

高端女装品牌效应凸显 子品牌协同发展

2013年08月20日

强烈推荐/维持

朗姿股份

财报点评

——朗姿股份（002612）2013年中报点评

谭可	分析师	执业证书编号: S1480510120013
	tanke@dxzq.net.cn	010-66554011
符艺蕾	联系人	
	fuyi@dxzq.net.cn	010-66554130

2013年8月20号公司公布了半年报：上半年实现主营业务收入6.84亿元，同比增长25.21%；归属于上市公司股东的净利润1.49亿元，同比增长4.74%；对应的每股收益为0.75元。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入(百万元)	215.88	316.74	229.67	235.88	335.21	369.93	314.22
增长率(%)	27.59%	36.31%	14.97%	25.31%	55.28%	16.79%	36.82%
毛利率(%)	60.83%	60.74%	64.23%	61.55%	58.98%	60.92%	63.47%
期间费用率(%)	25.00%	27.86%	30.61%	25.28%	48.31%	29.37%	35.07%
营业利润率(%)	34.24%	30.68%	29.78%	34.78%	6.98%	29.16%	27.17%
净利润(百万元)	61.40	78.45	63.94	65.47	23.42	85.89	63.26
增长率(%)	38.56%	92.36%	15.39%	28.21%	-61.85%	09.48%	-01.07%
每股盈利(季度,元)	0.31	0.39	0.32	0.33	0.12	0.43	0.32
资产负债率(%)	10.48%	9.59%	9.30%	12.03%	13.32%	10.03%	6.67%
净资产收益率(%)	2.87%	3.54%	2.96%	2.94%	1.03%	3.63%	2.73%
总资产收益率(%)	2.57%	3.20%	2.68%	2.58%	0.89%	3.27%	2.55%

观点:

积极因素:

- **上半年净增门店29家，自营门店净增25家，加盟店净增4家：**截止6月底，公司共有销售终端550家，其中自营店317家，经销店233家。其中，朗姿品牌有274家门店，卓可有71家门店，莱茵有108家门店，玛丽有64家门店，第五季有33家门店。同时开设首家西安机场店，引进韩国高端女装“吉高特”品牌。
- **营业收入同比上涨25.21%，主品牌朗姿股份同比增长27.97%：**分品牌类型来看，朗姿、卓可、莱茵、玛丽的营业收入分别为4.19、1.12、1.1、0.43亿元，较去年同期分别上涨29.97%、20.51%、24.71%和14.01%。分地区来看，华东地区增长最快，同比增长48.86%、华北和中南地区增长36.33%和20.02%。分销售模式来看，自营门店收入5.23亿元占总收入的76.94%，同比上涨27.5%，加盟店营业收入为1.58亿元，同比18.13%。

- **库存商品较期初下降14.28%:** 报告期末, 公司存货总额4.87亿元, 其中库存商品4.09亿元, 较期初下降14.28%主要是公司加强精细化管理, 全面推荐预算管理制度, 加大去库存化的力度使存货有明显好转。

消极因素:

- **毛利率微幅下降0.12个百分点, 保持相对稳定:** 分产品来看, 外套类毛利率下降5.13%, 上衣类、裤类、裙类毛利率分别上涨1.4%、1.3%、1.94%。
- **期间费用率同比提升2.97个百分点:** 销售费率提升1.9个百分点, 管理费率下降0.34个百分点。具体来看, 职工费用大幅上涨57.77%, 主要是扩大规模和提升营销管理能力增加了销售系统人员, 上调员工“三险一金”费率, 导致相应职工薪酬大幅上涨。同时扩大业务进行的新店铺拓展 和部分原有店铺形象提升导致商场费用增加29.88%。

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。我们下调对公司的盈利预测, 2013-2015年的EPS分别为1.22、1.42、1.65, 对应动态PE分别为20、17和15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。

表 1: 盈利预测关键指标 (2011A-2015E)

百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	836	1,117	1,470	1,800	2,100
(+/-)%	49.56%	33.63%	31.56%	22.43%	16.67%
经营利润 (EBIT)	234	237	345	406	477
(+/-)%	31.78%	1.30%	45.44%	17.69%	17.44%
净利润	209	231	244	283	331
(+/-)%	69.25%	10.85%	5.62%	16.01%	16.76%
每股净收益 (元)	1.25	1.16	1.22	1.42	1.65

资料来源: 东兴证券

表 2: 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%	1,800.00	22.43%	2,100.00	16.67%
营业成本	334.82	434.70	610.13	40.36%	756.00	23.91%	882.00	16.67%
营业费用	147.86	254.01	323.44	27.34%	396.00	22.43%	462.00	16.67%
管理费用	115.27	169.97	198.48	16.77%	261.00	31.50%	304.50	16.67%
财务费用	-19.78	-43.86	1.00	N/A	-3.29	N/A	-3.03	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	322.73	19.08%	374.89	16.16%	438.23	16.90%
利润总额	247.44	278.73	325.73	16.87%	377.89	16.01%	441.23	16.76%
所得税	38.78	47.43	81.43	71.68%	94.47	16.01%	110.31	16.76%
净利润	208.66	231.29	244.30	5.62%	283.42	16.01%	330.93	16.76%
归属母公司所有者的净利润	208.66	231.29	244.30	5.62%	283.42	16.01%	330.93	16.76%
NOPLAT	191.59	188.49	242.80	28.81%	278.70	14.79%	326.40	17.12%
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	1,150.84	452.43%	1,042.54	-9.41%	979.93	-6.01%
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%	172.60	22.43%	201.37	16.67%
预付款项	151.95	71.55	132.56	85.27%	208.16	57.03%	296.36	42.37%
存货	268.72	548.16	769.37	40.36%	953.31	23.91%	1,112.20	16.67%
流动资产合计	2,271.26	2,201.62	3,461.05	57.20%	3,647.09	5.38%	3,863.22	5.93%
非流动资产	116.71	429.84	228.30	-46.89%	303.59	32.98%	382.62	26.03%
资产总计	2,387.97	2,631.46	3,689.35	40.20%	3,950.68	7.08%	4,245.84	7.47%
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	133.73	-20.70%	165.70	23.91%	193.32	16.67%

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	314.32	-10.35%	348.92	11.01%	379.34	8.72%
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	3,375.02	47.97%	3,601.76	6.72%	3,866.50	7.35%
净营运资本	2,023.87	1,851.02	3,146.72	70.00%	3,298.17	4.81%	3,483.88	5.63%
投入资本 IC	1,978.50	2,072.54	2,224.18	7.32%	2,559.21	15.06%	2,886.57	12.79%
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	244.30	5.62%	283.42	16.01%	330.93	16.76%
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	1,295.70	N/A	151.45	-88.31%	185.71	22.63%
经营活动产生现金流	64.67	3.31	-79.81	N/A	65.10	N/A	131.54	102.07%
投资活动产生现金流	-1,696.08	166.18	173.47	4.39%	-120.00	N/A	-131.00	N/A
融资活动产生现金流	1,644.53	-120.00	848.86	N/A	-53.39	N/A	-63.15	N/A
现金净增 (减)	13.12	49.49	942.52	1804.56%	-108.30	N/A	-62.61	N/A

表 3: 财务比率

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
盈利能力						
毛利率	56.71%	59.96%	61.10%	58.50%	58.00%	58.00%
营业利润率	31.46%	29.53%	24.25%	21.95%	20.83%	20.87%
净利率	22.05%	24.95%	20.70%	16.62%	15.75%	15.76%
净资产收益率	45.36%	9.76%	10.14%	7.24%	7.87%	8.56%
偿债能力						
流动比率	2.16	9.18	6.28	11.01	10.45	10.18
速动比率	1.45	8.09	4.72	8.56	7.72	7.25
资产负债率	35.49%	10.48%	13.32%	8.52%	8.83%	8.93%
成长能力						
营业收入增长率		49.56%	33.63%	31.56%	22.43%	16.67%
营业利润增长率		40.40%	9.73%	19.08%	16.16%	16.90%
净利润增长率		69.25%	10.85%	5.62%	16.01%	16.76%
净资产增长率		686.47%	6.70%	47.97%	6.72%	7.35%
营运能力						
应收帐款周转率		19.54	13.56	11.89	11.48	11.23
存货周转率		1.79	1.06	0.93	0.88	0.85

总资产周转率

0.60

0.45

0.47

0.47

0.51

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，消费品研究小组组长，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

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。