

## 新零售战略促主业增长，泛时尚产业互 联生态圈初具规模

### - 朗姿股份(002612) 2018 年报点评

#### 核心观点:

### 1. 事件

公司发布 2018 年报，2018 年 1-12 月公司实现营收 26.62 亿元，同比增长 13.10%；实现归属母公司净利润 2.10 亿元，同比增长 12.20%；实现扣非归母净利润 1.90 亿元，同比增长 29.22%。18 年实现 EPS 为 0.53 元。2019 年 3 月 10 日，公司第三届董事会第三十四次会议审议通过了《关于 2018 年度利润分配方案的议案》，公司以 2018 年 12 月 31 日的总股本 40,000 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税），共计派发 6,000 万元（含税）。

其中，2018Q1-Q4 营业收入分别增 20.47%，25.07%，18.91%，-6.09%；；归属母公司净利润分别增 71.75%，105.72%，80.58%，12.20%。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）女装：主品牌发力，智慧零售战略引领改革

18 年女装收入 137,961.57 万元，同比增长 24.29% 创历史新高，其中，主品牌“朗姿”和“莱茵”营业收入分别实现 32.54% 和 24.24% 的增长。产品设计方面，不断打造深入人心的品牌形象；产品推广方面，注重主题推广活动，增强品牌理念内涵；营销管理方面，始终以顾客需求为中心；电商销售方面，收入增长猛进，成绩不俗；开启智慧零售，引领消费未来。

**渠道布局持续优化，新零售模式效果初显。**截至 2018 年末，女装共拥有 505 家店铺（净增 57 家），关闭低效门店同时，积极下沉三四线城市终端销售渠道，直营门店 378 家（净增 62 家），收入 114,371.97 万元，同比增长 31.33%，收入占比 82.90%；经销门店 127 家（净减 11 家），收入 23,589.59 万元，同比增长-1.33%，收入占比 17.10%；自年初以来携手腾讯打造“朗姿智慧零售”新商业模式，旨在终端零售实现数字化转型。

**主品牌发力，小品牌持续调整。**主品牌主品牌朗姿收入同比增长 32.54% 至 96,410.90 万元，收入占比 69.88%，同店增长 20.25%，门店 248 家（净增 23 家）；莱茵收入同比增长 24.24% 至 28,691.87 万元，收入占比 20.80%，同店增长 13.11%，门店 145 家（净增 13 家）；小品牌增长乏力，卓可/玛丽/吉高特/FF/DEWL 收入合计下降-15.20%，门店 112 家（净增 15 家）。

## 朗姿股份(002612.SZ)

### 推荐（首次评级）

#### 分析师

##### 李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

#### 特此鸣谢:

##### 林相宜

☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

#### 对本报告编制提供信息

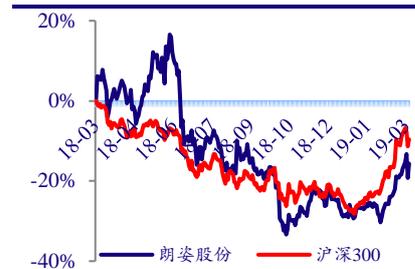
#### 市场数据

2019-03-11

A 股收盘价(元)	10.34
A 股一年内最高价(元)	14.13
A 股一年内最低价(元)	8.01
上证指数	3026.99
市盈率	19.76
总股本(万股)	40000.00
实际流通 A 股(万股)	20957.65
限售的流通 A 股(万股)	19042.35
流通 A 股市值(亿元)	21.67

#### 相对沪深 300 表现图

2019-03-11



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河纺织】行业深度报告\_纺织服装行业\_消费分层时代，服装龙头享价值增长

## （二）童装：本土化经营效率仍有待提高

公司 2014 年以 3.1 亿元收购为品牌历史超过 38 年的韩国知名童装上市公司阿卡邦，2018 年童装业务收入 66,069.39 万元，同比增速-19.26%，收入占比 18.01%，已完成 999 家线下店铺的开设。欧睿咨询预计 2019、2020 年中国童装市场增速为 14.10%、12.45%，童装行业尚处于高速增长的成长期，尚未确立竞争格局，公司童装业务发展前景广阔。目前阿卡邦在中国的营销管理公司正在加快完善其在国内的供应链建设，争取尽快提升其在国内的品牌知名度和市场占有率，扩大阿卡邦在国内业务。我们认为随着童装市场的不断发展，婴童业务将为公司提供较高的并表利润。

## （三）医美：内生增长后劲十足

公司积极布局医美、化妆品领域，迅速构建医美产业先发优势壁垒，与高端女装业务相互导流，提高用户粘性，满足用户多方面需求。随着公司医疗美容业务规模扩大和经营业绩的整体上升，叠加 18 年 1 月高一并表，最终内生、外延因素双双发力，18 年实现医疗美容业务收入 47,963.89 万元，较上年同期增长 87.26%。

## （四）资产管理：公司时尚战略布局的触角

公司于 2017 年 6 月成立韩亚资管，主要业务方向为战略或财务投资泛时尚相关产业领域优质标的，以支撑和支持公司“泛时尚产业互联生态圈”战略布局，深入挖掘和培养与公司有更多协同可能性的产业链上下游资源。18 年实现资管业务收入 10,519.36 万元，按持股比例只算贡献净利润 9,270.52 万元。

## （四）整体经营步入稳定、上升周期

存货、应收账款规模有所增加，经营性现金流大幅好转。截至 2018 年末存货规模同比增加 21.35PCT 至 9.53 亿元，增幅超过收入增速 13.10PCT，存货周转天数增加 20 天至 279 天；应收账款规模同比减少 3.66PCT 至 3.62 亿元，应收账款周转天数减少 7 天至 50 天；受女装、医美业务的快速增长，经营性现金流净额同比减少 0.75 元至 0.54 亿元。

截至 2018 年末，公司资产负债率 39.65%。18 年 2 月 5 日，公司债过会，发行规模不超过 9 亿元。截止 3 月 20 日，第一期债券已发行完毕，实际发行规模 4 亿元，票面利率 7%，期限 5 年，债项评级为 AAA。公司债的发行可提升短期偿债能力，长期来看助力医美、婴童及化妆品板块持续布局。

1-12 月毛利率同比提升 0.6PCT 至 57.95%，其中 2018Q1-Q4 毛利率分别为 56.91%，57.76%，55.35%，61.86%，主要系女装、婴童、医美业务毛利率的提升，叠加医美业务毛利率较高，18 年高一并表使得医美业务收入占比提高，使得公司整体毛利率稳步上升。

1-12 月期间费用率同比提升 3.42PCT 至 53.97%，其中，销售费用、管理费用（含研发费用）、财务费用率分别为 35.94%/14.36%/6.77%，同比变化 9.50/-1.40/113.87PCT。财务费用增加较多系公司发行公司债、短期融资券及银行贷款增加所致。

资产减值计提增加，因计提存货跌价准备、坏账准备、资产减值金额达 96.17 万元，同比增加 14.63 万元。

投资收益同比提升 143.83PCT 至 301,10.87 万元，系参股 L&P 面膜所得，18 年该公司实现净利润 288,11.55 万元，按持股比例折算后贡献净利润 2621.85 万元。

### 3. 投资建议

公司当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 18.67/15.68/13.42 倍。考虑近期零售环境的不确定性，预计 2019-2021 年扣非归母净利为 2.22/2.64/3.08 亿元，EPS 为 0.554/0.659/0.771。公司目前估值仍具备吸引力，新品牌、渠道、供应链优化已逐步优化，四大业务协同效应逐渐增强盈利能力。首次覆盖，我们给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

新品牌开拓的市场风险，终端消费环境的不确定性，存货大幅增加或存在减值风险等。

附表 1：主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,367.74	2,353.27	2,661.55	3,050.23	3,487.88	4,007.81
YOY	19.53%	72.06%	13.10%	14.60%	14.35%	14.91%
归属母公司股东净利润(百万元)	164.02	168.11	197.68	221.50	263.77	308.25
YOY	120.28%	2.50%	17.59%	12.05%	19.08%	16.87%
EPS (元)	0.41	0.42	0.49	0.55	0.66	0.77
ROE	6.66%	6.28%	7.11%	7.45%	8.20%	8.87%
P/E	25.22	24.60	20.92	18.67	15.68	13.42
P/B	1.68	1.54	1.49	1.39	1.29	1.19
P/S	3.02	1.76	1.55	1.36	1.19	1.03
EV/EBITDA	21.55	21.04	15.92	17.61	15.15	16.83

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

附表 2：公司财务报表（单位：百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>					营业收入	2,661.55	3,050.23	3,487.88	4,007.81
现金	200.18	33.53	83.64	64.05	营业成本	1,119.24	1,290.76	1,459.13	1,671.71
应收账款	362.76	582.56	498.39	743.70	营业税金及附加	20.27	23.23	26.56	30.52
其它应收款	60.14	45.15	75.25	63.09	销售费用	956.51	1,096.19	1,253.47	1,440.32
预付账款	24.56	25.65	31.11	33.91	管理费用	299.50	418.07	478.05	549.32
存货	952.76	1,114.33	1,222.40	1,454.77	财务费用	180.30	122.39	117.00	111.56
其他	1,999.25	1,999.25	1,999.25	1,999.25	资产减值损失	76.68	-	-	-
<b>非流动资产</b>					公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	654.76	694.76	739.76	784.76	投资净收益	301.11	130.00	125.00	125.00
固定资产	395.04	483.86	473.99	464.12	营业利润	227.47	229.59	278.66	329.38
无形资产	382.19	382.19	382.19	382.19	营业外收入	-	-	-	-
其他	2,067.23	1,894.02	1,819.49	1,819.49	营业外支出	-82.68	-	-	-
<b>资产总计</b>	7,098.86	7,252.56	7,266.37	7,841.68	利润总额	211.43	229.59	278.66	329.38
<b>流动负债</b>					所得税	19.87	14.94	23.05	30.66
短期借款	1,777.06	1,811.47	1,473.14	1,781.82	净利润	191.56	214.65	255.61	298.72
应付账款	147.22	190.77	191.30	246.44	少数股东损益	-6.11	-6.85	-8.16	-9.53
其他	373.85	261.31	406.33	299.90	归属母公司净利润	197.68	221.50	263.77	308.25

<b>非流动负债</b>					EBITDA	470.07	436.37	480.05	450.81
长期借款	515.59	515.59	515.59	515.59	EPS (元)	0.49	0.55	0.66	0.77
其他	0.83	0.83	0.83	0.83					
<b>负债合计</b>	2,814.55	2,779.97	2,587.19	2,844.57					
少数股东权益	1,504.71	1,497.86	1,489.70	1,480.17	<b>主要财务比率</b>	2018A	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东	2,779.61	2,974.26	3,203.45	3,477.02	营业收入	2,661.55	3,050.23	3,487.88	4,007.81
<b>负债和股东权益</b>	7,098.86	7,252.10	7,280.35	7,801.76	营业利润	227.47	229.59	278.66	329.38
					归属母公司净利润	197.68	221.50	263.77	308.25
<b>现金流量表</b>					毛利率	57.95%	57.68%	58.17%	58.29%
<b>经营活动现金流</b>					净利率	7.20%	7.04%	7.33%	7.45%
净利润	-92.42	84.65	130.61	173.72	ROE	7.11%	7.45%	8.20%	8.87%
折旧摊销	86.87	84.39	84.39	9.87	ROIC	6.77%	5.20%	5.44%	6.20%
财务费用	177.42	122.39	117.00	111.56	资产负债率	39.65%	38.32%	35.04%	36.09%
投资损失	76.68	-	-	-	净负债比率	65.69%	62.18%	54.55%	56.89%
营运资金变动	-179.15	-436.44	86.08	-519.62	流动比率	1.57	1.68	1.91	1.89
其它	-15.01	-	-	-	速动比率	0.28	0.30	0.34	0.39
<b>投资活动现金流</b>					总资产周转率	0.37	0.42	0.48	0.51
资本支出					应收帐款周转率	7.34	5.24	7.00	5.39
长期投资	285.77	90.00	80.00	80.00	应付帐款周转率				
其他	836.48	-	-	-	每股收益	0.49	0.55	0.66	0.77
<b>筹资活动现金流</b>					每股经营现金	0.16	-0.36	1.05	-0.56
短期借款	-	34.41	-338.33	308.68	每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-	-	-	-	P/E	20.92	18.67	15.68	13.42
其他	1,254.75	-	-	-	P/B	1.49	1.39	1.29	1.19
<b>现金净增加额</b>	62.59	-169.77	11.53	10.26	P/S	1.55	1.36	1.19	1.03

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@ChinaStock.com.cn](mailto:gengyouyou@ChinaStock.com.cn)