



# 外延空间巨大 近三年高增长可持续

——朗姿股份（002612）调研快报

2011年10月12日

推荐/首次

纺织服装

调研快报

谭可 纺织服装行业分析师

执业证书编号：S1480209100080

010-6655 4011

## 事件：

昨日与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

## 观点：

### 1. 独特的多品牌策略，延展外延空间。

**资源平衡分配，三品牌齐头并进。**从公司过往的发展进程来看，朗姿品牌发展最快，一是因为朗姿成立最早，2001年即成立，并进驻高端商场，具有更高的顾客认知度；二是因为公司在2009年以前都是由总经理申金花女士兼任朗姿单品牌的总经理，各项资源均向朗姿倾斜。申总于2009年已卸任朗姿品牌总经理，从此资源将平衡分配，三品牌齐头并进，不再出现跛腿。公司远景目标是将三个品牌打造成三个宝姿，宝姿收入跨越17亿港元后，增速放慢，出现阶段性天花板，以此简单测算，公司未来收入目标将在40亿人民币，距离当前将有4倍以上空间。

**一、二线城市加密进驻，二线以下先发布局。**公司的终端拓展策略一是通过自营模式在一、二线城市热门商圈通过多品牌进驻加大布点密度，2011年全年预计新增自营终端70-80家；二是通过发展经销商加盟模式在二线以下城市优质商圈中跑马布点。一、二线城市高端商场店有300余家，目前公司进驻其中的95家，其中终端数量总计147处，多数商场仅单一品牌进驻。按照公司的多品牌共同推进计划，理论上公司在一、二线城市的终端进驻空间还有7倍以上。

**推进弱势区域的循序突破。**地域方面，公司起家、成长于北京，在北方市场的影响力和覆盖密度高，截止2011年上半年，公司在北京的直营终端就达到54个，占总量的36%，而在上海和深圳，公司的直营终端布点仅分别为8和6个。针对这一现状，公司将有针对性地对南方市场进行突破，计划在南方建立设计中心，更好地捕捉和迎合当地市场鉴赏和消费特性，以突破地域习俗差异造成的区域市场障碍。

**VIP模式提高用户粘性。**公司针对消费者、特别是VIP客户的需求成立了客服管理中心，构建了完整的售后服务体系，通过信息化平台为顾客提供优质的服务，组织了多次的VIP沙龙活动，通过一系列的举措，扩大品牌的知名度、获得了消费者的一致好评，赢得了市场较高的美誉度。目前公司VIP人数达到3万人，回头客很多，且公司的VIP卡同时针对朗姿、莱茵、卓可三个品牌，三品牌均针对高端客户但风格各异，一卡多品牌不仅给客户提供更多选择从而进一步提升用户粘性，同时也增加了公司商品被购频次。

## 2. 将多品牌战略进行到底，公司再入两品牌。

公司纳入两新品牌，分别是玛丽玛丽和利亚。其中，玛丽定位较朗姿低，销售均价较朗姿低 10-20%，该品牌有独立门店，目前西安的门店已经开出，10 月还将新开 3-5 家店。利亚定位则高于朗姿，目标人群主要为企业主、金领和高级政府人员，终端销售价格较朗姿高出 30%左右。该品牌暂时没有独立门店，将融入朗姿终端进行销售。

## 3. 费用率将逐步回归合理水平

公司上半年费用高企主要是由于：一、随着公司快速成长，自 2010 年下半年起，大量招聘人才，其中中高级管理人才居多，造成管理费用率提升；二、公司 2011 年 3 月参加中国国际时装周首秀，由杜鹃等超模走秀并邀请了李湘等娱乐名人，单此活动费用将近 700 万，造成上半年宣传费用同比大幅上升；三、上市费用。公司已经意识到这一问题，明年将进一步合理计划费用，我们预计 2012 年公司费用绝对值增幅将明显下降，各项费用率将向合理水平回归。

### 结论：

不同于宝姿不断修炼国际奢侈品牌的内涵的发展战略，公司更着眼于规模的外延式成长。我们认为公司的主要的投资逻辑在于：

- 1) 当前多品牌运营模式比较成熟，且公司规模尚小，上市红利下未来三年高增长可期；
- 2) 新收购两品牌，给市场一定的想象空间；
- 3) 2011 年公司受上市、广告费用等因素影响，造成全年较高的费用基数，明年费用率向合理回归；
- 4) 市场第一个纯粹的女装强势品牌，稀缺性和成长性决定公司可享受一定估值溢价。

我们维持之前对公司的盈利预测，预计 2011-13 年，每股收益分别为 1.03、1.53 和 2.23 元，公司当前基数小且持续高成长可期，我们给予公司 2012 年 30 倍市盈率，对应目标价 45.9 元，距离最新收盘价仍有 28% 的空间，首次给予“推荐”评级。

表 1：公司 2011-2013 年盈利预测结果

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	309.00	559.15	719.50	1,065.13	1,493.50
增长率(%)	38.80%	80.95%	28.68%	48.04%	40.22%
净利润(百万元)	94.68	177.82	246.49	374.89	543.42
增长率(%)	28.69%	87.82%	38.62%	52.09%	44.96%
每股收益(元)	62.38	123.29	204.43	308.43	448.97
净资产收益率(%)	65.71%	97.63%	65.82%	50.87%	45.57%
PE	39.25%	45.36%	14.77%	18.91%	22.56%
PB	1.570	0.830	1.022	1.542	2.245

资料来源：东兴证券研究所

### 风险提示：

1. 多品牌运营绝非简单的 1\*3=3，品牌发展出现参差；

## 2. 跨区域突破存在的不确定性。

**表 2: 盈利预测表 (2009A-2013E)**

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	309.00	559.15	719.50	28.68%	1,065.13	48.04%	1,493.50	40.22%
营业成本	140.69	242.04	303.30	25.31%	442.83	46.01%	612.20	38.25%
营业费用	44.04	82.76	115.12	39.10%	170.42	48.04%	224.03	31.45%
管理费用	29.45	56.60	71.95	27.12%	106.51	48.04%	149.35	40.22%
财务费用	(0.28)	(1.39)	1.00	N/A	(3.35)	N/A	(3.62)	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	92.91	175.91	225.98	28.46%	345.52	52.90%	507.06	46.75%
利润总额	93.78	176.37	234.98	33.23%	354.52	50.87%	516.06	45.57%
所得税	3.57	24.25	30.55	25.97%	46.09	50.87%	67.09	45.57%
净利润	90.21	152.12	204.43	34.39%	308.43	50.87%	448.97	45.57%
归属母公司所有者的净利润	62.38	123.29	204.43	65.82%	308.43	50.87%	448.97	45.57%
NOPLAT	89.10	150.52	197.47	31.19%	297.69	50.75%	438.00	47.13%
资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	123.97	145.33	1,089.28	649.53%	1,141.64	4.81%	1,269.13	11.17%
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	13.05	27.03	39.42	45.87%	58.36	48.04%	81.84	40.22%
预付款项	28.46	30.54	60.87	99.31%	105.15	72.75%	166.37	58.22%
存货	76.83	105.69	166.19	57.24%	242.65	46.01%	335.45	38.25%
流动资产合计	253.92	323.10	1,371.98	324.64%	1,567.63	14.26%	1,877.10	19.74%
非流动资产	39.99	98.22	175.78	78.96%	253.06	43.97%	334.09	32.02%
资产总计	293.90	421.32	1,547.76	267.36%	1,820.70	17.63%	2,211.19	21.45%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	20.66	30.18	41.55	37.67%	60.66	46.01%	83.86	38.25%
预收款项	56.29	63.76	63.76	0.00%	63.76	0.00%	63.76	0.00%
流动负债合计	92.11	149.51	163.56	9.39%	189.75	16.01%	221.06	16.50%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	42.85	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	158.94	271.81	1,384.20	409.26%	1,630.95	17.83%	1,990.13	22.02%
净营运资本	161.81	173.59	1,208.42	596.15%	1,377.88	14.02%	1,656.04	20.19%
投入资本 IC	77.82	126.48	294.92	133.18%	489.31	65.91%	720.99	47.35%
现金表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	90.21	152.12	204.43	34.39%	308.43	50.87%	448.97	45.57%

折旧摊销	2.05	3.30	0.00	N/A	32.72	N/A	39.98	22.19%
净营运资金增加	93.50	11.78	1,034.84	8688.35%	169.46	-83.62%	278.15	64.14%
经营活动产生现金流	61.81	157.21	136.49	-13.18%	220.70	61.70%	334.67	51.64%
投资活动产生现金流	(4.48)	(81.72)	(99.50)	N/A	(110.00)	N/A	(121.00)	N/A
融资活动产生现金流	23.50	(54.60)	906.97	N/A	(58.34)	N/A	(86.18)	N/A
现金净增(减)	80.83	20.89	943.96	4419.62%	52.36	-94.45%	127.49	143.51%

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 谭可

英国 Durham 大学硕士，2010 年外派香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券研究所。

## 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，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。