

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司调研简报

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

**朗姿股份(002612): 经销收转自营, 新品牌快速推进****事件:**

近日, 我们实地调研了朗姿股份, 就公司经营状况、品牌经营、渠道建设、未来规划等方面与公司相关人员进行了交流。主要观点如下:

**点评:****● 7月份销售转好, 预测三、四季度的销售旺季有望提振全年业绩**

- 一、二季度营业收入增速 36.21%、14.97%, 净利润增速分别为 92.36%、15.39%, 二季度盈利增速放缓的主要原因有: 一是, 二季度历年都是销售淡季, 一般该季春装上的少, 夏装没上柜; 二是, 今年上半年终端消费不振, 加之今年冬季时间又过长影响了春装的销售。
- 若按季度分三个月平均测算盈利增减, 则一季度单月实现营业收入 1.06 亿元, 净利润 2615 万元; 二季度单月实现营业收入 7656 万元, 净利润 2131 万元。三季度销售开始步入旺季, 秋装上市, 售价较高的冬装也开始发货, 我们预计 7 月份实现销售收入约 8000 万元左右, 净利润约在 2200 万元以上, 而三、四季度是服装的销售旺季, 有望提振全年业绩。

**● 自营店和经销店的销售比约 6: 4, 自营店毛利率高过经销店毛利率 10PCT 以上**

- 截至 2012 年 6 月末, 公司自营店已超过经销店, 总店铺数量 422 家, 其中自营店 230 家, 占总店铺数量 54.5%; 经销店 192 家, 占比 45.5%。从自营店和经销店的销售贡献来看, 两者销售占比分别稳定在 60%、40% 左右。
- 自营店毛利率普遍高于经销店毛利率, 2011 年自营毛利率 64.49%, 我们预计 2012 年上半年自营毛利率水平约 65% 左右, 主要原因: 一是, 公司商场扣点率自去年起呈下降趋势, 前两年商场扣点率约 28%, 而目前下降到 25% 的平均水平; 二是, 自营店规模上升, 且产品售价亦有所上涨。2011 年经销店毛利率 53.77%, 其之所以低于自营店水平, 主要原因一是以批发价销售, 近年来经销店毛利率亦呈上涨态势, 缘由终端销售效率提升和产品售价上涨。

**● 今年开始收回经销店并转成直营店运作**

- 公司今年开始启动将经销店收回, 并转成直营店经营的渠道终端建设, 拟收回的经销店主要是分布在省会城市, 且经营相对较好。目前公司已收回无锡 14 家、河南 5 家共计 19 家的经销店, 并转成自营店经营。
- 公司今年之所以收回经销店转为直营店: 一是, 一、二线城市的门店租金和人力成本不断上涨的大趋势, 将导致经销商开店的难度越来越大, 而公司未来的自营终端主要覆盖一、二线城市, 此举即有利于改善一、二城市的终端管理水平, 更有利于维系持续竞争力; 二是, 自营店的铺货一般达 8~10 天, 产品款式丰富, 而经销店的铺货约 5 天, 加之自营店



的销售规模和毛利率高过于经销店，此举有利于扩大单店盈利；三是，公司将经销店转为直营店后，会委托原经销商继续管理已收回的门店，如管理货品销售、管理人员、处理和公司及商场的关系等，同时公司给予其一定的管理费，管理费则按销售流水的约定比例支付，此举即减轻经销商的资金和库存压力，又使经销商获得高于其之前经营所得，充分调动经销商经营动力。

### ● 新品牌玛丽安玛丽加快扩张

- 公司于 2011 年 9 月份推出新品牌“玛丽安玛丽”（marie n° mary），该品牌由全资子公司山南玛丽服饰有限公司运营，注册资本 3000 万元，注册地西藏，这有利于公司获得当地的税收减免和政府补助等优惠。
- 在“玛丽安玛丽”品牌推出之前，公司三大核心品牌有“朗姿”、“莱茵”和“卓可”，今年上半年仅“莱茵”和“卓可”两品牌各净增店 6 家、4 家，“朗姿”未净增新店。截止 2012 年 6 月末，该三品牌店数分别为 223 家、97 家和 64 家。公司计划今年新增三品牌店数共计 80 家左右，但从上半年开店情况看，展店速度要低于预期。
- 相比原三大核心品牌，新品牌“玛丽安玛丽”的展店速度较快，去年新增 7 家，今年上半年又新增 15 家，且均为自营店。截止 2012 年 6 月末，“玛丽安玛丽”品牌店有 22 家，实际开店约有 30 多家。公司计划全年新开“玛丽安玛丽”品牌店 80 家左右。
- 公司之所以推出新品牌“玛丽安玛丽”，主要因素包括：一是，弥补产品价格档的缺陷，“玛丽安玛丽”产品价格较主品牌“朗姿”要低 20%，目前“朗姿”的终端售价约 3000~6000 元/件；二是，“玛丽安玛丽”设计时尚、前卫、定位高端休闲少淑装，消费群体在 30 岁以下，适应于未来渠道下沉三四线城市的品牌推广。
- 新品牌“玛丽安玛丽”预计培育期会短于“朗姿”、“莱茵”和“卓可”这三个品牌，这三个品牌的培育期约三年左右，而玛丽安玛丽的扩张速度较快，定价较低，且又能依托这三个品牌的渠道和管理经验，有望在明年实现盈利。2012 年上半年，从业务口径上统计，“玛丽安玛丽”的销售额约 2000 多万元。

### ● OUTLETS 整合将于今年内完成

- 公司去年下半年成立了第 5 季业务部分，负责折扣店并整合部分终端店铺，去年整合了 7 家 OUTLETS 折扣店，今年上半年新增 9 家至 16 家，后续还有 10 多家待整合，公司计划于今年内完成全部 OUTLETS 的整合。OUTLETS 相比商场专柜，销售价格一般在 5 折、6 折。

### ● 经营规模扩大导致存货较大增长

- 截至 2012 年 6 月末，公司存货达 3.18 亿元，较年初增长 18.21%；库销比为 0.54，而年初为 0.32、去年同期为 0.22；存货周转率 0.7 次，而年初为 1.79 次、去年同期为 1.86 次。
- 库存增长较快，一是，直营店数量在增加，并且在 2012 年推行配货制，随之铺货量也在增加；二是，库存结构是由过季产品、当季产品与未来二个季节的产品备货构成，其中当季产品占比约 50%、过季产品约占 30%、备货约占 20%。截至 2012 年 6 月末，库存商品 4948.45 万元，较年初增长 37.83%。

### ● 股权激励彰显未来持续高成长

- 公司已于 2012 年 5 月 18 日进行股权激励首次授予，本次激励对象为 59 名董事、高管、中层管理人员及核心技术人员，共授予 258 万份股票期权，行权价格为 35.4 元。



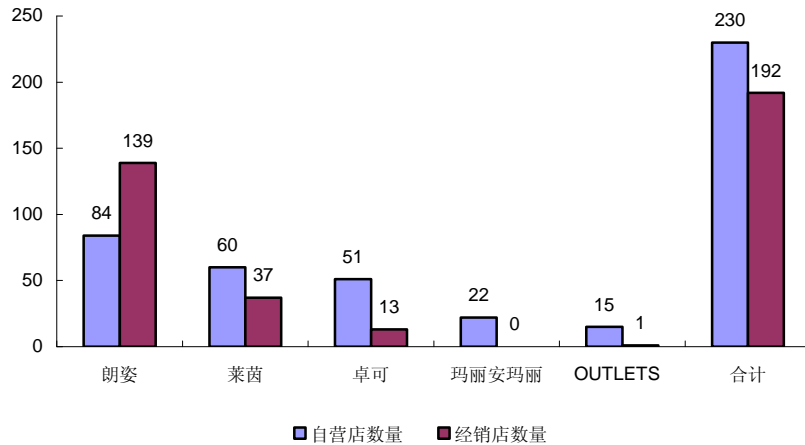
- 公司规定授予的股票期权自授予日起满 24 个月开始行权，共 3 个行权期，行权条件分别为：2013~2015 年加权平均净资产收益率分别不低于 14%、16%和 17%，以 2011 年净利润为基数（2011 年净利润增长率 69.25%），2013~2015 年净利润增长率分别不低于 80%、145%和 210%，相当于 2012~2013 年净利润年复合增长率不低于 34.16%，2014 年净利润增长率不低于 36.11%、2015 年净利润增长率不低于 26.53%，2011~2015 年的净利润年复合增长率不低于 32.69%。
- 2012~2015 年摊销的期权费用合计为 3840.70 万元，其中 2012~2014 年分别为 819.05、1301.81、992.01 万元，以总股本 2 亿元计算，对 EPS 影响分别为 0.04、0.05、0.03 元。

● 维持“强烈推荐”评级

- 微下调 2012~2014 年 EPS 预测分别为 1.51 元、2.04 元和 2.70 元，当前股价对应下的 2012 年 PE 为 20.3 倍。公司处于我国自主高端女装品牌的第一集团，拥有与国际一、二线品牌抗衡的竞争优势，诸如在国内大型高端商场的终端销售网络、领先的产品设计水平、高端供应链的整合优势、多品牌运作发展策略的推进，加之股权激励的实施，均保障公司未来成长性依旧良好。维持“强烈推荐”投资评级。

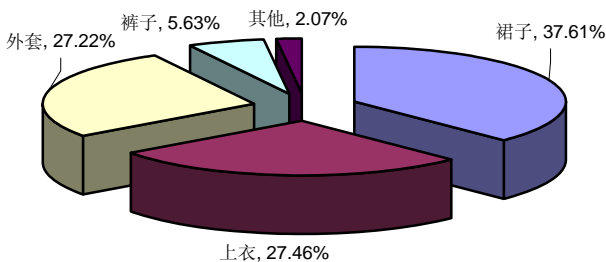
- 风险提示：销售网络渠道扩张未达预期、库存周转效率持续下降、管理风险等。

Figure 1 公司各品牌门店数量



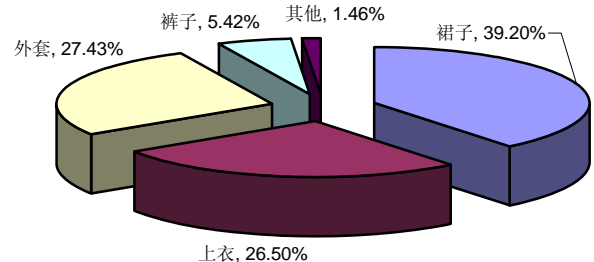
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 2 公司营业收入分产品构成（2012 年中期）



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

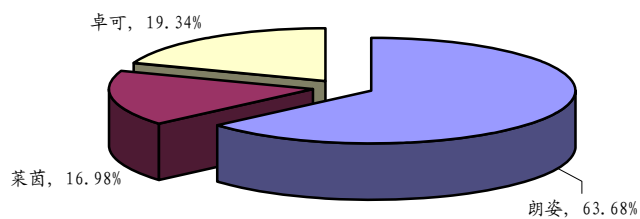
Figure 3 公司营业毛利分产品构成（2012 年中期）



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

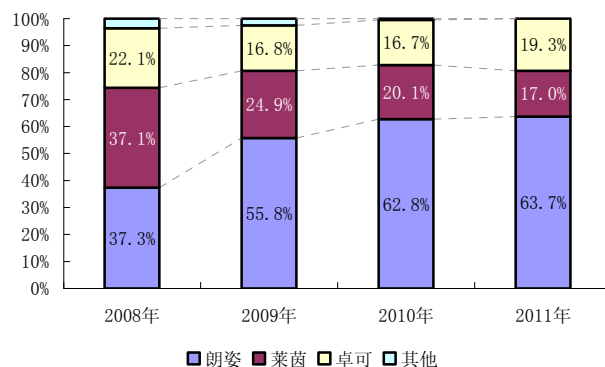


Figure 4 公司营业收入分品牌构成 (2011年)



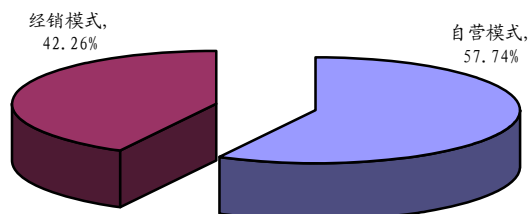
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 5 公司营业收入分品牌构成变化



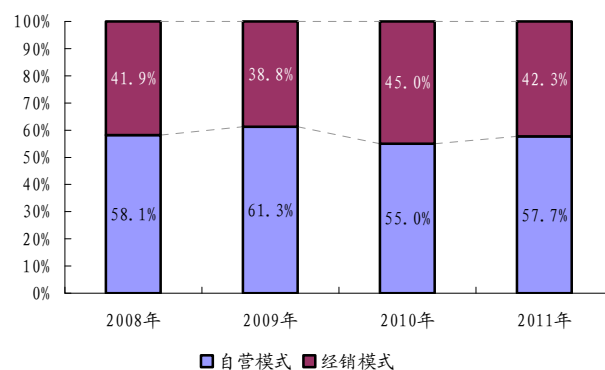
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 6 公司营业收入分渠道构成 (2011年)



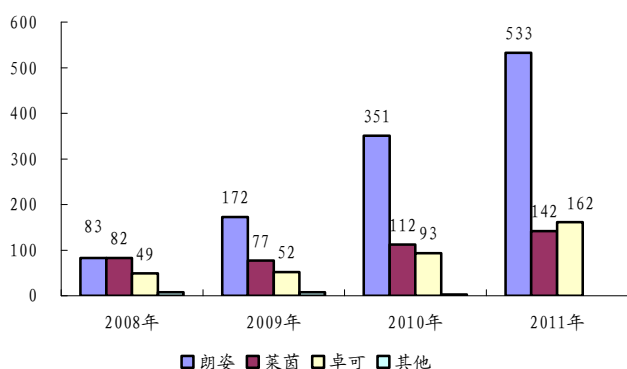
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 7 公司营业收入分渠道变化



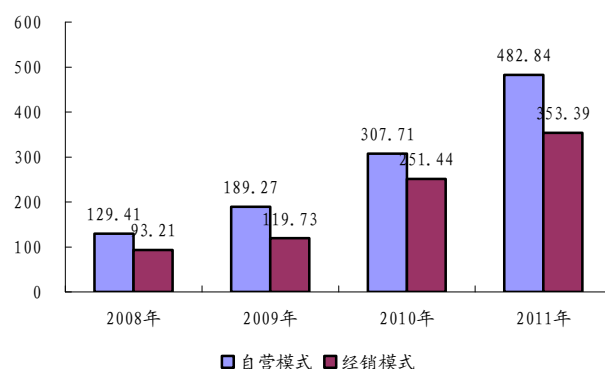
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 8 公司分品牌营业收入



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 9 公司分渠道营业收入



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



Figure 10 收入及毛利预测

(单位: 百万元)	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>总店数</b>	223	248	308	388	483	568	653
<i>新增</i>		25	60	80	112	104	104
<b>自营</b>							
店数	78	89	109	186	294	394	494
<i>新增</i>		11	20	77	108	100	100
销售收入	129.41	189.27	307.71	482.84	839.52	1,215.07	1,645.35
<i>YOY</i>		46.26%	62.58%	56.91%	73.87%	44.73%	35.41%
单店收入	1.66	2.13	2.82	2.60	2.86	3.08	3.33
<i>YOY</i>		28.18%	32.75%	-8.04%	10.00%	8.00%	8.00%
销售毛利	69.62	110.40	189.15	311.38	548.21	795.87	1,085.93
毛利率	53.80%	58.33%	61.47%	64.49%	65.30%	65.50%	66.00%
<b>经销</b>							
店数	145	159	199	202	206	210	214
<i>新增</i>		14	40	3	4	4	4
销售收入	93.21	119.73	251.44	353.39	396.43	436.46	480.35
<i>YOY</i>		28.45%	110.01%	40.55%	12.18%	10.10%	10.06%
单店收入	0.64	0.75	1.26	1.75	1.92	2.08	2.24
<i>YOY</i>		17.14%	67.79%	38.46%	10.00%	8.00%	8.00%
销售毛利	43.51	57.91	127.93	190.02	214.07	237.87	264.19
毛利率	46.68%	48.37%	50.88%	53.77%	54.00%	54.50%	55.00%
<b>销售收入合计</b>	222.62	309.00	559.15	836.23	1,235.95	1,651.53	2,125.70
<i>YOY</i>		38.80%	80.95%	49.56%	47.80%	33.62%	28.71%
<b>销售毛利</b>	113.13	168.31	317.08	501.40	762.28	1,033.74	1,350.12
<b>综合毛利率</b>	50.82%	54.47%	56.71%	59.96%	61.68%	62.59%	63.51%

资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所





**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2271	2559	2902	3331
现金	159	241	371	565
应收账款	59	87	116	149
其他应收款	7	10	13	17
预付账款	152	215	280	352
存货	269	380	496	622
其他流动资产	1626	1626	1626	1626
<b>非流动资产</b>	117	107	96	86
长期投资	0	0	0	0
固定资产	43	46	45	42
无形资产	55	51	46	41
其他非流动资产	18	10	6	3
<b>资产总计</b>	2388	2666	2998	3416
<b>流动负债</b>	247	343	442	554
短期借款	0	0	0	0
应付账款	41	58	75	94
其他流动负债	207	285	367	459
<b>非流动负债</b>	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	250	346	445	557
少数股东权益	0	0	0	0
股本	200	200	200	200
资本公积	1620	1620	1620	1620
留存收益	318	500	733	1040
归属母公司股东权益	2138	2320	2554	2860
<b>负债和股东权益</b>	2388	2666	2998	3416

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	65	194	293	414
净利润	209	303	407	540
折旧摊销	8	7	8	8
财务费用	-20	-7	-9	-12
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-154	-113	-118	-127
其他经营现金流	22	4	5	5
<b>投资活动现金流</b>	-1696	2	2	2
资本支出	103	0	0	0
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	-1593	2	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	1645	-113	-165	-222
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	0	0	0
资本公积增加	1608	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-113	-165	-222
<b>现金净增加额</b>	14	82	129	194

资料来源:天软估值模型、第一创业证券研究所

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	836	1236	1652	2126
营业成本	335	474	618	776
营业税金及附加	6	11	17	21
营业费用	148	222	264	340
管理费用	115	167	215	276
财务费用	-20	-7	-9	-12
资产减值损失	5	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	247	359	537	714
营业外收入	1	10	10	10
营业外支出	0	4	4	4
<b>利润总额</b>	247	365	543	720
所得税	39	62	136	180
<b>净利润</b>	209	303	407	540
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	209	303	407	540
EBITDA	235	359	536	710
EPS(元)	1.04	1.51	2.04	2.70

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	49.6%	47.8%	33.6%	28.7%
营业利润	40.4%	45.2%	49.8%	33.0%
归属于母公司净利润	69.2%	45.0%	34.6%	32.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	60.0%	61.7%	62.6%	63.5%
净利率(%)	25.0%	24.5%	24.7%	25.4%
ROE(%)	9.8%	13.0%	16.0%	18.9%
ROIC(%)	9.8%	14.2%	18.3%	23.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	10.5%	13.0%	14.8%	16.3%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	9.18	7.47	6.57	6.01
速动比率	8.07	6.33	5.42	4.86
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.49	0.58	0.66
应收账款周转率	18	16	15	15
应付账款周转率	9.44	9.63	9.30	9.15
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.51	2.04	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.97	1.46	2.07
每股净资产(最新摊薄)	10.69	11.60	12.77	14.30
<b>估值比率</b>				
P/E	29.43	20.29	15.07	11.36
P/B	2.87	2.65	2.40	2.15
EV/EBITDA	25	17	11	8

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135