

朗姿股份 (002612.SZ)

服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

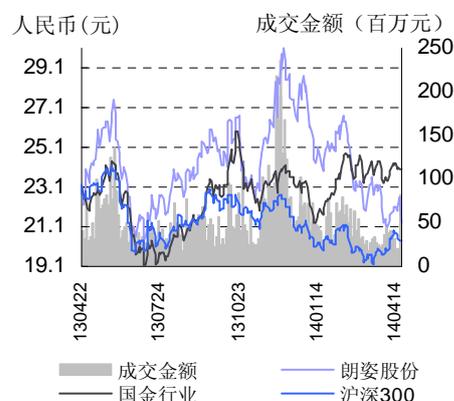
市价(人民币): 21.30元

业绩压力渐增, 扩张节奏放缓

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	58.08
总市值(百万元)	42.60
年内股价最高最低(元)	30.15/20.41
沪深300指数	2224.48
中小板指数	6379.47



相关报告

1. 《开店速度放缓, 费用支出依旧》, 2013.8.20

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.156	1.085	1.027	1.118	1.198
每股净资产(元)	11.40	11.67	12.10	12.57	13.07
每股经营性现金流(元)	0.02	0.06	1.66	1.37	1.29
市盈率(倍)	23.78	25.78	20.73	19.05	17.77
行业优化市盈率(倍)	18.62	17.68	22.41	22.41	22.41
净利润增长率(%)	10.86%	-6.15%	-5.35%	8.85%	7.18%
净资产收益率(%)	10.14%	9.30%	8.49%	8.90%	9.17%
总股本(百万股)	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 13 年实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 13.79 亿元、2.34 亿元、1291.26 万元、1.17 元, 同增 23.39%、1.06%、290.68%、0.86%。每 10 股派发现金红利 6 元(含税), 送红股 0 股(含税), 不以公积金转增股本。
- 14 年一季度实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润、经营活动产生的现金流量净额、EPS 分别为 3.34 亿元、6180.26 万元、4592.25 万元、0.31 元, 同增-9.75%、-28.04%、58.23%、-27.91%。

经营分析

- 消费疲软背景下, 扩张惯性导致费用开支依旧高速增长, 制约业绩增速:
 - 1) 13 年公司店铺净增 52 间(其中直营店铺 41 间, 店铺总数达 573 家。新品牌玛丽直营店铺净减 17 间), 开店节奏放缓的同时, 前期新增店铺开始贡献收益。11、12、13 年店铺增速分别为 26%、34%、10%, 对应收入增速 50%、34%、23%, 其中直营店铺增速 71%、57%、14%, 对应直营收入增速 57%、36%、43%;
 - 2) 伴随公司快速外延式扩张, 费用支出惯性走高。12 年下半年公司开店近百家, 在整体毛利率基本持平的前提下, 高费用占比直接导致各季度净利增速均远不及收入, 其中 13 年 4 季度及 14 年 1 季度收入增速下滑 43、27 个百分点至 12%、-10%, 对应净利增速降至-5.4%、-28%;
 - 3) 因新增店铺缩减, 13 年销售费用增速较上年明显放缓, 但仍超出收入增速水平, 因而费用率提升 5.62 个百分点至 28.35%, 管理费用率微降愈 1 个百分点至 13.43%;
 - 4) 14 年 1 季度费用开支基本延续上年趋势, 在收入负增长前提下, 销售费用增速再放缓至 24%, 然占比进一步升至 29.3%, 管理费用增速及占比均同比下调。
- 资产负债表仍面临恶化风险: 1) 店铺调整使得 13 年末存货同比增速较上年 104%降至 6.02%, 其中, 库存商品计提 3022.55 万减值, 净值同增 7.8% (账面价值同增 13.44%); 2) 应收增速由 82%降至 9%; 3) 经营现金流净额在低基数上同增 291%, 但与净利差额未有明显改善; 4) 14 年 1 季度存货及应收增速再度攀升, 分别为 9.73%、36%, 超出收入负增长。

盈利调整及投资建议

- 公司业绩增长主要依靠外延式扩张及品牌池扩容, 消费疲弱背景下, 原先盈利模式难以为继, 短期内战略收缩势在必行。下调 2014-16 年归属于母公司的净利至 2.05、2.24、2.40 亿元, 同增-5.35%、8.85%、7.18%, 对应 EPS 分别 1.027、1.118、1.198 元。

图表1: 销售预测

项 目	2009	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	2014E	2015E	2016E
上衣类											
销售收入(百万元)	103.00	175.11	119.95	262.35	150.05	310.01	170.37	350.60	368.13	386.54	405.87
增长率(YOY)	25.44%	70.01%		49.82%	25.09%	18.17%	13.54%	13.09%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率		57.28%	58.99%	60.45%	60.02%	58.81%	61.42%	61.84%	62.00%	62.00%	62.00%
销售成本(百万元)		74.81	49.19	103.76	59.99	127.68	65.73	133.78	139.89	146.88	154.23
增长率(YOY)				38.71%	21.95%	23.05%	9.57%	4.77%	4.57%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)		100.31	70.76	158.58	90.06	182.33	104.63	216.83	228.24	239.65	251.64
增长率(YOY)				58.10%	27.27%	14.98%	16.19%	18.92%	5.26%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	33.33%	31.32%	27.76%	31.37%	27.46%	27.74%	24.90%	25.43%	24.63%	23.83%	23.05%
占主营业务利润比重		31.63%	27.88%	31.63%	26.49%	26.70%	24.63%	25.49%	25.18%	24.37%	23.58%
裤类											
销售收入(百万元)	21.75	37.59	28.72	56.02	30.79	53.89	5.00	61.84	64.93	68.18	71.58
增长率(YOY)	-12.24%	72.84%		49.03%	7.20%	-3.81%	-83.75%	14.75%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率		56.64%	59.32%	59.55%	59.79%	51.31%	61.10%	62.38%	62.00%	62.00%	62.00%
销售成本(百万元)		16.30	11.68	22.66	12.38	26.24	1.95	23.26	24.67	25.91	27.20
增长率(YOY)				39.05%	5.95%	15.79%	-84.27%	-11.34%	6.06%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)		21.29	17.04	33.36	18.41	27.65	3.06	38.57	40.26	42.27	44.38
增长率(YOY)				56.68%	8.06%	-17.12%	-83.39%	39.51%	4.36%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	7.04%	6.72%	6.65%	6.70%	5.63%	4.82%	0.73%	4.49%	4.34%	4.20%	4.07%
占主营业务利润比重		6.71%	6.71%	6.65%	5.42%	4.05%	0.72%	4.53%	4.44%	4.30%	4.16%
裙类											
销售收入(百万元)	94.09	174.43	191.74	260.34	205.53	373.42	246.10	498.09	547.90	602.69	662.96
增长率(YOY)	122.66%	85.39%		49.25%	7.19%	43.43%	19.74%	33.39%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率		57.45%	59.94%	60.26%	64.83%	68.26%	66.77%	65.99%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本(百万元)		74.22	76.82	103.46	72.29	118.51	81.78	169.39	191.77	210.94	232.04
增长率(YOY)				39.40%	-5.89%	14.55%	13.14%	42.93%	13.21%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)		100.21	114.92	156.88	133.24	254.91	164.31	328.70	356.14	391.75	430.92
增长率(YOY)				56.55%	15.94%	62.48%	23.32%	28.95%	8.35%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	30.45%	31.20%	44.37%	31.13%	37.61%	33.42%	35.97%	36.13%	36.65%	37.16%	37.66%
占主营业务利润比重		31.60%	45.29%	31.29%	39.20%	37.33%	38.68%	38.64%	39.29%	39.84%	40.39%
外套类											
销售收入(百万元)	79.92	161.13	80.71	241.22	148.72	366.48	220.59	451.22	496.34	545.98	600.57
增长率(YOY)	15.99%	101.62%		49.71%	84.27%	51.92%	48.32%	23.12%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率		55.17%	57.42%	59.11%	62.68%	57.54%	57.55%	57.22%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本(百万元)		72.24	34.37	98.63	55.50	155.62	93.64	193.04	223.35	245.69	270.26
增长率(YOY)				36.53%	61.47%	57.78%	68.73%	24.05%	15.70%	10.00%	10.00%
毛利(百万元)		88.89	46.34	142.59	93.23	210.86	126.95	258.18	272.99	300.29	330.32
增长率(YOY)				60.41%	101.18%	47.87%	36.18%	22.44%	5.74%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	25.86%	28.82%	18.68%	28.85%	27.22%	32.79%	32.24%	32.73%	33.20%	33.66%	34.12%
占主营业务利润比重		28.03%	18.26%	28.44%	27.43%	30.88%	29.89%	30.35%	30.12%	30.54%	30.96%
其他类											
销售收入(百万元)	10.24	10.88	11.00	16.30	11.31	13.70	42.09	16.80	17.64	18.52	19.45
增长率(YOY)	124.41%	6.22%		49.78%	2.84%	-15.95%	272.04%	22.63%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率		58.81%	42.72%	61.32%	43.93%	51.46%	61.36%	50.32%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本(百万元)		4.48	6.30	6.30	6.34	6.65	16.26	8.35	8.82	9.26	9.72
增长率(YOY)				40.65%	0.67%	5.47%	156.38%	25.50%	5.67%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)		6.40	4.70	9.99	4.97	7.05	25.83	8.45	8.82	9.26	9.72
增长率(YOY)				56.18%	5.75%	-29.47%	419.67%	19.92%	4.33%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	3.32%	1.95%	2.55%	1.95%	2.07%	1.23%	6.15%	1.22%	1.18%	1.14%	1.10%
占主营业务利润比重		2.02%	1.85%	1.99%	1.46%	1.03%	6.08%	0.99%	0.97%	0.94%	0.91%
销售总收入(百万元)	309.00	559.15	432.12	836.23	546.41	1117.49	684.15	1378.55	1494.94	1621.90	1760.43
销售总成本(百万元)	140.69	242.04	178.36	334.82	206.50	434.70	259.37	527.81	588.50	638.68	693.45
毛利(百万元)	168.31	317.10	253.76	501.41	339.91	682.79	424.79	850.74	906.44	983.22	1066.98
平均毛利率	54.47%	56.71%	58.72%	59.96%	62.21%	61.10%	62.09%	61.71%	60.63%	60.62%	60.61%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	836	1,117	1,379	1,495	1,622	1,760	货币资金	159	208	120	440	578	691
增长率		33.6%	23.4%	8.4%	8.5%	8.5%	应收款项	65	117	133	164	200	241
主营业务成本	-335	-435	-528	-589	-639	-693	存货	269	548	581	600	696	821
%销售收入	40.0%	38.9%	38.3%	39.4%	39.4%	39.4%	其他流动资产	1,778	1,328	1,171	1,119	979	840
毛利	501	683	851	906	983	1,067	流动资产	2,271	2,202	2,006	2,323	2,453	2,592
%销售收入	60.0%	61.1%	61.7%	60.6%	60.6%	60.6%	%总资产	95.1%	83.7%	79.0%	82.0%	82.8%	83.7%
营业税金及附加	-6	-10	-13	-15	-16	-18	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	56	62	367	368	366	363
营业费用	-148	-254	-391	-419	-454	-493	%总资产	2.4%	2.4%	14.4%	13.0%	12.4%	11.7%
%销售收入	17.7%	22.7%	28.3%	28.0%	28.0%	28.0%	无形资产	55	74	148	140	140	141
管理费用	-115	-170	-185	-202	-219	-238	非流动资产	117	430	535	511	508	506
%销售收入	13.8%	15.2%	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%	%总资产	4.9%	16.3%	21.0%	18.0%	17.2%	16.3%
息税前利润 (EBIT)	232	248	262	271	294	319	资产总计	2,388	2,631	2,541	2,834	2,961	3,098
%销售收入	27.7%	22.2%	19.0%	18.1%	18.1%	18.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	20	44	29	12	11	10	应付款项	223	320	167	256	278	302
%销售收入	-2.4%	-3.9%	-2.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	24	31	39	158	170	182
资产减值损失	-5	-21	-32	-12	-9	-13	流动负债	247	351	206	414	448	484
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	250	351	206	414	448	485
营业利润	247	271	259	270	295	317	普通股股东权益	2,138	2,281	2,335	2,420	2,513	2,613
营业利润率	29.5%	24.3%	18.8%	18.1%	18.2%	18.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	8	16	4	3	3	负债股东权益合计	2,388	2,631	2,541	2,834	2,961	3,098
税前利润	247	279	275	274	298	320	比率分析						
利润率	29.6%	24.9%	19.9%	18.3%	18.4%	18.2%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-39	-47	-58	-68	-75	-80	每股指标						
所得税率	15.7%	17.0%	21.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.043	1.156	1.085	1.027	1.118	1.198
净利润	209	231	217	205	224	240	每股净资产	10.688	11.404	11.673	12.099	12.567	13.066
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.323	0.017	0.065	1.662	1.370	1.293
归属于母公司的净利润	209	231	217	205	224	240	每股股利	0.000	0.600	0.550	0.600	0.650	0.700
净利率	24.9%	20.7%	15.7%	13.7%	13.8%	13.6%	回报率						
							净资产收益率	9.76%	10.14%	9.30%	8.49%	8.90%	9.17%
							总资产收益率	8.74%	8.79%	8.54%	7.25%	7.55%	7.74%
							投入资本收益率	9.13%	9.04%	8.85%	8.40%	8.77%	9.15%
							增长率						
							主营业务收入增长率	49.56%	33.63%	23.39%	8.42%	8.49%	8.54%
							EBIT增长率	31.71%	7.12%	5.31%	3.65%	8.42%	8.47%
							净利润增长率	69.22%	10.86%	-6.15%	-5.35%	8.85%	7.18%
							总资产增长率	466.79%	10.20%	-3.44%	11.54%	4.50%	4.61%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	18.7	26.9	29.4	35.0	40.0	45.0
							存货周转天数	204.1	342.9	390.5	380.0	410.0	450.0
							应付账款周转天数	38.7	87.9	97.9	90.0	90.0	90.0
							固定资产周转天数	18.9	18.4	15.6	14.3	12.8	11.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-7.45%	-9.13%	-5.15%	-18.20%	-23.01%	-26.40%
							EBIT利息保障倍数	-11.7	-5.7	-9.0	-23.4	-27.9	-30.4
							资产负债率	10.48%	13.32%	8.11%	14.61%	15.13%	15.65%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	209	231	234	205	224	240
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	35	52	32	30	36
非经营收益	-3	-54	-49	15	-3	-3
营运资金变动	-154	-209	-224	80	23	-14
经营活动现金净流	65	3	13	332	274	259
资本开支	-103	-265	-107	-11	-16	-17
投资	1	0	0	-1	0	0
其他	-1,594	432	186	0	0	0
投资活动现金净流	-1,696	166	79	-12	-16	-17
股权募资	1,667	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-22	-120	-180	0	-120	-130
筹资活动现金净流	1,645	-120	-180	0	-120	-129
现金净流量	14	49	-88	320	138	112

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	2	2	13
增持	3	3	5	5	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.75	1.73	1.73	1.60

来源：朝阳永续

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	33.71	N/A
2 2013-02-27	增持	26.16	N/A
3 2013-03-15	增持	22.55	N/A
4 2013-08-20	增持	23.81	N/A

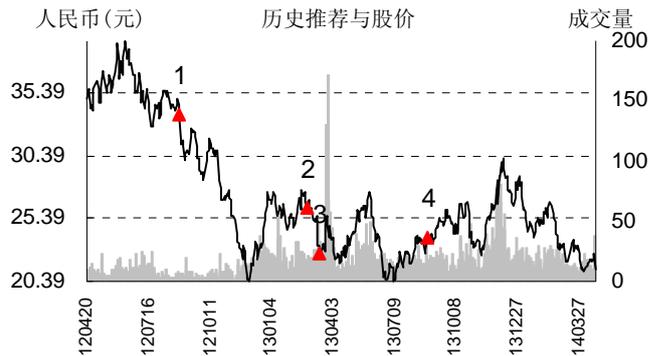
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
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: 518000
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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD