



东兴证券
DONGXING SECURITIES

一、二级市场收归直营着眼长远

——朗姿股份（002612）调研快报

2012年3月31日

强烈推荐/维持

朗姿股份

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:

近日与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点:

1. 一、二线城市渠道将逐步收为自营。

公司一、二线城市将主要以直营渠道为主，现有的加盟渠道将积极争取收为自营。配合这一战略，公司从2012年开始对部分经销商由原有的订货制向配货制转变，经销商在拿货时享有一定让利，且最终未销商品将全部返还给公司由公司承担库存风险，经销商在双重受益下将有动力接受新的合作模式。

公司定位高端女装，一、二线城市为最重要目标市场并拥有核心渠道资源。公司此举能够更好地与最核心消费群体直面对接，把握消费取向和传达品牌含义，为品牌的更加精细化运作奠定基础；同时一、二线城市的渠道资源有限，逐步占有也有利于公司更好地保持先发优势。

2. 原有三品牌同步推进，玛丽安玛丽拓展加速。

莱茵、卓可未来主要以朗姿为标杆，享有同等资源情况下，发展速度尽量向朗姿靠拢，现已进驻商场中三个未同时进驻的将逐步补齐三品牌。预计2012年朗姿、莱茵、卓可共计新增终端数量在80家左右。

公司新品牌玛丽安玛丽目标群体年龄层与卓可相当，但价格偏低，终端零售价较欧时力品牌高20%左右，能够填补原有的价格空白并更好地适应渠道下沉。截止2011年底，玛丽终端数量已有7家，分别在北京、西安、杭州等地，2012年预计新开80-100家门店，集中在一、二线城市商场专柜，基本为直营。

3. 2012年公司将加强费用控制。

公司2011年销售费用率17.68%，同比上升2.88个百分点，管理费用率13.78%，较2010年上升3.66个百分点。费用高企主要是由于：一、公司在2011年举办中国国际时装周首秀等一系列品牌宣传活动造成销售费用高企，二、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；三、2011年上市费用。公司将在2012年更加注重费用控制，预计全年费用率将回归较合理水平。

4. 预计库存将合理上升。

公司 2011 年底存货 2.69 亿元，较 2010 年增长 154.25%，存货大幅增加除了配合增长较快的销售以外，还由于 2012 年春节较早，元旦前大量赶货导致年底压的新品较多增加库存。库存商品占到年底存货的 83.23%，其中，当季冬装 65%左右，2012 年春、夏新品 20%左右，当年商品占到 90%以上，存货结构较为合理。

由于公司在 2012 年推进配货制，且规划的渠道拓展以直营为主，铺货力度将明显加大。预计 2012 年 4 个季度的库存均将较 2011 年同期有所上升，但考虑到公司对库存风险已有预期，在制定铺货和生产计划时持较谨慎态度，且公司在 2012 年加强后台系统应用和配合，将更有效提升后台运营效率，因此我们认为公司 2012 年公司库存水平虽上升但仍在可控范围内。

结论：

公司逐渐收回一、二线城市的加盟渠道改为自营，把关键渠道资源握在手中，更有利于在核心市场上精耕细作，品牌运作上更具主动权，为公司的长期可持续性发展奠定基础。

公司的多品牌战略有效突破女装单品牌难做大的禁锢，打开成长空间。公司一方面依赖多品牌的横向延伸，利用现有的渠道和后台资源，集成化地推进原有的三个高端品牌，同时，玛丽这一新品牌也有效填补公司的定价空白带，开拓不同楼层的渠道资源；另一方面，公司在一、二线城市渠道加密的同时，通过加盟的辅助模式纵深式向低层级市场延伸，玛丽较原有品牌偏低的价格定位也为公司有效下沉打开通路。

此外，公司在 2012 年费用率将逐步回归正常，且募资项目投入较预期少也使得募集资金还将在 2012 年给公司带来较高的利息收入。

我们维持此前对公司的盈利预测，2012-2014 年 EPS 分别为 1.48、2.04 和 2.79 元，对应动态 PE 分别为 23.68、17.16 和 12.56 倍。公司多品牌战略及外延拓展模式打开成长空间预期，上市红利下，未来几年有望持续高增长。参照与公司在定位方面具相似性的男装高端品牌卡奴迪路 2012 年 27 倍市盈率，公司在稀缺性和成长性上都更具优势，应享有估值溢价，2012 年 30 倍市盈率下对应 6 个月目标价 44.4 元。公司近期上涨较多，距离目标价仅 20%的空间，但考虑到公司质地好，成长预期高，我们仍然维持其“强烈推荐”评级。

风险提示：

1. 公司库存高企；
2. 跨区域突破未有明显进展。

表 1：公司 2012-2014 年盈利预测结果

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	559.15	836.23	1,109.43	1,595.69	2,120.65
营业收入增长率	80.95%	49.56%	32.67%	43.83%	32.90%
EBITDA（百万元）	177.82	234.33	360.90	501.38	683.99
EBITDA 增长率	87.82%	31.78%	54.01%	38.93%	36.42%
净利润（百万元）	123.29	208.66	295.60	407.90	557.28

净利润增长率	97.63%	69.25%	41.67%	37.99%	36.62%
ROE	45.36%	9.76%	9.03%	11.33%	13.78%
EPS (元)	0.83	1.25	1.48	2.04	2.79
P/E	42.17	28.00	23.68	17.16	12.56
P/B	19.32	3.27	2.14	1.94	1.73
EV/EBITDA	28.71	29.19	15.98	11.33	8.05

资料来源：东兴证券研究所

表 2：盈利预测表 (2010A-2014E)

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	559.15	836.23	1,109.43	32.67%	1,595.69	43.83%	2,120.65	32.90%
营业成本	242.04	334.82	437.55	30.68%	624.50	42.73%	829.95	32.90%
营业费用	82.76	147.86	188.60	27.55%	287.22	52.29%	360.51	25.52%
管理费用	56.60	115.27	138.68	20.31%	210.63	51.88%	279.93	32.90%
财务费用	-1.39	-19.78	1.00	N/A	-3.83	N/A	-4.23	N/A
投资收益	0.00	0.03	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	175.91	246.98	338.77	37.17%	470.88	39.00%	646.63	37.32%
利润总额	176.37	247.44	347.77	40.55%	479.88	37.99%	655.63	36.62%
所得税	24.25	38.78	52.17	34.51%	71.98	37.99%	98.34	36.62%
净利润	152.12	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
归属母公司所有者的净利润	123.29	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
NOPLAT	150.52	191.59	288.80	50.74%	396.99	37.46%	546.04	37.54%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	145.33	159.17	1,233.68	675.07%	1,321.83	7.15%	1,495.82	13.16%
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	27.03	58.55	60.79	3.83%	87.43	43.83%	116.20	32.90%
预付款项	30.54	151.95	195.71	28.80%	258.16	31.91%	341.15	32.15%
存货	105.69	268.72	239.76	-10.78%	342.19	42.73%	454.77	32.90%
流动资产合计	323.10	2,271.26	3,353.39	47.64%	3,636.94	8.46%	4,039.46	11.07%
非流动资产	98.22	116.71	190.31	63.06%	265.98	39.76%	345.39	29.86%
资产总计	421.32	2,387.97	3,543.70	48.40%	3,902.92	10.14%	4,384.84	12.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	30.18	40.75	59.94	47.08%	85.55	42.73%	113.69	32.90%
预收款项	63.76	163.98	163.98	0.00%	163.98	0.00%	163.98	0.00%
流动负债合计	149.51	247.39	270.33	9.28%	303.24	12.17%	339.34	11.90%
非流动负债	0.00	2.91	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A

母公司股东权益	271.81	2,137.67	3,273.36	53.13%	3,599.68	9.97%	4,045.51	12.39%
净营运资本	173.59	2,023.87	3,083.05	52.33%	3,333.70	8.13%	3,700.12	10.99%
投入资本 IC	126.48	1,978.50	2,039.68	3.09%	2,277.85	11.68%	2,549.69	11.93%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	152.12	208.66	295.60	41.67%	407.90	37.99%	557.28	36.62%
折旧摊销	3.30	7.13	0.00	N/A	34.33	N/A	41.59	21.15%
净营运资金增加	11.78	1,850.28	1,059.18	-42.76%	250.65	-76.34%	366.42	46.19%
经营活动产生现金流	157.21	64.67	325.28	403.00%	277.40	-14.72%	403.72	45.54%
投资活动产生现金流	-81.72	-1,696.08	-89.86	N/A	-111.50	N/A	-122.50	N/A
融资活动产生现金流	-54.60	1,644.53	839.09	-48.98%	-77.75	N/A	-107.23	N/A
现金净增 (减)	20.89	13.12	1,074.51	8088.72%	88.15	-91.80%	173.99	97.38%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

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。

东兴证券