

朗姿股份 (002612) 重大事项点评

收购韩国知名婴童品牌，业绩调整接近尾声

2014年11月1日

投资要点

- ❖ **收购阿卡邦 15.257%股权，并拟参与定增提升持股至 25.86%。**2014年10月30日，公司全资子公司朗姿韩国株式会社与株式会社阿卡邦第一大股东金煜签订了《股份转让协议》。公司收购阿卡邦 15.257%股权，成为阿卡邦第一大股东，收购股权价格约为 1.8 亿元，对应 2013 年 1 倍 PS。同时，公司计划参与阿卡邦定向增发认购 420 万股，总价款约为 1.2 亿元，增发后公司持股阿卡邦股权提升至 25.86%。
- ❖ **阿卡邦：韩国市占率第二童装品牌。**阿卡邦是韩国第一家专业经营婴幼儿服装和用品公司，2013 年度阿卡邦在韩国市场综合占有率为 16%，排名第二。公司主营 0-4 岁孩子服装、婴儿用品、护肤品、玩具等孩童成长用品，共拥有 5 个系列品牌，目前在韩国拥有 750 个店铺，同时代理经营孕妇产装等产品。目前，公司以韩国本土经营为主，同时也在美国（以批发业态为主）、东南亚、中国（2013 年开始）等开拓业务。按照中国会计准则和公司现有会计政策，公司 2013 年收入/净利分别为 11.23 亿元/342 万元，1H2014 收入/净利分别为 4.16 亿元/-4386 万元。公司收购阿卡邦后，将积极推动阿卡邦在中国的业务发展，为其打开新的业务增长空间。
- ❖ **2014 年三季度报净利下滑 58.38%，2015 年望触底回升。**公司三季度报收入/净利同降 11.77%/58.38%，其中第三季度收入下滑 16.14%、亏损 912 万元，低于预期。前三季度，朗姿/莱茵/卓可/玛丽收入均下滑 10%左右，第五季收入有所增长。前三季度，公司毛利率同比下滑 1.16PCTs 至 60.92%，期间费用率显著提升 13.59PCTs 至 48.97%，导致净利润率下滑 11.14PCTs 至 9.95%。公司费用率提升的主要原因包括精细化管理不足、人工成本抬升、工厂和办公楼装修等。短期看，公司销售情况及费用控制能力恐难有效改善。展望 2015 年，公司终端渠道打造基本完成、效果将逐渐显现，终端收入有望复苏；同时，公司加强精细化管理，人员调整和磨合亦基本结束，费用控制望有所好转。综合判断 2015 年公司业绩望恢复正增长。
- ❖ **内外兼修，做强主业。**预计未来公司将从多个方面发力，实现公司业务不断做大做强。1. 细化和调整各品牌定位，加宽产品价格带和核心客户群覆盖范围，具体来说：朗姿——成熟女装，卓可——高端，玛丽——少淑、年轻、亲和，莱茵——中偏高端、更时尚。2. 重视设计环节，发掘设计师资源、引进适合年轻人的设计师。3. 完善供应链，缩短供应链反应时间、加快补货速度，提高售罄率，降低库存。除此之外，公司将探讨和尝试与其他品类或其他领域的公司进行多种形式的合作。
- ❖ **风险因素。**1. 费用率继续上升；2. 整体服饰消费低迷影响同店销售；3. 精细化管理能力提升低于预期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**根据三季度报情况，我们下调对公司全年业绩之预测，即 2014 EPS 预测下调至 0.65 元，相应 2015/16 年 EPS 预测下调为 0.78/0.97 元（原 2014/15/16 年预测为 0.95/1.15/1.33 元）。2015 年公司经营望逐渐复苏，同时公司积极调整经营方式和发展策略，未来经营发展情况仍待跟踪。维持“增持”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1117	1379	1222	1252	1369
增长率 YoY%	33.6	23.4	-11.3	2.4	9.4
净利润 (百万元)	231	234	130	156	194
增长率 YoY%	10.8	1.1	-44.5	20.4	24.3
每股收益 EPS (基本) (元)	1.16	1.17	0.65	0.78	0.97
毛利率 (%)	61.1	61.7	60.3	59.8	59.7
净资产收益率 ROE%	10.1	10.0	5.4	6.2	7.3
PE	20	20	35	29	24
PB	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	21	20	42	31	24

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 10 月 30 日收盘价


增持 (维持)

当前价：22.91 元

中信证券研究部

鞠兴海

电话：021-20262106

邮件：juxh@citics.com

执业证书编号：S1010510120059

汪蓉

电话：0755-23835392

邮件：wangrong@citics.com

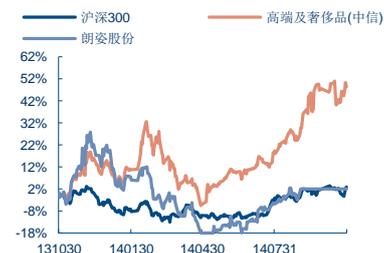
执业证书编号：S1010511040003

薛缘

电话：021-20262134

邮件：xueyuan@citics.com

执业证书编号：S1010514080007

相对指数表现


资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	2468.93 点
总股本/流通股本	200/200 百万股
近 12 月最高/最低价	30.15 元/18.72 元
近 1 月绝对涨幅	0%
近 6 月绝对涨幅	24.51%
今年以来绝对涨幅	-14.1%
12 个月日均成交额	37.21 百万元

相关研究

1. 《朗姿股份(002612)2013 年年报/2014 年一季报点评——业绩低于预期，关注变革落地效果》.....2014-4-22
2. 《朗姿股份(002612)2013 年业绩快报点评——终端疲软及费用高企拖累盈利》.....2014-2-28

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,117	1,379	1,222	1,252	1,369
营业成本	435	528	485	503	552
毛利率	61.10%	61.72%	60.32%	59.82%	59.71%
营业税金及附加	10	13	12	12	13
营业费用	254	391	379	393	414
营业费用率	22.73%	28.35%	31.00%	31.40%	30.20%
管理费用	170	185	169	173	178
管理费用率	15.21%	13.43%	13.80%	13.80%	13.00%
财务费用	-44	-29	-30	-29	-23
财务费用率	-3.93%	-2.12%	-2.44%	-2.35%	-1.66%
投资收益	0	17	0	0	0
营业利润	271	276	145	191	229
营业利润率	24.25%	19.99%	11.85%	15.29%	16.73%
营业外收入	11	17	18	6	16
营业外支出	4	1	2	2	2
利润总额	279	291	161	195	243
所得税	47	58	31	39	49
所得税率	17.02%	19.80%	19.30%	20.00%	20.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	231	234	130	156	194
净利率	20.70%	16.95%	10.62%	12.49%	14.20%
每股收益(元)(摊薄)	1.16	1.17	0.65	0.78	0.97

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	231	234	130	156	194
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	14	20	0	0	0
营运资金变动	-240	-224	-43	-53	-55
其他	-2	-17	33	-20	-16
经营现金流	3	13	119	83	123
资本支出	265	107	-169	-219	-41
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-99	-28	0	0	0
投资现金流	166	79	-169	-219	-41
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	0	306	108	-48
股息支出	-120	-180	-39	-55	-68
其他	0	0	30	29	23
融资现金流	-120	-180	296	83	-94
现金净增加额	49	-88	246	-54	-12

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	208	120	367	313	301
存货	548	581	626	618	678
应收账款	106	115	126	128	140
其他流动资产	1,339	1,189	1,249	1,249	1,257
流动资产	2,202	2,006	2,367	2,308	2,376
固定资产	56	59	190	359	359
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	61	139	139	139	139
其他长期资产	312	337	375	425	467
非流动资产	430	535	704	923	964
资产总计	2,631	2,541	3,071	3,231	3,340
短期借款	0	0	306	413	365
应付账款	169	115	61	75	83
其他流动负债	182	92	280	215	239
流动负债	351	206	646	704	687
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	351	206	646	704	687
股本	200	200	200	200	200
资本公积	1,652	1,652	1,652	1,652	1,652
股东权益合计	2,281	2,334	2,425	2,527	2,653
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	2,631	2,541	3,071	3,231	3,340

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率(%)					
营业收入	33.6	23.4	-11.3	2.4	9.4
营业利润	9.7	1.7	-47.4	32.1	19.6
净利润	10.8	1.1	-44.5	20.4	24.3
利润率(%)					
毛利率	61.1	61.7	60.3	59.8	59.7
EBITMargin	22.2	19.0	14.6	13.7	15.6
EBITDAMargin	23.5	20.4	14.6	13.7	15.6
净利率	20.7	17.0	10.6	12.5	14.2
回报率(%)					
净资产收益率	10.1	10.0	5.4	6.2	7.3
总资产收益率	8.8	9.0	4.6	5.0	5.9
其他(%)					
资产负债率	13.3	8.1	21.0	21.8	20.6
所得税率	17.0	19.8	19.3	20.0	20.0
股利支付率	51.9	34.2	30.0	35.0	35.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。