



稳健扩张+费用控制

——朗姿股份（002612）调研快报

2013年3月19日

强烈推荐/维持

朗姿股份

调研快报

谭可
纺织服装行业分析师
010-6655 4011

执业证书编号：S1480510120013

事件：

近日与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点：

1. 开店计划将更趋稳健，电商有望成为新的增长点。

截止2012年底，公司共有销售终端521家，全年净增加133家，其中自营店292家，经销店229家。计划朗姿、莱茵和卓可三大品牌2013年各新开20家店铺，玛丽2013年新开25家店铺。开店计划更趋稳健，对门店考核将更偏重利润方面考核，公司将加强后台管理、提高营销管理水平，通过效率提升提升单店店效。

公司计划2013年加大线上销售的投入力度，预计今年该项收入将较去年有较大幅度提升，目前已成立专门团队。电商方面，公司主要还是通过天猫、唯品会，未来不排除独立化运作，当前依然以消化第5季库存为主。由于网上均为过季产品，超过十二个月的，对实体店顶多影响折扣店，对正价产品基本没有影响，未来如果电商运营顺利，也可能考虑将次新品引进来

2. 2013年公司 will 加强费用控制，毛利率相对稳定

2012年，公司综合毛利率61.10%较2011年同比小幅提升1.14个百分点，预计2013年毛利率的情况保持平稳，由于产品定位高端，价格上升空间有限，将通过提高运营效率优化采购成本方式来维持毛利率的稳中略升。

费用率方面，2012年公司费用率高企，主要由于公司店铺拓展净增加133家和新工厂开业等因素导致人员增加1542人，新增店铺导致装修、商场费用、培训等费用增加；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。

2013年公司将费用控制给予较高重视，管理层自减工资，2013年前2个月公司内部各部门就预算进行较深入讨论，预计全年费用率将保持相对稳定，不会再重复2012年的大幅增长。

3. 新品牌引进情况。

2012年10月，公司与大韩民国株式会社芭芭正式签订协议，授权公司在中国大陆独家销售其吉高特产品。该品牌为韩国高端品牌，目前公司与韩国方已签约5年独家代理，相关事业部已经成立，5月1日开始正式推进。

4. 预计库存将合理上升。

2011 年末公司存货金额 26,871.87 万元，占期末总资产 11.25%，2012 年末，公司存货金额为 54,815.62 万元，占期末总资产 20.85%。存货增加主要原因：1、公司基于对未来销售持续增长的预期，未来 2 季备货也有所增加；2、自营店铺数量增加带动了备货需求的增加；3、过季商品占库存商品比例基本稳定，过季商品余额伴随着销售的增长而增长。但由于公司销售终端数量增加使存货增长较快，占用了公司较多的营运资金，一定程度上降低了公司运营效率。

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，铺货力度明显加大。预计 2013 年 4 个季度的库存均将较 2012 年同期仍有所上升，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 2013 年公司库存水平虽上升但仍在可控范围内。

结论：

在整体消费环境低迷、商场渠道销售不畅的背景下，公司 2013 年的外延计划相对谨慎，原有三品牌共计新增 60 家店，玛丽新增 25 家店，新引入高端品牌 2013 年对业绩暂无贡献。公司业绩增长对效率提升的内生性增长方式倚重将明显提升，我们对公司 2013 年可比店铺店效同比增速上调 2 个百分点至 7%。

公司 2013 年毛利率将基本保持稳定。费用率方面，预计在公司上下通力控制费用的努力下，不会再出现之前连续两年高企的局面。

市场关注的库存问题，公司通过提升终端反应效率、大力发展电商等方式将一定程度上抵消由低迷消费环境和直营比例提升带来的库存上升。

我们维持此前对公司的盈利预测，2013-2015 年 EPS 分别为 1.54、1.98 和 2.50 元，对应动态 PE 分别为 15.03、11.80 和 9.39 倍。对于仍处于较快成长阶段的唯一高端女装标的，目前估值安全边际较高，2013 年是整个品牌服装的调整年，从下至上选股思路将贯穿始终，公司作为少数几个高成长标的，值得持续关注，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

1. 公司库存高企；
2. 跨区域突破未有明显进展。

表 1：公司 2012-2014 年盈利预测结果

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	836.23	1,117.49	1,470.20	1,899.09	2,388.70
营业收入增长率	49.56%	33.63%	31.56%	29.17%	25.78%
EBITDA（百万元）	234.33	237.38	423.01	553.78	695.25
EBITDA 增长率	31.78%	1.30%	78.20%	30.91%	25.55%
净利润（百万元）	208.66	231.29	307.13	391.27	491.83
净利润增长率	69.25%	10.85%	32.79%	27.40%	25.70%

ROE	9.76%	10.14%	8.97%	10.47%	11.90%
EPS (元)	1.25	1.16	1.54	1.96	2.46
P/E	18.46	19.90	15.03	11.80	9.39
P/B	2.16	2.02	1.35	1.23	1.12
EV/EBITDA	19.02	18.57	7.99	6.21	4.99

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）	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	836.23	1,117.49	1,470.20	31.56%	1,899.09	29.17%	2,388.70	25.78%
营业成本	334.82	434.70	562.92	29.50%	727.14	29.17%	914.60	25.78%
营业费用	147.86	254.01	294.04	15.76%	379.82	29.17%	477.74	25.78%
管理费用	115.27	169.97	205.83	21.10%	265.87	29.17%	334.42	25.78%
财务费用	-19.78	-43.86	1.00	N/A	-3.63	N/A	-3.49	N/A
投资收益	0.03	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	246.98	271.01	400.50	47.78%	522.69	30.51%	656.77	25.65%
利润总额	247.44	278.73	409.50	46.92%	521.69	27.40%	655.77	25.70%
所得税	38.78	47.43	102.38	115.82%	130.42	27.40%	163.94	25.70%
净利润	208.66	231.29	307.13	32.79%	391.27	27.40%	491.83	25.70%
归属母公司所有者的净利润	208.66	231.29	307.13	32.79%	391.27	27.40%	491.83	25.70%
NOPLAT	191.59	188.49	301.13	59.75%	389.30	29.28%	489.96	25.86%
资产负债表（百万元）	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	159.17	208.32	1,237.28	493.93%	1,179.58	-4.66%	1,148.11	-2.67%
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	58.55	106.31	140.98	32.60%	182.10	29.17%	229.05	25.78%
预付款项	151.95	71.55	127.84	78.67%	200.56	56.88%	292.02	45.60%
存货	268.72	548.16	709.84	29.50%	916.92	29.17%	1,153.31	25.78%
流动资产合计	2,271.26	2,201.62	3,473.23	57.76%	3,740.58	7.70%	4,088.63	9.30%
非流动资产	116.71	429.84	215.19	-49.94%	290.48	34.99%	369.51	27.21%
资产总计	2,387.97	2,631.46	3,688.41	40.17%	4,031.05	9.29%	4,458.13	10.59%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	40.75	168.64	77.11	-54.27%	99.61	29.17%	125.29	25.78%
预收款项	163.98	128.86	128.86	0.00%	128.86	0.00%	128.86	0.00%
流动负债合计	247.39	350.60	263.13	-24.95%	292.75	11.26%	326.37	11.48%
非流动负债	2.91	0.00	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	2,137.67	2,280.87	3,425.28	50.17%	3,738.30	9.14%	4,131.76	10.53%
净营运资本	2,023.87	1,851.02	3,210.10	73.42%	3,447.82	7.41%	3,762.26	9.12%
投入资本 IC	1,978.50	2,072.54	2,188.01	5.57%	2,558.73	16.94%	2,983.65	16.61%
现金表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	208.66	231.29	307.13	32.79%	391.27	27.40%	491.83	25.70%
折旧摊销	7.13	10.23	0.00	N/A	34.71	N/A	41.97	20.92%
净营运资金增加	1,850.28	-172.85	1,359.07	N/A	237.73	-82.51%	314.43	32.27%
经营活动产生现金流	64.67	3.31	0.69	-79.17%	128.43	#####	185.91	44.76%
投资活动产生现金流	-1,696.08	166.18	191.97	15.52%	-111.50	N/A	-122.50	N/A
融资活动产生现金流	1,644.53	-120.00	836.29	N/A	-74.63	N/A	-94.87	N/A
现金净增 (减)	13.12	49.49	1,028.95	1979.22%	-57.70	N/A	-31.46	N/A

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，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。