

2012年9月18日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn
联系人：苏林洁
0755-23905229 sulj@ghzq.com.cn

关注“加盟转直营”和“多品牌发展”进展

——朗姿股份（002612）调研报告

近日我们调研了朗姿股份，就近期经营状况、多品牌建设、加盟转直营进度等问题与公司高管进行了沟通。

投资要点：

女装行业增速放缓，高端女装占比下降 根据中华全国商业信息中心的统计，2011年我国高档女装市场销售增速相比上年有明显放缓，全年零售额同比增长20%。高档女装零售额占女装零售总额的比重为17.93%，比2010年下降了2.34个百分点。且高档女装行业前十、前二十品牌集中度分别为22.03%和34.34%，行业集中度相较于其他行业较低。

渠道整合，加盟转直营 由于公司在发展初期，需利用加盟商的地域优势进驻百货谈判，因此主品牌朗姿加盟占比略高（朗姿、莱茵、卓可加盟渠道数量占比分别为62%、38%和20%，玛丽安玛丽全部为直营）。目前公司对朗姿品牌采取部分加盟转直营的方式，收编部分加盟商的店铺归公司所有。上半年在一二线城市收了19家加盟商门店（无锡14家，河南5家），未来还将通过从一二线及省会城市的加盟转直营及新开直营店的方式，实现一二线城市全部直营、全国80%-90%直营占比的目标。

多品牌发展，玛丽安玛丽成为新亮点 至2012年中期，公司少淑品牌玛丽安玛丽新品牌收入2000多万，共有门店22家（由于统计口径原因，实际开店超过22家），计划到2012年底，品牌共扩展门店67家。我们认为少淑女装还处于高速发展的蓝海阶段，同时相比高端女装的渠道空间更广，玛丽安玛丽有望借助公司已有的渠道资源实现快速扩张，成为未来业绩的主要贡献点之一。

投资逻辑 我们认为公司作为A股市场唯一的多品牌高端女装，在短中期的增长上有两个看点：一是未来朗姿、莱茵、卓可新增渠道的开拓和现有渠道“加盟转直营”带来的单店收入和毛利率的持续提升；二是多品牌建设中少淑女装玛丽安玛丽所处行业空间更为宽广，少淑品牌有望在未来几年成为新的增长点。

盈利预测 预计公司2012年-2014年EPS分别为1.5元、1.95元和2.61元，CAGR为36%。目前股价对应12-14年PE分别为21.9倍、16.8倍和12.6倍，首次给予“增持”评级。

风险提示： 加盟转直营后，存货持续上升的风险；玛丽安玛丽品牌运作不达预期的风险；

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	843	1165	1569	2057
增长率(%)	55%	38%	35%	31%
净利润 (百万元)	209	301	388	521
增长率(%)	69%	44%	29%	34%
摊薄每股收益 (元)	1.04	1.51	1.94	2.61
ROE(%)	9.8%	13.2%	15.6%	19.0%

目 录

1、女装行业增速放缓，高端女装占比下降.....	4
1.1、女装行业增速放缓，高端女装占比下降，非省会城市比重上升.....	4
1.2、行业集中度分散，前十大品牌集中度低.....	4
2、渠道整合，加盟改直营.....	5
2.1、渠道整合，共同获利.....	5
2.2、加盟转直营，争取一二线城市全直营.....	6
3、多品牌发展，玛丽安玛丽为新亮点.....	6
3.1、五大品牌：朗姿、莱茵、卓可、玛丽安玛丽、利亚朗姿.....	6
3.1、掘金少淑市场，玛丽安玛丽今年将净开店 60 家.....	7
4、经营状况分析.....	8
4.1、二季度为销售淡季，全年开店趋于谨慎.....	8
4.2、直营占比提升导致库存上升较快.....	8
4.3、奥特莱斯店整合将于年内完成.....	9
4.4、股权激励行权条件高.....	9
5、盈利预测及投资建议.....	9
6、风险提示.....	10

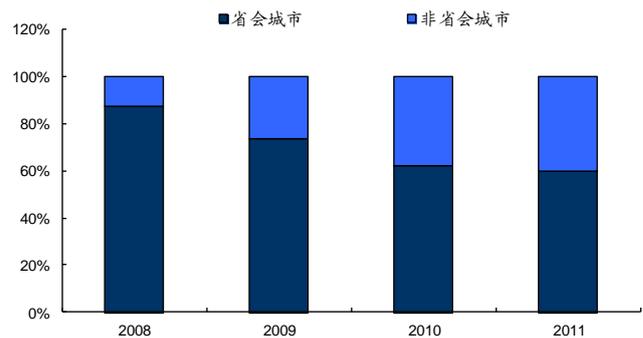
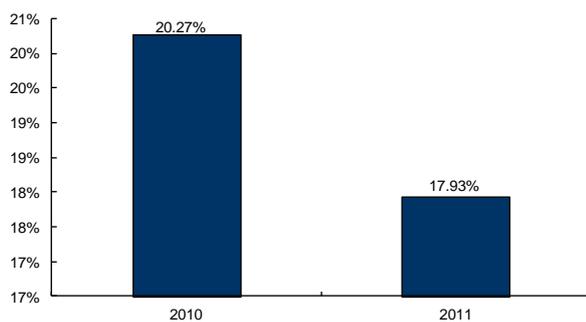
1、女装行业增速放缓，高端女装占比下降

1.1、女装行业增速放缓，高端女装占比下降，非省会城市比重上升

根据中华全国商业信息中心对全国重点大型零售企业高档女装销售情况的统计调查，2011年，我国高档女装市场销售增速相比上年有明显放缓，全年零售额同比增长20%。高档女装零售额占女装零售总额的比重为17.93%，比2010年下降了2.34个百分点。

2011年高档女装零售额中有近40%来自于非省会城市，这一比重比上年增长了2.22个百分点，相比2008年则增长了27.75个百分点。

图 1、高档女装零售额占女装总销售的比重为 17.93% 图 2、2008-2011 年高档女装销售区域结构



资料来源：中华全国商业信息中心、国海证券研究所

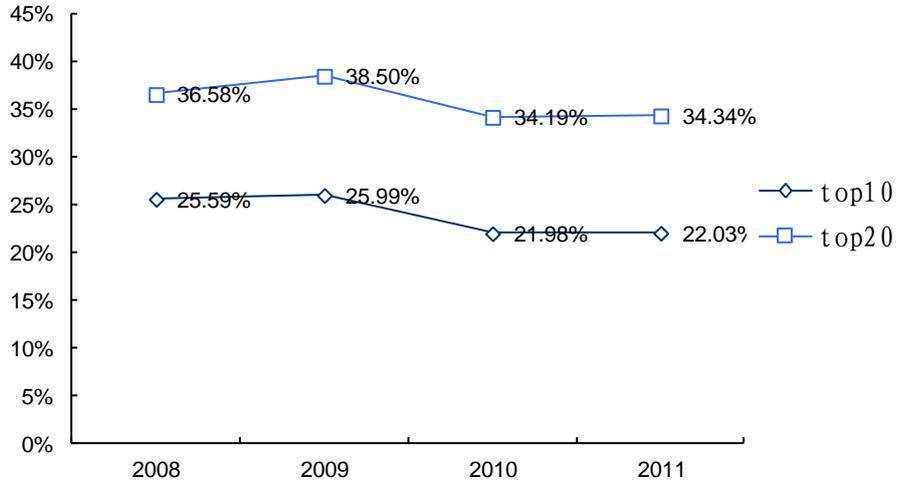
资料来源：中华全国商业信息中心、国海证券研究所测算

1.2、行业集中度分散，前十大品牌集中度低

高档女装行业竞争十分激烈，前十位品牌集中度一直处于较低水平，2011年仅为22.03%，并且市场综合占有率位居前十位的品牌中第一位与第十位品牌的差距仅为1.41个百分点，相比前几年有明显的缩小。2011年我国高档女装市场销售前十、前二十品牌集中度分别为22.03%和34.34%，比2010年分别增长了0.05和0.15个百分点，增长幅度较小。

2011年，高档女装市场综合占有率位居前十位的品牌依次是宝姿、玛丝菲尔、雅莹、朗姿、维格娜丝、阿玛施、歌力思、娜尔思、白领和音儿，其中，宝姿、玛丝菲尔、雅莹、朗姿和维格娜丝五个品牌自2009年以来连续三年市场综合占有率位居前十位。

图 3、2008-2011 年高档女装市场品牌集中度 (%)



资料来源：中华全国商业信息中心、国海证券研究所

2、渠道整合，加盟改直营

截止今年上半年，公司总共开店 422 家，其中上半年净增 34 家。分品牌看，朗姿品牌共有门店 223 家（其中直营 84 家，加盟 139 家），莱茵品牌共有门店 97 家（其中直营 60 家，加盟 37 家），卓可品牌共有门店 64 家（其中直营 51 家，加盟 13 家），玛丽安玛丽共有门店 22 家（全部为直营店）；分渠道结构看，公司直营店铺 230 家，加盟店铺 192 家，是一家典型的主品牌占主导地位、直营占比较高的女装企业。但相比其他三个品牌，主品牌朗姿直营占比相对较少，这跟公司发展初期利用加盟商的地域优势进驻百货谈判有关。

上市以来，公司对朗姿品牌采取部分加盟转直营的方式，收编部分加盟商的店铺归公司所有，我们的观点如下：

2.1、渠道整合，共同获利

从渠道空间来看，大致测算女装单品牌的门店天花板在 500 家左右，参考宝姿在 300-350 家的阶段渠道扩展就会显著放缓。朗姿选择在品牌高速成长阶段将加盟收编直营，一方面有利于公司在快速发展的同时增强终端的控制力，另一方面也会避免增长后期可能产生的由于利益不一致而与加盟商造成冲突的尴尬局面，其典型成功的案例是女鞋龙头百丽集团（发展阶段将加盟店收归直营，多品牌打包进商场有利于加强与商场谈判能力）。

从终端管理角度看，一方面由于直营每平方米铺货额比加盟大，收归直营有利于提高平效及单店销售额；另一方面，公司可继续运用加盟商与商场的关系，在门店位置、商场扣点方面均较公司自己单独开直营店有一定优势。同时公司给予加

盟商一定的管理费（高于加盟商的利润），由此形成对品牌公司和加盟商共同获利的双赢局面。

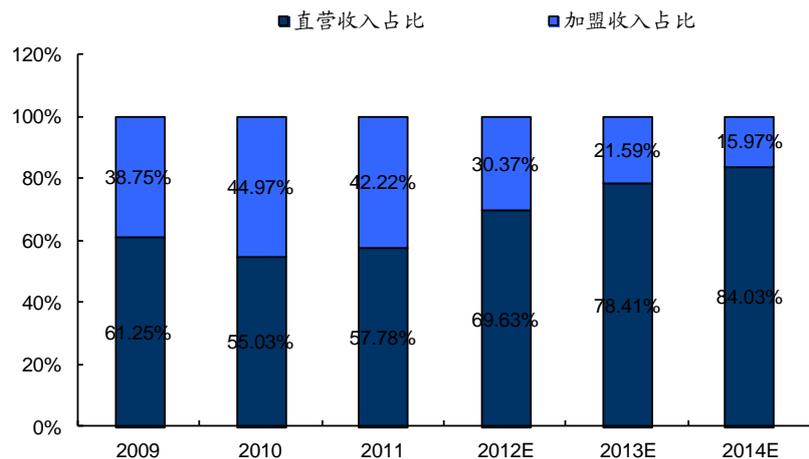
当然，由于收编直营后门店的库存也归于公司，使得今年上半年公司库存有较大增长，同时对公司现金流也有一定的考验。

2.2、加盟转直营，争取一二线城市全直营

公司上半年在一二线城市收归了 19 家加盟商门店（无锡 14 家，河南 5 家），具体模式为加盟商作为门店管理者，不具备所有权，但仍负责门店的日常运营，公司按照直营模式管理门店，包括配送、存货等。公司定期按照销售额给予加盟商一定管理费（管理费大于往年加盟商的净利润）。

未来公司还将通过从一二线及省会城市的加盟转直营及新开直营店的方式，实现全国 80%-90% 直营占比、一二线城市全部直营的目标。

图 4、公司直营加盟占比变化



资料来源：公司公告、国海证券研究所

3、多品牌发展，玛丽安玛丽为新亮点

3.1、五大品牌：朗姿、莱茵、卓可、玛丽安玛丽、利亚

朗姿

公司目前拥有 5 大品牌，主品牌“朗姿”销售占比 63.5%，为公司收入主要来源。

“卓可”为代理韩国大贤公司品牌，每年付给大贤公司商标使用费 55 万美金，最新续签的合同有效期至 2020 年，2011 年收入 1.62 亿元，占比 19.22%。“莱茵”为公司 2006 年设立的品牌，2011 年收入 1.46 亿元，占比 17.28%。“利亚朗姿”

和“玛丽安玛丽”均为公司 2011 年新推出的品牌，分别定位超高端女装和少淑女女装。

朗姿：定位高端商务正装，覆盖消费群体为 25-55 岁的都市女性，风格成熟典雅；

莱茵：定位高端商务休闲，覆盖群体为 20-50 岁的都市白领，风格妩媚精致；

卓可：代理品牌，定位高端时尚女装，覆盖群体为 18-45 岁的都市时尚女性，风格张扬个性。

玛丽安玛丽：定位休闲少淑女装，覆盖群体为 20-40 岁的都市少淑女性，风格时尚。

利亚朗姿：定位超高端女装。

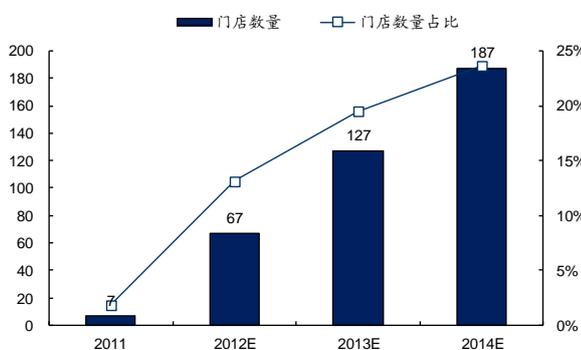
3.1、掘金少淑市场，玛丽安玛丽今年将净开店 60 家

公司 2011 年成立新品牌玛丽安玛丽，进入市场空间更大的少淑女装市场，这将成为公司未来品牌扩张的一大看点。尽管市场定位不同，但为了保持公司高端女装市场运作的一致性，玛丽安玛丽在定价上比欧时力等著名少淑品牌高 20%左右。

目前新品牌的设计团队已经形成，品牌风格定位也在摸索中逐渐完善。2012 年中期玛丽安玛丽新品牌收入 2000 多万，共有门店 22 家（统计口径问题，实际开店超过 22 家），计划到 2012 年底，公司共扩展门店 67 家。

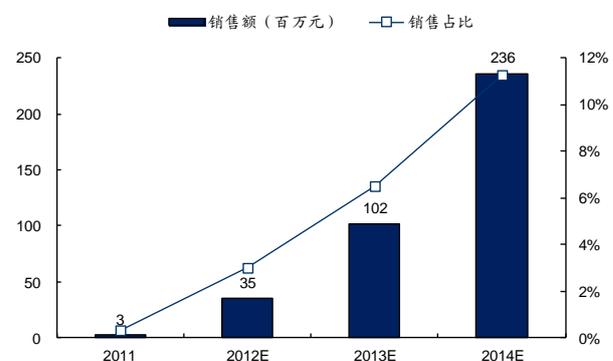
从新品牌的发展状况来看，玛丽安玛丽是公司多个自创品牌中发展最快的新品牌之一，我们认为少淑女装还处于高速发展的蓝海阶段，同时相比高端女装的渠道空间更广，玛丽安玛丽有望借助公司已有的渠道资源实现快速扩张，成为未来业绩的主要贡献点之一。

图 5、玛丽安玛丽门店数量及占比



资料来源：公司公告、国海证券研究所估算

图 6、玛丽安玛丽销售额及占比



资料来源：Wind、国海证券研究所测算

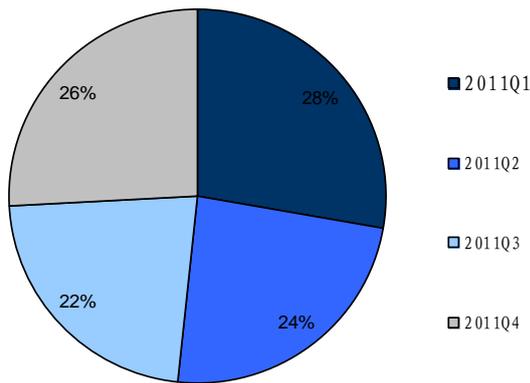
4、经营状况分析

4.1、二季度为销售淡季，全年开店趋于谨慎

二季度销售放缓。公司二季度营业收入和净利润增速分别为 14.97%和 15.39%，但从 7 月开始，销售开始回升，7 月当月实现销售收入约为 7000-8000 万元，净利润约为 2000 万元。我们认为二、三季度为公司历年销售淡季，2011 年二季度销售收入全年占比为 23.9%，但从三季度数据来看已有所回升，全年综合看二季度的影响将较小。

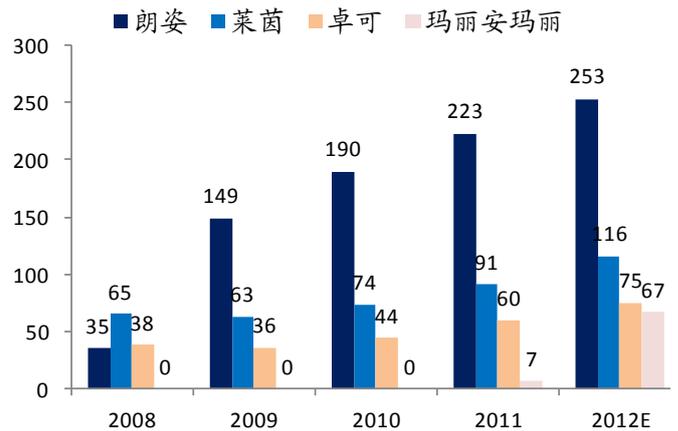
全年开店趋于谨慎。由于经济形势复苏预期放缓，公司今年开店将略微谨慎，年初制定的三大主品牌开店 80 家，玛丽安玛丽开店 80 家的计划或有所放缓。我们预计公司全年开店约为 130 家，其中三大主品牌合计开店 70 家至 444 家，玛丽安玛丽净开店 60 家至 67 家。

图 7、2011 年公司各季度销售占比



资料来源：公司公告、国海证券研究所估算

图 8、2008-2012 年各品牌开店



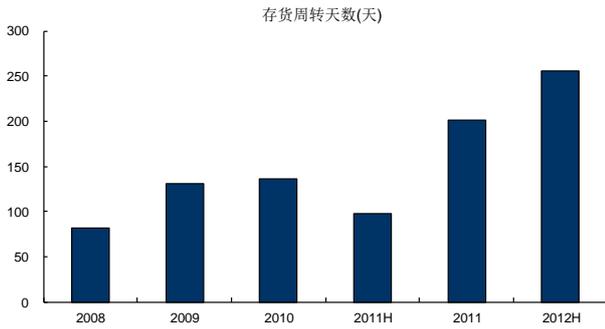
资料来源：Wind、国海证券研究所测算

4.2、直营占比提升导致库存上升较快

公司库存分三个组成部分：过季库存 30%，当即库存 50%，未来备货 20%，从数值上看，库存在近年有很大程度上升，从 2008 年的 0.25 亿增长 11.8 倍至 2012 年中期的 3.18 亿。存货周转率从 2008 年的 4.4 下降到 2011 年底的 1.79。

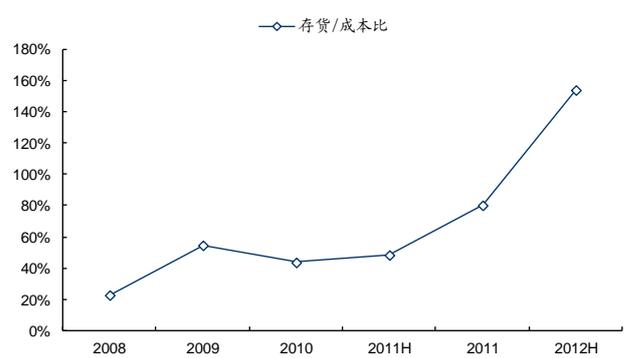
今年上半年存货激增的原因主要是，一方面公司上半年加盟转直营，并且直营店从 2012 年开始实行配货制，是导致存货与往年异常的主要原因；另一方面，终端零售放缓，售罄率有所下降，直营店过季存货比往年有所增加（往年占比 20%，今年 30%）。

图 9、2008-2011 年存货周转天数



资料来源：公司公告、国海证券研究所估算

图 10、2008-2011 年存货/成本比



资料来源：Wind、国海证券研究所测算

4.3、奥特莱斯店整合将于年内完成

“第五季”负责 OUTLETS 折扣店。为配合处理库存，公司去年成立的“第五季”部门，负责折扣店并整合部分终端店铺，去年已开 7 家 OUTLETS 折扣店，销售额达 2000 万，截止今年上半年，公司新增 9 家至 16 家 OUTLETS 折扣店。

预计年内完成全部 OUTLETS 整合。折扣店以多品牌放在一起开大店的形式，利用品牌和风格的多样性促进销售额，销售价在 5-6 折之间，计划于今年内完成全部 OUTLETS 的整合（还有 10 多家），预计未来 OUTLETS 门店共有 30 家左右。

4.4、股权激励行权条件高

公司已于 2012 年 5 月 18 日进行股权激励的首次授予，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（其中李春仙 19 万股，张涵 11 万股，郭旭 11 万股，黄国雄 11 万股），共授予 258 万份股票期权，行权价格为 35.4 元。

本次行权条件较高，以 2011 年为基数，2013 年净利润增长率不低于 80%，2014 年净利润增长率不低于 145%，2015 年净利润增长率不低于 210%。

我们认为较高的行权条件（换算成 2013-15 年 EPS 分别为 1.88、2.56 和 3.22 元），充分显示出公司管理层对未来企业发展充分的信心。

5、盈利预测及投资建议

我们认为公司短中期的增长有两个看点：一是未来朗姿、莱茵、卓可新增渠道的开拓和现有渠道“加盟转直营”带来的单店收入和毛利率的持续提升；二是多品牌建设中小淑女装玛丽安玛丽所处行业空间更为宽广，少淑品牌有望在未来几年成为新的增长点。

预测公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.5 元、1.95 元和 2.61 元, CAGR 为 36%。目前股价对应 12-14 年 PE 分别为 21.9 倍、16.8 倍和 12.6 倍, 考虑到公司目前已积累一定的涨幅, 首次给予“增持”评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	843	1165	1569	2057
增长率 (%)	55%	38%	35%	31%
净利润 (百万元)	209	299	390	522
增长率 (%)	69%	43%	30%	34%
摊薄每股收益 (元)	1.04	1.50	1.95	2.61
ROE (%)	9.8%	13.1%	15.7%	19.0%

6、风险提示

- 加盟转直营后, 存货持续上升的风险;
- 玛丽安玛丽品牌运作不及预期的风险;

表 1、朗姿股份盈利预测

证券代码:	002612.SZ	股票价格:	32.750	投资评级:	增持	日期:	2012/9/17		
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	13%	16%	19%	EPS	1.04	1.50	1.95	2.61
毛利率	60%	63%	64%	64%	BVPS	10.69	11.44	12.41	13.72
期间费率	30%	31%	30%	30%	估值				
销售净利率	25%	26%	25%	25%	P/E	31.39	21.90	16.79	12.56
成长能力					P/B	3.06	2.86	2.64	2.39
收入增长率	55%	38%	35%	31%	P/S	7.77	5.62	4.17	3.18
利润增长率	69%	43%	30%	34%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.35	0.45	0.54	0.63	营业收入	843	1165	1569	2057
应收账款周转率	19.97	19.97	22.42	27.49	营业成本	335	430	572	734
存货周转率	1.85	1.51	1.57	1.64	营业税金及附加	6	12	16	21
偿债能力					销售费用	148	221	282	350
资产负债率	10%	12%	15%	16%	管理费用	115	171	217	267
流动比	9.18	7.33	6.19	5.52	财务费用	(20)	(40)	(30)	(10)
速动比	8.09	6.32	5.15	4.57	其他费用/(-收入)	(5)	(7)	(9)	(10)
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	247	364	503	685
现金及现金等价物	159	441	797	1294	营业外净收支	0	10	10	10
应收款项	59	60	82	70	利润总额	247	374	513	695
存货净额	269	326	432	501	所得税费用	39	75	123	174
其他流动资产	1785	1535	1283	1065	净利润	209	299	390	522
流动资产合计	2271	2362	2595	2930	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	43	149	164	178	归属于母公司净利润	209	299	390	522
在建工程	13	43	83	103	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	55	53	57	62	经营活动现金流	157	425	436	594
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	209	299	390	522
资产总计	2388	2612	2904	3277	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	7	10	20	22
应付款项	41	53	72	88	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	164	227	305	400	营运资金变动	(59)	116	26	51
其他流动负债	43	43	43	43	投资活动现金流	(1696)	(136)	(55)	(34)
流动负债合计	247	322	420	531	资本支出	(19)	(136)	(55)	(34)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	1	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	其他	(1677)	0	0	0
长期负债合计	3	3	3	3	筹资活动现金流	1645	(150)	(195)	(261)
负债合计	250	325	422	534	债务融资	0	0	0	0
股本	200	200	200	200	权益融资	1667	0	0	0
股东权益	2138	2287	2482	2743	其它	(22)	(150)	(195)	(261)
负债和股东权益总计	2388	2612	2905	3277	现金净增加额	106	140	186	300

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

刘金沪，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn