

依托资源组合能力和渠道优势，推进多品牌策略

投资要点：

- **中高端女装运营环境较好，后起之秀近年均实现高增长。**根据公司披露数据，朗姿品牌收入规模快速从2008年0.83亿增加至2010年3.51亿，两年复合增长率105%。实现高增长的一大背景是中高端女装市场环境相对较好，除了朗姿品牌外，玛斯菲尔、卓雅以及WSM等众多中高端女装品牌也实现高增长。未来预计中高端女装行业增速仍有望维持在30%左右的水平。
朗姿品牌高增长的个体因素则可以归纳为两方面，一是经过前期积累，在收入规模达到1亿、运作经验相对成熟后，引入加盟这种方式；二是在主品牌收入规模达到5亿元以前，管理层将更多的精力投入到朗姿品牌。
- **四大优势奠定朗姿高端女装市场地位及高增长基础。**一大基石是品质，体现在面料、辅料选择及加工环节，最终表现为单位产品成本，朗姿单件成本360元以上，行业内相对较高。二是对流行趋势把握以及快速追单能力，朗姿将国外流行趋势和国内需求相结合基础上，销售、追单、直营全国调货等环节均衔接较好，其中，追单速度在20-30天，而作为全国性的直营女装品牌如何调配货对存货的控制也至关重要。三是在版型方面较国际品牌更能适应国内消费者，公司的打版师至少在韩国有十年以上经验。四是在国内众多高端商场销售，更满足国内消费者探视心理。
- **依托资源组合能力和渠道优势，继续推进多品牌策略。**与国内众多品牌运营企业“主品牌+副品牌”的多品牌策略不同，公司采取完全独立的多品牌策略，设计、渠道资源和品牌运营团队完全独立，从而达到通过风格上的差异锁定更多群体、以及获取更多的商业资源的目标。莱茵2009年的低增长是定位调整尝试失败的结果，卓可过去的慢增长主要和授权期限有关。未来公司尝试推出更高端的利亚朗姿、和少淑装定位的玛丽玛丽品牌。
- **各子品牌发展思路。**朗姿品牌进入成熟期后，继续加大北方市场深拓展，同时尝试南方市场开店。莱茵和卓可品牌未来加大发展力度，一二线市场自营为主，三四线市场才会授权加盟。利亚朗姿主要作为价格一种试探，与朗姿品牌同店销售；玛丽玛丽品牌定位于少淑装，在商场与原品牌不同层销售，依托原有的商业资源快速开到200、300家渠道。
- **投资建议。**我们暂维持8月份新股定价报告中的业绩预测，即2011/12/13年主营收入分别为8.23、11.8、17亿元，净利润分别为2.14、3.16、4.52亿，摊薄后EPS为1.07/1.58/2.26元。新上市带来管理费用增加、新品牌开拓带来销售费用的增长可能会超过原预期，并均将在季报中会有所体现，届时我们将根据更确定的数据对业绩进行调整。目前股价对应PE39.3、26.55、18.6倍，虽然公司质地很好，但估值相对略高，给予“谨慎推荐”评级。

朗姿股份 (002612.SZ)

谨慎推荐 首次评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉：(8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2011.09.23

A股收盘价(元)	42.08
A股一年内最高价(元)*	47.70
A股一年内最低价(元)*	37.55
上证指数	2433
市净率	3.75
总股本(万股)	20000
实际流通A股(万股)	4000
限售A股(万股)	16000

注：*价格未复权

相关研究

《朗姿股份：多品牌运作的高端女装龙头》

2011.8.15

表 1: 朗姿股份 (002612) 财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	145	1,866	2,098	2,512	营业收入	559	823	1,187	1,704
应收票据	0	0	0	0	营业成本	242	349	496	700
应收账款	27	40	57	82	营业税金及附加	2	3	4	5
预付款项	31	35	50	70	销售费用	83	138	202	293
其他应收款	6	9	12	18	管理费用	57	94	138	201
存货	106	66	94	132	财务费用	-1	-14	-27	-31
其他流动资产	9	9	9	9	资产减值损失	2	6	8	12
长期股权投资	1	1	1	1	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	37	173	255	324	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	营业利润	176	248	367	523
无形资产	58	70	83	73	营业外收支净额	0	0	0	0
长期待摊费用	1	10	17	20	税前利润	176	248	367	523
资产总计	421	2,277	2,675	3,241	减: 所得税	24	34	50	72
短期借款	0	0	0	0	净利润	152	214	316	452
应付票据	0	0	0	0	归属于母公司净利润	123	214	316	452
应付账款	30	43	61	86	少数股东损益	28.8	0.0	0.0	0.0
预收款项	64	214	309	443	基本每股收益	0.82	1.07	1.58	2.26
应付职工薪酬	1	1	1	2	稀释每股收益	0.82	1.07	1.58	2.26
应交税费	23	23	23	23	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	24	24	24	24	成长性				
其他流动负债	9	9	9	9	营收增长率	81.0%	47.1%	44.3%	43.6%
长期借款	0	0	0	0	EBIT 增长率	86.3%	36.0%	45.4%	44.8%
预计负债	0	0	0	0	净利润增长率	97.6%	73.3%	48.1%	42.8%
负债合计	150	313	426	586	盈利性				
股东权益合计	272	1,964	2,249	2,655	销售毛利率	56.7%	57.6%	58.2%	58.9%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	22.0%	26.0%	26.7%	26.5%
净利润	152	214	316	452	ROE	57.2%	19.1%	15.0%	18.4%
折旧与摊销	0	29	50	67	ROIC	148.6%	184.0%	241.8%	296.7%
经营活动现金流	157	415	389	558	估值倍数				
投资活动现金流	-82	-187	-152	-130	PE	51.1	39.3	26.6	18.6
融资活动现金流	-55	1493	-5	-14	P/S	11.3	10.2	7.1	4.9
现金净变动	21	1720	232	414	P/B	23.2	4.3	3.7	3.2
期初现金余额	124	145	1866	2098	股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
期末现金余额	145	1866	2098	2512	EV/EBITDA	35.0	24.3	15.8	10.3

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

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。

马莉，纺织服装行业证券分析师。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受到任何形式的补偿。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。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sz)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)、森马服饰(002563.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、朗姿股份(002612.sz)

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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼	上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn