

2011年10月18日

朗姿股份

副品牌进入高速增长期

A
未有评级

002612.SZ-人民币 38.66

朗姿股份是我国高端女装行业首家上市公司，主营业务是高端女装的设计、生产和销售。公司目前运营“朗姿”、“莱茵”、“卓可”三大品牌，2011年上半年实现营业收入4.32亿元，08-10年公司净利润复合增长率达43%。

主要发现

- 需求的地域性差异和女装设计元素的多样性决定了女装企业不可能通过简单的门店复制实现全国化扩张。多品牌运作和产品设计能力是行业同店增长的重要驱动因素。
- 成功渡过积累期后，“莱茵”和“卓可”品牌门店上半年出现爆发性增长。随着募投项目的进行，公司计划每年净增门店100家左右，并于2015年达到1,000家门店。

主要风险

- 新品牌增速低于预期。
- 百货业态扩张较慢导致公司外延扩张受阻。

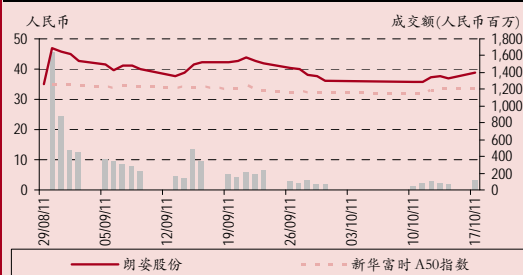
刘都*

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

| | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|------------------|------|-----|-----|------|
| 绝对(%) | - | (9) | - | - |
| 相对新华富时 A50 指数(%) | - | (7) | - | - |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 200 |
| 流通股(%) | 20 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 1,546 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 266 |
| 净负债比率(%) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 申东日 | 55.45 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*陈作佳为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

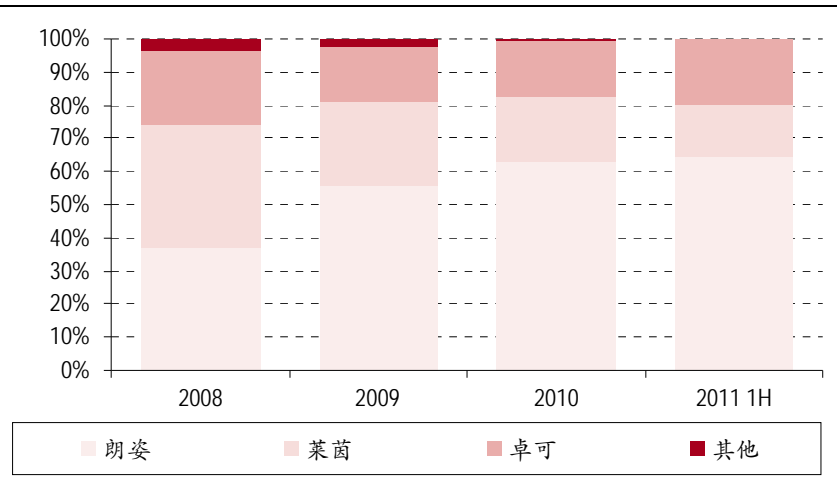
| 年结日: 12月31日 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 销售收入(人民币百万) | 309.0 | 559.2 | 819.0 | 1172.0 | 1619.7 |
| 变动(%) | 38.8 | 81.0 | 46.5 | 43.1 | 38.2 |
| 净利润(人民币百万) | 62.4 | 123.3 | 211.2 | 311.0 | 426.3 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.416 | 0.822 | 1.056 | 1.555 | 2.132 |
| 变动(%) | 65.7 | 97.6 | 71.3 | 47.3 | 37.1 |
| 市盈率(倍) | 93.0 | 47.0 | 36.6 | 24.9 | 18.1 |
| 净资产收益率(%) | 28.1 | 45.2 | 27.5 | 26.1 | 26.0 |

资料来源: 公司数据及万得资讯

公司概况

朗姿股份是我国高端女装行业首家上市公司，主营业务是高端女装的设计、生产和销售。公司目前运营“朗姿”、“莱茵”、“卓可”三大品牌，08-10年公司净利润复合增长率达43%。公司的主要销售渠道是商场专柜，采用自营与加盟并重的方式管理渠道，截至2011年6月底，公司拥有各类自营渠道149家，加盟渠道204家，上半年实现销售收入4.32亿元，自营加盟收入比约为6:4。

图表 2. 公司分品牌收入构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 朗姿股份多品牌情况

| 品牌 | 朗姿 | 莱茵 | 卓可系列 |
|------------|--|--|---|
| 品牌类型 | 商务正装 | 商务休闲 | 时尚休闲 |
| 年龄定位 | 主要群体：35-45岁 覆盖群体：25-55岁 事业有成、追求自我体现的都市成熟女性 | 主要群体：25-45岁 覆盖全体：20-50岁 追求时尚品位、生活方式的都市潮流女性 | 主要群体：20-40岁 覆盖群体：18-45岁 崇尚简约主义、张扬个性美的都市白领女性 |
| 品牌风格 | 成熟、典雅 | 妩媚、精致 | 时尚、个性 |
| 品牌内涵 | 演绎由内而外的美丽、内外合一的女性成熟美 | 传达高品质的时尚生活态度 | 诠释现代女性所追求的自信、乐观、个性之美 |
| 2010 销售占比 | 62.8% | 20.1% | 16.7% |
| 2010 销售毛利率 | 57.7% | 58.6% | 50.7% |

资料来源：招股说明书，中银国际研究

女装行业：高速增长的分散市场

受益于消费升级，我国女装行业近年来呈现高速增长。中华全国信息中心数据显示，2010年前3季度，全国百家重点零售企业女装零售额同比增长28.28%，较上年同期上升5.54个百分点，行业增速远高于社会零售品总额，为07年以来的最高点。

需求结构上,伴随我国收入结构分化,女装需求呈现两端大、中间小的哑铃型特征,即高端和低端品牌的经营状况普遍较好,而中端品牌上则存在较大波动。多数中端品牌在发展中选择向高端进军,但因设计和渠道能力的欠缺大多以失败告终。国内以朗姿、宝姿、玛斯菲尔、卓雅等品牌为主导的高端女装阵营变化不大。

相比男装的标准化的,女装在款色和设计元素方面要丰富的多,需求的地域性差异较大,因而不可能通过简单的标准门店复制实现全国化扩张。相反,行业龙头往往选择“由点及面,深耕细作”的运营方式。一方面在新市场进行尝试性开店,待掌握当地需求情况后再实行门店扩张;另一方面,致力于风格细分化,通过引入新品牌和增加 SKU 的方式促进店效增长。女装的这种特性决定了其全国化程度低于男装。

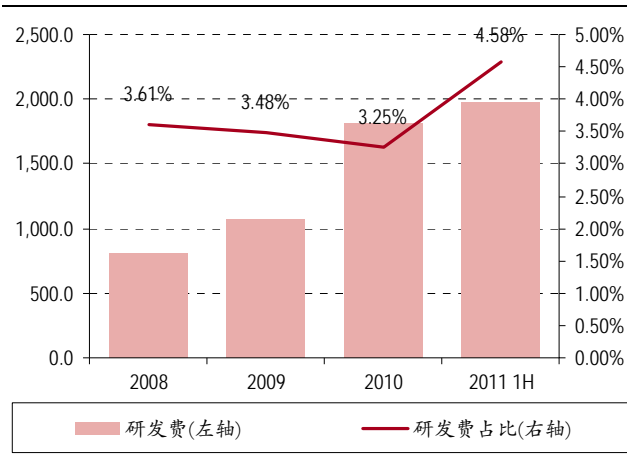
公司的经营特点

1. 设计是品牌女装的核心能力

强大的设计能力和丰富的款色女装企业的核心竞争力所在。公司在韩国和北京分别设立了研发中心,实行中韩两地的平行设计。截至 2011 年 6 月底,公司共拥有设计师 174 人,其中韩国设计师 62 人。相比国内,韩国的经济腾飞更早,设计师也得以较早接触到欧洲的时尚文化。经过整整一代人的浸染,韩方设计师在对流行时尚的把握方面上更胜于国内同行。

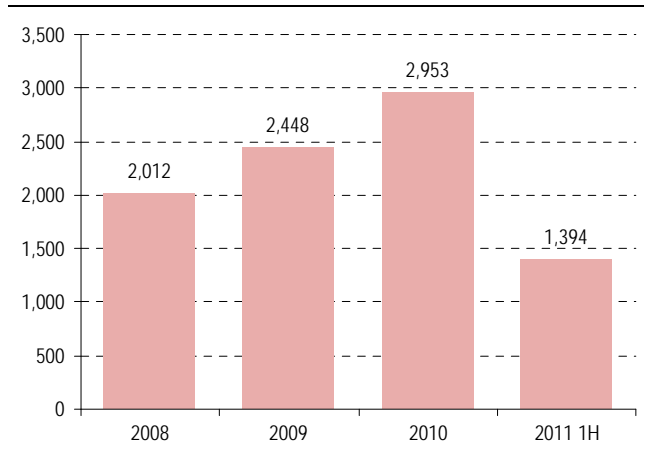
近年以来,公司对产品研发的投入逐年增加,与此同时公司各品牌的年上市款色数也逐年提高。2011 年上半年公司投入研发费用近 2,000 万元,较上年同期增长逾 100%,而公司的年设计能力也达近 3,000 款。

图表 4. 公司研发投入持续上升



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 公司历年上市款色数情况



资料来源：公司数据、中银国际研究

2. 外延扩张空间仍大，副品牌进入高速增长期

女装需求的多样性和女性购买的随意性决定了单品牌策略极易遇到“天花板”。事实上，尽管进行了多年的外延扩张，无论是高端的“宝姿”，还是定位中端的“Vero Moda”和“Only”，其细分市场占有率始终低于 5%。但对照宝姿在大陆的门店数，我们认为公司旗下 3 品牌仍有较大的空间。估计单品牌门店的极限在 300-400 家，收入可达 15 亿元。

在经历了多年的培育期后，今年上半年，莱茵和卓可品牌相继进入收获期，门店增速显著加快。上半年莱茵和卓可品牌分别净增门店 11 家和 18 家，较年初增长 14.9% 和 40.9%。未来 3-5 年，公司将保持年均 100 家左右的开店速度，形式上将莱茵和卓可的直营店为主，至 2015 年公司总终端数将达 1,000 个。

除了现有品牌的增长外，公司还维持了平均 3-4 年推出一个新品牌的传统。今年有共计两个品牌推出，“莉亚朗姿”定位在 5,000-8,000 元的市场，目标客户较“朗姿”更为高端。新品牌的销售将首先借助朗姿现有渠道，最终“莉亚”是成为独立品牌还是归为“朗姿”的子系列将视试销阶段的盈利情况决定。“玛丽玛丽”则定位于少淑装，得益于公司其他品牌的优异表现，“玛丽玛丽”在百货渠道中的扩张较为顺利，预计年底终端数可达 20 家。

3. 优秀的存货管理能力

优秀的存货管理有赖于整条产业链的效率。首先是在设计和生产环节减少不适销产品的产生。例如，公司在制定生产计划时采用了“类以销定产”的模式，除加盟商订货外，直营店也会参与模拟下单，从而帮助公司尽可能准确预测市场需求。此外公司还通过跨区域调配的方式延长产品的销售期，而跨区调配又客观上增加了调入门店的铺货量，对提升单店销售有正向作用。

具体而言，公司加盟渠道存货压力轻于自营。根据朗姿的加盟商管理政策，依销售额不同，公司会给予加盟商 10%-20% 的换货权。每个销售季的季末，加盟商可以选择将当季滞销商品退回公司以换取等价值的下季新品。从历史数据上看，2008-10 年公司换货率基本稳定在 14%-15% 之间，因而理论上大多数渠道滞销存货将以换货的方式返回公司，渠道存货压力不大。

而对自营渠道本身产生的滞销品，公司主要通过 outlet 店和不定期商场特卖的方式进行处置。由于频繁打折对高端品牌的伤害很大，公司也在考虑通过换标的方式，将过季两年以上的产品转入三四线城市销售。随着公司多品牌的发展及销售额的提升，换标销售有望成为过季存货处置的重要方式。

初步结论

各地需求的差异性和女装元素的多样化决定了女装企业不能依靠简单的门店复制实现全国覆盖。相反，精细化的渠道管理和“由点及面”的扩张方式是行业的主流，多品牌运作能力和设计研发能力是女装企业内生增长的关键。

经历了较长时期的积累后，莱茵和卓可品牌门店数在上半年出现爆发性增长。随着募投项目的进行，估计未来公司门店保持每年 100 家左右的增长，并于 2015 年达到 1,000 家。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371