

## 三地资本平台联动布局，打造国际化、互联网化“泛时尚生态圈”

### 投资要点：

- **公司今日发布定增方案。**拟发行股票 463,367,850 股，发行价 32.25 元/股，发行对象包括申今花、新华汇嘉拟筹建的证券投资基金、晨晖创鼎拟筹建的证券投资基金、中融鼎新拟筹建的资产管理计划、中再资管、马金真等 6 名特定对象，募集资金不超过 15 亿元，限售期 3 年。募投项目为韩国时尚品牌引进和运营项目、偿还银行借款和补充流动资金。本次发行目的是（1）实施公司“泛时尚生态圈”的国际化战略；（2）提升公司资本和抗风险能力，为实施未来发展战略奠定资金基础。
- **三地资本平台联动布局，打造国际化、互联网化“泛时尚生态圈”。**公司在 2014 年出资控股韩国第一大婴童品牌阿卡邦 (013990) 26.63% 股权；在 2015 年 4 月参股全球快时尚精品品牌移动电商新秀--Hifashion Group Inc. (明星衣橱) 5% 股权，同期公告拟收购全国第二大在线棋牌游戏运营商联众国际 (HK6899) 28.90% 的股权。实现三地联动布局，成为 A 股市场消费品领域首家具备三地资本市场运作能力的企业，推动“泛时尚生态圈”的国际化、互联网化布局。
- **收购香港联众国际 28.9% 股权，“泛时尚”生态圈关键布局。**联众作为全球领先的智力运动开发商及运营商，已构建了包含线上游戏和赛事直播、品牌赛事运营、O2O 拓展以及棋牌运动教育等丰富内容的**智力运动产业生态圈**。联众为朗姿提供了基础性平台及流量入口，朗姿可利用联众丰富的 O2O 运营经验，构建线上线多维联动的立体营销体系。
- **控股韩国国民童装阿卡邦，布局绿色婴童市场。**目前我国婴童市场处于早期阶段，第一大品牌巴拉巴拉市场占有率仅为 3%。而阿卡邦拥有的 8 个系列中低到中高端品牌，实现了从怀孕开始到婴儿到幼童的服装、用品的全面覆盖，公司计划在中国打造一体化的绿色婴童产业，开设体验购物为一体的集合店 (300 平米以上)，并计划引入早教资源，实现“早教+孕妇+婴幼儿用品、服装”的一体化产业，未来在婴产业相关领域还会继续拓展，不排除与儿童游戏娱乐等产业的跨界整合。
- **增资若羽臣，协助阿卡邦在国内落地：**（1）若羽臣可为阿卡邦提供一体化专业品牌营销和运营管理。（2）助力阿卡邦线上市场的发展。
- **参股明星衣橱，布局移动电商：**（1）享受移动电商平台高速发展带来的经济效益，为公司旗下品牌移动销售取得流量和推广方面的优势；（2）公司的国际时尚资源可以整合到明星衣橱以提高其推广效果、拉升其平台的调性；（3）明星衣橱可以用作公司品牌新款上市前的试销和选款平台，根据用户访问、收藏和分享等用户的数据进行精准的订单投放，最大化销售同时有效控制库存。
- **投资建议：维持推荐评级。**我们估计 2015 年女装利润 1.45 亿、增速 19.8%。**联众 2015 年收入 7.6 亿，同比增 60%，净利润 2 亿+**。考虑到泛时尚、国际化、互联网化的战略，三地资本市场布局，以及与广发投行 TMT 团队的战略合作关系，有望成为时尚互联网的领军企业，后续依靠跨境资本优势的持续整合充满想象空间，继续维持推荐评级。
- **风险提示：**联众股权转让港交所审批存在的不确定性；定增方案过会存在不确定性。

## 朗姿股份 (002612.SZ)

**推荐** 维持评级

### 分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

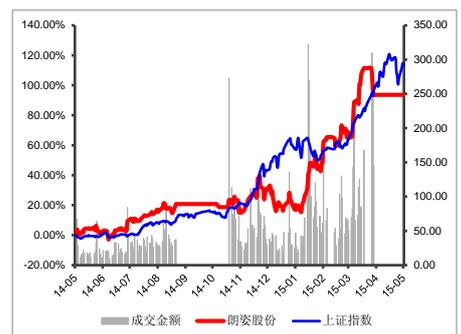
(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

### 市场数据 时间 2015.5.13

A 股收盘价 (元)	37.37
A 股一年内最高价 (元)	42
A 股一年内最低价 (元)	18.72
上证指数	4375.76
市净率	3.26
总股本 (万股)	20000
实际流通 A 股 (万股)	9513
流通 A 股市值 (亿元)	10487

### 相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

## 目录

<b>一、三地资本平台联动布局，打造国际化、互联网化“泛时尚生态圈”</b>	<b>1</b>
(一) 股权结构高度集中，定增完成后实际控制人仍持股 62.6%	2
(二) 收购中国第二大在线棋牌游戏运营商联众国际 28.9% 股权	3
(三) 控股韩国第一童装品牌阿卡邦	4
<b>二、拟收购联众国际 28.9% 股权：打造智力运动生态圈</b>	<b>5</b>
(一) 联众国际：中国第二大在线棋牌游戏运营商	5
(二) 14 年移动游戏爆发式增长，PC 游戏受益于用户粘性提升，德州扑克贡献居首位	7
(三) 战略布局：打造智力运动产业生态圈	11
(四) 竞争公司对比	14
(五) A 股游戏公司估值	16
<b>三、控股韩国第一阿卡邦，布局绿色婴童市场</b>	<b>17</b>
(一) 控股韩国第一童装品牌阿卡邦	17
(二) 国内童装市场高度分散，消费升级叠加人口红利抬升行业增长中枢	19
<b>四、增资若羽臣，协助阿卡邦在国内落地</b>	<b>20</b>
(一) 若羽臣：国内领先品牌电子商务营销和运营服务提供商	20
(二) 助力阿卡邦在国内落地	21
<b>五、参股明星衣橱，布局移动电商</b>	<b>21</b>
(一) 明星衣橱：全球快时尚精品品牌移动电商新秀	21
(二) 整合国际时尚资源，推广朗姿旗下品牌	22
<b>六、原有女装主业稳定增长</b>	<b>22</b>
(一) 高端女装行业现状	22
(二) “自创+代理”多品牌打造高端成熟女装版图	23
(三) 打造 Marie n'mary 和 DeWL 等时尚潮牌介入少淑女装板块	27
<b>七、盈利预测与投资建议</b>	<b>28</b>
(一) 女装主业预测	28
(二) 联众业绩预测	29
(三) 投资建议	29
<b>八、风险提示</b>	<b>29</b>
1、联众股权转让港交所是否通过存在不确定性。	29
2、定增方案证监会过会存在不确定性。	29
<b>插图目录</b>	<b>2</b>
<b>表格目录</b>	<b>2</b>

## 一、三地资本平台联动布局，打造国际化、互联网化“泛时尚生态圈”

公司在 2014 年底先后出资共计 3.12 亿元人民币控股韩国第一大婴童品牌**阿卡邦**（013990）26.63% 股权，建立了以中韩两家上市公司为资源整合平台的跨境资本架构，直接对接整合韩国服饰、母婴、整容等文化时尚产业资源，国际化版图初具雏形。

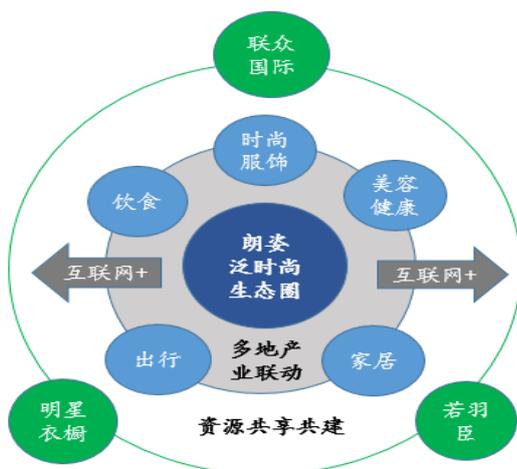
2015 年 4 月 13 日公告出资 750 万美元（约 0.46 亿人民币）参股全球快时尚精品品牌移动电商新秀--**Hifashion Group Inc.（明星衣橱）** 5% 股权，借助“明星衣橱”APP 的流量入口，布局**移动电商**业务。

2015 年 4 月 14 日，公司公告出资港币 11.93 亿（约 9.5 亿人民币）收购**联众国际**（HK6899）28.90% 的股权，联众国际作为全国第二大在线棋牌游戏运营商，具备正宗互联网基因，是公司进军互联网产业的一步重要举措，公司将借助联众国际的 O2O 棋牌游戏流量入口，打造线上线下资源联动的立体时尚生态圈。

2015 年 4 月 27 日公告以自有资金 1.1 亿元增资国内领先品牌电子商务营销和运营服务提供商**若羽臣**，增资完成后持有**若羽臣** 20% 股权，若羽臣是专注于母婴、化妆品行业的电子商务营销和运营服务商，朗姿参股若羽臣，有助于协助朗姿将韩国优质品牌，如阿卡邦等引入国内，提升品牌形象，拓展中国市场。

自此，公司实现了**三地联动布局**，成为 A 股市场消费品领域首家具备**三地资本市场运作能力的企业**，公司将会积极利用三地资本平台，不断联动整合吸纳、并购具有业务优势且有协同效应的相关公司，推动“泛时尚生态圈”的**国际化、互联网化布局**，公司后续依靠**跨境资本优势的持续整合**充满想象空间。

图 1：朗姿“泛时尚”生态圈



资料来源：中国银河证券研究部

注：股价变动图：

2014年9月5日朗姿控股阿卡邦，阿卡邦当天收盘价为8660韩元，截止到2015年5月13日，阿卡邦股价为13500韩元，上涨55.9%。

2015年4月14日朗姿收购联众28.9%股权，联众当天收盘价为6.53港元，截止到2015年5月13日，联众股价为8.55港元，上涨30.9%。

图 2：阿卡邦被控股后股价走势

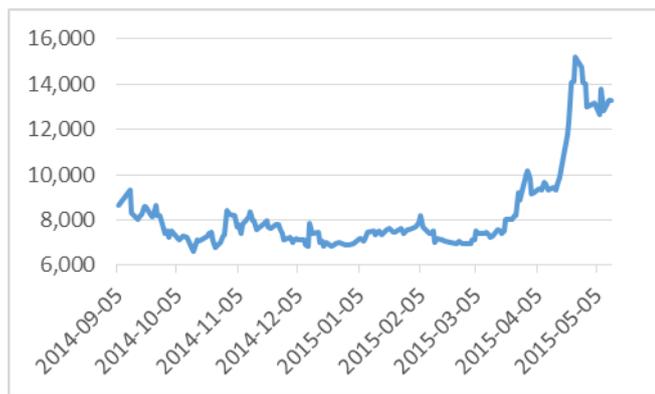
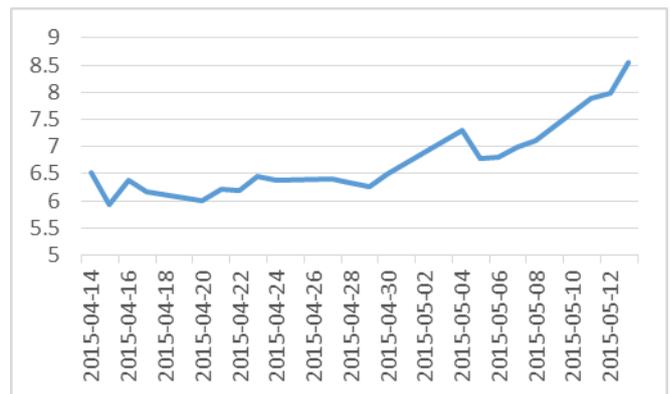


图 3：联众被收购后股价走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

### （一）股权结构高度集中，定增完成后实际控制人仍持股 62.6%

2015年5月13日，公司发布定增方案，发行股票数量46367850股，发行价32.25元/股，发行对象包括申金花、新华汇嘉拟筹建的证券投资基金、晨晖创鼎拟筹建的证券投资基金、中融鼎新拟筹建的资产管理计划、中再资管、马金真等6名特定对象，募集资金总额不超过15亿元，限售期3年。募投项目为韩国时尚品牌引进和运营项目、偿还银行借款和补充流动资金。

表 1：募集资金投向

项目名称	投资总额	募集资金拟投资额
韩国时尚品牌引进和运营	61,416	60,000
偿还银行借款	58,000	58,000
补充流动资金	32,000	32,000
合计	151,416	150,000

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

本次发行对象包括申金花（7亿元，占46.7%）、新华汇嘉拟筹建的证券投资基金（3亿元，占20%）、晨晖创鼎拟筹建的证券投资基金（2亿元，占13.3%）、中融鼎新拟筹建的资产管理计划（1亿元，占6.7%）、中再资管（1亿元，占6.7%）、马金真（1亿元，占6.7%）等6名特定对象。其中申金花为朗姿董事、总经理、实际控制人之一，另一发行对象为晨晖创鼎作为普通合伙人拟筹建的晨晖基金，其中，曾任朗姿独立董事的晏小平实际控制晨晖创鼎及晨晖基金，晏小平的配偶施葵作为有限合伙人投资晨晖创鼎，且公司现任董事、总经理及实际控制人之一申金花拟作为有限合伙人参与投资晨晖基金。

本次发行目的是：**(1) 实施公司“泛时尚生态圈”的国际化战略。**依靠公司自身和控股股东多年来在韩国积累的资源优势，以及公司旗下品牌历史超过 35 年的韩国知名上市公司阿卡邦的产业平台作为韩国资源运作的桥头堡，公司将依托拟参股公司若羽臣的互联网品牌运营经验和自身成熟完善的线下渠道，对接整合韩国服饰、母婴、化妆品等时尚产业，在“内生+外延”的双重驱动下加快时尚产业布局，提升韩国时尚品牌在国内的受众面和影响力，进一步丰富公司“泛时尚生态圈”的战略版图。**(2) 提升公司资本实力和抗风险能力，为实施未来发展战略奠定资金基础。**公司将从单纯的线下服装多品牌运营、生产和销售向母婴、美容、化妆品、整形美容、文体教育等“泛时尚”品类业务拓展，全面实施“推动大时尚产业的国际化和互联网化，打造线上线下、多品牌、全渠道的国际化时尚产业生态圈”的战略思路。本次定增有利于促进主营业务的良好发展、提高市场影响力，同时进一步提升公司资本实力和抗风险能力，为实施公司进一步发展战略提供坚实的资金基础，通过业务内生式发展及品牌外延式拓展，不断提升公司业务规模，整合产业链，增强公司未来的竞争力和持续经营能力。

公司上市初，申东日持股 55.45%、申今花持股 8.24%，公司于 2014 年 11 月公司的员工持股计划定向受让申东日所持 933 万股（占公司总股本的比例为 4.67%，减持均价 21.31 元），完成后其持股比例减至 50.79%；实际控制人之父申炳云持股比例为 7.27%。本次非公开发行后，公司总股本将达到 246,367,850 股，申东日、申今花、申炳云合计直接持有 139,692,980 股公司股份，持股比例为 62.6%，仍处于实际控制人地位。

表 2: 公司前十大股东（定向增发后）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
申东日	101,577,750	41.23
申今花	38,115,230	15.47
申炳云	14,538,450	5.90
朗姿股份有限公司-第 1 期员工持股计划	9,330,000	3.79
新华汇嘉	9,273,570	3.76
晨晖创鼎	6,182,380	2.51
中融鼎新	3,091,190	1.25
中再资管	3,091,190	1.25
马金真	3,091,190	1.25
华夏成长证券投资基金	2,379,798	0.97
合计	190,670,748	77.39

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## （二）收购中国第二大在线棋牌游戏运营商联众国际 28.9% 股权

2015 年 4 月 11 日，朗姿股份全资子公司 The Clothing Holding Limited 以 11.9 亿港元收购联众国际 28.9% 的股权，收购前张荣明、刘江、申东日、龙奇等持有联众国际 46.25% 的股权，收购后朗姿将与张荣明、刘江、龙奇等一致行动人合计持有联众国际 46.25% 的股权。

此次收购联众股权是朗姿铸造“泛时尚生态圈”国际化、互联网化的关键布局，公司未来将利用三地资本平台，进一步将“泛时尚生态圈”版图扩展到包括但不限于“时尚服装、时尚饰品、时尚医疗美容、时尚家居、时尚出行、时尚饮食”等泛时尚领域。此外，联众还为朗姿提

供了**基础性平台及流量入口**，朗姿可利用联众丰富的 O2O 运营经验，将线上品牌流量打通，构建线上线下一体联动的立体营销体系。

联众于 2014 年 6 月 30 日于香港联交所主板上市，目前总股本 7.8 亿，总市值 67.2 亿港元（5 月 13 日价格）。2014 年总收入 4.76 亿，同比增 101.7%。净利润 0.98 亿，同比增 178%。每股派息 0.06 人民币。

联众创办于 1998 年 3 月，联众作为全球领先的智力运动开发商及运营商，已构建了包含线上游戏和赛事直播、品牌赛事运营、O2O 拓展以及棋牌运动教育等丰富内容的**智力运动产业生态圈**。根据易观报告，截至 2013 年底，**公司是中国第二大在线棋牌游戏运营商**，按 2013 年在中国棋牌游戏市场所得收入计算，在网络游戏公司中排名第三，前两名为腾讯及边锋（盛大旗下），第四名为博雅。

联众在 2014 年总收入 4.76 亿，分平台看，**PC 游戏收入占 64.3%，移动游戏收入占 32.1%**。在 PC 游戏中，德州扑克的收入占比最高（约占 43%），其次是麻将（约占 33%），最后是斗地主（约占 14%）。14 年联众 MAU（平均每月活跃用户）2580 万，同比增长 26.8%，其中德州扑克的活跃用户最少，仅 11.1 万名，但 ARPU（每个付费用户平均每月贡献收入）贡献最高，贡献了 43% 的收入。

### （三）控股韩国第一童装品牌阿卡邦

朗姿韩国在 2014 年底先后出资共计 3.12 亿元人民币控股韩国第一大婴童品牌阿卡邦（013990）26.63% 股权，成为阿卡邦第一大流通股东。

韩国阿卡邦成立于 1979 年，是韩国第一家专业经营婴幼儿服装和用品公司。公司主营 0-4 岁孩童服装、婴儿用品、护肤品、玩具及孕妇装、孕妇用品、护肤用品等 10 多个中高端母婴品牌，实现高、中、低端的全面覆盖，包括自有中高端品牌 ETTOI，代理品牌 ELLE 和 Basic ELLE，中低端自有品牌 agabang 和 agabang T、Dear baby，以及婴童内衣品牌 2ya2yaO、婴幼儿用品 Putto 和 ecomu 品牌，代理的美国孕妇装 Maternity（独立开设的集合店，在美国市场占有率约 40%）等。渠道包括高端百货、shopping mall、超市、和集合店等形式，目前在韩国共拥有 635 家门店（其中直营占 40%+）。

阿卡邦 2013 年在韩国市场综合占有率为 16%，排名第二。根据我国会计准则调整后数据，2013 年阿卡邦收入和净利分别为 11.23 亿和 342 万元，14 年 H1 收入和净利分别为 4.2 亿和 -4386 万元。我们了解阿卡邦目前业绩下滑的主要原因一是韩国经济近年来不景气购买力下降；二是阿卡邦的渠道类型（更注重超市渠道）受到韩国出生率的下滑的影响较为严重；三是近两年来消化阿卡邦因 12 年进行的产品升级换代和乐观预期下的过多短期库存（于 14 年底，库存已恢复常态）。韩国市场的渠道主要分为三种类型，百货、超市（mart）、专卖店，阿卡邦自 02 年开始进入超市渠道，销售蒸蒸日上，但近几年由于中国消费者的大量涌入，百货渠道逐渐强势，阿卡邦在百货渠道较弱，超市渠道的生意又受到出生率降低、经济不景气和短期库存过多的影响，所以业绩逐渐下滑。在中国，朗姿具有渠道和供应链优势，阿卡邦的高端中童装和公司现有的女装业务也能形成协同效应。

我们认为公司控股阿卡邦布局婴童市场，是符合我国童装行业发展趋势的，目前我国婴童市场处于早期阶段，第一大品牌巴拉巴拉市场占有率仅为 3%，未来发展空间巨大。而阿卡

邦拥有的 8 个系列品牌，实现了从怀孕开始到婴儿到幼童的服装、用品的全面覆盖，公司计划在中国打造一体化的绿色婴童产业，开设体验购物于一体的集合店（300 平方米以上），并引入早教资源，实现“早教+孕妇+婴幼儿用品、服装”的一体化产业，未来在婴产业相关领域还会继续拓展，不排除与儿童游戏娱乐等产业的跨界整合。

## 二、拟收购联众国际 28.9% 股权：打造智力运动生态圈

### （一）联众国际：中国第二大在线棋牌游戏运营商

#### 1、业务介绍：中国第二大在线棋牌游戏运营商

联众于 2014 年 6 月 30 日于香港联交所主板上市，目前总股本 7.8 亿，总市值 67.2 亿港元（5 月 13 日价格）。2014 年总收入 4.76 亿，同比增 101.7%。净利润 0.98 亿，同比增 178%。每股派息 0.06 人民币。

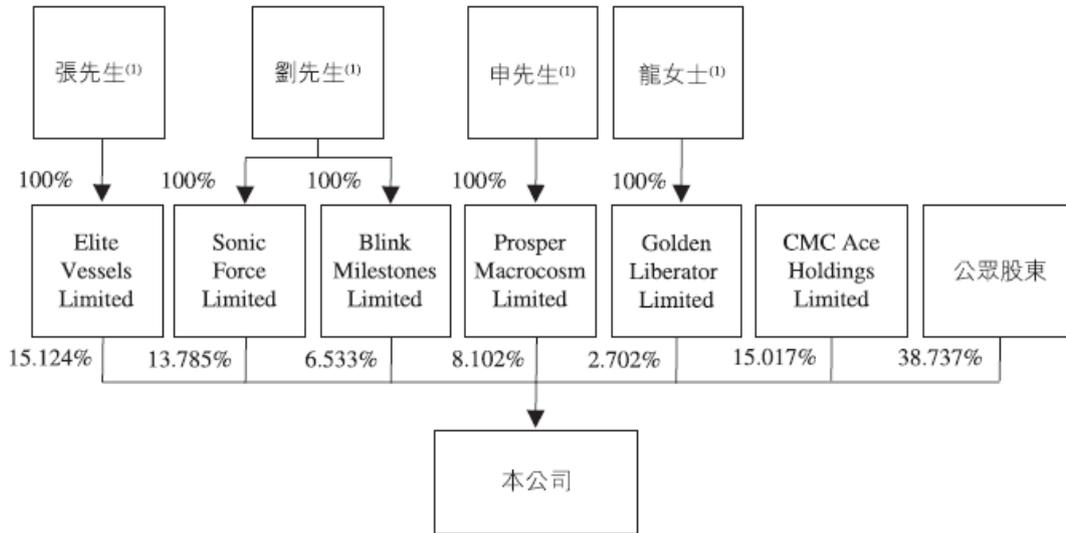
联众创办于 1998 年 3 月，联众作为全球领先的智力运动开发商及运营商，已构建了包含线上游戏和赛事直播、品牌赛事运营、O2O 拓展以及棋牌运动教育等丰富内容的智力运动产业生态圈。根据易观报告，截至 2013 年底，公司是中国第二大在线棋牌游戏运营商，按 2013 年在中国棋牌游戏市场所得收入计算，在网络游戏公司中排名第三，前两名为腾讯及边锋（浙报传媒（600633）全资子公司），第四名为博雅互动。

联众在 2014 年总收入 4.76 亿，分平台看，PC 游戏收入占 64.3%，移动游戏收入占 32.1%。在 PC 游戏中，德州扑克收入占比最高（约占 43%），其次是麻将（约占 33%），最后是斗地主（约占 14%）。14 年联众 MAU（平均每月活跃用户）2580 万，同比增长 26.8%，其中德州扑克的活跃用户最少，仅 11.1 万名，但 ARPU（每个付费用户平均每月贡献收入）贡献最高，贡献了 43% 的收入。

#### 2、股本结构：股本三次换手，2010 年 MBO 后明确战略方向，重新起航

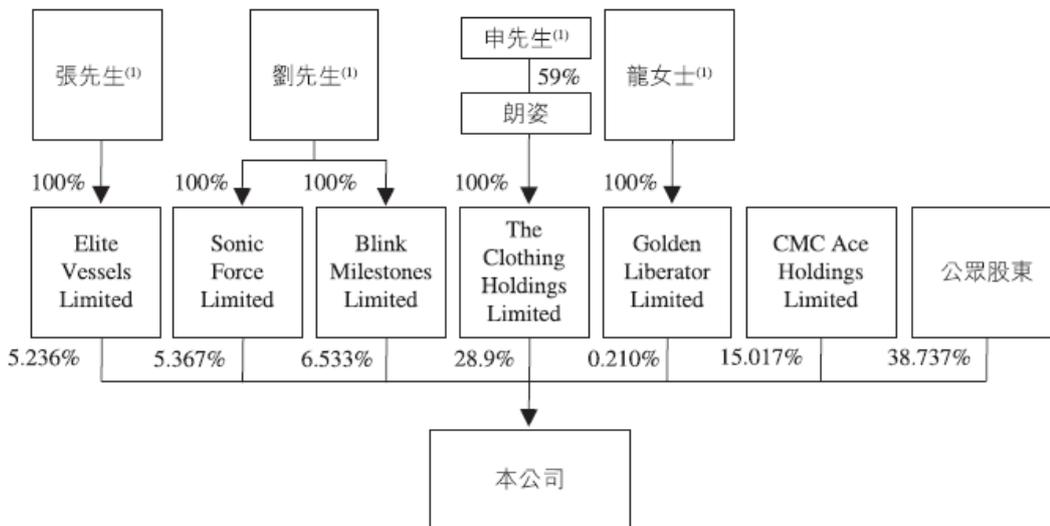
2015 年 4 月 11 日，朗姿股份全资子公司 The Clothing Holding Limited 以 11.9 亿港元收购联众国际 28.9% 的股权，收购前张荣明、刘江、申东日、龙奇等持有联众国际 46.25% 的股权，收购后朗姿将与张荣明、刘江、龙奇等一致行动人合计持有联众国际 46.25% 的股权。

图 4: 收购前联众股本结构:



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 5:收购完成后联众股本结构:



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

自 1998 年创立，联众股权三次换手，历经波折。在 2010 年由现任管理层收购，调整公司架构，陆续剥离对旗下大型网游项目，重新制定了以棋牌、休闲游戏为核心的战略，公司得以重新起航。

**(1) 第一次换手：2001 年海虹控股联众**

2001 年 5 月，海虹（000503.SZ）购入联众 79% 股份，获得联众实际控制权。

表 3:联众第一次换手

时间	事件
1998 年 3 月	联众创立，鲍岳桥、简晶及王建华分别占股 33.4%，33.3%和 33.3%。
1999 年 6 月	中公网出资 200 万，中公网、鲍岳桥、简晶及王建华分别占股 79%、7%、7%、7%。

2001年5月 中公网将全部权益转让给独立第三方**海虹投资咨询有限公司**。海虹、鲍岳桥、简晶及王建华分别占股79%、7%、7%、7%。

资料来源：公司公告，中国银河证券

### （2）第二次换手：嫁入豪门，成为韩国最大的网络游戏集团 NHN 旗下子公司

2004年4月，韩国 NHN 以1亿美元购入联众50%股份，其中包括从海虹转让的29%股份，以及鲍岳桥等3位创始人21%的股份。此后 NHN 与海虹各持有联众50%的股份。鲍岳桥与韩国 NHN 代表金正浩共同担任联席 CEO，联众成为韩国最大的网络游戏集团 NHN 旗下子公司。

### （3）第三次换手：现任管理层收购，公司重回正轨

2010年12月，联众采用 MBO（管理层收购）的方式，通过成立壳公司**伟德沃富**，购回原两大股东海虹及韩国 NHN 持有的全部股权，同时，联众还对公司架构进行了调整，并任命原 IBM 大中华区高管杨庆出任公司联席 CEO 一职。在此次调整后，联众陆续对旗下的大型网游项目进行剥离，并重新制定了以棋牌、休闲游戏为核心的战略，得以重新起航。

表 4:联众第三次换手

时间	事件
2010年12月	随后联众出现多年业绩亏损情况，海虹先后向 <b>伟德沃富</b> 出售其持有的共50%股权。（伟德沃富注册资本50万人民币，为联众为实现 <b>管理层收购</b> 而设立的壳公司。）
2010年12月	伟德沃富收购离岸公司（NHN-PCCS HK Ltd.及 NHN Global Ltd.）的全部股权。
2012年1月	伟德沃富将联众股本的6.00%，4.83%，5.87%，9.39%，17.60%，29.34%及23.47%分别转让给意乐升联、鲍岳桥、龙奇、李建华、申东日、刘江和张荣明。（其中申东日为朗姿实际控制人，与其妹申金花持有朗姿84.93%的股份。）
2012年6月至 2012年8月	2014年6月，同盛成（联众成立的股份激励计划公司）及九鼎先后出资入股，2012年8月，联众将股本增加，此后，张荣明、刘江、申东日、李建华、鲍岳桥、龙奇、意乐升联、同盛成、九鼎分别占股18.38%、22.97%、13.78%、7.35%、6.53%、4.59%、4.70%、8.70%及13.00%
2012年8月至 2014年1月	联众为筹备全球发售重组，九鼎、意乐升联、同盛成分别撤资，至2014年1月重组完成后，张荣明、刘江、申东日、鲍岳桥、龙奇、乌兰分别占股28.77%、38.13%（25.70%+12.43%）、15.41%、7.30%、5.14%、5.25%。
2014年6月	全球发售完成后，张荣明、刘江、申东日、鲍岳桥、龙奇、乌兰、空中网、CMC、公众分别占股15.11%、20.02%（13.49%+6.53%）、8.09%、3.83%、2.70%、2.75%、7.50%、15.00%、25.00%。

资料来源：公司公告，中国银河证券

## （二）14年移动游戏爆发式增长，PC游戏受益于用户粘性提升，德州扑克贡献居首位

联众在2014年总收入4.76亿，分平台看，PC游戏收入占64.3%，移动游戏收入占32.1%。在PC游戏中，德州扑克的收入占比最高（约占43%），其次是麻将（约占33%），最后是斗地主（约占14%）。14年联众MAU（平均每月活跃用户）2580万，同比增长26.8%，其中PC端的MAU约1040万，德州扑克的活跃用户最少，仅11.1万名，但ARPU（每个付费用户平均每月贡献收入）最高，贡献了43%的收入。

### 1、14年PC游戏收入保持强劲，移动游戏端呈爆发式增长，德州扑克贡献

## 居首位

**14年PC游戏保持强劲，移动游戏爆发式增长。**2014年，联众总收入4.76亿，同比增长101.7%，主要源于PC游戏同比增长45%以及移动游戏的收入爆发式增长856%。PC游戏收入占64.3%，移动游戏收入占32.1%。**(1)PC游戏收入保持强劲增长。**2011年到2014年，PC游戏年复合增长率达27.4%。2014年PC游戏收入达3.06亿元人民币，同比增45.1%。PC游戏收入来自于自主开发的PC游戏、特许游戏和第三方营运游戏，其中自主开发的PC游戏收入2.75亿，占PC游戏收入的90%。**(2)移动游戏爆发性增长。**受益于与移动运营商及其他分销商紧密合作，14年联众移动端收入1.54亿，同比爆增881.5%。联众的移动游戏比同行业起步较晚，自13年4月移动端才开始收费，基数较低，所以14年呈爆发式增长。

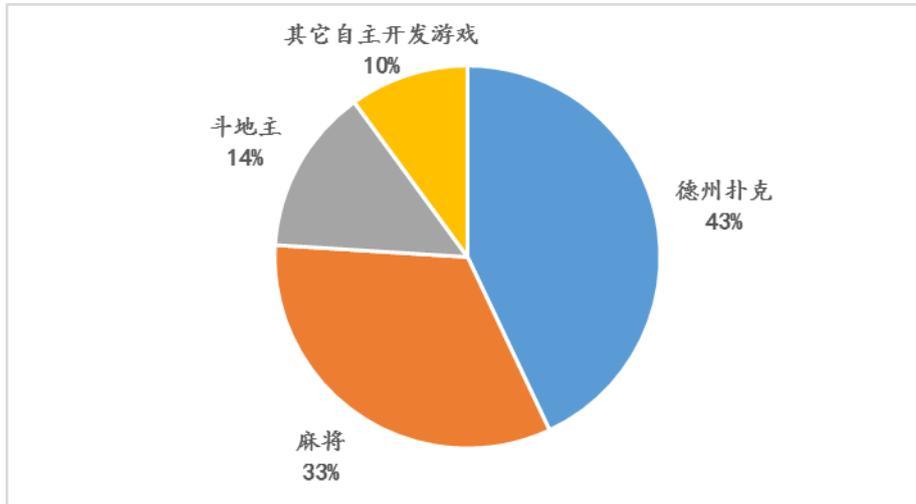
表5:联众主营业务收入构成(单位:百万元人民币)

	2011	2012	2013	2014
<b>PC游戏</b>	148	192	211	306
YOY		29.7%	9.9%	45.0%
占比	96.1%	93.2%	89.4%	64.3%
自主开发的PC游戏总额			178	275
特许游戏			18	18
第三方营运的游戏			15	12
<b>移动游戏</b>	4	7	16	153
YOY		75.0%	128.6%	856.3%
占比	2.6%	3.4%	6.8%	32.1%
<b>其他业务</b>	2	7	10	17
YOY		250.0%	42.9%	70.0%
占比	1.3%	3.4%	4.2%	3.6%

数据来源:公司公告,中国银河证券研究部

**德州扑克收入贡献居首位。**2014年，德州扑克以43%的收入占比在PC游戏中排名第一，其次是麻将(约占33%)，最后是斗地主(约占14%)。14年联众MAU(平均每月活跃用户)2580万，同比增长26.8%，其中PC端的MAU约1040万，德州扑克的活跃用户最少，仅11.1万名，但ARPU(每个付费用户平均每月贡献收入)最高，贡献了43%的收入。

图6:2014年PC全游戏类别收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 6: PC 全游戏类别收入构成 (人民币百万元)

	2013 年收入	2014 年收入	同比增
德州	70.7	117.1	65.6%
麻将	62.6	90.7	44.9%
斗地主	26.9	18.1	47.2%
其他	18.1	27.9	53.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 2、用户粘性：三大指标均在提高

评价游戏公司的用户粘性一般有三项指标：平均每月活跃用户数 (MAU)、平均每月付费用户数 (MPU) 和每个付费用户平均每月贡献收入 (又称阿普值, ARPU)。2014 年, 联众的三大指标均有所提高, 主要得益于其独家的品牌赛事运营 (拿到 WPT 中国赛的独家授权)、签约专业牌手 (联众独家, 腾讯目前没有) 等手段吸引优质用户, 增强用户粘性。

### (1) 平均每月活跃用户数 (MAU)：13 年开始移动游戏反超 PC 游戏。

2014 年, 联众平均每月活跃用户 2580 万, 同比增长 26.8%。**PC 游戏**: 每月活跃用户自 2011 年 480 万增加至 2014 年 1040 万。**移动游戏**: 2011 年 1 月推出第一款移动游戏以来, 移动玩家基础明显扩大, 移动游戏的平均每月活跃用户由 2012 年的 136 万增加到 2014 年的 1540 万。截止 2013 年末及 2014 年末, 移动游戏的平均每月活跃用户数均超过 PC 游戏的平均每月活跃用户数。

**(2) 德州扑克以 11.1 万的 MAU 贡献 PC 端游戏 43% 的收入。**德州扑克的用户无疑是联众最有价值用户, 2014 年以 11.1 万的月活跃用户贡献了 PC 端游戏 43% 的收入, 核心在于用户可以在联众平台找到高水平的牌手, 联众可持续提供附加价值, 如**独家拥有签约职业选手** (腾讯、博雅没有), Niki, remand 等, 为用户提供 Poker Star 的体验, 以此来增加用户粘性。作

为职业牌手，选择联众平台主要原因是看中联众平台的中高端属性（腾讯更多的是初级入门级用户），青睐联众背后积累的高质量用户。**独家运营顶级赛事 WPT（世界扑克巡回赛）**也是吸引优质客户的重要来源，联众将用户吸引至线上平台，线上进行资格赛，获胜者可以进入线下决赛，去年参与资格赛的人员高达 150 万。线下决赛一般在 10 月举行，提前两个月线上进行资格赛，从财务报表可以看出大部分收入是在 Q3 确认。

**表 7: 联众平均每月活跃用户 (MAU) (万名)**

	2011	2012	2013	2014
PC 游戏	478.6	772.3	989.4	1040
斗地主	91.6	217.9	322.2	357.8
麻将	74.8	111.6	149.0	201.8
德州扑克	<b>1.5</b>	<b>3.2</b>	<b>5.6</b>	<b>11.1</b>
其它游戏	310.7	439.6	512.6	469.1
移动游戏	--	136.1	1046.6	1540
总计	478.6	908.4	2036.0	2581.3

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

### **(3) 平均每月付费用户数 (MPU)：付费用户持续迅猛增长，特别是移动用户。**

2014 年 PC 游戏的付费率提升 0.5 个百分点达 3.1%，移动端的付费率由 13 年的 1% 提升至 4%，主要得益于移动游戏自 13 年才开始放收费点，基数较低。

**表 8: 平均每月付费用户 (MPU) (万名)**

	2011	2012	2013	2014
自主开发 PC 游戏	16.62	19.25	25.65	32.4
付费率	3.5%	2.5%	2.6%	3.1%
移动游戏	--	--	10.57	61.5
付费率	--	--	1.0%	4.0%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

### **(4) 付费用户月均贡献收入 (ARPU)：稳定上涨，德州扑克居首位。**

细分游戏方面，德州扑克 MAU 远小于其它几个游戏，但是在收入中占比最大，主要是因为玩德州扑克的用户更优质，每个付费用户的月均贡献收入 (ARPU) 最高。PC 端游戏的 ARPU 值约 70 元，我们估算德州扑克的 ARPU 值有三位数。

**表 9: 每个付费用户月均贡献收入 (ARPU) (元)**

	2011	2012	2013	2014
自主开发 PC 游戏	45.0	62.4	57.9	70.8
移动游戏	--	--	12.6	19.6

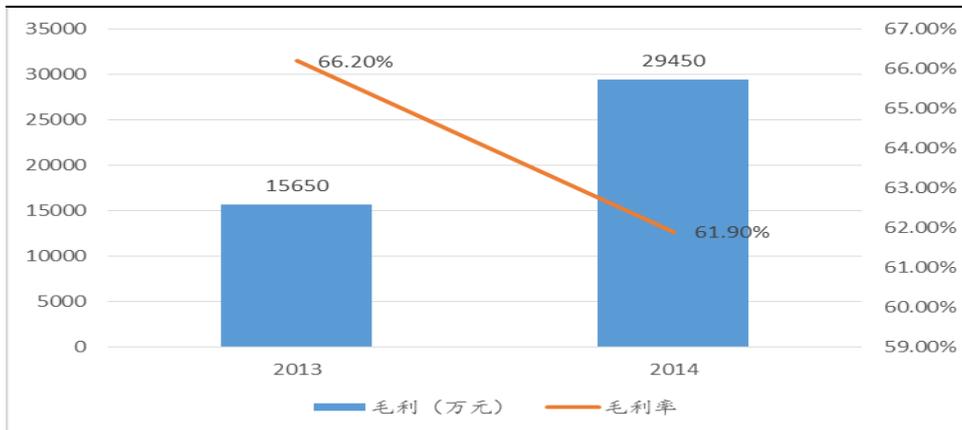
数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

## **3、14 年毛利率有所下滑源于移动端游戏收入占比提升**

14 年毛利率同比下降 4.3 个百分点至 61.9%，主要源于移动游戏收入占比快速提升。由

于移动游戏需要向三大运营商（移动、联通、电信）支付高额渠道费用，因此毛利率比 PC 游戏更低，PC 端的成本主要是网上银行的渠道成本，以及服务器托管费用等。14 年移动游戏的收入占比快速提升使得公司综合毛利率有所下滑，我们预计 2015 年毛利率会稳定在 60% 左右。

图 7：2013 年、2014 年联众毛利和毛利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### （三）战略布局：打造智力运动产业生态圈

#### 1、线上线下融合发展，打造智力运动产业生态圈

联众致力于智力运动产业的垂直行业，实行线上/线下产品组合策略，构建**协同运作的智力运动生态圈**。（1）**线上游戏**：联众拥有一个综合网络游戏平台，通过多个分销渠道提供 PC 及移动游戏。自有的一站式 PC 客户端联众大厅提供 200 余款游戏，包括 40 类左右的纸牌游戏，25 余款以上麻将游戏、20 款棋类游戏、10 余款特许及第三方运营的大型多人网络游戏以及众多其他休闲游戏。通过自有网页（ourgame.com 和 lianzhong.com）及通过 30 家第三方分销商（包括百度、新浪微博、奇虎 360 等中国知名互联网门户）向游戏玩家提供网页游戏服务。（2）**线下赛事**：14 年连续第三年举办 WPT 中国赛，每日收视人数达 70 万人次。14 年 10 月，与世界桥牌联合会及中国桥牌协会举办世界桥牌锦标赛。并于 14 年成功获得世界桥牌联合会主办世界桥牌锦标赛的独家授权。

图 8:联众国际产业生态系统



资料来源:公司公告、中国银河证券研究部

**未来战略布局: 致力于打造一个智力运动产业的生态圈。**通过举办顶级赛事(如WPT)吸引受众, 然后通过网络平台(如乐视、YY)及传统电视的转播将影响力放大, 再进行造星, 签约代言人、选手、女主播与粉丝互动, 扩大群众基础, 使得线上线下形成交汇点, 从而进一步促进线上业务发展。公司未来计划向体育产业延伸, 定位于智力运动垂直产业, 利用公司线上线下协同发展的特有模式, 建立智力运动产业生态圈。

图 9: 联众未来战略布局



资料来源:公司公告, 银河证券研究部

**(1) 品牌赛事: 独家运营顶级赛事 WPT**

作为德州扑克国际三大顶级赛事之一(其余两大赛事是WSOP世界扑克系列赛、MBP澳门百万豪客赛), WPT是唯一一家目前跨境中国的, 联众作为其独家运营商, 自2012年开始, 联众作为联合主办单位参与中国(三亚)扑克游戏锦标赛, 该锦标赛是WPT(World Poker Tour)的中国站赛事, 已连续举办三届。在联众的运作和推动下, 赛事的影响力和范围不断扩大, 吸引了国内外众多知名牌手的参加, 参赛人数更累计过万。

其中, 2013WPT中国赛共3000多人次参加, 规模超过了所有WPT欧巡赛; 2014年, 联众首次通过优酷、乐视网、PPTV等视频公司直播WTP中国赛, 近400万人次通过主流视频门户网站观看了赛事。因高组织水平、高国际竞技水准, 以及高参与度, WPT已成为亚洲最

具影响力、最大规模、最有口碑的扑克赛事之一。

运作和推广该项赛事能够帮助公司更多吸引付费用户、吸纳高端用户。2014年，公司线下锦标赛收入占总营业收入的约4%，同比增长66%，每月付费用户达324,000名，增幅为26.6%。公司通过举办WPT中国赛这样的线上/线下活动，可较为有效地巩固市场地位，提升公司在特定高端客户群体中的影响力。与此同时，该项赛事的成功推广展现了联众对世界级赛事卓越的运作能力，也有利于联众实施海外策略、吸引新的高端客户群体。

基于联众对WPT中国赛的良好运作和巨大贡献，14年公司获得了WPT在15个亚洲国家及地区的8年期独家授权(包括赛事主办、电视直播、免费社交游戏、分销WPT电视节目及片段库等)以及在日本地区的非排他性权利。我们认为，联众与WPT赛事的长期合作将继续提升公司的品牌形象，同时也可以加快其海外业务的拓展能力，助力联众成为全球智力运动的引领者。

### (2) 广播/传播：百事通、省级电视台合作

联众独家运营WPT、世界桥牌同场双人赛等顶级赛事，吸引了7个省级电视台，8个线上平台转播，联众通过与百事通、省级电视台以及网络直播站点合作，不仅可以获得更多的赞助和广告收入，有助于推广体育赛事，增强影响力，为线上引流，我们估计目前赞助和广告收入、政府补贴(连续3年在三亚举办WPT决赛)已足够抵消赛事举办成本，预计2015年会有更多直播加入。

### (3) 线上游戏：持续增进平台游戏数量，移动持续高速增长

线上游戏的未来的目标是保证每月活跃用户数量保持稳定，进一步提升月付费用户和付费用户的月均贡献收入。

### (4) 线上线下交汇点：受力政策支持，入股网鱼网咖，未来O2O策略关键

2014年11月，文化部、工商总局、公安部、工业和信息化部联合印发《关于加强执法监督完善管理政策 促进互联网上网服务行业健康有序发展的通知》、文化部《关于推动互联网上网服务行业转型升级的意见》，推动上网服务行业转型升级。在政策的支持下，联众认为下一代网吧将会是其O2O策略的关键部分，投资网吧将成为其开发及拓展在线游戏以及线上/线下赛事的最佳渠道之一。

2014年12月，联众入股网鱼网咖，以3500万人民币收购网鱼科技10%的股权。网鱼网咖作为网游(dota, 英雄联盟)、棋牌用户体验的新终端，联众作为其终端后面提供服务的最重要供应商，每天举办赛事(德扑)和电视转播，网鱼网咖成为联众生态圈的线下线下的交汇点。

网鱼网络于2004年在上海成立，网鱼信息科技于2013年成立。目前，网鱼网络及网鱼信息科技在中国经营超过200家网吧，拥有约2.6百万名登记用户及约20000台电脑。我们预计在15年网鱼网咖会扩张到500家，

网鱼网咖会为联众提供向网吧发展与业绩扩展其线上/线下锦标赛的新市场推广渠道的机会。此外，联众可优先和网鱼网咖合作举办棋牌游戏活动，并将享有与网鱼网咖举办活动及推广活动的独家合作权利。最终将巩固联众在电脑游戏和移动游戏的领导地位、加强其线上/

线下模式并加强其品牌影响力。

### (5) 棋牌教育：2015 将见更多进展

联众有计划将在 2015 年继续完善在线棋牌教育，与百视通的合作也涉及电视棋牌教育，预计将会陆续有相关方面进展。

**表 10: 大事记**

时间	事件
1998 年	推出 PC 客户端联众世界，以及围棋、升级、中国象棋及桥牌等十款在线棋牌游戏。
2000 年	举办线上围棋赛，超过 1.2 万名玩家参与，为当时吉尼斯世界纪录。
2005 年	开始在线上平台引入第三方营运的游戏，如星际家园。
2008 年	以中国独家代理商身份推出游戏雄霸。
2011 年	推出一系列移动游戏，如单机斗地主，达人麻将移动版等。
2012 年	在中国举办首个德州扑克线上线下综合赛事（WPT 中国赛）。
2013 年	获世界桥牌联合会及中国国家体育总局选为 2014 年十月举行的第 14 届世界桥牌系列锦标赛的协办方。
2014 年	推出世界扑克巡回赛龙巡赛。
2014 年	入股网鱼网咖（中国最大的领先高端连锁网吧之一），成为开发拓展在线游戏以及线上/线下赛事的渠道之一。

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## 2、未来的重要看点：

**(1) 重大赛事授权的扩大：**除 WPT 外，联众也在其它重大赛事获得授权。联众在 2014 年 10 月取得了世界桥牌联合会及中国桥牌协会举办的世界桥牌锦标赛（桥牌运动的奥林匹克）的未来四年（2015-2018）的独家授权；文化部和联众计划在湖南，陕西，北京举办中国棋牌竞技大赛；国家体育总局授予的 2015 年第三届全国智力运动会的专营权等。此外，15 年公司将举办第一次举办大型麻将线下赛事，以及斗地主黄金联赛等。

**(2) O2O 落地：**2014 年 11 月，入股网鱼网咖，网鱼网咖作为网游（dota，英雄联盟）、棋牌用户体验的新终端，联众作为终端后面服务的提供者，每天举办赛事（德扑）和电视转播。将巩固联众在电脑游戏和移动游戏的领导地位、加强其线上/线下模式并加强其品牌影响力。预计在 2015 年 8 月，联众会在工体建立第一家高端网咖旗舰店，内设比赛直播大厅，未来全国采取加盟商模式，预计今年加盟 100 家左右。

**(3) 教育产业：**2015 年公司会陆续在棋牌教育领域有所进展。

**(4) 与海南省文化广电出版体育厅的战略合作：**2015 年 3 月，与海南文化广电出版体育厅合作，公司将于海南设立南方区域总部，发展移动及家庭娱乐业务。

### (四) 竞争公司对比

在棋牌类游戏公司中，联众的竞争对手主要有腾讯、边锋、博雅互动，其中腾讯和博雅

互动均在港股上市，边锋现为浙报传媒（600633）全资子公司。

## 1、边锋

### (1) 基本介绍

边锋创建于1999年，主要由边锋游戏和游戏茶苑两家中国领先的棋牌游戏公司合并运营发展而成，2004年整合入盛大网络旗下。2010年与浩方电竞平台合并为边锋集团。2013年浙报传媒斥资32亿元收购边锋，边锋现为浙报传媒（600633）旗下全资子公司。边锋以在线棋牌、电子竞技平台、桌面游戏、无线终端为四大主营业务，旗下拥有边锋游戏、游戏茶苑、浩方电竞、三国杀等众多知名品牌。

并入浙报传媒后，边锋致力打造数字娱乐平台，14年积极布局影视、互联网视频和动漫产业。（1）**家庭客厅娱乐**：推出互联网电视机顶盒边锋盒子，试水家庭客厅娱乐领域。（2）**电子竞技大赛运营**：入股专门从事电子竞技游戏的研发和运营公司，深度介入中国电子竞技产业，承办了2014年全国电子竞技大赛（NEST），主办了2014年浙江省电子竞技大赛（ZEG），提升了品牌影响力。（3）**游戏直播**：运营的战舰TV也于2014年上线，致力于打造国内最专业的高清游戏直播平台，探索除游戏及广告外的创新盈利模式，短短几月已跻身游戏直播平台钱三强，推进了电子竞技业务的快速发展。

### (2) 与联众模式不同

**业务重点不同**：边锋的重点是在**电子竞技平台和桌面游戏**上，包括电子竞技大赛的运营、三国杀桌游等。而联众在游戏业务上更侧重于在线棋牌类游戏。

**战略定位不同**：边锋致力于打造数字娱乐平台，而联众致力于打造智力运动生态圈。

## 2、博雅互动

### (1) 基本介绍

2004年由张伟成立博雅深圳，2008年开始发展及经营网络棋牌类游戏业务，2013年11月在香港上市，目前市值60.5亿港元，14年收入9.45亿人民币，同比增38%，净利润2.8亿，同比增107%。14年每日活跃用户数580万，同比增143.5%。

### (2) 与联众模式不同

**深耕海外市场**。博雅互动拥有大量的海外玩家（大约37%），这为博雅互动带来了将近70%的收入。而联众主要针对的是国内市场，国内用户在休闲游戏方面普遍付费率不高，未来联众将积极开拓海外市场，将成熟的线上线下模式复制到国外，带来高质量客户，提高知名度，预计年底收入20%在海外。

**德州扑克具有先发优势**。在博雅互动的收入结构中，德州扑克占比约85%，高于联众的43%，主要因为博雅互动在德州扑克上的先发优势。

**付费率统计口径不同**。根据13年年报，博雅互动的累计付费玩家占累计注册玩家人数的0.5%左右，13年联众的每月付费用户占月活跃用户的1.8%，但由于披露口径不同，不具有可比性。2014年，联众的付费率增加到3.6%，得益于联众有线下体育赛事引流带来高端客户。

**联众移动游戏增长更快，但在收入中占比更低。**2014 年博雅互动的移动游戏增长较为快速，移动游戏收入由 2013 年的 2.75 亿增 94.8% 至 2014 年的 5.36 亿，收入占比由 13 年的 40.4% 增长到 14 年的 56.7%。而联众移动游戏的增速为 856%，远高于博雅互动，而收入占比仅为 32.1%。主要因为联众的移动游戏起步晚，基数较低，从增速看和占比看，未来还有很大的发展空间，未来通过与手机厂商（小米、华为）合作及线下比赛将进一步提高用户基数和移动端付费率。

表 11:博雅互动基本信息

公司名称	代码	总市值 (亿港元)	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)	主营构成(%)	
					网页游戏	移动游戏
博雅互动	0434.HK	60.5	17.03	3.24	43.32	56.68

数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

### 3、腾讯

2003 年，联众曾是世界上最大的休闲游戏平台，2004 年，联众被韩国最大网络游戏集团 NHN 控股收购，开始重点做大型游戏，而腾讯结合强大社交平台上的海量用户和病毒式的传播风向，迅速抢占市场。直到 2010 年通过管理层收购，才重新回到棋牌游戏上来。

#### 目前联众相比于腾讯的优势:

**联众平台更高端。**腾讯的平台用户较为低端，以入门级玩家较多，联众玩家更为高端，具有一定的棋牌游戏经验，且主要为刚工作的白领。

**联众拥有权威的独家线下赛事为线上引流，用户粘性更强。**签约 WPT 世界巡回赛亚洲 15 个国家和地区的 8 年独家运营权，世界桥牌全球同场双人赛 4 年独家经营权等。

**联众用户获取成本更低。**联众作为消费类互联网企业基本没有广告费，主要是通过线下赛事来提高用户粘性，用户获取成本相对较低。

### (五) A 股游戏公司估值

目前 A 股上市的游戏公司主要集中在中小板和创业板，较为典型的有掌趣科技、天神娱乐和游族网络。

掌趣科技(300315.SZ)是国内领先的移动游戏开发商、发行商和运行商。主营为游戏的开发、发行及运营。

天神娱乐(002354.SZ)原主营业务为地板的研发、设计、生产和销售，后实施重大资产重组，现主营为网页网游和移动网游这两类游戏的研发与发行。

游族网络(002174.SZ)原为专业的伞具制造商和出口商，后实施重大资产重组，现主营为网络游戏的研发与运营。

表 12:A 股游戏公司基本信息

公司名称	代码	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	市净率 (MRQ)	主营构成(%)	
					网页游戏	移动游戏
掌趣科技	300315.SZ	417.70	114.14	10.25	38.09%	50.28
天神娱乐	002354.SZ	224.91	73.70	31.61	91.68%	8.32%
游族网络	002174.SZ	276.21	52.53	27.45	88.05%	11.81%

数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

### 三、控股韩国第一阿卡邦，布局绿色婴童市场

#### (一) 控股韩国第一童装品牌阿卡邦

朗姿韩国在 2014 年底先后出资共计 3.12 亿元人民币控股韩国第一大婴童品牌阿卡邦 (013990) 26.63% 股权，成为阿卡邦第一大流通股东。

韩国阿卡邦成立于 1979 年，是韩国第一家专业经营婴幼儿服装和用品公司。公司主营 0-4 岁孩子服装、婴儿用品、护肤品、玩具等孩童成长用品，共拥有 8 个系列品牌，实现高、中、低端的全面覆盖，包括自有中高端品牌 ETTOI，代理品牌 ELLE 和 Basic ELLE，中低端自有品牌 agabang 和 agabang T、Dear baby，以及婴童内衣品牌 2ya2yaO、婴幼儿用品 Putto 和 ecomu 品牌，代理的美国孕妇装 Maternity (独立开设的集合店，在美国市场占有率约 40%) 等。渠道包括高端百货、shopping mall、超市、和集合店等形式，目前在韩国共拥有 635 家门店 (其中直营占 40%+)。

阿卡邦 2013 年在韩国市场综合占有率为 16%，排名第二。根据我国会计准则调整后数据，2013 年阿卡邦收入和净利分别为 11.23 亿和 342 万元，14 年 H1 收入和净利分别为 4.2 亿和 -4386 万元。我们了解阿卡邦目前业绩下滑的主要原因一是韩国经济近年来不景气购买力下降；二是阿卡邦的渠道类型 (更注重超市渠道) 受到韩国出生率的下滑的影响较为严重；三是近两年来消化阿卡邦因 12 年进行的产品升级换代和乐观预期下的过多短期库存 (于 14 年底，库存已恢复常态)。韩国市场的渠道主要分为三种类型，百货、超市 (mart)、专卖店，阿卡邦自 02 年开始进入超市渠道，销售蒸蒸日上，但近几年由于中国消费者的大量涌入，百货渠道逐渐强势，阿卡邦在百货渠道较弱，超市渠道的生意又受到出生率降低、经济不景气 and 短期库存过多的影响，所以业绩逐渐下滑。在中国，朗姿具有渠道和供应链优势，阿卡邦的高端中童装和公司现有的女装业务也能形成协同效应。

我们认为公司控股阿卡邦布局婴童市场，是符合我国童装行业发展趋势的，目前我国婴童市场处于早期阶段，第一大品牌巴拉巴拉市场占有率仅为 3%，未来发展空间巨大。而阿卡邦拥有的 8 个系列品牌，实现了从怀孕开始到婴儿到幼童的服装、用品的全面覆盖，公司计划在中国打造一体化的绿色婴童产业，开设体验购物于一体的集合店 (300 平米以上)，并引入早教资源，实现“早教+孕妇+婴幼儿用品、服装”的一体化产业，未来在婴童产业相关领域还会继续拓展，不排除与儿童游戏娱乐等产业的跨界整合。

表 13: 阿卡邦旗下品牌及定位

阿卡邦各品牌	Logo	定位及现状	未来在中国的发展方向
ETTOI		<ul style="list-style-type: none"> <li>定位高端</li> <li>百货渠道排名靠前</li> <li>主要针对 0-3 岁婴童</li> <li>13 年门店数 109 家，其中代理店 33 家，商场 76 家。</li> <li>13 年销售占比 10.4%</li> </ul>	进入恒大等高端商场
ELLE		<ul style="list-style-type: none"> <li>与法国合作的幼儿专用品牌，产品风格独特，柔和、舒适、高档</li> <li>品牌在中国已经授权并布局</li> <li>13 年门店数 69 家，其中代理店 21 家，商场 48 家</li> <li>销售占比 10.7%</li> </ul>	在中国不做该品牌
Basic ELLE		<ul style="list-style-type: none"> <li>欧洲风格为主、休闲平拍，</li> <li>主要针对 0-5 岁婴幼儿</li> <li>13 年门店数 60 家，其中代理店 58 家，折扣店 2 家</li> </ul>	
Agabang		<ul style="list-style-type: none"> <li>韩国最早最有名幼儿服装和用品品牌，产品涵盖 0-4 岁幼儿所需全部物品</li> <li>渠道为超市和街边店，超市渠道只有 EMart，且趋于饱和</li> <li>13 年门店数 472 家，其中代理店 300 家，商场 20 家，折扣店 152 家</li> <li>13 年销售占比 31.6%</li> </ul>	进入中高端渠道
agabang-T		<ul style="list-style-type: none"> <li>主要面对刚开始形成审美观念和自我意识的 3-9 岁儿童</li> </ul>	
dearbabay		<ul style="list-style-type: none"> <li>阿卡邦第二幼儿服装与用品品牌，产品设计以现代风格为主</li> <li>低价，与 agabang 产品有替代性</li> <li>13 年门店数 178 家，其中代理店 91 家，折扣店 87 家</li> <li>13 年销售占比 11.8%</li> </ul>	<p>产品企划和设计方面要与 agabang 差异化</p> <p>进中低端渠道</p>

<p><b>2ya2yaO</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 0-7 岁，只有内衣</li> <li>➢ 无独立店，产品在 agabang 和 dearbaby 的店中</li> <li>➢ 13 年门店数 101 家，其中代理店 31 家，商场 70 家</li> </ul> <p style="text-align: right;"><b>进入集合店</b></p>
<p><b>Putto 和 Ecomu</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 护肤品: Putto 含有药的成分，用于妇女和儿童; Ecomu 含有发酵的成分，用于婴儿</li> <li>➢ 分高中低三档</li> <li>➢ 13 年销售占比 5.8%</li> </ul> <p style="text-align: right;"><b>进入集合店</b></p>
<p><b>Maternity</b></p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 美国授权品牌 MATERNITY，已合作三年，</li> <li>➢ 占 40% 的美国市场</li> <li>➢ 13 年门店数 16 家，全部为商场店</li> </ul> <p style="text-align: right;"><b>进入集合店</b></p>

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## (二) 国内童装市场高度分散，消费升级叠加人口红利抬升行业增长中枢

国内童装市场零售额规模缺乏统一的口径（主流口径认为大概 1000 亿左右，根据欧瑞国际预测 2013 年 1300 多亿），对于近几年的增速也无统一口径（主流口径增速为 15%-20%）；其中线上童装高速增长，阿里口径童装线上 2012 年 60 亿左右、2013 年 100 亿左右。过去几年的主要增长驱动力是消费升级，即从散货市场向品牌集中带来的行业增速。未来几年叠加上一波生育高峰与二胎政策放宽带来的人口结构红利后，预期行业的成长中枢将进一步抬升至 20% 以上。

在童装细分市场中，主要分为以下几类品牌：（1）国内单纯做儿童服装的品牌，Balabala、派克兰帝、水孩儿、安奈儿、小猪班纳、丽婴房（渠道商）、好孩子、红孩儿（米格国际）、博士蛙；（2）国内成人装品牌延伸至童装领域，如安踏、特步、361 度、美邦服饰（Moomoo、MCKids）、ELAND、杉杉、GXG、欧时力等等；（3）海外进入中国市场主要有 Mothercare、Adidas、Nike、ZARA、H&M、GAP、UNIQLO 等童装品类也在国内占有重要的一席之地。

从以上品牌渠道构成看，大部分（安奈儿、派克兰帝、水孩儿、ELAND、Adidas、NIKE 等）都是以商场为主渠道、单店面积通常在 30-50 平米左右、品类相对较少。从以上品牌区域布局看，大部分是区域性品牌（派克兰帝、水孩儿主要在华北区域，国外品牌主要集中在二线城市）。

结合几家已上市童装公司数据（以下均指国内市场数据，人民币计价），我们会发现童装市场高度分散，第一名 Balabala 规模上处于绝对领先地位，但占有率也不到 5%。

- Balabala: 14 年报表收入 32 亿（同比增 25%）、估计终端零售额 60 亿+;
- 红孩儿（米格国际）：14 年批发收入约 8 亿、估计终端零售 15 亿;

- 我们估计派克兰帝、水孩儿、安奈儿等终端零售额均不超 10 亿。
- 从体育服饰转向童装业务公司中，361 度渠道数量最多，但 2100 多家一年批发收入也只有 5 个多亿、终端零售额不到 10 亿；其他体育服饰如安踏童装店有 1000 多家
- 丽婴房在国内婴童领域规模相对较大，2013 年婴童服饰收入约 9 亿，考虑到其直营占比较高，对应终端零售不到 12 亿。

**表 14: 国内市场主要童装品牌（百万人民币）**

收入	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Balabala 收入	954	1,468	2,053	2,115	2,535	3,167
加盟收入	879	1,347	1,835	1,760	2,038	2,466
估计终端零售					50 亿左右	60 亿左右
米格国际收入规模		327	393	520	661	796
估计终端零售					10 亿左右	15 亿左右
博士蛙服装收入	569	1,006				
渠道（国内）	890	1,555				
安踏体育—童装部分收入						
渠道（国内）	228	383	632	833	881	1228
特步国际—童装部分收入						
渠道（国内）					约 300	
361 度—童装部分收入		162	187	370	420	508
渠道（国内）		236	1,157	1,590	1,858	2,142
丽婴房—童装部分收入 <sup>(1)</sup>	841	926	1,001	1,120	895	2014

资料来源：各公司年报 中国银河证券研究部（按披露的台湾丽婴房母公司“外衣、内衣、鞋类”三部分收入乘以“上海丽婴房收入/母公司收入”调整估算得）

## 四、增资若羽臣，协助阿卡邦在国内落地

### （一）若羽臣：国内领先品牌电子商务营销和运营服务提供商

若羽臣是国内领先的品牌电子商务营销和运营服务提供商，帮助品牌通过互联网方式将产品销售各给中国消费者，或者提供服务促使品牌更好地实现其在中国的电子商务战略。若羽臣拥有丰富的本地化品牌运营推广经验，能够为品牌提供涵盖**品牌重塑、互联网营销、店铺运营、客户服务、仓储配送**等电子商务核心价值环节服务。若羽臣基于品牌合作伙伴的电子商务策略，建立了以天猫旗舰店为核心、全网分销店铺和主流垂直电商网站供货销售的多层次品牌营销网络，已入驻天猫商城、聚美优品、京东、当当、唯品会、1 号店等多个电商平台，同时也开始建立微商分销体系。目前主要从事**美妆和母婴电子商务服务**。若羽臣优势在于：

**1、专业的互联网品牌营销推广能力。**相比许多代运营公司只重视淘宝店活动或推广工具，若羽臣更注重品牌营销为核心。若羽臣善于捕捉客户，定向精准流量达到较低成本，进而与消费者链接，通过 UED 的用户体验设计，充分吸引客户眼球产生交流，同时盘活老客

户，实现充分购买力。如德国洗护品牌哈罗闪，进入中国已经 11 年，国内投入广告资金有限，销量大道瓶颈。若羽臣通过精准营销圈定目标人群，对产品卖点进行包装，通过互动式传播，用了 6 个月时间打造了全网婴幼儿洗护品牌形象。

**2、出众的品牌视觉设计和重塑能力。**若羽臣目前拥有 40 名设计师，专门研究页面，通过看销售数据进行整体页面和详情页的优化。公司认为优秀的设计在于理解消费者心智，挖掘背后购买需求点，并通过图像呈现出来。

**3、领先的数据化运营和客户管理能力。**公司有专门的团队负责 PC 段和移动端的数据沉淀、挖掘和分析，包括电商平台的数据、用户行为数据、搜索信息等等，这些数据分析对于辅助的运营决策起到了至关重要的作用。另外公司也会时刻关注一些行业的分析报告和产业预测，准确判断行业趋势，提早做好规划和布局。数据化运营同时也是为了更好的进行客户管理，公司会基于数据对公司会员进行分层，包括量化会员价值，进行针对性的分析，不同会员享有不同的服务政策和特权。服务和特权进行分层递进有利于提升用户粘性、深化品牌价值。

## （二）助力阿卡邦在国内落地

**1、为阿卡邦提供一体化专业品牌营销和运营管理。**阿卡邦是韩国第一家专业经营婴幼儿服饰和用品的公司，而若羽臣有多年沉淀的品牌电子商务服务商经验，可以为阿卡邦提供一体化的专业品牌营销和运营管理。具体而言，若羽臣可以结合阿卡邦自身优势，定制个性化品牌运营方案，通过顶尖的 B2B 方案优化品牌形象，实现阿卡邦品牌形象得到二次策划和品牌的再次提升。

**2、助力阿卡邦线上市场的发展。**通过三维客服体系以及两地物流中心提高消费者的体验，帮助阿卡邦实现品牌价值提升，做大在中国的线上市场。

**3、加强互联网的变现和增值能力。**随着朗姿“互联网+”政策的深度执行，朗姿泛时尚生态圈会进一步扩大到各个领域，若羽臣作为版图中的重要布局之一，也会继续加强互联网的变现和增值能力，实现朗姿品牌的不断提升。

## 五、参股明星衣橱，布局移动电商

### （一）明星衣橱：全球快时尚精品品牌移动电商新秀

2015 年 4 月公告出资 750 万美元（约 0.46 亿人民币）参股全球快时尚精品品牌移动电商新秀--Hifashion Group Inc.（明星衣橱）5% 股权，借助“明星衣橱”APP 的流量入口，布局移动电商业务。Hifashion Group Inc. 旗下的核心产品是移动 APP “明星衣橱”。明星衣橱于 2012 年 8 月正式上线，目前已经拥有 4000 多万激活用户，日活跃用户近 400 万。明星衣橱 APP 以数据挖掘技术为核心，正在从基于时尚流行的流量分发模式转为自建平台的移动电商，其未来定位是全球快时尚精品购物平台，公司 14 年亏损 73.62 万美元。

**主打新款，内容服务引导客户需求。**大部分产品独有，寻找各个国家当地款式丰富品质较好的中小品牌合作，独家签约。拥有自己的运营中心和客服，不做物流，但给每个国家提供

物流解决方案。与唯品会等尾款不同，明星衣橱的主打痛点是全球新款，包括韩国、日本、伦敦、纽约、西班牙、荷兰、意大利等。并提供穿衣搭配、时尚信息等内容服务，引导客户需求和增加用户粘性。

## （二）整合国际时尚资源，推广朗姿旗下品牌

联众参股明星衣橱的意义在于：（1）享受移动电商平台高速发展带来的经济效益，为公司旗下品牌移动销售取得流量和推广方面的优势；（2）公司的国际时尚资源可以整合到明星衣橱以提高其推广效果、拉升其平台的调性；（3）明星衣橱可以用作公司品牌新款上市前的试销和选款平台，根据用户访问、收藏和分享等用户的数据进行精准的订单投放，最大化销售同时有效控制库存。

## 六、原有女装主业稳定增长

### （一）高端女装行业现状

所谓的中高端女装，通常中枢挂牌价在 2000-5000 元，品牌包括朗姿、宝姿、玛丝菲尔、卓雅、雅莹、维格娜丝、歌力思等，通常集中在商场中的二层精品女装区、或者 MALL 一楼及机场（根据中华商业信息网 2011 年统计，中、高端女装总市场容量 680 亿，其中商场约 500 亿）；从定价倍率看，通常在 8-10 倍之间。该类品牌不同于 PRADA、CHANEL、DIOR、MAXMARA 等国际女装品牌，该类通常集中在国内顶级商场的一层，价位上也更高一层。

### 1、高端女装相对较分散、前十位基本稳定

由于缺乏权威性的数据，我们仅有中华商业信息网对全国重点大型零售企业分析报告（该数据仅统计了 200 家重点大型零售企业，未必和公司实际情况完全相符）；从报告中可见：

（1）高端女装在 2009-2011 保持较高增速，统计零售企业数未增加的情况下，2009、2010、2011 年平均每月零售额增速分别为 86.8%、21.5%、20%；（2）前十名排名中，宝姿、玛丝菲尔、雅莹、朗姿一直位居前列，维格娜丝、歌力思 2010、2011 年排名有所上升，玛丝菲尔和雅莹 2013 年市场占有率提升较快。

表 15：历年全国重点大型零售企业高端女装品牌前十名

品牌	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NO1 宝姿	5.91%	宝姿 3.68%	宝姿 3.05%	宝姿 2.99%	玛丝菲尔 3.15%	玛丝菲尔 3.66%
NO2 白领	4.31%	雅莹 3.42%	玛丝菲尔 2.95%	玛丝菲尔 2.88%	宝姿 2.87%	雅莹 3.58%
NO3 玛丝菲尔	3.69%	玛丝菲尔 3.39%	朗姿 2.78%	雅莹 2.70%	朗姿 2.75%	朗姿 3.58%
NO4 朗姿	2.04%	朗姿 3.37%	雅莹 2.71%	朗姿 2.22%	维格娜丝 2.69%	宝姿 2.56%
NO5 奥菲欧	1.94%	白领 3.30%	阿玛施 2.35%	维格娜丝 2.14%	雅莹 2.52%	维格娜丝 2.52%
NO6 斯尔丽	1.91%	沐兰 1.93%	白领 2.11%	阿玛施 2.13%	歌力思 2.16%	歌力思 2.27%
NO7 萨依	1.61%	阿玛施 1.83%	维格娜丝 2.02%	歌力思 2.10%	阿玛施 2%	敦奴 2.11%
NO8 沐兰	1.45%	柯罗巴 1.72%	歌力思 1.70%	娜尔思 1.71%	白领 1.68%	声雨竹 2.02%

NO9	雅莹	1.40%	奥菲欧	1.71%	音儿	1.65%	白领	1.58%	珂莱蒂尔	1.58%	斯尔丽	1.80%
NO10	例外	1.33%	维格娜丝	1.64%	娜尔思	1.52%	音儿	1.58%	敦奴	1.57%	珂莱蒂尔	1.59%
前十位市场占有率		25.59%	25.99%		22.84%		22.03%		23%		25.70%	
前二十位市场占有率		36.58%	38.50%		34.19%		34.34%					

资料来源：中华商业信息网 中国银河证券研究部

## 2、高端女装同样受商场不景气影响，但影响程度弱于高端男装

表 16: PORTS、LANCY、V.GRASS 等近年销售增速（百万，宝姿、利邦、长兴国际收入为含税口径）

销售收入	2009	2010	2011	2012	2013	2014
欣贺			1,854.00	1,983.33	2,079.52	
Yoy				6.98%	4.85%	
玛斯菲尔			1,403.37	1,569.59	1,848.83	
Yoy				11.8%	17.8%	
宝姿（含 BWM）	1,420.00	1,570.00	1,869.20	1,951.70	1,970.08	1,723.63
Yoy		10.6%	19.1%	4.4%	0.9%	-12.51%
LANCY 单一品牌	172.4	350.9	532.5	671.9	845.5	765.2
Yoy	108%	104%	52%	26%	26%	-9%
V.GRASS	200.51	313.01	505.14	597.93	746.25	847.18
Yoy	42.1%	56.1%	61.4%	18.4%	24.8%	13.5%
歌力思			499.13	599.10	710.41	743.95
Yoy				20.0%	18.6%	4.7%
长兴国际，港币	409	600	757	749	694	548
Yoy	20.3%	46.7%	26.2%	-1.1%	-7.3%	-20.9%
利邦，港币	1,645	2,011	2,607	2,801	2,696	2,624
Yoy		22.2%	29.6%	7.4%	-3.7%	-2.7%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

在经历 2009-2011 年高速增长后，受反腐购物卡减少等影响，在商场渠道增速普遍不佳大背景下，以高端商场为渠道的品牌增速在 2012、2013 年降至低位，但由于女装设计、自主性需求占比更高等因素，受影响程度小于高端男装商场渠道品牌。

### （二）“自创+代理”多品牌打造高端成熟女装版图

朗姿股份致力于成为多品牌运营的时尚集团，通过自创、收购、参股等多种形式进行多品牌布局，不断延伸关联时尚产业的品牌体系。从品牌定位及价格区间来看，目前运营的品牌主要分成三档，一是国际一线奢侈品牌，如 FABIANA FILIPPI，二是定位于优雅成熟的国际二线高档品牌，包括 LANCY FROM 25(liaalancy)、JIGOTT、LIME FLARE、MOJO S.PHINE，三是流行少淑品牌，包括 marie n'mary 和 DeWL。

#### 1、将 LANCY FROM 25 打造成顶级 logo 型品牌，加强南方地区拓展力度，提升产品组合性

LANCY 品牌创立于 2000 年，作为公司第一主品牌，截止到 2013 年底，渠道共 294 家，

收入达 7.65 亿（收入占比 61.9%）。为了将 LANCY 打造成标杆性的国内顶级女装，提升产品调性，拉高产品价格区间，公司自 2012 年引入高端系列 liaalancy，在原有 LANCY 店铺销售，目前已经进驻 40 余家 LANCY 店铺，销售份额占 30% 左右。

公司以朗姿品牌（LANCY FROM 25）起家，由于定位和目标客户消费习惯，高端女装的主要渠道是高端商场、机场、以及部分南方城市步行街，而在北方地区，高端商场是主流销售区域，辅以部分 OUTLETS 和工厂店以消化库存。朗姿在北京地区具有很好的渠道资源，这与公司创始人的背景有很大的关系。朗姿的董事长、总经理申氏兄妹最初就是以渠道起家，北京地区第一家开的店就是燕莎友谊；良好的业绩和关系使朗姿在北方中高端商场中通常占据较好的渠道位置；而一旦占据较好的位置，基于中高端商场购物卡消费的特质，为该店铺出色的零售额奠定基础。但近年来，大需求环境的不断恶化、渠道业态（SHOPPINGMALL 及电商等业态）的变化以及反腐带来商场购物卡的锐减等因素，收入增速有所放缓。

从南北方品牌的特点来看，南方品牌进军北方市场的成功案例较多（如雅莹、玛斯菲尔、卓雅等），而北方品牌拓展南方市场却困难重重（朗姿是唯一一家从北方走向南方市场的品牌），主要受南北方的气候、消费习惯不同的影响。北方天气寒冷，消费者更倾向于购买大衣等外套类的产品，内搭产品的销售比重较小，北方品牌更注重衣服的品质，而南方的天气特点要求衣服易保养、易清洗，内搭类服装销路很好，所以南方品牌时尚度和设计感更强、更重视产品的组合开发和连带销售。所以总的来看南方品牌更讲究品类的完整性（如大衣、风衣、衬衫、毛衫、连衣裙等品类都有），北方品牌注重单品的完整度（如大衣有十几款）。除了产品风格的不同，在管理上，南方公司最早采取分公司制，实行精细化管理，在销售人员的培训、VIP 客户的维护上比北方品牌更胜一筹。为了提升朗姿的精细化管理水平，解决南方市场偏弱的问题，2012 年公司引入原雅莹销售总监王国祥进行大刀阔斧的改革，通过组织架构的调整、分公司制的实施，以及专门针对南方消费者的设计团队的组建，致力于将 LANCY FROM 25 打造成国内顶级女装，在商品组合的开发上加强投入（南方品牌联带销售率较高，能达到 2.5 以上，朗姿目前是 1.7 左右），加强南方市场的拓展力度（组建专门针对南方地区的设计团队、分公司精细化管理）等，严控折扣，塑造品牌地位（14 年公司严控折扣，减少活动、引入高端系列俪雅朗姿），打造朗姿生活馆、提供购物、休闲于一体的高级时尚会所等。

图 10：朗姿品牌各系列占比



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 17: 2012-2014 年分区域收入占比统计

地区	2012	2013	2014
华北地区	34.77%	35.74%	36.96%
华东地区	22.02%	25.32%	26.11%
中南地区	13.25%	12.99%	12.15%
东北地区	14.50%	12.35%	11.86%
西北地区	8.63%	7.26%	5.90%
西南地区	6.83%	6.34%	7.01%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 18: LANCY 品牌渠道、收入情况

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入 (万元)	8,306	17,239	35,087	53,255	67,190	84,550	76,518
渠道	120	149	190	223	250	294	
其中: 直营	26	36	44	80	94	115	
加盟	94	113	146	143	156	179	
单店收入 (未区分加盟和直营)	69	116	185	239	269	288	

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 2、LIME FLARE 定位于高端中淑女装，15 年起拉宽产品线，渠道逐步下沉

LIME 品牌 2006 年 6 月成立，截止到 2013 年底，渠道共 120 家，收入达 2.2 亿（收入占比 17.76%）。LIME 品牌自成立以来发展路径较为曲折，曾经两度走弯路，一是 2008 年公司采取价格带拉开的战略，将莱茵的价格下沉，卓可的价格提升，但效果差强人意，因为高端消费者的价格弹性不高，所以销售量虽然在增长，但销售额在下降，所以价格下沉策略持续了几个月后被叫停，回升价格重返精品路线，反而更加适销。二是 LIME 代理过韩国品牌女鞋宝妮，但是由于风格不适合国内市场（虽然韩国销售情况很好，许多韩国明星都穿宝妮），国内销售一塌糊涂，后来不得已低价销库存。在这两次不利调整后，09 年、10 年莱茵重新定位，定下清晰的战略“定位高端，坚持精致漂亮路线，目标消费群体为高级白领，产品价格也相对高端。”渠道从 09 年的 63 家增加至 13 年的 120 家，收入也从 1.1 个亿提升至 2.2 亿。

对于 LIME 品牌，公司将其定位于**时尚知性的高端中淑女装**，计划从 15 年起拉宽产品线、提升连带销售（如提升皮具、围巾、礼品等服饰品的销售占比，目前占 3-5% 的销售额，未来希望达到 7-12%），在公司政策支持下，逐步进行市场下沉，渠道扩张（15 年计划新增 40-50 家门店）等，向大众化靠拢，做大市场规模。

表 19: LIME 品牌渠道、收入情况

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入（万元）	8,248	7,692	11,237	14,201	18,563	24,600	21,946
渠道	65	63	74	91	101	120	
其中：直营	30	32	37	45	60	80	
加盟	35	31	37	46	41	40	
单店收入（未区分直营和加盟）	127	122	152	156	184	205	

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 3、MOJO S.PHINE 定位于相对小众的高端轻奢品牌，提升店效是关键

MOJO S.PHINE（ZOOC、MOJO S. PHINE、PREMERE CC）是源于韩国大贤旗下的轻奢女装品牌，公司在 2003 年独家引入。截止到 2013 年底，渠道共 67 家，收入 1.59 亿左右（收入占比 12.8%）。卓可的首次签订商标许可合同是 2005 年 7 月，续签日期 2010 年 8 月 17 日，有效期十年，每年商标使用费 55 万美金。卓可的规模没有快速增长的一个原因是韩国进口成衣价位高，毛利低。不是自主研发的产品风格不好把握，所以发展较慢，在续签之前，ZOOC 及 MOJO S. PHINE 虽然拥有设计、生产、销售权限，但由于品牌运营不确定性，公司投入相对较小，真正从 2009 年开始投入，开始组建了自己的设计团队，联合开发面料，自主设计，大部分在国内代工生产，收入从 09 年的 0.52 亿提升至 14 年的 1.59 亿。

作为公司高端女装版图中的轻奢品牌，卓可的定价相对高端（包括奢华皮草、高级礼服等系列），渠道更适合在一线城市铺设，轻奢的定位导致卓可相对小众，很难突破 100 家门店，所以提升店效才是关键。

表 20: 卓可品牌渠道、收入情况

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
----	------	------	------	------	------	------	------

营业收入 (万元)	4,918	5,192	9,329	16,168	19,121	19,945	15,860
渠道	38	36	44	60	68	67	
其中: 直营	22	21	28	47	52	57	
加盟	16	15	16	13	16	10	
单店收入 (未区分加盟和直营渠道)	129	144	212	269	281	298	

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

#### 4、JIGOTT、FABIANA FILIPPI 完善高端女装版图

公司 2013 年引入韩国高端品牌 JIGOTT、2014 年代理意大利奢侈品牌 FABIANA FILIPPI 以及近期正在和英国高端品牌谈合作, 旨在完善多品牌的高端女装版图。

#### (二) 打造 Marie n° mary 和 DeWL 等时尚潮牌介入少淑女装板块

Marie n° mary 是公司在 2011 年培育的少淑装品牌, 公司做新品牌的初衷是延伸产品线, 朗姿、莱茵、卓可三大品牌定位高端, 价位较高, 难以下沉到 3、4 线城市, 而少淑装优势韩国女装最为擅长的领域。

Marie n° mary 的发展并不顺利, 创牌当年经历了定位调整、产品试销以寻找消费者定位等过程, 销售不但不达预期, 还给公司留下了较多存货 (2011 年底 7 家渠道, 无财务收入贡献, 花费前期筹备费用 3000 余万)。2012 年 6 月成立子公司, 为了扩大影响力, 渠道从 7 家迅速扩张至 74 家, 全年收入 6900 万 (报表呈现 4900 万), 费用主要是门店装修和宣传推广。2013 年引入欧时力团队对玛丽玛丽进行了彻底的调整, 包括门店形象、产品定位等均有所改进, 14 年关闭了大量低效店铺, 门店数量从年初的 60 余家减少到 30 余家, 15 年计划将玛丽玛丽的价格带拉宽、提升产品丰富度、重新定位产品受众, 重新进行渠道扩张。

2015 年准备引入的 DeWL 是隶属于韩国大贤旗下的新生少淑品牌, 成立于 2011 年, 以其特有的自然独我定位在短时间迅速占领韩国女装市场的主导地位, 品牌风格横跨高定和街头风格, 注重服装、鞋、包、饰品等多品类的搭配, 计划 15 年开始开拓渠道。

与做少淑女装起家的太平鸟 (核心品牌 PEACEBIRD 女装于 1997 年成立, 定位于 25-30 岁都市女性) 相比, 朗姿算是刚刚介入少淑装板块, 还有很大上升空间。PEACEBIRD 发展迅猛, 截至 2014 上半年, Peacebird 女装拥有门店 1239 家, 2011 年只有 678 家, 2011 至 2013 销售收入分别为 8.74 亿、10.92 亿、15.95 亿, 年均复合增长率 35.1%。太平鸟最大的特点是设计短平快, 上新频率高。2014 年春夏两季, Peacebird 女装上新品 15 波段, Peacebird 男装上新品 22 波段, 能做到确保零售门店每 1 至 2 周上新一次, 保持了产品的新鲜度与时尚度。

表 21: Marie n° mary 和 PEACEBIRD 相比, 上升空间巨大 (单位: 百万元)

品牌	2012 年度		2013 年度		2014 年度	
	收入	渠道	收入	渠道	收入	渠道
Peacebird	1,092.3	907	1,595.0	1146		
Marie n° mary	68.7	74	86.0	57	80.1	

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 七、盈利预测与投资建议

### (一) 女装主业预测

在收入端预测方面,预计2015年三大主品牌 LANCY FROM 25(liaalancy)、LIME FLARE、MOJO S.PHINE 中,朗姿和卓可保持稳定增长,公司将资源向莱茵品牌倾斜,计划从15年起拉宽产品线、提升连带销售,逐步进行市场下沉,渠道扩张(15年计划新增40-50家门店)等,莱茵品牌有望成为2015年公司收入增长的主要来源。另外,前期培育的 marie n'mary、JIGOTT、FABIANA FILIPPI 等已经陆续进入收获期。目前公司的组织架构已经调整到位,基于14年的低基数,15年业绩将呈现一定的弹性。

结合以上假定,我们估计2015年收入规模13.34亿、增速8%,利润规模1.45亿、增速19.8%。

表 22: 朗姿股份女装主业业绩关键驱动因素、及盈利预测(单位:百万)

	2011 A	2012 A	2013 A	2014 A	2015 E
一、营业总收入	836.23	1,117.49	1,378.83	1,235.44	1,334.27
营业收入	836.23	1,117.49	1,378.83	1,235.44	1,334.27
同比	49.6%	33.6%	23.4%	-10.4%	8.0%
二、营业总成本	589.29	846.48	1,119.90	1,149.97	1,220.54
营业成本	334.82	434.70	527.81	485.98	524.86
毛利率	60.0%	61.1%	61.7%	60.7%	60.7%
营业税金及附加	6.43	10.46	13.39	17.90	17.35
/总收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.3%
销售费用	147.86	254.01	390.89	394.97	438.98
/总收入	17.7%	22.7%	28.3%	32.0%	32.9%
管理费用	115.27	169.97	185.19	192.24	222.82
/总收入	13.8%	15.2%	13.4%	15.6%	16.7%
销售费用+管理费用	31.5%	37.9%	41.8%	47.5%	49.6%
财务费用	-19.78	-43.86	-29.21	6.31	-53.60
资产减值损失	4.68	21.21	31.83	52.57	70.13
三、其他经营收益					
投资净收益	0.03	0.00	16.66	55.79	55.79
四、营业利润	246.98	271.01	275.60	141.26	169.53
同比	40.4%	9.7%	1.7%	-48.7%	20.0%
营业利润率	29.5%	24.3%	20.0%	11.4%	12.7%
加: 营业外收入	0.66	11.33	16.51	18.17	20.17

减: 营业外支出	0.20	3.62	0.65	1.08	0.04
五、利润总额	247.44	278.73	291.45	158.35	189.66
减: 所得税	38.78	47.43	57.71	37.12	44.46
所得税率	15.67%	17.02%	19.80%	23.44%	23.44%
六、净利润	208.66	231.29	233.74	121.22	145.20
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属于母公司所有者的净利润	208.66	231.29	233.74	121.22	145.20
同比	69.2%	10.8%	1.1%	-48.14%	19.8%
净利润率	25.0%	20.7%	17.0%	9.8%	10.9%
七、综合收益总额	208.30	231.79	233.80	121.17	145.20
归属于母公司普通股股东综合收益	208.30	231.79	233.80	121.17	145.20
总额					
八、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	1.25	1.16	1.17	0.61	0.73
(二) 稀释每股收益(元)	1.04	1.16	1.17	0.61	0.73

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

## (二) 联众业绩预测

随着 WPT 和世界桥牌锦标赛等赛事、O2O 体验店、棋牌教育的进一步推进, 2015 年联众继续保持增长。(1) 2015 年 PC 游戏方面得益于线下引流作用, 增长保持持续;(2) 移动游戏由于起步晚, 2014 年有爆发式增长, 占比达到 32.1%, 但相对于博雅互动 56.7% 仍有很大增长空间, 未来通过手机厂商(小米、华为)合作及线下比赛将进一步提高用户粘性, 预计增长仍在三位数以上。

结合以上假定, 我们估计联众 2015 年收入 7.6 亿, 同比增 60%, 净利润 2 亿, 同比增 104%。

## (三) 投资建议

**投资建议: 维持推荐评级。**我们估计 2015 年女装主业收入规模 13.34 亿、增速 8%, 利润规模 1.45 亿、增速 19.8%。联众 2015 年收入 6.7 亿, 同比增 40%, 净利润 2 亿, 同比增 104%。考虑到公司泛时尚、国际化、互联网化的战略, 三地资本市场布局, 我们认为朗姿具有全球资源整合能力, 有望成为时尚互联网的领军企业, 后续依靠跨境资本优势的持续整合充满想象空间, 继续维持推荐评级。

## 八、风险提示

- 1、联众股权转让港交所是否通过存在不确定性。
- 2、定增方案证监会过会存在不确定性。

**附表 1: 朗姿股份女装主业财务报表预测 (百万元)**

资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E
货币资金	145	159	208	120	455	营业收入	559	836	1117	1379	1235
应收票据	0	0	0	0	4	营业成本	242	335	435	528	486
应收账款	27	59	106	115	108	营业税金及附加	2	6	10	13	18
预付款项	31	152	72	57	31	销售费用	83	148	254	391	395
其他应收款	6	7	11	18	16	管理费用	57	115	170	185	192
存货	106	269	548	581	558	财务费用	-1	-20	-44	-29	6
其他流动资产	9	1615	1243	1113	828	资产减值损失	2	5	21	32	53
长期股权投资	1	0	0	0	308	投资收益	0	0	0	17	56
固定资产	37	43	56	59	357	营业利润	176	247	271	276	141
在建工程	0	13	6	308	39	营业外收支净额	0	0	8	16	17
无形资产	58	55	61	139	143	税前利润	176	247	279	291	158
长期待摊费用	1	0	13	9	4	减: 所得税	24	39	47	58	37
资产总计	421	2388	2631	2541	2898	净利润	152	209	231	234	121
预收款项	64	164	129	27	37	归属于母公司净利润	123	209	231	234	121
应付职工薪酬	1	1	1	1	0	基本每股收益	1.25	1.16	1.17	0.61	0.73
应交税费	23	13	16	24	19	稀释每股收益	1.04	1.16	1.17	0.61	0.73
其他应付款	24	18	23	26	36	<b>财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
其他流动负债	9	10	14	14	12	营收增长率	80.95%	49.56%	33.63%	23.39%	-10.40%
长期借款	0	0	0	0	314	营业利润增长率	89.33%	40.40%	9.73%	1.69%	-48.74%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	97.63%	69.25%	10.85%	1.06%	-48.14%
负债合计	150	250	351	206	643	销售毛利率	56.71%	59.96%	61.10%	61.72%	60.66%
股东权益合计	272	2138	2281	2335	2256	销售净利率	22.05%	24.95%	20.70%	16.95%	9.81%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 朗姿“泛时尚”生态圈.....	1
图 2: 阿卡邦被控股后股价走势.....	2
图 3: 联众被收购后股价走势.....	2
图 4:收购前联众股本结构: .....	5
图 5:收购完成后联众股本结构: .....	6
图 6: 2014 年 PC 全游戏类别收入占比.....	8
图 7: 2013 年、2014 年联众毛利和毛利率情况.....	11
图 8:联众国际产业生态系统.....	11
图 9: 联众未来战略布局.....	12
图 10: 朗姿品牌各系列占比.....	24

## 表格目录

表 1: 募集资金投向.....	2
表 2: 公司前十大股东 (定向增发后) .....	3
表 3:联众第一次换手 .....	6
表 4:联众第三次换手 .....	7
表 5:联众主营业务收入构成 (单位: 百万元人民币) .....	8
表 6: PC 全游戏类别收入构成 (人民币百万元) .....	9
表 7:联众平均每月活跃用户 (MAU) (万名) .....	10
表 8:平均每月付费用户 (MPU) (万名) .....	10
表 9: 每个付费用户月均贡献收入(ARPU) (元) .....	10
表 10: 大事记.....	14
表 11:博雅互动基本信息.....	16
表 12:A 股游戏公司基本信息.....	17
表 13: 阿卡邦旗下品牌及定位.....	17
表 14: 国内市场主要童装品牌 (百万人民币) .....	20
表 15: 历年全国重点大型零售企业高端女装品牌前十名.....	22
表 16: PORTS、LANCY、V.GRASS 等近年销售增速 (百万, 宝姿、利邦、长兴国际收入为含税口径) .....	23
表 17: 2012-2014 年分区域收入占比统计 .....	25
表 18: LANCY 品牌渠道、收入情况.....	25
表 19: LIME 品牌渠道、收入情况.....	26
表 20:卓可品牌渠道、收入情况.....	26
表 21: Marie n'mary 和 PEACEBIRD 相比, 上升空间巨大 (单位: 百万元) .....	27
表 22: 朗姿股份女装主业绩关键驱动因素、及盈利预测 (单位: 百万) .....	28
附表 1: 朗姿股份女装主业财务报表预测 (百万元) .....	1

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**马莉，杨岚，花小伟 纺织服装行业证券分析师。**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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

**机构请致电：**

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

---