

# 外延稳健扩张 内生增长为主旋律

## ——朗姿股份（002612）调研快报

2013年5月9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	010-66554011	执业证书编号：S1480510120013
符艺蕾	联系人	010-66554130	

### 事件：

近日与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

### 观点：

#### 1. 一季度开店速度保持稳健步伐，全年开店与12年持平

一季度公司新开门店15家，开店计划趋于稳健，全年预计新开直营门店100家，加盟店20家，平均每个子品牌20家。除华北和东北地区外，公司在华东地区主要布局江苏省，截止目前为止共有70家门店，且全部为直营门店。从公司的外延布局来看，主要进攻已开门店的城市和已开门店的商场，除北京地区同一商场四个子品牌全部进驻外，其他地区仍主要以主品牌朗姿为主，因此公司外延扩张仍具备很大的空间。同时对于新引进的韩国品牌吉高特而言，今年预计新开3-5家左右，新品牌对公司业绩今年无贡献，同时给予其2-3年的品牌建立期。

表 1：除华东地区和东北地区外，公司在其他地区主要门店布局情况

地区	门店数量	备注
江苏	70家	营业收入位居第二，仅次于北京地区
湖北+湖南	40家	莱茵品牌教授欢迎
新疆	20家	——
四川成都	20家	——
上海	10家	去年关闭上海百联西郊一家门店，对服装的时尚感要求较强
广州	7-8家	深圳原有的几家托管门店，现已全部收回
浙江	5家	商场扣点率普遍达到30%的水平，高于华北地区5个百分点，以朗姿品牌为主

资料来源：东兴证券整理

#### 2. 内生增长成为长远发展的动力

公司对门店进行细分化管理，根据门店所在商场的定位、地理位置、客流量等客观因素将门店划分为A+、A、B和C类门店，对于不同门店进行产品的差异化铺货环节，A+类门店为最佳门店，并以此类推，C类门店为最差门店。目前B类门店占比最多，从提高内生增长潜力的角度来看还具备一定的上升空间。

另外,公司选取一定条件的加盟店转为直营店也可视作提高门店内生增长的一种方式。选取条件主要有2个:1.收回二线城市销售较好的门店,加大产品的铺货力度来增加销售量,目前直营门店每平方米的铺货量为8-10件,而加盟店仅4-5件,因此有翻倍的空间,同时委托经销商去管理,按销售量提成来给付相应的工资,对经销商来说减少存款压力的同时对资金的需求也进行了释放,达到双赢的局面。2.收回经营业绩较差的门店,公司负责管理运营,相对的提升空间较大。

### 3. 2013年毛利率保持平稳不变,费用控制力度加强,目标期间费率为33%

公司一季度的毛利率为60.92%较去年同期相比上升0.18个百分点,较2012年全年61.1%相比下降0.18个百分点。由于公司定位高端,产品价格提价空间遭遇一定的瓶颈,因此今年全年毛利率水平与12年持平,保持相对稳定状态。

一季度期间费用率为29.37%,较去年同期相比提升1.51个百分点,较去年全年相比下降4.64个百分点。新管理层上任后,对期间费率的控制给予相对重视态度,今年的目标期间费率为33%,较去年同期下降1个百分点左右,主要举措为减少各项成本的开支并严格控制预算。

#### 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年的外延计划相对稳健,全年计划新开直营门店100家,每个子品牌20家,新引入高端品牌吉高特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,在今年一季度并没有明显的改善迹象,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分别我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年是整个品牌服饰的调整年,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:

公司库存高企

跨区域突破未有明显进展

**表 2: 公司 2013-2015 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	18.74	20.19	15.25	11.97	9.52
P/B	2.19	2.05	1.37	1.25	1.13
EV/EBITDA	19.31	18.85	8.15	6.33	5.09

资料来源: 东兴证券整理

**表 3: 盈利预测表 (2011A-2015E)**

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%
<b>现金表 (百万元)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>增长率%</b>	<b>2014E</b>	<b>增长率%</b>	<b>2015E</b>	<b>增长率%</b>
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，消费品研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

### 符艺蕾

英国纽卡斯尔大学金融学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

## 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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。