

日期: 2013年3月18日
行业: 纺织服装



张凤展
021-53519888-1932
zhangfengzhan@shzq.com
执业证书编号: S0870511030001

收入快速增长, 费用率大幅提升

基本数据 (Y12)

报告日股价 (元)	22.93
12mth A 股价格区间 (元)	41.28/20.5
总股本 (百万股)	200
无限售 A 股/总股本	29.04%
流通市值 (百万元)	1331
每股净资产 (元)	11.4
PBR (X)	2.01

主要股东 (Y12)

申东日	55.45%
申金花	8.24%

收入结构 (Y12)

直营	59%
经销	41%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ13-CT06

相关报告:

首次报告日期: 2013-03-18

动态事项:

公司公布2012年年报: 2012年度公司。主营业务收入实现111,749.47万元, 同比增长33.63%; 净利润完成23,129.07万元, 同比增长10.85%, 扣除非经常性损益净利润同比增长7.21%, 2012年度实现每股收益1.16元。

2012年度以2012年12月31日的总股本 200,000,000股为基数向全体股东每10股派发现金股利人民币5.5元(含税), 共计分配股利11,000万元。

表 1: 主要财务数据

	2012 年	同比增减 (%)
营业收入 (元)	1,117,494,681.50	33.63%
净利润 (元)	231,290,677.02	10.85%
扣除非经常性损益净利润	223,328,267.72	7.21%
经营活动产生的现金流量净额 (元)	3,305,208.33	-94.89%
基本每股收益 (元/股)	1.16	-7.2%
净资产收益率 (%)	10.59%	-11.88%

数据来源: 公司公告, 上海证券

主要观点:

开店力度较大, 拉动销售收入快速增长

截止2012年底, 公司共有销售终端521家, 其中自营店292家, 经销店铺229家, 全年店铺净增133家, 门店增长率为23.45%。

其中新增门店主要来自于玛丽安玛丽和第五季。由于大量新开门店的拉动以及品牌的内生性增长, 2012年度销售收入增长33.63%。分品牌来看, 主品牌朗姿的增长势头依然强劲, 2012年度朗姿同比增长26%。莱茵同比增长31%, 卓可同比增长18%。从单店销售收入来看, 朗姿单店销售收入同比增长13%, 莱茵同比增长18%, 卓可同比增长4%。

按照经营模式来看, 公司直营模式销售占比逐年增加, 2012年销售占比达到59%, 直营销销售收入同比增长39%, 加盟销售收入同比增长26%。由于2012年度新品牌玛丽安玛丽新开门店较多, 新品牌还需要一定的培育期, 因此直营单店销售收入下降13%, 但是从加盟单店销售收入来看, 同店增长较快, 经销单店收入同比增长15%。从单店销量数据来看, 2012年度单店销售数量同比增长1%。

从单季度数据来看,四季度公司销售收入增长较快,同比增长55.28%,环比增长42.11%。

表 2: 门店分布

品牌	2012		2011		2010	
	自营店	经销店	自营店	经销店	自营店	经销店
朗姿	94	156	80	143	44	146
莱茵	60	41	45	46	37	37
卓可	52	16	47	13	28	16
玛丽安玛丽	58	16	7			
outles	28		7			
小计	292	229	186	202	109	199
合计		521		388		308
新增门店数量		133		80		60

数据来源: 公司公告, 上海证券

表 3: 直营、经销情况

	2012	2011	2010	2009	2008
直营销售收入	65682	48283	30770	18151	12152
经销销售收入	46066	35339	25144	11972	9321
合计	111748	83622	55914	30123	21473
直营增长	39%	57%	68%	49%	
经销增长	26%	41%	110%	28%	
自营占比	59%	58%	55%	60%	57%
经销占比	41%	42%	45%	40%	43%

数据来源: 公司公告, 上海证券

表 4: 分品牌销售情况

		2012A	2011	2010	2009	2012 销售占比
品牌销售收入	朗姿	67190	53255	35087	17239	60%
	莱茵	18563	14201	11237	7692	17%
	卓可	19121	16168	9329	5191	17%
	玛丽安玛丽	6875		0	0	6%
	其他	0	0	0	0	
	合计	111749	83624	55653	30122	
分品牌销售收入增长	朗姿	26%	52%	104%	108%	
	莱茵	31%	26%	46%	-7%	
	卓可	18%	73%	80%	6%	
	玛丽安玛丽					
	其他					

数据来源: 公司公告, 上海证券

表 5: 单店销售情况

单店销售收入	2012	2011	2010	2009	2008
朗姿	269	239	185	116	69
莱茵	184	156	152	122	127
卓可	281	269	212	144	129
玛丽安玛丽	93				
合计	214	224	181	121	96

单店销售增长	2012	2011	2010	2009	2008
朗姿	13%	29%	60%	67%	
莱茵	18%	3%	24%	-4%	
卓可	4%	27%	47%	11%	
合计	-4%	24%	49%	26%	

数据来源: 公司公告, 上海证券

表 6: 单店销售情况

单店销售收入	2012	2011	2010
直营	225	260	282
经销	201	175	126
合计	214	216	182

单店销售增长	2012	2011	2010
直营	-13%	-8%	
经销	15%	38%	
合计	0%	19%	

数据来源: 公司公告, 上海证券

表 7: 销量数据

项目	2012 年	2011 年	同比增减 (%)
销售量	1,064,994	782,994	36.02%
生产量	427,246	164,853	159.17%
库存量	1,230,054	762,676	61.28%
单店销量	2044	2018	1%

数据来源: 公司公告, 上海证券

经销毛利率提升

2012年度, 公司综合毛利率为61.10%, 较上年同期增加1.14个百分点, 毛利率的提升主要来自于公司经销毛利率的增加, 经销毛利率2012年度达到56.85%, 增加近3个百分点, 同时看到由于新品牌的拖累公司自营模式的毛利率略有下降, 下降0.4个百分点。

表 8: 毛利率趋势

毛利率	2012	2011	2010	2009	2008
自营模式	64.08%	64.49%	61.47%	58.33%	53.80%
经销模式	56.85%	53.77%	50.88%	48.37%	46.68%

数据来源: 公司公告, 上海证券

期间费用大增, 拉低利润率

2012年度, 公司期间费用率由29.10%增加到34.01%增加了近5个百分点, 其中销售费用率增加5个百分点, 管理费用率增加1.5个百分点。销售费用率的大幅增长主要原因在本年度公司店铺拓展净增加133家, 新工厂开业等因素导致人员增加1542人, 此部分职工薪酬同比增长100%, 另外新增店铺导致装修、商场费用、广告宣传等费用增加也较快。公司管理费用率的增加主要来自于本年度公司终止股权激励计划加速计提费用3141万元计入当期损益。

表 9: 销售费用明细

项目	2012	2011	g
职工薪酬	119,655,526.01	59,904,254.19	100%
广告宣传费	45,041,255.38	20,232,557.99	123%
商场费用	39,565,971.89	28,360,928.32	40%
装修费用	16,252,160.93	14,871,929.75	9%
办公费	10,282,945.10	5,108,734.89	101%
交通运输费	4,662,889.19	7,920,115.29	-41%
其他费用	18,547,701.73	11,465,014.88	62%
合计	254,008,450.23	147,863,535.31	72%

数据来源: wind, 上海证券

表 10: 费用结构

报告期	2012 年报	2011 年报	2010 年报	2009 年报	2008 年报
销售净利率	20.70	24.95	27.21	29.19	33.29
销售毛利率	61.10	59.96	56.71	54.47	50.82
销售成本率	38.90	40.04	43.29	45.53	49.18
期间费用率(%)	34.01	29.10	24.68	23.69	16.76
销售费用 / 营业总收入(%)	22.73	17.68	14.80	14.25	10.30
管理费用 / 营业总收入(%)	15.21	13.78	10.12	9.53	7.26
财务费用 / 营业总收入(%)	-3.93	-2.37	-0.25	-0.09	-0.80
资产减值损失 / 营业总收入	1.90	0.56	0.27	0.59	0.71

数据来源: wind, 上海证券

公司营运效率减慢

2012年度，公司存货期末账面价值为54,815.63万元，增长103.99%，导致存货周转率继续下降。公司存货大幅增长的原因主要来自于以下几个方面：1、公司基于对未来销售持续增长的预期，对未来2季备货有所增加；2、自营店铺数量增加带动了备货需求的增加。从单店的存货量来看，2012年度单店存货已经达到105万。

2012年度，公司应收账款期末账面价值为10,631.40万元，较期初账面价值增长81.59%，增长的主要原因是由于公司自营店销售收入快速增长所致。

表 11: 营运能力

报告期	2012 年报	2011 年报	2010 年报	2009 年报	2008 年报
营业周期(天)	364.81	219.71	148.64	151.27	119.41
存货周转天数(天)	338.25	201.29	135.74	130.11	81.77
应收账款周转天数(天)	26.55	18.42	12.90	21.16	37.64
存货周转率(次)	1.06	1.79	2.65	2.77	4.40
应收账款周转率(次)	13.56	19.54	27.90	17.01	9.56
流动资产周转率(次)	0.50	0.64	1.94	1.64	1.81
固定资产周转率(次)	22.42	20.83	20.04	19.64	17.50
总资产周转率(次)	0.45	0.60	1.56	1.42	1.56

数据来源: wind, 上海证券

表 12: 单店存货量

	2008	2009	2010	2011	2012
单店存货量(万元)	11	31	34	72	105

数据来源: wind, 上海证券

■ 投资建议:

公司2012年度，新开门店较多且主要为新品牌玛丽安玛丽，从而带来较高的费用增长，拉低利润增长。但是从店效来看，公司2012年度门店经营效率依然维持在较高水平。未来，随着新品牌运作的日益成熟，公司将重回销售收入利润同步增长的状态。

预计2013-15年的EPS分别为1.40、1.83和2.29元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1117.49	1368.04	1727.23	2160.16
年增长率(%)	33.63%	22.42%	26.26%	25.07%
归属于母公司的净利润	231.29	280.96	366.11	458.40
年增长率(%)	10.85%	21.47%	30.31%	25.21%
每股收益(元)	1.156	1.405	1.831	2.292
PER(X)	19.83	16.32	12.53	10.00

注: 总股本为 200 百万股计算 数据来源: wind, 上海证券

表：盈利预测

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	559.15	836.23	1117.49	1368.04	1727.23	2160.16
增长率 (%)	80.95%	49.56%	33.63%	22.42%	26.26%	25.07%
归属母公司股东净利润	123.29	208.66	231.29	280.96	366.11	458.40
增长率 (%)	97.63%	69.25%	10.85%	21.47%	30.31%	25.21%
每股收益 (EPS)	0.616	1.043	1.156	1.405	1.831	2.292
每股股利 (DPS)	0.500	0.000	0.600	0.623	0.812	1.016
每股经营现金流	0.783	0.312	0.027	2.337	0.311	2.713
销售毛利率	56.71%	59.96%	61.10%	61.49%	61.70%	61.87%
销售净利率	27.21%	24.95%	20.70%	20.54%	21.20%	21.22%
净资产收益率 (ROE)	45.36%	9.76%	10.14%	8.17%	10.05%	11.77%
投入资本回报率 (ROIC)	135.46%	96.02%	9.26%	12.22%	17.05%	18.68%
市盈率 (P/E)	37.20	21.98	19.83	16.32	12.53	10.00
市净率 (P/B)	16.87	2.15	2.01	1.33	1.26	1.18
股息率 (分红/股价)	0.022	0.000	0.026	0.027	0.035	0.044

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	559.15	836.23	1117.49	1368.04	1727.23	2160.16
减: 营业成本	242.04	334.82	434.70	526.84	661.59	823.70
营业税金及附加	1.71	6.43	10.46	12.81	16.17	20.22
营业费用	82.76	147.86	254.01	273.61	345.45	432.03
管理费用	56.60	115.27	169.97	191.52	241.81	302.42
财务费用	-1.39	-19.78	-43.86	-20.48	-35.06	-38.55
资产减值损失	1.51	4.68	21.21	9.13	9.13	9.13
加: 投资收益	0.00	0.03	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	0.00	0.00	0.00
营业利润	175.91	246.98	271.01	374.61	488.14	611.21
加: 其他非经营损益	0.45	0.47	7.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.37	247.44	278.73	374.61	488.14	611.21
减: 所得税	24.25	38.78	47.43	93.65	122.04	152.80
净利润	152.12	208.66	231.29	280.96	366.11	458.40
减: 少数股东损益	28.83	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	123.29	208.66	231.29	280.96	366.11	458.40
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	124.43	159.12	218.19	1580.26	1513.91	1890.54
应收和预付款项	63.38	217.12	188.56	285.92	311.31	433.71
存货	105.69	268.72	548.16	154.30	672.69	356.94
其他流动资产	8.69	1614.61	1243.14	1243.14	1243.14	1243.14
长期股权投资	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	37.06	56.15	62.48	46.27	29.96	13.55
无形资产和开发支出	57.55	55.29	61.04	54.35	47.66	40.97
其他非流动资产	0.69	0.00	293.21	286.62	280.03	280.03
资产总计	397.99	2371.00	2614.78	3650.85	4098.69	4258.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	117.51	223.06	320.09	199.75	443.79	348.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	8.68	10.27	13.83	13.83	13.83	13.83
负债合计	126.19	233.33	333.91	213.58	457.61	362.60
股本	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	12.78	1620.34	1651.75	2651.75	2651.75	2651.75
留存收益	109.03	317.33	429.12	585.52	789.33	1044.51
归属母公司股东权						
益	271.81	2137.67	2280.87	3437.27	3641.08	3896.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	271.81	2137.67	2280.87	3437.27	3641.08	3896.26
负债和股东权益合计	397.99	2371.00	2614.78	3650.85	4098.69	4258.86

现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	156.64	62.36	5.42	467.39	62.15	542.54
投资性现金净流量	-81.72	-1696.08	166.18	-1.00	-1.00	-1.00
筹资性现金净流量	-54.60	1644.53	-120.00	895.68	-127.49	-164.92
现金流量净额	20.79	11.53	51.27	1362.07	-66.34	376.62

财务分析和估值指标汇总

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率						
毛利率	56.71%	59.96%	61.10%	61.49%	61.70%	61.87%
三费/销售收入	24.68%	29.10%	34.01%	32.50%	31.97%	32.22%
EBIT/销售收入	31.39%	27.50%	20.83%	25.90%	26.25%	26.52%
EBITDA/销售收入	32.14%	28.44%	22.10%	27.47%	27.49%	27.21%
销售净利率	27.21%	24.95%	20.70%	20.54%	21.20%	21.22%
资产获利率						
ROE	45.36%	9.76%	10.14%	8.17%	10.05%	11.77%
ROA	44.11%	9.70%	8.90%	9.71%	11.06%	13.45%
ROIC	135.46%	96.02%	9.26%	12.22%	17.05%	18.68%
增长率						
销售收入增长率	80.95%	49.56%	33.63%	22.42%	26.26%	25.07%
EBIT 增长率	87.91%	31.01%	1.21%	52.26%	27.92%	26.38%
EBITDA 增长率	86.91%	32.31%	3.85%	52.15%	26.36%	23.82%
净利润增长率	68.63%	37.17%	10.85%	21.47%	30.31%	25.21%
总资产增长率	37.34%	495.74%	10.28%	39.62%	12.27%	3.91%
股东权益增长率	71.01%	686.47%	6.70%	50.70%	5.93%	7.01%
经营营运资本增长率	47.56%	1714.70%	-9.90%	-8.60%	20.89%	-2.83%

资本结构

资产负债率	31.71%	9.84%	12.77%	5.85%	11.16%	8.51%
投资资本/总资产	51.08%	86.97%	83.16%	54.61%	56.11%	52.17%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.39	9.68	6.58	15.28	8.18	10.82
速动比率	1.49	1.61	1.22	8.74	3.99	6.41
股利支付率	81.11%	0.00%	51.88%	44.33%	44.33%	44.33%
收益留存率	18.89%	100.00%	48.12%	55.67%	55.67%	55.67%

资产管理效率

总资产周转率	1.40	0.35	0.43	0.37	0.42	0.51
固定资产周转率	15.09	19.33	19.81	30.22	59.65	172.16
应收账款周转率	20.69	14.28	10.51	17.98	11.20	16.14
存货周转率	2.29	1.25	0.79	3.41	0.98	2.31

数据来源: wind, 上海证券

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。