

朗姿股份(002612)

研究员: 高国 执业证书编号: S0570210030022

☎ 025-83290912 ✉ gaoguo108@163.com

🌐 http://t.zhangle.com/4033

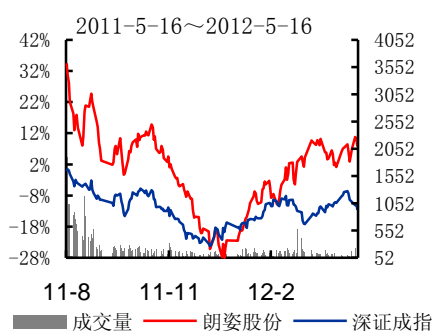
多品牌运作成功是业绩提升关键

投资评级: 推荐(维持)

服装 II

当前价格(元):	37.13
目标价格(元):	43.20

股价走势图



相关研究

- 1《朗姿股份(002612):收入增长符合预期, 费用率下降导致利润高增长》2012.4
- 2《朗姿股份(002612):股权激励计划为业绩增长保驾护航》2012.3
- 3《朗姿股份(002612):业绩略超符合预期, 管理趋向精细》2012.3
- 4《朗姿股份(002612):女装品牌, 值得期待》2011.11
- 5《朗姿股份(002612):业绩增长符合预

投资要点:

- ◆ **快速壮大的国内高端女装品牌** 国内高档女装市场品牌竞争激烈, 市场集中度较低。公司主攻高端女装市场, 优势销售区域集中于华北, 连续四年市场综合占有率均位列前四位以内。2008-2011年, 收入和净利润年复合增长率分别达 55.3%和 76.5%。今年一季度实现收入和净利润 3.17 亿元、0.78 亿元, 分别同比增长 36.3%和 92.4%。
- ◆ **终端覆盖率较低, 渠道下沉空间很大** 公司全国性区域营销网络覆盖率并不高。北京和江苏是公司店铺数最多的省市, 绝大部分省市店铺数不足 15 家, 尤其南方省市普遍店铺数在 10 家以下。同时, 全国很多二、三线城市消费能力快速提高, 对于高端女装品牌需求强劲。因此, 公司未来向全国市场拓展的潜力很大。
- ◆ **多品牌战略实施成功是业绩提升关键** 公司实施多品牌运作策略, “朗姿”品牌的成功运营, 为“莱茵”、“卓可”、“玛丽安玛丽”的运作和拓展奠定了基础。尤其是公司拥有丰富的高端百货渠道资源, 品牌终端店面复制能力较强, 未来多品牌的成功运作将是公司业绩提升的关键。截止 2011 年底, 公司共有销售终端店铺 388 家, “郎姿” 223 家, “莱茵” 91 家, “卓可” 60 家, 新品牌“玛丽安玛丽” 7 家。截止 4 月底, 预计公司门店总数在 430 家左右, 其中, “玛丽安玛丽” 今年新开店较多, 新增门店约 30 家左右, 其他品牌新增约 20 家左右。预计全年店净增约 150 家。
- ◆ **给予公司“推荐”评级** 未来三年公司主要增长动力在于公司营销网络募投项目投入和新品牌逐渐释放业绩。公司今年一季度净利润仍能保持 92%的高增长, 预告公司中报净利润同比增长 20-50%, 二季度预期较低, 下半年有望改善。预计 2012 年净利润同比增长 38.3%, 实现 EPS 为 1.44 元。预计 2011-2014 年净利润年复合增长率将能达到 32.1%, 给予公司 30 倍市盈率, 未来 6 个月目标价为 43.2 元, 给予“推荐”评级。公司 35.4 元行权价成为公司股价重要支撑。

公司基本资料

总股本(万)	20000.00
流通 A 股(万)	5000.00
52 周内股价区间(元)	24.85-47.7
总市值(万)	742600.00
总资产(万)	245149.76
每股净资产(元)	11.08

主要经营指标预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(亿)	8.36	11.95	15.54	19.86
+/-%	49.56	42.9%	30.1%	27.8%
净利润(百万)	208.66	288.65	369.30	481.31
+/-%	69.25	38.3%	27.9%	30.3%
EPS(元)	1.25	1.44	1.85	2.41
P/E	29.70	25.73	20.11	15.43

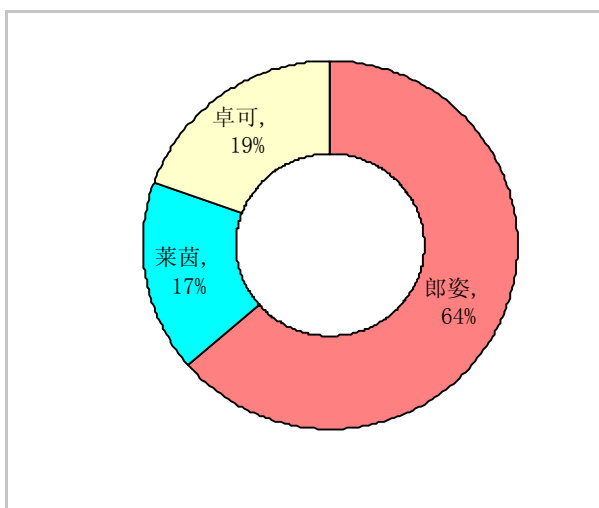
一、公司简介：国内高端女装品牌

1.1 主要业务

公司成立于2006年，2011年8月上市，募集资金总额17.5亿元。公司主攻高端女装市场，目前拥有自主品牌“郎姿”、“莱茵”，韩国品牌“卓可”在中国的独家经营权，2011年9月推出新品牌“玛丽安玛丽”。从2011年各品牌收入结构看，主品牌“郎姿”收入5.3亿元，在总收入中占比为64%，“莱茵”和“卓可”分别实现收入1.4亿元和1.6亿元，收入占比分别为17%和19%。

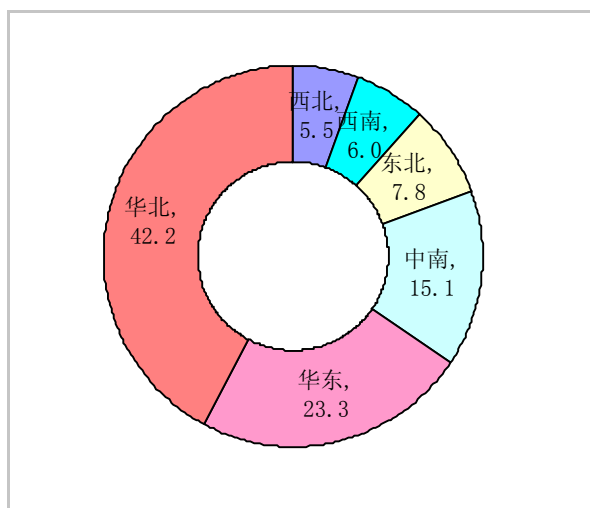
公司销售网络主要在高端百货商场内，“郎姿”品牌2010年荣获由中国百货商业协会、中华全国商业中心、中国商业统计学会、中国纺织报社共同发起、组织的“2009—2010中国市场十大畅销女装品牌”。从销售区域结构看，公司优势销售区域集中于华北地区，2011年，华北收入占比42.2%，华东占比23.3%，中南地区占比为15.1%。

图表1 公司销售收入品牌结构(%, 2011)



资料来源：华泰证券

图表2 公司销售收入区域结构(%, 2011)



资料来源：华泰证券

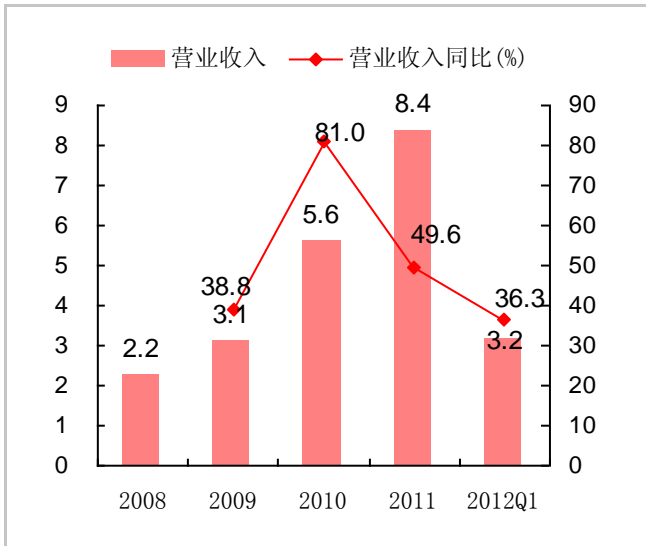
1.2 经营状况

公司是近年快速壮大的女装品牌，销售规模和盈利水平提高很快。2008年营业收入为2.23亿元，2011年收入已达8.36亿元，2008-2011年，营业收入和净利润年复合增长率分别达到55.3%和76.5%。去年四季度以来，由于受经济环境下滑和品牌服装提价影响，一线市场和高端商场受影响较大，高档商品和高档零售企业销售增速出现了显著放缓，公司所处的高档女装零售额增速也明显下行。但公司2012年一季度仍实现收入和净利润3.17亿元、0.78亿元，分别同比增长36.3%和92.4%。同时，随着公司品牌形象和品牌影响力的提高，公司产品销售毛利率水平呈现出逐年提高的态势，从2008年的50.8%上升至2012年一季度的60.7%。

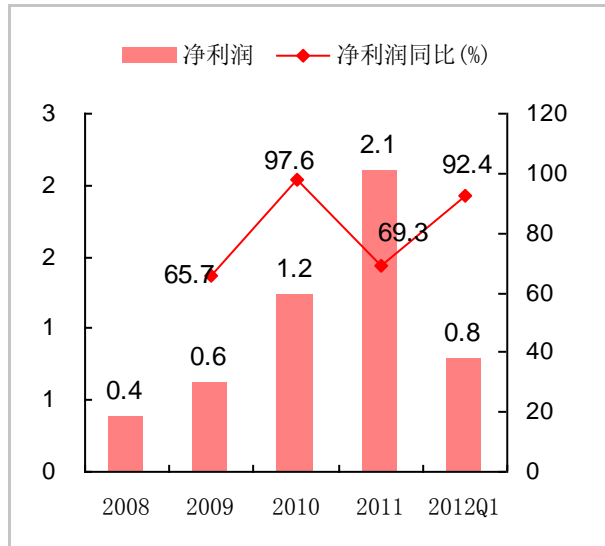
公司今年一季度期间费用率的下降是一季度盈利高增长的主因。一方面公司销售费用率较去年同期

下降约 7.7 个百分点，为 20.1%。考虑到单季节费用支出节奏和确认等环节上不具有完全的可比性，从全年看，公司今年将会加大新品牌“玛丽安玛丽”的投入，销售费用率可能较去年全年有所提高；另一方面是由于公司新募投资金利息收入较多，财务费用率较去年同期下降 3.67 个百分点，后期随着募投项目的不断投入，利息收入也将减少。

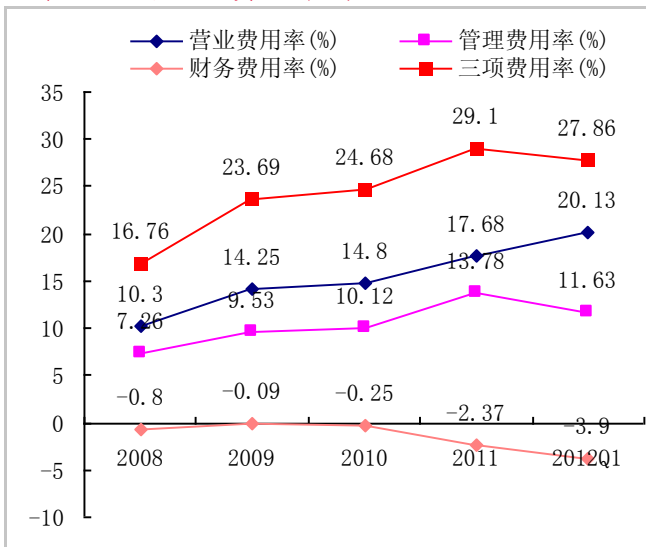
图表 3 公司营业收入及同比增长



图表 4 公司净利润及同比增长

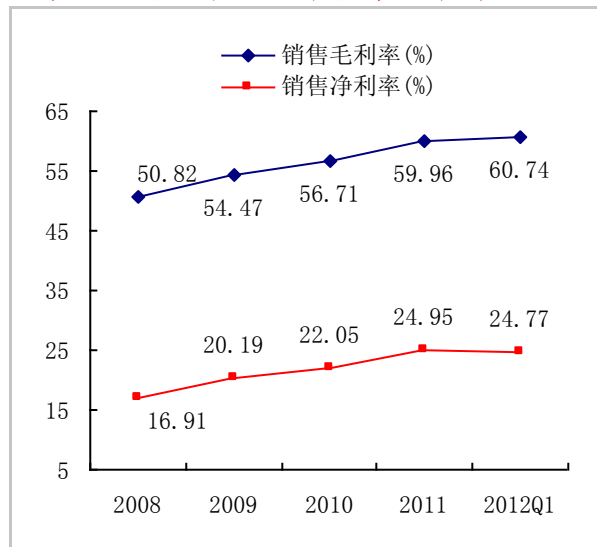


图表 5 公司三项费用率情况



资料来源：华泰证券

图表 6 公司销售毛利率和净利率情况



资料来源：华泰证券

1.3 行业背景：高端女装品牌市场集中度较低，优势品牌突破空间较大

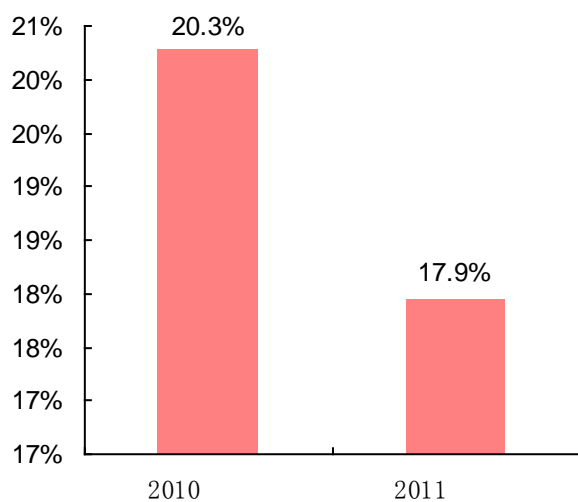
根据 Euromonitor International 统计，目前我国女装实现的年零售金额超过 3000 亿元。根据中华全国商业信息中心的统计监测数据，2011 年，高档女装零售额占女装零售总额的比重平均为 17.93%，则粗略推断高端女装零售额约 540 亿元。

女装行业相对于男装行业来说品牌消费集中度相对较低。目前，国际女装品牌由于品牌知

名度高，所渗透的地理范围广泛，在一、二线以及重点城市的进驻高端百货市场也较容易，而国内女装品牌由于品牌知名度普遍不高，地域性明显，突破区域性的品牌较少，单一品牌市场占有率普遍不足5%。近年我国高档女装市场品牌竞争更加激烈，市场集中度水平反而有下降的趋势。根据中华全国商业信息中心的统计，2011年，市场销售前十品牌集中度为22.0%，相比2008年下降了3.6个百分点；前二十品牌集中度为34.3%，相比2008年下降了2.3个百分点。

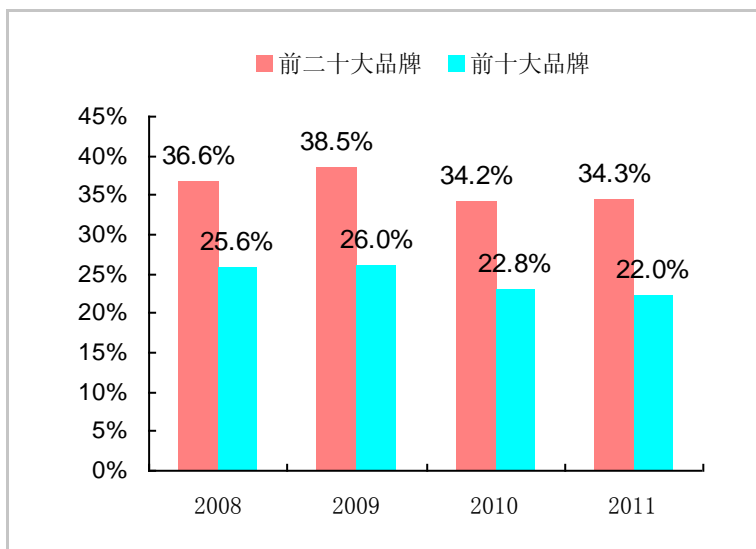
我们从2008-2011年国内高端女装市场前十位品牌综合市场占有率排名情况看，宝姿、玛丝菲尔、朗姿三大品牌自2008年以来连续四年市场综合占有率均位居前四位，且较稳定，说明这三家在全国高端女装品牌市场已具有一定知名度和影响力。但同时，我们也看到这三家之间差距在缩小，尤其排名第一的宝姿占有率已从2008年的5.91%下降到2011年的2.99%。另外，近年雅莹、维格娜丝、阿玛施、歌力思等品牌在国内高端女装市场容量中快速壮大。因此，高端女装市场竞争激烈，单一品牌市场占有率和销售规模都较小，品牌之间差距并不大，同时这也给一些综合素质较高的品牌一定上升的空间和发展机遇，凭借自身强大的研发设计能力、良好的内部运营管理能力以及雄厚资金进行快速扩张，迅速壮大并超越竞争对手。朗姿作为一家排名靠前的优势女装品牌凭借自身品牌知名度和上市后积累的资金实力，未来从优势区域向全国扩张潜力很大。

图表7 国内高档女装零售额占女装总零售额比重



资料来源：中华全国商业信息中心、华泰证券

图表 8 国内高档女装市场品牌集中度 (2008-2011, %)



资料来源: 中华全国商业信息中心、华泰证券

表格 1 国内高端女装市场前十位品牌市场综合占有率 (2008-2011)

排名	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年	
	品牌名称	综合占有率%	品牌名称	综合占有率%	品牌名称	综合占有率%	品牌名称	综合占有率%
1	宝姿	5.91	宝姿	3.68	宝姿	3.05	宝姿	2.99
2	白领	4.31	雅莹	3.42	玛丝菲尔	2.95	玛丝菲尔	2.88
3	玛丝菲尔	3.69	玛丝菲尔	3.39	朗姿	2.78	雅莹	2.7
4	朗姿	2.04	朗姿	3.37	雅莹	2.71	朗姿	2.22
5	奥菲欧	1.94	白领	3.3	阿玛施	2.35	维格娜丝	2.14
6	斯尔丽	1.91	沐兰	1.93	白领	2.11	阿玛施	2.13
7	萨依	1.61	阿玛施	1.83	维格娜丝	2.02	歌力思	2.1
8	沐兰	1.45	柯罗芭	1.72	歌力思	1.7	娜尔思	1.71
9	雅莹	1.4	奥菲欧	1.71	音儿	1.65	白领	1.58
10	例外	1.33	维格娜丝	1.64	娜尔思	1.52	音儿	1.58
合计		25.59		25.99		22.84		22.03

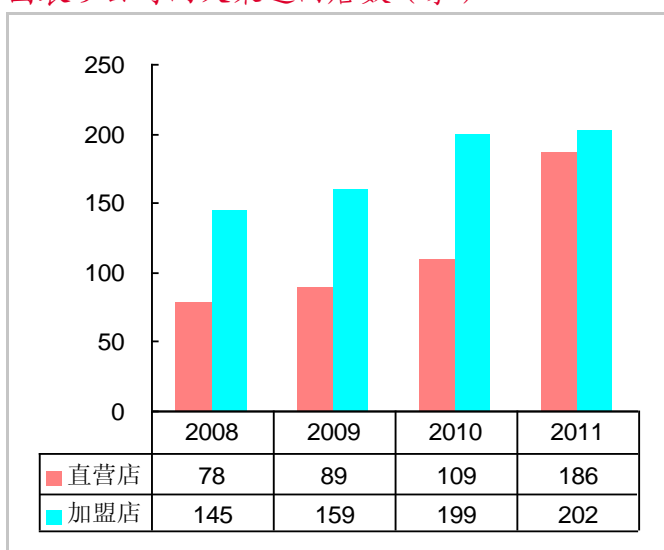
资料来源: 中华全国商业信息中心、华泰证券

二、终端覆盖率较低，渠道下沉空间很大

2.1 直营和经销商相结合的渠道模式，加大直营终端覆盖力度

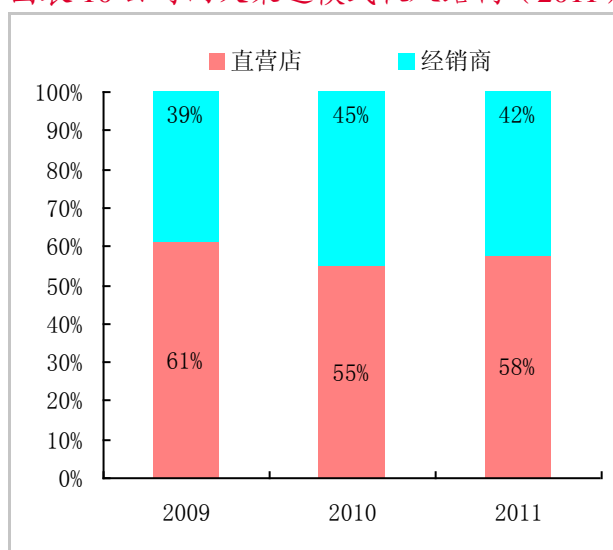
公司在渠道上采取直营和经销商相结合的模式。为了提高公司对终端的控制力，公司近年直营终端拓展力度较大，同时对渠道也进行了一定整合，将部分经销商店铺收归直营，并且新品牌“莱茵”和“卓可”发展初期直营店也较多，因此，直营终端店铺数和收入占比提高较快。截止2011年，公司直营店有186家，加盟店202家，直营店占比从2008年的35%提高到48%。2011年，直营渠道收入约5亿元，直营收入占比为58%，较2010年提高了3%。

图表9 公司两大渠道门店数（家）



资料来源：华泰证券

图表10 公司两大渠道模式收入结构（2011）



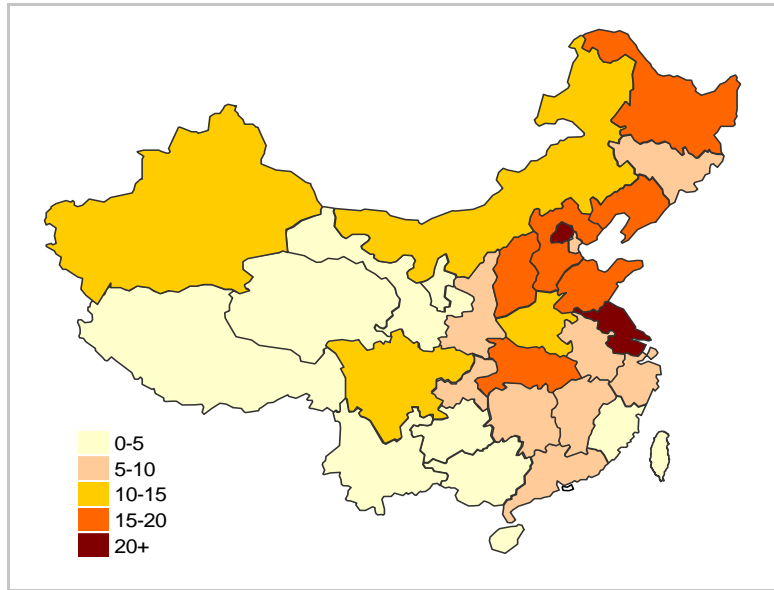
资料来源：华泰证券

2.2 二、三线城市高端市场需求强劲，是未来渠道拓展重要方向

目前，公司全国性区域营销网络覆盖率并不高，华北、华东地区是公司主要销售区域。截止2010年，北京和江苏是公司店铺数最多的省市，均超过20家，店铺数在15-20家的省市有6个，绝大部分省市店铺数不足15家，尤其南方省市普遍店铺数在10家以下。因此，公司未来向全国市场拓展的潜力仍较大。

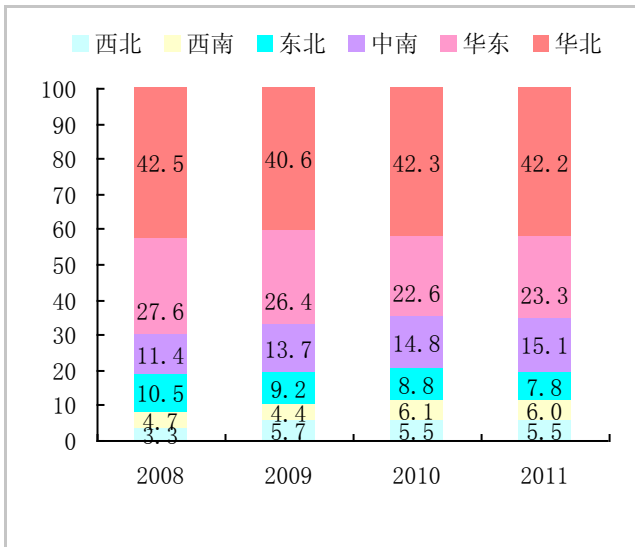
同时，公司目前营销网络主要在经济较发达的一、二线城市，未来随着城市化进程加快，全国很多二、三线城市消费能力将得到较大的提高，对于高端女装品牌的需求也将增加，公司渠道拓展的方向将来自于这类二、三线城市。根据中华全国商业信息中心的调查统计，自2008年以来，非省会城市高档女装零售额占比逐年提高，2011年高档女装零售额中有近40%来自于非省会城市，这一比重相比2010年增长了2.22个百分点，相比2008年增长了27.75个百分点。这也说明高端女装品牌面对一线等发达市场激烈的竞争，未来渠道向下沉的空间很大，公司未来加大向国内其他省会城市及发达中等城市中心的拓展潜力很大。

图表 11 公司全国销售网络终端店铺区域分布 (截止 2010 年, 共 308 家)



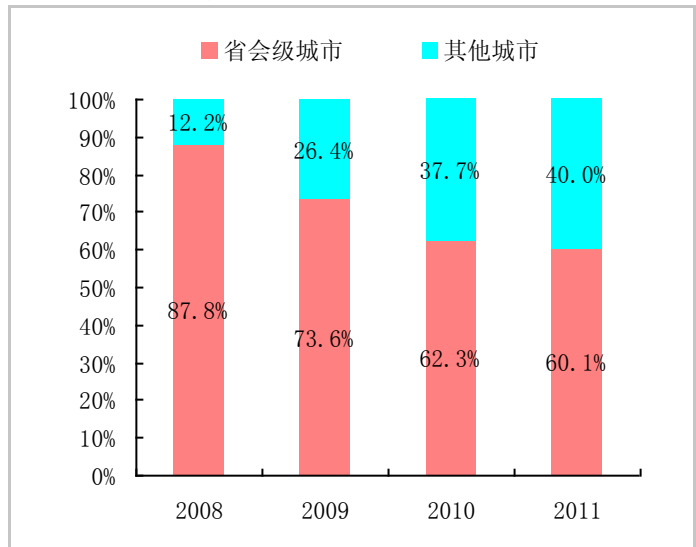
资料来源: 华泰证券

图表 12 公司销售收入区域结构 (%)



资料来源: 华泰证券

图表 13 国内高档女装销售区域结构 (2008-2011)



资料来源: 中华商业信息中心、华泰证券

三、多品牌战略实施成功是未来业绩提升关键

3.1 新品牌开店潜力大, 终端复制能力强

公司采用多品牌运作策略, 具有较强的品牌终端店面复制能力。公司“朗姿”、“莱茵”和“卓可”三大品牌均定位于高端女装, 但通过差异化产品设计风格区分目标消费群, 以覆盖不同细分高端女装市场。2011年9月, 公司新推出少淑女装新品牌“玛丽安玛丽”, 目前公司凭借丰富商场资源, 在商场谈少

淑女装专柜较顺利。





截止 2011 年底，公司共有销售终端店铺 388 家。按照品牌来看，“郎姿”有 223 家，“莱茵”91 家，“卓可”60 家，新品牌“玛丽安玛丽”7 家，OUTLETS 折扣店 7 家。截止 4 月底，预计公司门店总数在 430 家左右，其中，“玛丽安玛丽”今年新开店较多，新增门店约 30 家左右，其他品牌新增约 20 家左右。预计今年全年“郎姿”、“莱茵”和“卓可”品牌新开店约 80 家左右，“玛丽安玛丽”全年计划 80 家左右，二季度是开店淡季，三季度又将是一个高峰期，预计全年店净增约 150 家。

公司“郎姿”品牌运作已较成熟，2011 年在总收入中占比为 64%，店铺数已达到一定阶段，后期也将开始注重提高同店增长，如通过拉长产品线和提高价格线；通过对门店进行升级，扩大单店面积等，2012 年计划对 17 家店铺进行优化；通过提高门店终端管理，如货品陈列、门店指导、销售支持力度和频次等。

近年，公司“莱茵”和“卓可”品牌早期经销商渠道推广效果低于预期，2009-2010 年，两品牌直营店开店速度基本与“郎姿”差别不大，但是，经销商渠道新开店数却远远低于“郎姿”。2011 年两品牌的销售收入占比均不足 20%，未来公司将不断完善销售方式，增加渠道拓展力度，提高这两大品牌业绩贡献。我们参考“郎姿”店铺数量，“莱茵”和“卓可”渠道扩张未来还有很大的空间。同时，公司将加大对“玛丽安玛丽”的品牌渠道推广，后期如果进展顺利也将增加业绩贡献。

公司“郎姿”品牌的成功运营，为“莱茵”、“卓可”、“玛丽安玛丽”的运作和拓展奠定了基础。同时，公司目前与国内主要的高档商场、百货集团形成了良好稳定的战略合作关系，为公司各品牌销售终端网络的扩张提供了有利条件。我们认为，多品牌的成功运作将是未来公司业绩提升的关键。

表格 2 公司各品牌情况简介

	郎姿	莱茵	卓可系列	玛丽安玛丽
品牌商标				
设立时间	2006	2006	2003	2011
品牌定位	高端	高端	高端	中高端
品牌类型	商务正装	商务休闲	时尚休闲	年轻休闲
目标消费群	35-45 岁，事业有成都市成熟女性	25-45 岁，追求品味的都市潮流女性	20-40 岁，崇尚简约、个性都市白领	20-35 岁，年轻时尚都市白领

资料来源：华泰证券

表格 3 公司三大品牌渠道网络情况（2008-2011）

	郎姿		莱茵		卓可	
	自营店	加盟店	自营店	加盟店	自营店	加盟店
2008	26	94	30	35	22	16
2009	36	113	32	31	21	15
2010	44	146	37	37	28	16
2011	80	143	45	46	47	13

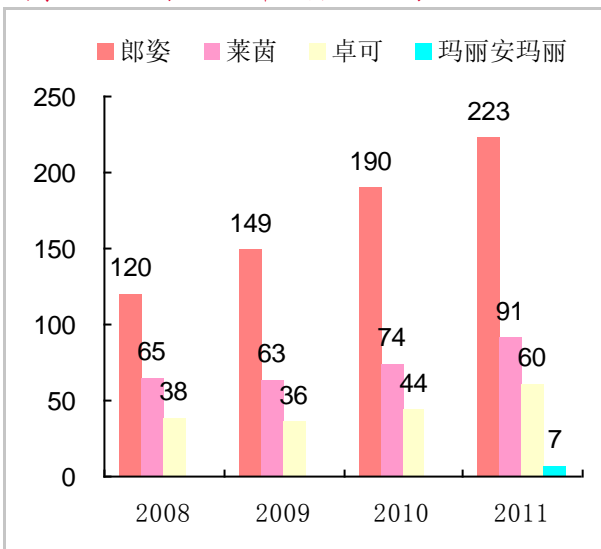
资料来源：华泰证券

表格 4 公司三大品牌渠道网络新开店铺情况 (2008-2011)

	郎姿		莱茵		卓可	
	自营店	加盟店	自营店	加盟店	自营店	加盟店
2009	10	19	2	-4	-1	-1
2010	8	33	5	6	7	1
2011	36	-3	8	9	19	-3

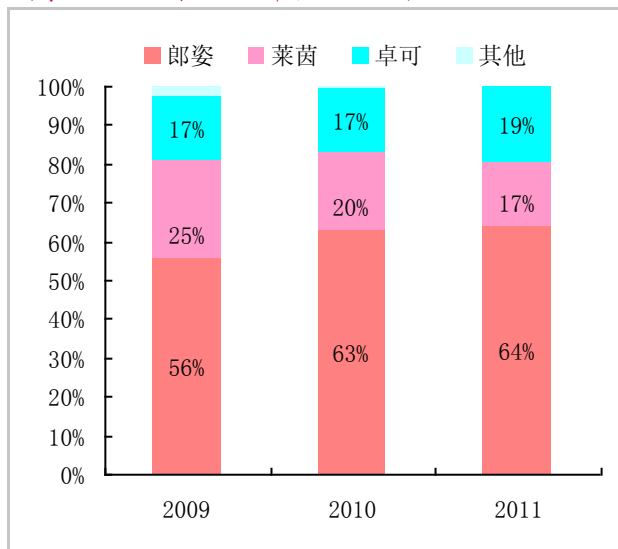
资料来源: 华泰证券

图表 14 公司各品牌门店数 (家)



资料来源: 华泰证券

图表 15 公司各品牌收入结构



资料来源: 华泰证券

3.2 产品研发设计与韩国联系密切, 多方位品牌推广

公司产品研发设计与韩国联系较密切。公司在北京、韩国首尔分别设立了研发设计中心, 公司 170 多人的研发设计团队中有 30 多位韩籍设计人员。公司每年研发投入在营业收入中占比在 3% 以上, 2011 年达到 4.2%。目前公司设计能力已达到每季度能设计 1000 多个款色, 从中约 500~600 个款色推向市场。公司各品牌分别设立设计部, 最大限度保证品牌差异和款式多样化。

公司在品牌推广方面形式多样。首先, 公司在秀场、广告设计、商场店铺装修等方面外聘长期合作的资深设计团队, 在设计上展示品牌高品质的形象。其次, 公司积极对大型商场的硬广告投入、与知名媒体合作开展软广告宣传以及通过大型活动策划来扩大公司品牌知名度。

由于女装产品周期短, 品牌竞争激烈, 公司较强的产品研发设计能力和品牌运营推广能力将为多品牌战略实施奠定基础。

表格 5 公司品牌宣传主要推广模式

推广模式	推广内容
------	------

硬广告投入	<p>时尚类: 时尚芭莎、时尚 COSMO、时尚北京、瑞丽伊人风尚、CICI 姐妹;</p> <p>商场类: 卓展 CHARTER、金鹰 GEMODDE、赛特如丝、燕莎卓越;</p> <p>航空类: 中国之翼、新航空;</p> <p>地方类: 印象四川、深圳创臣、完美时代、辽宁、天津地方报刊等;</p>
软广告投入	<p>CCTV 栏目: CCTV 3《欢乐中国行》、《中国音乐电视》、《新视听》、《国际艺苑》，CCTV 4《天涯共此时》，CCTV6《中国电影报道》，CCTV 8《影视俱乐部》，CCTV《数字频道》</p> <p>BTV 栏目: BTV 文艺《星夜故事秀》、《每日文娱播报》、《天天影视圈》，BTV 生活《时尚装苑》、《生活实验室》、《心灵密码》</p> <p>DFTV 栏目: 上海东方娱乐频道《娱乐在线》、上海生活时尚频道《气象资讯》、上海东方卫视《环球新闻站》、上海广播电视台《新闻报道》</p> <p>电影或电视广告植入：电影《万有引力》、电视剧《一不小心爱上你》。</p>
活动策划	CCTV《全国青年歌手大奖赛》主持人服装赞助等

资料来源：华泰证券

四、募投项目推进，首期股权激励出台，后期发展动力较足

4.1 募投项目推进，后期发展动力充足

公司 2011 年 9 月上市后，募集资金净额约 16.58 亿元，其中超募资金约 8.07 亿元。从公司募投项目情况看，公司计划投入 5.88 亿元的营销网络建设项目，在总投资资金中占比为约 69%。同时，公司计划分别在北京生产基地扩建、设计展示中心建设项目和信息系统提升项目上投入 1.4 亿、0.69 亿和 0.55 亿元，为营销网络扩张提供有力支撑。

公司营销网络建设项目拟进行店铺优化 29 个，新建自营商场店 183 个，新建自营旗舰店 3 个，共计建设 215 个店铺。公司将选择部分业绩优秀的现有店铺进行优化提升，包括位置的优化、面积的扩大、装修的优化等内容，其中优化朗姿品牌商场店 17 个，优化莱茵品牌商场店 12 个，全部在第一年建设完成。公司将在发达区域城市新设自营店，扩大和完善公司终端网络的覆盖，其中第一年建设 55 个，第二年建设 73 个，第三年建设 55 个。同时，公司将在北京、重庆、南京建设三家旗舰店，通过大面积的空间集中展示旗下的朗姿、莱茵和卓可三个品牌，提升公司品牌的知名度和品牌形象，其中重庆旗舰店在第 1 年开始建设，北京旗舰店和南京旗舰店拟于第 2 年开始建设。

表格 6 公司募投项目情况

募投项目	项目简介	项目投资额 (万元)	项目进展 (%)	项目完成 时间
营销网络建设	拟进行店铺优化 29 个，新建自营商场店 183 个，新建自营旗舰店 3 个（北京、重庆、南京），共计建设 215 个店铺。	58753.52	1.01%	2014 年
北京生产基地改扩建	在公司现有生产厂址进行技改扩建，利用部分原有工艺设备，购置先进成熟的工艺设备及公用工程设施，形成年产 60 万件/套（即新增 50 万件/套）的品牌服装生产能力。	13971.76	0	2013 年
设计展示中心建设	项目将建设集面料色彩及图案设计、服装服饰款式设计及版型设计、样衣制造、生产工艺及技术研发、面料及服装流行信息采集与分析、产品展示等设计、创意和研发多功能高度	6857.92	0	2013 年

	融合的中心。			
信息系统提升建设	项目拟建成覆盖公司主要业务的信息系统,包括产品生命周期管理、质量管理、订货会、生产和供应商管理、仓库管理、零售管理、门店管理、预测、补货管理、人力资源管理、财务管理、预算管理、数据仓库和商务智能等。	5516.62	10.78%	2014年
募投资金合计		85099.82		
超募项目	无	80656.09		
合计		165755.91		

资料来源: 华泰证券

表格7 公司营销网络建设项目情况

募投计划	郎姿		莱茵		卓可	
	门店数	单店面积 (平米)	门店数	单店面积 (平米)	门店数	单店面积 (平米)
优化店铺(2012年完成)	17	57	12	22		
自营商场店(2014年完成)	50	109	68	100	65	100
自营旗舰店(2013年完成)	3					

资料来源: 华泰证券

4.2 首期股权激励计划重在提高员工积极性

2012年5月16日,公司公布股权激励方案,向公司高管(4人)及中层管理和核心业务(技术)人员(55人)等激励对象授予284万份股票期权(其中预留26万份),合计共占公司总股本的1.42%。

公司此次激励对象覆盖面较广,激励计划将提高核心员工的积极性和稳定性。授予的股票期权的行权价格为35.4元。公司股权激励的行权条件为:以2011年净利润为基数,2013-2015年加权平均净资产收益率分别不低于14%、16%和17%,净利润增长率分别不低于80%、145%和210%。我们根据行权条件计算,公司2011-2015年,公司净利润年均复合增长率可达到32.7%。

公司是新上市高端女装品牌,上市后资金充足,随着募投项目实施,后期发展动能较足。因此,我们认为公司未来行权实现可能性较大。同时,公司还通过同步激励基金对韩籍设计师等外籍员工进行激励,提高整体团队的稳定性和积极性。

表格8 公司股权激励计划方案

激励方案	授予对象	职务	授予股票期权数(万份)	占授予股票总数比	占总股本比
1	李春仙	董事、总经理助理	19	6.69%	0.1%
2	张涵	副总经理	11	3.87%	0.06%
3	郭旭	副总经理、财务总监	11	3.87%	0.06%
4	黄国雄	副总经理、董事会秘书	11	3.87%	0.06%
中层管理、核心技术人员(55人)			206	72.54%	1.03%
预留期权数			26	9.15%	0.13%

合计		284	100%	1.42%
----	--	-----	------	-------

资料来源：公司公告，华泰证券

五、盈利预测与投资评级

5.1 给予公司“推荐”评级

我们认为，未来三年公司主要增长动力在于公司营销网络募投项目投入和新品牌逐渐释放业绩。考虑到公司营销网络募投项目计划进展情况，预计2012-2014年，公司各品牌年净增店铺数分别为153家、100家、95家。

随着公司销售规模的扩大和新品牌投入增加，新店铺开设速度较快，相应的店铺道具、装修支出等费用将有所增长。同时，随着主营业务的发展，办公费、人员人工、研发投入费用也相应增加，同时考虑到激励计划期权费用的摊销。预计公司费用率将略有上升。

随着公司各品牌投入增加，品牌形象和品牌价值的提升，品牌毛利率水平将稳中有升。考虑到2011年公司产品提价幅度较大，后期各品牌提价有限，预计综合毛利率将维持在60%左右。

预计公司2012-2014年公司收入增长率分别为42.9%、30.1%、27.8%，归属于母公司的净利润增长率将为38.3%、27.9%和30.3%，实现EPS分别为1.44元、1.85、2.41元。

在行业普遍降低2012年一季度业绩预期时，公司今年一季度净利润仍能保持92%的高增长，预告公司中报净利润同比增长20-50%，二季度预期较低，下半年有望改善。我们预计2012年净利润同比增长38.3%，实现EPS为1.44元。预计2011-2014年净利润年复合增长率将能达到32.1%，公司未来三年正处于较快增长期，给予公司30倍市盈率，未来6个月目标价为43.2元，给予公司“推荐”评级。公司35.4元行权价成为公司股价重要支撑。

表格 9 公司收入拆分预测表

		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
郎姿	门店小计	120	149	190	223	253	278	303
	(+/-)		29	41	33	30	25	25
	单店收入(万元/家)		116	185	239	263	297	341
	收入小计(亿元)		1.7	3.5	5.3	6.6	8.3	10.3
	YOY			104%	52%	25%	24%	25%
莱茵	门店小计	65	63	74	91	121	151	176
	(+/-)		-2	11	17	30	30	25
	单店收入(万元/家)		122	152	156	164	175	189
	收入小计(亿元)		0.8	1.1	1.4	2.0	2.6	3.3
	YOY			46%	26%	40%	34%	26%
卓可	门店小计	38	36	44	60	80	105	130
	(+/-)		-2	8	16	20	25	25
	单店收入(万元/家)		144	212	269	296	326	359
	收入小计(亿元)		0.5	0.9	1.6	2.4	3.4	4.7

	YOY			80%	73%	47%	44%	36%
玛丽安玛丽	门店				7	77	97	117
	(+/-)					70	20	20
	单店收入 (万元/家)					110	116	121
	收入小计 (亿元)					0.85	1.12	1.42
其他	OUTLETS				7	10	10	10
	收入小计 (亿元)		0.078	0.026		0.1	0.1	0.1
门店合计		223	248	308	388	541	641	736
	(+/-)		25	60	80	153	100	95
收入合计	(亿元)		3.09	5.59	8.36	11.95	15.54	19.86
YOY				81%	50%	43%	30%	28%

资料来源：华泰证券

5.2 风险提示

宏观经济：如宏观经济转向下行，经济反复带来消费反转将给终端销售带来冲击，加重渠道零售终端的库存和资金压力，影响公司健康发展。

渠道建设风险：若品牌直营渠道网络建设迟缓或进展不顺利，将直接影响未来业绩的可持续性增长。

表格 10 朗姿股份财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2271	2247	2468	2757	营业收入	836	1195	1554	1986
现金	159	637	427	662	营业成本	335	483	625	791
应收账款	59	75	101	128	营业税金及附加	6	9	12	15
其他应收款	7	10	12	16	营业费用	148	223	307	396
预付账款	152	166	238	292	管理费用	115	150	191	231
存货	269	272	427	458	财务费用	-20	-16	-22	-23
其他流动资产	1626	1087	1263	1201	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	117	121	120	120	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	43	46	45	42	营业利润	247	342	437	570
无形资产	55	65	70	76	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资	18	10	6	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2388	2368	2588	2878	利润总额	247	342	438	571
流动负债	247	59	76	97	所得税	39	54	69	89
短期借款	0	0	0	0	净利润	209	289	369	481
应付账款	41	59	76	97	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	207	0	0	0	归属母公司净利润	209	289	369	481
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	235	332	423	555
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.04	1.44	1.85	2.41
其他非流动负	3	2	2	2					
负债合计	250	61	79	99					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	200	200	200	200	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	1620	1620	1620	1620	成长能力				
留存收益	318	486	689	958	营业收入	49.6%	42.9%	30.1%	27.8%
归属母公司股东权益	2138	2306	2510	2779	营业利润	40.4%	38.4%	28.0%	30.4%
负债和股东权益	2388	2368	2588	2878	归属于母公司净利润	69.2%	38.3%	27.9%	30.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	60.0%	59.6%	59.8%	60.2%
					净利率(%)	25.0%	24.2%	23.8%	24.2%
					ROE(%)	9.8%	12.5%	14.7%	17.3%
					ROIC(%)	9.8%	16.6%	16.9%	21.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.5%	2.6%	3.0%	3.4%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.18	37.93	32.30	28.45
					速动比率	8.07	33.22	26.57	23.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.50	0.63	0.73
					应收账款周转率	18	17	17	16
					应付账款周转率	9.44	9.66	9.21	9.13
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.04	1.44	1.85	2.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	2.95	-0.30	2.16
					每股净资产(最新摊薄)	10.69	11.53	12.55	13.89
					估值比率				
					P/E	35.59	25.73	20.11	15.43
					P/B	3.47	3.22	2.96	2.67
					EV/EBITDA	31	22	17	13

资料来源: 华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。