



未有评级

002612.SZ

价格: 人民币 38.20

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	36	(1)	17	-
相对新华富时 A50 指数	25	(1)	15	-

发行股数(百万)	200
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	18.9
3个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%) (2012E)	9.53
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
以 2012 年 5 月 14 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 纺织品及服装

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*陈作佳为本报重要贡献者

朗姿股份

多品牌矩阵日益完善, 高速扩张有望延续

受益于以北方为主的地域特征和产品结构的升级, 暖冬和终端零售下滑对公司业绩的影响相对有限。12 年公司的战略核心将围绕“朗姿”品牌的单店提升和“莱茵”、“卓可”等子品牌的外延扩张展开。预计 2012 年公司成熟女装线新增门店 80 家左右, 其中“朗姿”品牌净增 40 家, “莱茵”和“卓可”品牌分别净增门店 20 家。少淑装品牌“玛丽安玛丽”目前有门店约 35 家, 年底门店数将少于 100 家。预计全年收入仍可维持约 50% 的高速增长。

主要要点

- **区域特征、结构调整抵御暖冬影响, 公司业绩维持较快增长。** 去年 4 季度以来的冬装下滑的主要原因是暖冬和终端零售疲软。由于公司的销售强势区域以北方为主, 暖冬影响相对有限, 同时在 11 年秋冬产品中加大了貂等高价商品的占比, 从而在一定程度上抵御了行业负面因素的影响。
- **女装行业竞争态势稳定, 公司成长空间巨大。** 目前来看, 具备集客效应和人流筛选功能的高端百货仍是行业主流的渠道形式。以典型百货计, 渠道空间大致可以支撑 80-100 家高端女装品牌, 其中前 20-30 的品牌相对稳定。从主要竞争对手来看, 卓雅 11 年收入达到 28 亿, 其中“卓雅”主品牌达到 20 亿收入, 其他的玛斯菲尔、雅莹等品牌收入均在 20 亿左右的水平。2011 年, 公司收入 8.4 亿元, 主品牌“朗姿”收入 5.3 亿元, 较行业领先的卓雅仍有很大提升空间。
- **多品牌齐头并进、预计 2012 年收入增速 50%。** 多品牌战略是行业的共识, 但相比卓雅、玛斯菲尔等集中资源优先发展主品牌的模式, 公司基本保持了 3-4 年推出 1 个新品牌的平行多品牌模式。未来“朗姿”品牌将以卓雅为标杆, 一方面通过品类的完善和价格带的向下延伸覆盖低线城市市场; 另一方面针对经销商资金压力偏大的现状, 对部分大经销商提供信用支持, 着重提高单店产出。我们预计 12 年新增门店约 40 家门店, 收入增长约 60%。莱茵和卓可品牌重在借助朗姿积累的品牌和渠道资源, 实现快速的扩张, 并在 3 年内达到 5 亿元的体量。玛丽安玛丽 11 年底有 7 家门店, 目前门店约 35 家, 全年的门店数应该低于 100 家, 今年的目标是快速实现盈亏平衡。

主要风险

- 子品牌扩张速度低于预期;
- 经销商收归直营导致公司存货压力增大。

主要结论

- 国内高端女装行业正处于高速发展期, 公司主品牌 11 年收入 5.3 亿元, 较行业龙头卓雅 20 亿元的体量仍有较大提升空间。公司 12 年将以“朗姿”品牌的单店提升和副品牌的外延扩张为主线, 我们认为公司的战略明晰, 12 年有望维持 50% 左右的高速增长。目前市场 2012-14 年一致每股收益预期为 1.51 元、2.08 元和 2.83 元, 对应 12 年 25.3 倍市盈率。

投资摘要(市场一致预期)

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	559	836	1,187	1,682	2,305
变动(%)	81.0	49.6	41.9	41.7	37.0
净利润(人民币 百万)	152	209	301	415	566
全面摊薄每股收益(人民币)	0.62	1.04	1.51	2.08	2.83
变动(%)	100.0	67.7	45.2	37.7	36.1
全面摊薄市盈率(倍)	61.6	36.7	25.3	18.4	13.5
每股现金流量(人民币)	1.05	0.32	4.94	2.28	2.75
价格/每股现金流量(倍)	36.4	119.4	7.7	16.8	13.9
每股股息(人民币)	0	0	0.47	0.63	0.63
股息率(%)	0	0	1.22	1.65	1.64

资料来源: 公司数据及万得资讯

2012年5月11日中银国际北京投资者会议既要:

Q1. 去年4季度以来服装企业增速普遍放缓，为何朗姿能够维持较好增长？

11年的冬装主要源自两个因素，其一是暖冬，其二是终端下滑。

从暖冬上看，因为公司的销售区域主要位于北方，受到暖冬因素的影响不是特别显著。以终端来看，公司加大了貂等高端产品的投入，在一定程度上促进了收入的增长。

此外公司上市后品牌知名度提升也是另一方面的原因。

Q2. 库存结构情况？

2012年1季度存货余额为2.87亿元，公司认为基本正常，可分为几部分：

- 1) 备货。公司通常会提前6个月对商品进行备货，因为当季商品不可能销售完，通常会有1.5-2个季度的备货量。公司11年收入8.4亿，预计12年收入达到12亿，那么每季度销售在3亿，按60%的毛利率计，则对应存货每季度在1.2亿元，由此备货按照入库的金额来看的话应该有2亿元，当然对原材料、在产品等需要有一个折扣，因此实际的存货额还有一个折扣。
- 2) 在销品。基本等于当季销售的金额，也就是1.2亿。
- 3) 过季产品（12个月的商品）计提存货跌价准备，10年为4,000万左右，11年为5,600万左右，增速会比收入增速慢一点。

公司设立“第五季”专门处理库存，过去采用分开处置的方式，去年下半年开始逐步归结到“第五季”管理。

Q3. CNCIC 近期发布高端女装行业报告指出11年行业集中度较08年降低，领先品牌间份额差异减少，公司如何看待行业竞争情况？

CNCIC的统计数据有一定局限性，并未全面涵盖行业全部竞品，例如行业领先企业卓雅就没有包含在CNCIC的统计数据中。

从公司的主要竞争对手上来看，卓雅2011年的收入为28亿元，其中卓雅主品牌的收入在20亿元以上，其次还有玛斯菲尔、雅莹，这些品牌的收入基本上在20亿上下。2011年公司收入8.4亿，朗姿单品牌在5.3亿元，较行业领先企业仍有一定差距。

总体而言，多品牌策略是行业发展的共识，但在具体实施中，各个公司的方式不尽相同。如卓雅、玛斯菲尔等品牌主要是集中力量做一个品牌，在主品牌成功后再在此基础上进行细分；朗姿基本保持了3-4年推出一个新品牌的节奏，相对而言主品牌的发展速度会慢一些。

目前我国女装市场正在发展初期，还很难判断那一种多品牌模式将更为成功。但公司认为朗姿目前的多品牌策略在如下两个方面呈现一定优势：

- 1) 有助于多品牌风格的独立。相比于男装，女性消费者的需求特性更为多元化，多品牌需要积累，积累的核心在于风格的固定。较之竞争对手所采用主品牌下的细分系列的模式，公司所采用的平行事业部制更有利于保证多品牌风格的独立性。
- 2) 平行多品牌模式有助于对稀缺的高端百货渠道的占有。

Q4. “莱茵”和“卓可”1季度的增速似乎低于预期，原因是什么？全年的增长计划是什么？

“莱茵”和“卓可”目前的收入在1.5亿元左右，朗姿在这一阶段的时候基本是100%的增长，主要原因是当年在收入达到这一规模后，公司主动的加大了加盟商的招商，所以现在的结果是朗姿的经销商占比是较高的，而“莱茵”和“卓可”则是从一开始就采用了以直营为主的扩张方式。

另外一方面，当时由于公司规模较小，朗姿品牌在1-2亿规模的阶段有意识的加速扩张规模，导致现在重新进行产品线的梳理和延伸和单店业绩的提升。而现在“莱茵”和“卓可”希望不再重复朗姿的老路，即是在一开始就把这些基础打好。

从全年来看，公司的应该可以维持50%左右的增速，其中朗姿品牌的应该会更快在60%以上，主要动力来自于内生增长。

Q5. 3个品牌未来增长主要驱动因素是什么？

朗姿品牌

朗姿和行业领先的卓雅相比，卓雅11年销售收入20亿，门店数约500家，平均单店400万，而在面积相差不大的情况下，朗姿的单店在240万左右，仍有较大的提升空间。

对于公司目前的品牌影响力而言，门店扩张并不困难，重点还是在于单店的提升。从公司对门店的分析来看，单店销售主要维持在200-250万的水平，而从门店的构成上来看，主要是二三线城市门店和经销商门店。

究其原因主要在于两个方面：

- 1) 公司采用了全国统一零售价，导致2、3线城市的平均售价接近于1线城市的水平，从而在一定程度上抑制了终端的销售。
- 2) 经销商门店在销售上的差距主要是由于公司的经销商制度所致。过去公司采用的是先款后货制模式，即只有在经销商付款后，公司才给予发货，如此经销商的资金压力较大。

因此，公司今年的策略主要体现在：

- 1) 产品线进一步延伸，对三四线城市的配货在价格和款式上与一二线呈现差异化。
- 2) 给予大经销商的1年以内的循环信贷的支持。
- 3) 强化南方市场。从国内高端女装的设计风格上来看，最大的品牌主要集中于南方，说明南方市场的容量较北方更大。但南方的设计更多来自于香港、台湾、日本，和朗姿以韩国为主的设计风格存在差异。公司希望通过设立南方设计中心，或直接并购南方品牌的方式对现有风格进行互补。

“莱茵”和“卓可”品牌

“莱茵”和“卓可”品牌的任务是在3年内达到5亿元的销售规模，由于当前的规模尚小，精耕细作并不是这2个品牌的主要任务，而更多是借助朗姿积累的品牌和渠道资源，进行快速的扩张。

Q6. 行业的竞争格局情况?

百货是高端女装的首选渠道，主要是由于百货自然的客群筛选功能。通常初创品牌的品牌力不足以达到充分的集客作用，而越是定位高端的服装，随意性消费的比例就越低，目标客流数量、客流筛选成本等因素决定了街店的成本会很高。

国内正常的百货在3万-5万平米，高档女装的面积在6,000-8,000 m²，以每个品牌50-100 m²计算，在实现全国化后，最终可容纳100-120个品牌。

其中前20-30的品牌在终端渠道上不会存在太大竞争压力；30-80位品牌有一定风险；而受到市场压力的品牌主要排名在80名以后。排名靠前的品牌竞争格局相对稳定。

Q7. 未来门店的增长计划?

“莱茵”和“卓可”加速开店，每年开店20家左右，朗姿品牌在40家左右，计划采用全直营，实际情况可能是直营：加盟70：30的比例。

Q8. 玛丽安玛丽的规划?

11年底有7家门店，目前门店约35家，全年的门店数应该低于100家。玛丽安玛丽的目前主要是快速度过盈亏平衡点。其次，是快速扩张营销渠道、最后在于产品的提升。

Q10. 公司的设计能力?

应该区分几个概念，设计款、上市款和畅销款。公司目前设计款4,000个左右，上市款3,000款左右。公司希望未来上市款的占比未来会有所上升。

与销售实际相关的是畅销款的数量，未来畅销款的数量也将成为设计师的重要指标。相对而言，畅销款的比例会相对稳定，但当出现货品不适销条件下，追单和补货能力成为保证业绩的关键。公司目前建有一定自有产能，追单最快可在15-20天内完成收货。

主要结论:

国内高端女装行业正处于高速发展期，公司主品牌11年收入5.3亿元，较行业龙头卓雅20亿元的体量仍有较大提升空间。公司12年将以“朗姿”品牌的单店提升和副品牌的外延扩张为主线，我们认为公司的战略明晰，12年有望维持50%左右的高速增长。目前市场2012-14年一致每股收益预期为1.51元、2.08元和2.83元，对应12年25.3倍市盈率。

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