	2.84%	46.00%	30.00%	20.00%
毛利率			58.81%	61.32%	43.93%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本(百万元)			4.48	6.30	6.34	11.90	15.47	18.56
增长率(YOY)				40.64%			30.00%	20.00%
毛利(百万元)			6.40	9.99	4.97	11.90	15.47	18.56
增长率(YOY)							30.00%	20.00%
占总销售额比重	2.05%	3.43%	1.95%	1.95%	2.07%	2.13%	2.27%	2.25%
占主营业务利润比重			2.02%	1.99%	1.46%	1.69%	1.80%	1.79%
销售总收入(百万元)	222.62	298.75	559.15	836.23	546.41	1117.42	1365.64	1652.14
销售总成本(百万元)	109.48	136.02	242.04	334.82	206.50	415.31	508.53	615.77
毛利(百万元)	113.13	162.73	317.10	501.41	339.90	702.12	857.11	1036.37
平均毛利率	50.82%	54.47%	56.71%	59.96%	62.21%	62.83%	62.76%	62.73%

来源: 国金证券研究所、国金证券

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	309	559	836	1,117	1,366	1,652
增长率		81.0%	49.6%	33.6%	22.2%	21.0%
主营业务成本	-141	-242	-335	-415	-509	-616
%销售收入	45.5%	43.3%	40.0%	37.2%	37.2%	37.3%
毛利	168	317	501	702	857	1,036
%销售收入	54.5%	56.7%	60.0%	62.8%	62.8%	62.7%
营业税金及附加	0	-2	-6	-11	-14	-17
%销售收入	0.1%	0.3%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-44	-83	-148	-246	-294	-347
%销售收入	14.3%	14.8%	17.7%	22.0%	21.5%	21.0%
管理费用	-29	-57	-115	-203	-239	-281
%销售收入	9.5%	10.1%	13.8%	18.2%	17.5%	17.0%
息税前利润 (EBIT)	94	176	232	242	311	392
%销售收入	30.6%	31.5%	27.7%	21.7%	22.8%	23.7%
财务费用	0	1	20	44	30	21
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-2.4%	-3.9%	-2.2%	-1.3%
资产减值损失	-2	-2	-5	-15	-17	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	93	176	247	271	324	394
营业利润率	30.1%	31.5%	29.5%	24.2%	23.7%	23.9%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	94	176	247	271	324	394
利润率	30.3%	31.5%	29.6%	24.2%	23.7%	23.9%
所得税	-4	-24	-39	-40	-48	-58
所得税率	3.8%	13.7%	15.7%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润	90	152	209	231	276	336
少数股东损益	28	29	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	62	123	209	231	276	336
净利率	20.2%	22.0%	25.0%	20.7%	20.2%	20.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	90	152	209	231	276	336
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	6	12	25	33	41
非经营收益	-1	-1	-6	1	0	0
营运资金变动	-32	0	-154	1,429	-201	-259
经营活动现金净流	62	157	62	1,686	108	118
资本开支	-4	-72	-103	-63	-59	-60
投资	0	-10	1	-101	-100	-100
其他	0	0	-1,594	0	0	0
投资活动现金净流	-4	-82	-1,696	-164	-159	-160
股权募资	24	80	1,667	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	0	-134	-22	0	-120	-120
筹资活动现金净流	24	-54	1,645	0	-120	-119
现金净流量	81	21	11	1,522	-171	-161

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	124	145	159	1,681	1,510	1,349
应收款项	16	33	65	129	229	363
存货	77	106	269	306	393	502
其他流动资产	37	39	1,778	189	231	279
流动资产	254	323	2,271	2,305	2,363	2,493
%总资产	86.4%	76.7%	95.1%	89.7%	85.2%	82.0%
长期投资	0	1	0	101	200	300
固定资产	19	37	56	99	135	165
%总资产	6.4%	8.8%	2.4%	3.8%	4.9%	5.4%
无形资产	20	58	55	64	72	80
非流动资产	40	98	117	266	409	547
%总资产	13.6%	23.3%	4.9%	10.3%	14.8%	18.0%
资产总计	294	421	2,388	2,571	2,772	3,040
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	84	118	223	184	225	271
其他流动负债	8	32	24	138	142	146
流动负债	92	150	247	322	366	418
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	3	0	0	0
负债	92	150	250	322	366	419
普通股股东权益	159	272	2,138	2,249	2,405	2,621
少数股东权益	43	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	294	421	2,388	2,571	2,772	3,040

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.079	0.822	1.043	1.154	1.382	1.681
每股净资产	5.298	1.812	10.688	11.244	12.026	13.107
每股经营现金净流	2.060	1.048	0.323	8.428	0.540	0.590
每股股利	0.000	0.000	0.600	0.600	0.600	0.600
<b>回报率</b>						
净资产收益率	39.25%	45.36%	9.76%	10.27%	11.49%	12.83%
总资产收益率	21.23%	29.26%	8.74%	8.98%	9.97%	11.06%
投入资本收益率	45.03%	55.86%	9.13%	9.18%	11.02%	12.75%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	38.80%	80.95%	49.56%	33.63%	22.21%	20.98%
EBIT增长率	28.01%	86.34%	31.71%	4.36%	28.47%	26.12%
净利润增长率	65.71%	97.63%	69.25%	10.63%	19.72%	21.64%
总资产增长率	106.09%	43.35%	466.79%	7.65%	7.81%	9.69%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	21.5	13.1	18.7	40.0	60.0	80.0
存货周转天数	131.9	137.6	204.1	280.0	300.0	320.0
应付账款周转天数	41.8	38.3	38.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	22.1	24.2	18.9	27.8	32.3	33.3
<b>偿债能力</b>			1.1171			
净负债/股东权益	-61.44%	-53.47%	-7.45%	-74.75%	-62.78%	-51.43%
EBIT利息保障倍数	-332.2	-126.4	-11.7	-5.5	-10.5	-19.0
资产负债率	31.34%	35.49%	10.48%	12.52%	13.22%	13.77%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jtzw.net

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-08-24	增持	34.58	N/A

来源：国金证券研究所



[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)  
 中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

**投资评级的说明:**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net