

## 借力韩国时尚产业基因打造朗姿时尚集团

### 投资要点:

- **主业深度调整和延伸，今年基本面筑底，明年业绩弹性显现。**我们认为公司最坏的阶段已经过去，近两年收入端受到需求大环境低迷和购物卡消费锐减影响，以及公司内部管理架构调整、提升和新品牌及线上营运模式培育使得费用刚性增加，我们预计 2014 年盈利将下滑 45% 左右。我们认为在 2015 年，朗姿品牌可以保持稳定增长（优雅提升品质和客单价）、莱茵品牌产品带延伸和渠道下沉扩张（15 年计划拓展 40-50 家门店）、卓可品牌店效提升、其余新代理品牌培育期进入尾声，逐步贡献收入。从费用端来看，公司组织架构调整基本到位，高端人才引进带来的人工成本增加已近尾声，以提高运营效率为核心的预算管理体系和完善绩效与薪酬直接相挂钩的利益分享机制将在企业内全面展开。员工持股计划实施将注入新活力。基本面正在筑底，基于 14 年的低基数，15 年业绩弹性显现。
- **依托于中韩自贸区政策，朗姿有望转型时尚集团。**11 月 10 日国家主席习近平与韩国总统朴槿惠共同确认中韩自贸区结束实质性谈判。我们认为（1）自贸区协议达成有望降低公司通关成本和提高通关效率。公司的大部分面料和部分成衣从韩国采购，若关税由 30-35% 降至 5%，对朗姿是重大利好，中韩两国成衣的价差会大幅缩小至 15% 左右，如吉高特成衣全部进口，净利润直接增 20%+。（2）有利于韩国时尚产业人才和管理模式的引进。（3）有利于公司投资和对接韩国时尚产业，如服饰、美容、整容、文化、影视传媒等方面进行深度合作。董事长中总是朝鲜族，祖籍韩国，语言文化和韩国人相通，在韩国具有丰厚的人脉关系和时尚产业的资源优势。10 月份控股韩国童装阿卡邦也表明公司与韩国时尚界的紧密联系。
- **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%，未来发展空间巨大。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 平方米以上），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。
- **投资建议：上调至推荐评级。**朗姿股份是我们基于“求变”主线 2015 年推荐标的之一，主要在于：（1）由于原有主业业绩深度调整和延伸，2013、2014 年连续两年公司股价基本未涨；（2）主业深度调整除行业性原因外，与公司谋求长期发展在组织架构、人员引进和新运营模式培育方面投入较大；（3）2014 年 8 月大股东解禁、2014 年 11 月实施董事长托底员工持股计划；（4）谋求长期发展、基于与韩国时尚产业紧密合作控股阿卡邦、布局婴童市场；与韩国时尚产业的合作我们估计仍有下文。我们估计 2014 年收入规模 12.13 亿、同比降 12%，利润规模 1.29 亿、同比降 45%；2015 年收入规模 13.35 亿、增速 10%，利润规模 1.54 亿、增速 20%，当前股价对应 15 年 PE 为 31。目前公司市值 48 亿，账上闲置现金约 12 亿，剔除现金后估值为 23 倍。

## 朗姿股份（002612.SZ）

### 推荐 上调评级

#### 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

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

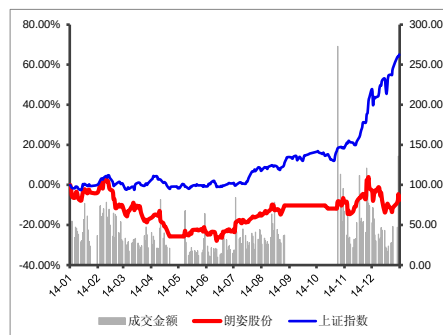
执业证书编号：S0130514050002

#### 市场数据

时间 2015.1.7

|              |         |
|--------------|---------|
| A 股收盘价（元）    | 24.00   |
| A 股一年内最高价（元） | 25.20   |
| A 股一年内最低价（元） | 22.80   |
| 上证指数         | 3373.95 |
| 市净率          | 2.16    |
| 总股本（万股）      | 20000   |
| 实际流通 A 股（万股） | 20000   |
| 流通 A 股市值（亿元） | 48.00   |

#### 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

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 一、股权结构高度集中，申氏家族持股 71%.....                    | 1  |
| 二、基本面逐渐筑底，转型时尚集团.....                         | 1  |
| （一）大力引进各领域资深专业人才 .....                        | 1  |
| （二）组织架构调整带来的费用高企接近尾声，基本面筑底 .....              | 3  |
| （三）多品牌“设计独立+渠道独立”，培育新品牌前期投入较大 .....           | 4  |
| （四）背靠韩国时尚产业，把握消费趋势更具优势 .....                  | 6  |
| 三、多品牌打造女性时尚+绿色婴童产业集团 .....                    | 7  |
| （一）高端女装行业现状 .....                             | 7  |
| （二）“自创+代理”多品牌打造高端成熟女装版图 .....                 | 9  |
| （二）打造 Marie n'mary 和 DeWL 等时尚潮牌介入少女女装板块 ..... | 12 |
| （三）控股韩国阿卡邦，布局绿色婴童市场 .....                     | 13 |
| 四、催化剂 .....                                   | 16 |
| （一）今年主业深度调整延伸，明年业绩弹性显现 .....                  | 16 |
| （二）依托于中韩自贸区政策，有望转型时尚集团 .....                  | 17 |
| （三）员工持股计划显示上下利益一致 .....                       | 17 |
| 五、盈利预测与投资建议 .....                             | 17 |
| 插图目录 .....                                    | 2  |
| 表格目录 .....                                    | 2  |

## 一、股权结构高度集中，申氏家族持股 71%

公司成立于 2010 年 8 月，2011 年 8 月 30 日在深交所上市，主营业务为品牌女装的设计、生产与销售，主攻高端女装市场。2014 上半年公司实现营收 6.18 亿元，同比下降 9.73%，归属上市公司股东净利润 0.97 亿元，同比下降 34.84%。公司旗下拥有朗姿（2014H1 营收 3.77 亿，占比 61%）、莱茵（2014H1 营收 1.09 亿，占比 17.6%）、玛丽（2014H1 营收 0.41 亿，占比 6.68%）、以及在国内独家授权的吉高特（2014H1 营收 0.06 亿，占比 0.92%）、FF、卓可（2014H1 营收 0.85 亿，占比 13.8%）多个品牌。

公司当前总股本 2 亿股，实际控制人是申东日、申金花兄妹。公司上市初，申东日持股 55.45%、申金花持股 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%。上市初期机构投资者周原九鼎、架桥富凯、德睿亨风、龙柏投资持股比例分别为 2.88%、0.58%、0.29%、0.29%，周原九鼎在 2013 年减持，其余三家机构由于持股比例较低，未列入前十大股东行列。截至 2014 第三季度，大股东股权均已解禁，除申东日家族三人外，前十大股东中其余 7 家均为机构投资者。

表 1：公司前十大股东（截至到 2014 三季报）

| 股东名称                                | 持股数量(股)     | 持股比例(%) |
|-------------------------------------|-------------|---------|
| 申东日                                 | 110,907,750 | 55.45   |
| 申金花                                 | 16,476,900  | 8.24    |
| 申炳云                                 | 14,538,450  | 7.27    |
| 泰康人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-019L-CT001 深 | 4,152,899   | 2.08    |
| 中国建设银行股份有限公司-摩根士丹利华鑫品质生活精选股票型证券投资基金 | 3,432,542   | 1.72    |
| 中国建设银行股份有限公司-摩根士丹利华鑫卓越成长股票型证券投资基金   | 1,558,800   | 0.78    |
| 中国建设银行股份有限公司-摩根士丹利华鑫领先优势股票型证券投资基金   | 1,520,486   | 0.76    |
| 全国社保基金一一四组合                         | 1,009,071   | 0.5     |
| 泰康人寿保险股份有限公司-投连-优选成长                | 950,000     | 0.48    |
| 泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-019L-FH002 深   | 946,236     | 0.47    |
| 合计                                  | 155,493,134 | 77.75   |

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 二、基本面逐渐筑底，转型时尚集团

### （一）大力引进各领域资深专业人才

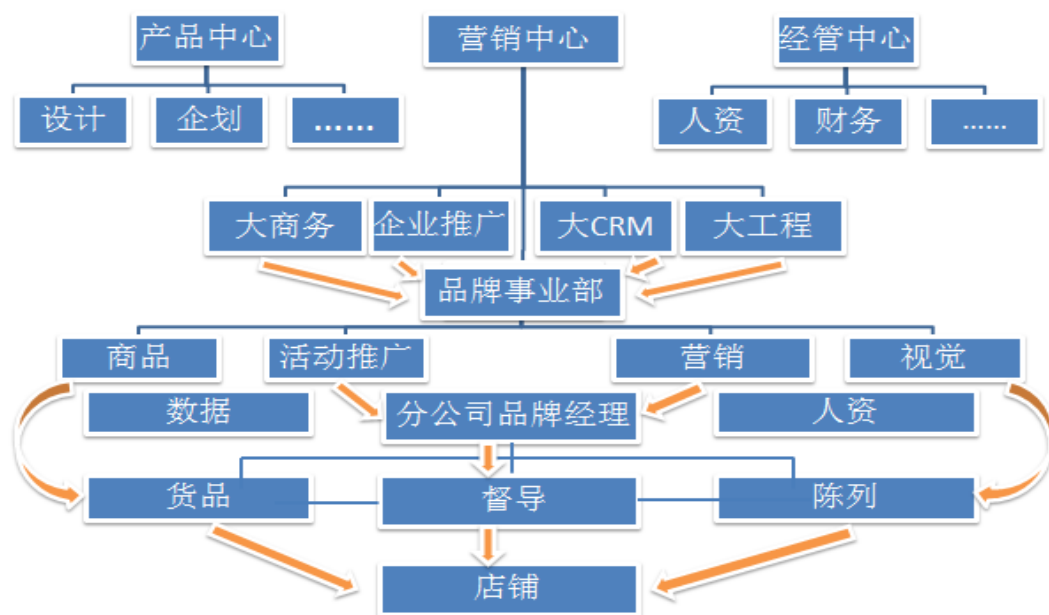
上市以来，公司依赖红利效应不断引入各个领域资深的职业经理人团队。先后引入 IBM

张涵负责后台信息系统，三个自有品牌设计师全部重新引进，莱茵引入“白领”渠道总监，2012 年中期副总经理王国祥的引入是最大手笔。王国祥是业内公认的高水平人才、强于渠道，现任副总经理，他来自于雅莹--业内最为现代化体系运营的品牌，渠道遍布全国，20 年的渠道拓展经验使王总积累了强大的渠道拓展人脉关系，有利于带领朗姿全国化扩张。近两年来，公司管理层发生了趋势性的变化：**家族团队向后撤，保留对财务的控制权，前台运营全部交给王国祥及其专业团队。**

**2011 年引入张涵团队，建立强大的后台信息系统。**近年来高端女装行业不仅是传统的商品、形象、服务为主导的竞争，已经涉及到后台管理的全面竞争，包括面料辅料采购、成衣采购、生产、质检、物流等供应链的全面竞争。上市后，公司引入了大量优秀人才加强后台信息系统的建设，2011 年初公司从 IBM 挖来了副总经理张涵（2013 年底因个人原因辞职），斥资 5500 万元建立了公司强大的 SAP 系统，通过一个环节一个环节的衔接精确控制后台，从采购面料辅料到配置生产，到质量管控，配送上架，再到终端运营信息的统计上传等都进行实时的精准定位，彻底改变了公司原来依靠经验主义的传统模式，将后台管理完全数据化，实时化，大大提高了内部沟通的有效性，以及对终端的管控和对市场的反应速度。全面实现了从企划、设计、采购、生产、物流、销售、财务、人力资源一体化的管理。在 2013 年公司引用基于 CRM 全渠道品牌营销管理的 BRM 项目，货品管理体系与 VIP 管理体系将张涵前期建立的 SAP 系统真正运用到实战中，数据分析成为朗姿市场调研的新利器。我们认为公司多品牌管理的主要困难和风险就在于后台效率的提升。朗姿强大的后台数据支持为公司实现多品牌运营大平台奠定了坚实基础。

**2012 年引入王国祥管理团队，规范公司制度，调整组织架构。**2012 年原雅莹的销售总监王国祥加盟朗姿任副总经理。王国祥在雅莹任职 18 年，作为销售总监积累了强大的渠道拓展人脉关系，有利于带领朗姿全国化扩张。王总加盟公司后最重要的举措是将雅莹成功的分公司模式带到朗姿，从每个品牌公司独立运作的品牌事业部制向按区域划分的分公司管理模式转型，逐步推进区域化的精细管理。公司总部成立三个中心，包括产品中心、营销中心和经管中心，其中营销中心作为虚拟组织（仅王总等 4 人），主要负责为各品牌搭建团队，制定培训架构、人力架构、进行方向指引等。公司通过两年的调整，基本实现了区域化的分公司管理，重心下行，并在 2013 年，从国内外引进了一批负责分公司管理、橱窗、陈列、货品管理等方面的专业人才。

图 1：朗姿股份组织架构图



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## (二) 组织架构调整带来的费用高企接近尾声，基本面筑底

朗姿作为百货商场渠道为主的高端女装,近两年受大需求环境低迷以及反腐限制购物卡消费的影响,收入下滑明显,而费用大幅增长侵蚀企业的盈利,我们认为近两年的费用高企主要源于公司培育新品牌的前期投入、组织架构调整引进高端人才带来的。

1、渠道扩张及新品牌培育：2012 年终端渠道的扩张（三个品牌新增 66 家店，玛丽新增 67 家店）带来人员的大幅增加（2012 年增加员工 1500 多人），以及培育新品牌（玛丽）的前期投入费用的增加，如新品牌的设计、运营、管理团队的引入，设计师大规模调研、打板等投产前的费用等。

2、高端人才引进：自王国祥执掌朗姿以来，大刀阔斧进行组织架构调整，虽然 2013 年公司加大了对预算管理和费用控制的力度，做出了“后台人员只减不增，后台预算费用只减不增”的承诺，但是分公司的架构调整需要花重金引入大量的高端管理人才，使得公司费用高企，2013 年公司的销售费用+管理费用高达 5.76 亿，占销售收入的 41.8%，其中管理费用中 60%是人工成本。2014 年前三季度销售费用+管理费用已达 4.34 亿，我们预计公司的组织架构已经调整的到位，高端人才引进带来的人工成本增加已近尾声，2014 年的费用绝对额会控制在 6 亿上下，基本面正在筑底。

表 2：公司历年的费用情况

| 单位：个、百万<br>元 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014H1 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|--------|
| 渠道总计：        | 223  | 248  | 308  | 381  | 447  | 573  | 562    |
| 直营           | 78   | 89   | 109  | 179  | 234  | 333  | 307    |
| 加盟           | 145  | 159  | 199  | 202  | 213  | 240  | 255    |



|        |        |        |        |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入总计:  | 222.6  | 309.0  | 559.2  | 834.2  | 1048.7 | 1378.6 | 617.6  |
| 销售费用   | 22.93  | 44.04  | 82.76  | 147.86 | 254.01 | 390.89 | 187.71 |
| 销售费用率  | 10.30% | 14.30% | 14.80% | 17.70% | 22.70% | 28.30% | 30.40% |
| 职工薪酬   |        |        | 32.62  | 59.9   | 119.66 | 181.74 | 181.74 |
| /总收入   |        |        | 5.83%  | 7.16%  | 10.71% | 13.18% | 29.43% |
| 广告宣传费  |        |        | 5.96   | 20.23  | 16.25  | 12.96  | 12.96  |
| /总收入   |        |        | 1.07%  | 2.42%  | 1.45%  | 0.94%  | 2.10%  |
| 商场费用   |        |        | 11.77  | 28.36  | 39.57  | 65.11  | 65.11  |
| /总收入   |        |        | 2.10%  | 3.39%  | 3.54%  | 4.72%  | 10.54% |
| 装修费用   |        |        | 12.15  | 14.87  | 45.04  | 49.53  | 49.53  |
| /总收入   |        |        | 2.17%  | 1.78%  | 4.03%  | 3.59%  | 8.02%  |
| 管理费用   | 16.16  | 29.45  | 56.6   | 115.27 | 169.97 | 185.19 | 88.97  |
| 管理费用率  | 7.30%  | 9.50%  | 10.10% | 13.80% | 15.20% | 13.40% | 14.40% |
| 职工薪酬   |        |        | 25     | 33.56  | 35.3   | 46.38  | 46.38  |
| /总收入   |        |        | 4.47%  | 4.01%  | 3.16%  | 3.36%  | 7.51%  |
| 研发、设计费 |        |        | 9.71   | 35.31  | 47.09  | 57.79  | 57.79  |
| /总收入   |        |        | 1.74%  | 4.22%  | 4.21%  | 4.19%  | 9.36%  |
| 折旧与摊销  |        |        | 3.23   | 13.24  | 16.73  | 22.04  | 22.04  |
| /总收入   |        |        | 0.58%  | 1.58%  | 1.50%  | 1.60%  | 3.57%  |

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

### (三) 多品牌“设计独立+渠道独立”，培育新品牌前期投入较大

公司的多品牌采取的是“设计独立+渠道独立”的模式，前期投入费用较高。公司在 2000 年创牌朗姿，在朗姿还未成熟的时候代理卓可（2003 年）、创牌莱茵（2004 年），在卓可和莱茵未成熟的时候推出玛丽（2011 年），2013 年代理韩国高端品牌 JIGOTT，2014 年代理意大利高端品牌 FABIANA FILIPPI，2015 年准备引入韩国少淑品牌 DeWL 等。三大主品牌朗姿、莱茵、卓可是公司盈利的主要来源，以玛丽为首的几个新品牌仍处于培育期。

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 8.46 亿（收入占比 61.3%）。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。

2003 年公司引入卓可品牌（ZOOC 和 MOJO S. PHINE），截止到 2013 年底，渠道共 67 家，收入 2 亿左右（收入占比 14.5%）。卓可属于来自韩国大贤公司的授权品牌，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，有效期至 2020 年 10 月 31 日结束，每年商标使用费 55 万美金。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，原来直接从大贤公司采购成衣，成本较高，自 09 年开始公司组建了自己的设计团队，联合开发面料和设计，大部分在国内代工生产，收入从 09 年的 0.52 亿提升至 13 年的 2 亿。

LIME 品牌 2006 年 6 月成立，截止到 2013 年底，渠道共 120 家，收入达 2.5 亿（收入占

比 17.8%)。LIME 品牌自成立以来发展路径较为曲折, 2008 年曾向下调整价格, 试图走平民路线, 但效果不佳, 后回升价格重返精品路线, 反而更加适销。另外, 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, 价格较高。”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 2.5 亿。

Marie n mary 是公司在 2011 年培育的新品牌, 定位高档少淑装, 公司做新品牌的初衷是延伸产品线, 原来三个主打品牌定价区域较高, 3-4 线开店盈利难度较大。公司三个品牌做大后, 考虑进一步发展多品牌, 少淑装是近年来国内蓬勃发展的细分领域, 又是韩国女装最擅长的领域, 发展少淑装对公司来讲具有得天独厚的优势, 但玛丽品牌发展的并不顺利。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。2013 年引入新品牌负责人以及设计团队等, 重新调整产品定位, 也陆续关闭一些盈利不佳的门店 (2013 年底 57 家)。由于几度调整定位和品牌培育费用较高 (花大价钱组建设计团队、设计师大规模调研、从李宁挖销售总监、大规模扩店带来的装修费用摊销等), 玛丽品牌目前对公司业绩并没有贡献。

JIGOTT 是公司 2013 年引入的韩国高端品牌, 是韩国最有影响力的时装公司——韩国芭芭时装公司旗下的品牌, 朗姿作为 JIGOTT 品牌在中国境内的总代理商, 每年向芭芭公司付 15 万美金的固定使用费。JIGOTT 定位于国际二线奢侈品牌, 目前全国拥有 8 家店铺, 主要铺设在在高端商场的一层 (北京新光天地、百盛等高端百货)。

2014 年公司代理了意大利奢侈品牌 FABIANA FILIPPI, FF 品牌的优势在于专注于高端羊绒面料和高级纺织品, 是在羊绒、纱线及高级纺织品领域的主要“意大利制造”的品牌之一。目前在天津友谊和太原王府井百货有 2 家门店。其中, 天津友谊店 10 月试运营 (现已正式运营), 1 个月销售达到 200 多万, 预计运营一年店效有望达到 1000 万+。

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, 品牌风格横跨高级定装和街头时装, 通过服装、鞋、包、饰品等多品类构成整套摩登造型。

表 3: 朗姿旗下品牌介绍 (渠道、收入数据截止至 2013 年年报)

| 品牌           | Logo                                                                                | 定位                                  | 渠道及收入 (百万元)                                        | 自主或代理 |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------------|-------|
| LANCY FROM25 |  | 高端成熟女装; 奢华、经典、优雅、高品质感; 核心年龄 35-55 岁 | 渠道总数达 294 家 (其中直营 115 家), 全年收入 8.46 亿, 占总收入 61.32% | 自主品牌  |
| liaalancy    |  | lancy 高端系列; 高端、精致、高雅; 核心年龄 35-45 岁  | 此为公司 2013 年新近推出品牌, 隶属于 LANCY FROM25, 收入占比约 15%     | 自主品牌  |

|                 |                 |                                             |                                                |      |
|-----------------|-----------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------|------|
| MOJO S.PHINE    | MOJO S.PHINE    | 高端成熟女装；轻奢、清新、蜕变、超凡；核心年龄 20-45 岁             | 渠道总数 67 家（其中直营 57 家），全年收入约 2 亿，占总收入 14.47%     | 代理品牌 |
| LIME FLARE      | LIME FLARE      | 高端中淑女装；时尚、知性、精致、品位；核心年龄 30-40 岁             | 渠道总数 120 家（其中直营 80 家），全年收入约 2.46 亿，占总收入 17.84% | 自主品牌 |
| JIGOTT          | JIGOTT          | 高端成熟女装：优雅、时尚、女人味、浪漫；核心年龄 30-50 岁对时尚敏感的都市女性  | 渠道共 3 家，均为直营                                   | 代理品牌 |
| FABIANA FILIPPI | FABIANA FILIPPI | 高端成熟女装：创新、艺术、个性、纯粹；核心年龄 40-45；金领、富裕阶层       | 该品牌为意大利一线品牌                                    | 代理品牌 |
| marie n° mary   | marie n° mary   | 高端少淑女装；悦己、自信、精致时尚；核心年龄 25-35 岁              | 渠道总数 57 家（其中直营 47 家），全年收入约 0.86 亿，占总收入 6.24%   | 自主品牌 |
| DeWL            | DeWL            | 高端少淑女装：感性、青春、灿烂；23 岁左右；自由奔放、风趣时髦的 Global 一代 | 系隶属于韩国大贤旗下的新生品牌                                | 代理品牌 |

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

#### （四）背靠韩国时尚产业，把握消费趋势更具优势

基于公司董事长申东日和总经理申金花兄妹的背景，朗姿与韩国时尚产业关系密切。董事长申东日作为朝鲜族人，祖籍韩国，深刻了解韩国服饰文化，在韩国时尚圈人脉资源丰富，和大贤株式等多家韩国著名服装企业有着良好的往来关系。公司在 2003 年引进大贤株式旗下的女装品牌 ZOOC、MOJO 等品牌，2013 年引入高端品牌 JIGOTT，2015 年准备引入新生少淑装品牌 DeWL 等。

我们认为高端女装的核心竞争力在于设计和版型，朗姿品牌设计方面具有典型的韩式风格，公司同时拥有北京和韩国两个设计研发中心，2011 年上市初期共 174 名设计师，其中韩国籍设计师 62 人，是业内数一数二的设计团队，少淑装 Marie n mary 的成立，又建立 50 余人的设计师团队，依然以韩国为主体，目前公司设计师已达 274 人，其中韩国设计师 156 人。2013 年研发设计投入共 5779 万元，占总收入的 4.19%。在版型方面，朗姿的打版师在韩国至少有十年以上的经验。在面料方面，基于多品种少批量、及流行色趋势把握，85% 以上的面料来自韩国、日本及欧洲，仅采购自 MOGA CO.LTD 的面料约占公司面料总采购额的 20% 左右，从该公司定制成衣约占朗姿总采购额的 20%。



韩国是亚洲的流行时尚之都，我国女性消费追随韩国的现象很明显。今年 10 月份收购韩国童装国民品牌阿卡邦也表明公司与韩国时尚界的紧密联系。我们认为基于朗姿股份具有的紧随韩国时尚产业的基因，对整个消费趋势的把握更具敏感性。

### 三、多品牌打造女性时尚+绿色婴童产业集团

#### （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 4：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%  | 玛斯菲尔 | 2.95%  | 玛斯菲尔 | 2.88%  | 宝姿   | 2.87% | 雅莹   | 3.58%  |
| NO3       | 玛丝菲尔 | 3.69%  | 玛斯菲尔 | 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、国内高端女装运作不断成熟，宝姿未必是绝对标杆

对于高端女装，成功的关键主要依托以下几方面：（1）借助高端渠道：高端女装品牌初创阶段的关键是能否进驻优质的百货渠道；（2）品牌形象：通过店铺装修、陈列、购买体验，树立及维护品牌高端形象，此外，VIP 维护非常重要；（3）产品设计和质量：独特的产品设计和

较高的产品质量是高端女装成功的基础；(4) 运营能力：需要良好的供应链管理水平和，同时解决好销售策略与库存的平衡。

其中，和商场良好的关系是高端女装起步阶段必要条件，而品牌形象、产品设计和质量、运营能力是高端品牌做大、做强的关键。发展历程上看，除渠道外，成熟女装最初以商品竞争为主导，后来过渡到形象竞争、再过渡到服务竞争，2008、2009 年已经展开全方位竞争，包括面料采购供应链、产品采购供应链等全方位的后台竞争也已经开始。由于设计、剪裁、服务等方面更适合国内消费者，国内高端女装品牌和国际女装品牌差距没有男装明显。

经过这几年发展，国内产生了一批运营能力不错的女装企业，此前市场一直习惯性的将 PORTS 的规模作为高端女装品牌发展的天花板，其实从目前获取的一些数据看，PORTS 已不是国内高端女装品牌中的绝对龙头，玛丝菲尔规模及运营效率更胜一筹。

**表 5：高端女装品牌收入规模**

| 品牌     |                                                                    | 规模及渠道                                                                                                     |
|--------|--------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 朗姿     | 朗姿、莱茵、卓可、玛丽玛丽、吉高特、FF、DeWL 等                                        | 2013 年前三个品牌的终端不含扣点收入分别为 8.5 亿、2.5 亿、2.4 亿，总计在 13.4 亿，若包含扣点，终端销售额在 19 亿；2013 年底门店 574 家（直营 333 家），基本都是商场店； |
| 玛丝菲尔   | Marisfrolg, Masfersu 等                                             | 2013 年销售收入 18.5 亿；总渠道 664（直营 460 家）                                                                       |
| 维格娜丝   | V. GRASS                                                           | 2013 年公司不含扣点零售额 7.46 亿，终端渠道 361 家                                                                         |
| 欣贺（厦门） | JORYA（卓雅）、JORYA weekend、ANMANI（恩曼琳）、GIVH SHYH、CAROLINE、AIVEI、QDA 等 | 2013 年销售收入达到 20.9 亿（JORYA6.95 亿）；2013 年末 758 家门店（JORYA191 家）；                                             |
| 歌力思    | ELLASSAY、ELLASSAY FIRST、ELLASSAY WEEKEND                           | 201 年收入 7.1 亿，总渠道 363（直营 166 家）                                                                           |
| 宝姿     | PORTS 国际、PORTS1961<br>代理 BMW、法拉利、阿玛尼、范思哲                           | 2013 年零售收入 19.7 亿（含扣点），估计女装在 15 亿左右。2013 年底整体门店 352 家（百货专柜占到 75%）；单店含扣点收入 560 万                           |

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

**表 6：品牌单店销售额（万）**

| 单店收入                   | 2010 | 2011          | 2012   | 2013   |
|------------------------|------|---------------|--------|--------|
| 玛丝菲尔（直营部分）             |      | 363.51        | 339.06 | 319.45 |
| 欣贺（自营部分）               |      | 342           | 318    | 330    |
| 维格娜丝（直营部分，不含扣点）        | 160  | 161           | 173    | 211    |
| 朗姿直营（含 LIME、ZOOC，不含扣点） | 326  | 363, 含扣点约 482 | 350    | 391    |
| 宝姿（含扣点，不盈利渠道关闭较多）      | 444  | 485           | 498    | 560    |
| 歌力思（直营部分，不含扣点）         |      | 239.27        | 248.17 | 240.95 |

注：宝姿单店收入含扣点；朗姿我们按一定比例换算

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

### 3、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 7：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     |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 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 | 1,970.1  |
| Yoy        |          | 10.6%    | 19.1%    | 4.4%     | 0.9%     |
| LANCY 单一品牌 | 172.4    | 350.9    | 532.5    | 671.9    | 845.5    |
| Yoy        | 108%     | 104%     | 52%      | 26%      | 26%      |
| V.GRASS    | 200.51   | 313.01   | 505.14   | 597.93   | 746.25   |
| Yoy        | 42.1%    | 56.1%    | 61.4%    | 18.4%    | 24.8%    |
| 歌力思        |          |          | 499.13   | 599.10   | 710.41   |
| Yoy        |          |          |          | 20.0%    | 18.6%    |
| 长兴国际，港币    | 409      | 600      | 757      | 749      | 694      |
| Yoy        | 20.3%    | 46.7%    | 26.2%    | -1.1%    | -7.3%    |
| 利邦，港币      | 1,645    | 2,011    | 2,607    | 2,801    | 2,696    |
| Yoy        |          | 22.2%    | 29.6%    | 7.4%     | -3.7%    |

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 8.46 亿（收入占比 61.3%）。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（南方品牌连带销售率较高，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、引入高端系列优雅朗姿），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 2：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 8: 2011-2013 年分区域收入占比统计

| 地区   | 2011    | 2012    | 2013    |
|------|---------|---------|---------|
| 华北地区 | 42.23%  | 34.77%  | 35.74%  |
| 华东地区 | 23.31%  | 22.02%  | 25.32%  |
| 中南地区 | 15.04%  | 13.25%  | 12.99%  |
| 东北地区 | 7.83%   | 14.50%  | 12.35%  |
| 西北地区 | 5.54%   | 8.63%   | 7.26%   |
| 西南地区 | 6.04%   | 6.83%   | 6.34%   |
| 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 9: LANCY 品牌渠道、收入情况

| 年份              | 2008  | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (万元)       | 8,306 | 17,239 | 35,087 | 53,255 | 67,190 | 84,550 |
| 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 2.5 亿 (收入占比 17.8%)。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 2.5 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 10: LIME 品牌渠道、收入情况

| 年份        | 2008  | 2009  | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (万元) | 8,248 | 7,692 | 11,237 | 14,201 | 18,563 | 24,600 |
| 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 2 亿左右（收入占比 14.5%）。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 13 年的 2 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 11:卓可品牌渠道、收入情况

| 年份               | 2008  | 2009  | 2010  | 2011   | 2012   | 2013   |
|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（万元）         | 4,918 | 5,192 | 9,329 | 16,168 | 19,121 | 19,945 |
| 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，计划明年开始开拓渠道。

与做少女装起家的太平鸟(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 12: Marie n° mary 和 PEACEBIRD 相比，上升空间巨大(单位: 百万元)

| 品牌            | 2011 年度 |     | 2012 年度 |     | 2013 年度 |      | 2014 上半年 |      |
|---------------|---------|-----|---------|-----|---------|------|----------|------|
|               | 收入      | 渠道  | 收入      | 渠道  | 收入      | 渠道   | 收入       | 渠道   |
| Peacebird     | 874.4   | 678 | 1,092.3 | 907 | 1,595.0 | 1146 | 849.1    | 1239 |
| Marie n° mary |         | 7   | 68.7    | 74  | 86.0    | 57   | 41.2     | 45   |

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

### (三) 控股韩国阿卡邦，布局绿色婴童市场

#### 1、控股韩国第一童装品牌阿卡邦

朗姿韩国拟出资 320.4 亿韩元(约合人民币 1.8 亿)现金，受让阿卡邦第一大流通股东金煜持有的 427.2 万股(占阿卡邦总股本 15.26%)。并计划参与定增认购 420 万股，预计需 214.2 亿韩元(约合人民币 1.2 亿)，增发完成后朗姿韩国共持有阿卡邦公司的 847.2 万股股份(约占阿卡邦增发后总股本的 25.86%)，成为第一大流通股东。

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> </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> </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> </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</li> <li>➢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> </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> </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> |
| 2ya2yaO       |    | <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 dearbabay 的店中</li> </ul>           | 进入集合店                                        |
| Putto 和 Ecomu |   | <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 含有发醇的成分，用于婴儿</li> <li>➢ 分高中低三档，</li> </ul> | 进入集合店                                        |
| Maternity     |  | <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> </ul>                   | 进入集合店                                        |

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

## 2、国内童装市场格局

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。

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一、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: 13 年报表收入 25 亿（同比增 19%）、估计终端零售额 50 亿左右；
- 红孩儿（米格国际）：一年批发收入约 6 个多亿、估计终端零售额 10 亿上下；
- 我们估计派克兰帝、水孩儿、安奈儿等终端零售额大概在 10 亿以内
- 从体育服饰转向童装业务公司中，361 度渠道数量最多，但 1800 多家一年批发收入也只有 4 个多亿、终端零售额不到 10 亿；其他体育服饰如安踏童装店不到 1000 家
- 丽婴房在国内婴童领域规模相对较大，2012 年鞋服类收入约 11.2 亿，考虑到其直营占比较高，对应终端零售不到 15 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   |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|--------|
| Balabala 收入               | 954  | 1,468 | 2,053 | 2,115 | 2,535  |
| 加盟收入                      | 879  | 1,347 | 1,835 | 1,760 | 2,038  |
| 估计终端零售                    |      |       |       |       | 50 亿左右 |
| 米格国际收入规模                  |      | 327   | 393   | 520   | 661    |
| 估计终端零售                    |      |       |       |       | 10 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    |
| 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    |
| 渠道（国内）                    |      | 236   | 1,157 | 1,590 | 1,858  |
| 丽婴房—童装部分收入 <sup>[1]</sup> | 841  | 926   | 1,001 | 1,120 |        |

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、催化剂

### （一）今年主业深度调整延伸，明年业绩弹性显现

我们认为公司最坏的阶段已经过去，近两年收入端受到需求大环境低迷和购物卡消费锐减影响，以及公司内部管理架构调整、提升和新品牌及线上营运模式培育使得费用刚性增加，我们预计 2014 年盈利将下滑 30% 以上。我们认为在 2015 年，朗姿品牌可以保持稳定增长（俚雅提升品质和客单价）、莱茵品牌产品带延伸和渠道下沉扩张（15 年计划拓展 40-50 家门店）、卓可品牌店效提升、其余新代理品牌培育期进入尾声，逐步贡献收入。从费用端来看，公司组织架构调整基本到位，高端人才引进带来的人工成本增加已近尾声，以提高运营效率为核心的预算管理体系和完善绩效与薪酬直接相挂钩的利益分享机制将在企业内全面展



开,员工持股计划实施将注入新活力。基本面正在筑底,基于14年的低基数,15年业绩弹性显现。

## (二) 依托于中韩自贸区政策,有望转型时尚集团

据新华社报道,11月10日国家主席习近平与韩国总统朴槿惠共同确认中韩自贸区结束实质性谈判,表示中韩未来经济往来将日趋紧密。中韩自贸区谈判于2012年5月启动,是我国迄今为止对外商谈的覆盖领域最广、涉及国别贸易额最大的自贸区。根据谈判成果,在开放水平方面,双方货物贸易自由化比例均超过“税目90%、贸易额85%”。中韩自贸区谈判的协定范围涵盖货物贸易、服务贸易、投资和规则共17个领域,涉及电子商务、竞争政策、政府采购、环境等;双方承诺在协定签署后将以负面清单模式继续开展服务贸易谈判,并基于准入前国民待遇和负面清单模式开展投资谈判。

(1) 自贸区协议达成有望降低公司通关成本。公司的大部分面料和部分成衣从韩国采购,公司在2013、2014年面料及成衣进口额分别为1.32亿元和7270万元,关税分别为2672万元和1470万元,运费1161万元和750万元。若关税由30-35%降至5%,对朗姿是重大利好,中韩两国成衣的价差会大幅缩小至15%左右,如吉高特成衣全部进口,净利润直接增20%+。

(2) 有利于韩国时尚产业人才和先进管理模式的引进。

(3) 有利于公司投资和对接韩国时尚产业,如服饰、美容、整容、文化、影视传媒等方面进行深度合作。董事长申总是朝鲜族,祖籍为韩籍,语言文化和韩国人相通,在韩国具有丰厚和人脉关系和时尚产业的资源优势,韩国时尚界对申总认同度很高,未来公司会在服饰、美容、整容、文化、影视传媒等方面积极拓展,将韩国时尚产业引进中国。

## (三) 员工持股计划显示上下利益一致

公司推员工持股计划,员工、高管利益与股东趋于一致。公司于2014年11月完成员工持股计划的购买,定向受让控股股东申东日先生所持朗姿股票933万股(占公司总股本的比例为4.67%,减持均价21.31元)。参与持股计划的员工总数不超过130人(董事、监事、高管7人,持89万股),共持有不超过933万股,自筹资金不超过2799万元,剩余所需资金由公司控股股东以自有资金的方式提供无息借款支持。

## 五、盈利预测与投资建议

在收入端预测方面,我们认为受大需求环境不佳和购物卡消费锐减的影响,全年收入下滑约12%(公司陆续关闭不良门店,单店店效成两位数下滑)。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(明5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。

利润增长弹性主要在于:受近两年公司内部调整和品牌培育使得费用刚性增加的拖累,

2014 年业绩深度调整，我们预计全年盈利将下滑 45%左右。目前公司的组织架构已经调整到位，基于 14 年的低基数，15 年业绩呈现一定的弹性。

结合以上假定，我们估计 2014 年收入规模 12.13 亿、同比降 12%，利润规模 1.29 亿、同比降 45%；2015 年收入规模 13.35 亿、增速 10%，利润规模 1.54 亿、增速 20%，当前股价对应 15 年 PE 为 31。目前公司市值 48 亿，账上闲置现金约 12 亿，剔除现金后估值为 23 倍。

**表 15：朗姿股份业绩关键驱动因素、及盈利预测（单位：百万）**

|                 | 2011   | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     |
|-----------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 一、营业总收入         | 836.23 | 1,117.49 | 1,378.83 | 1,213.37 | 1,334.71 |
| 营业收入            | 836.23 | 1,117.49 | 1,378.83 | 1,213.37 | 1,334.71 |
| 同比              | 49.6%  | 33.6%    | 23.4%    | -12.0%   | 10.0%    |
| 二、营业总成本         | 589.29 | 846.48   | 1,119.90 |          |          |
| 营业成本            | 334.82 | 434.70   | 527.81   | 476.85   | 524.54   |
| 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    | 12.13    | 13.35    |
| /总收入            | 0.8%   | 0.9%     | 1.0%     | 1.0%     | 1.0%     |
| 销售费用            | 147.86 | 254.01   | 390.89   | 414.97   | 444.46   |
| /总收入            | 17.7%  | 22.7%    | 28.3%    | 34.2%    | 33.3%    |
| 管理费用            | 115.27 | 169.97   | 185.19   | 205.06   | 222.90   |
| /总收入            | 13.8%  | 15.2%    | 13.4%    | 16.9%    | 16.7%    |
| 销售费用+管理费用       | 31.5%  | 37.9%    | 41.8%    | 51.1%    | 50.0%    |
| 财务费用            | -19.78 | -43.86   | -29.21   | -58.40   | -57.71   |
| 资产减值损失          | 4.68   | 21.21    | 31.83    | 60.55    | 80.59    |
| 三、其他经营收益        |        |          |          |          |          |
| 投资净收益           | 0.03   | 0.00     | 16.66    | 52.80    | 52.80    |
| 四、营业利润          | 246.98 | 271.01   | 275.60   | 155.00   | 159.38   |
| 同比              | 40.4%  | 9.7%     | 1.7%     | -43.8%   | 2.8%     |
| 营业利润率           | 29.5%  | 24.3%    | 20.0%    | 12.8%    | 11.9%    |
| 加：营业外收入         | 0.66   | 11.33    | 16.51    | 16.80    | 46.80    |
| 减：营业外支出         | 0.20   | 3.62     | 0.65     | 0.03     | 0.04     |
| 五、利润总额          | 247.44 | 278.73   | 291.45   | 171.77   | 206.14   |
| 减：所得税           | 38.78  | 47.43    | 57.71    | 42.94    | 51.54    |
| 所得税率            | 15.67% | 17.02%   | 19.80%   | 25.00%   | 25.00%   |
| 六、净利润           | 208.66 | 231.29   | 233.74   | 128.83   | 154.61   |
| 减：少数股东损益        | 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   | 128.83   | 154.61   |
| 同比              | 69.2%  | 10.8%    | 1.1%     | -44.9%   | 20.0%    |
| 净利润率            | 25.0%  | 20.7%    | 17.0%    | 10.6%    | 11.6%    |
| 七、综合收益总额        | 208.30 | 231.79   | 233.80   | 128.83   | 154.61   |
| 归属于母公司普通股股东综合收益 | 208.30 | 231.79   | 233.80   | 128.83   | 154.61   |
| 总额              |        |          |          |          |          |

## 八、每股收益：

|               |      |      |      |      |      |
|---------------|------|------|------|------|------|
| (一) 基本每股收益(元) | 1.25 | 1.16 | 1.17 | 0.64 | 0.77 |
| (二) 稀释每股收益(元) | 1.04 | 1.16 | 1.17 | 0.64 | 0.77 |

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

**投资建议：上调至推荐评级。**朗姿股份是我们基于“求变”主线 2015 年推荐标的之一，主要在于：（1）由于原有主业业绩深度调整，2013、2014 年连续两年公司股价基本未涨；（2）主业深度调整除行业性原因外，与公司谋求长期发展在组织架构、人员引进方面投入较大；（3）2014 年 8 月大股东解禁、2014 年 11 月实施董事长托底员工持股计划；（4）谋求长期发展、基于与韩国时尚产业紧密合作控股阿卡邦、布局婴童市场；有望与韩国时尚产业深度合作。

**附表 1: 朗姿股份 (002612.SZ) 财务报表预测 (百万元)**

| 资产负债表  | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 利润表 (百万元) | 2011A  | 2012A  | 2013A  | 2014E   | 2015E  |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 货币资金   | 159   | 208   | 120   | 166   | 104   | 营业收入      | 836    | 1117   | 1379   | 1213    | 1335   |
| 应收票据   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业成本      | 335    | 435    | 528    | 477     | 525    |
| 应收账款   | 59    | 106   | 115   | 94    | 136   | 营业税金及附加   | 6      | 10     | 13     | 12      | 13     |
| 预付款项   | 152   | 72    | 57    | 81    | 71    | 销售费用      | 148    | 254    | 391    | 415     | 444    |
| 其他应收款  | 7     | 11    | 18    | 14    | 21    | 管理费用      | 115    | 170    | 185    | 205     | 223    |
| 存货     | 269   | 548   | 581   | 596   | 668   | 财务费用      | -20    | -44    | -29    | -58     | -58    |
| 其他流动资产 | 1615  | 1243  | 1113  | 1102  | 1113  | 资产减值损失    | 5      | 21     | 32     | 61      | 81     |
| 长期股权投资 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资收益      | 0      | 0      | 17     | 53      | 53     |
| 固定资产   | 43    | 56    | 59    | 322   | 301   | 营业利润      | 247    | 271    | 276    | 155     | 159    |
| 在建工程   | 13    | 6     | 308   | 24    | 27    | 营业外收支净额   | 0      | 8      | 16     | 17      | 47     |
| 无形资产   | 55    | 61    | 139   | 140   | 131   | 税前利润      | 247    | 279    | 291    | 172     | 206    |
| 长期待摊费用 | 0     | 13    | 9     | 5     | 6     | 减: 所得税    | 39     | 47     | 58     | 43      | 52     |
| 资产总计   | 2388  | 2631  | 2541  | 2588  | 2622  | 净利润       | 209    | 231    | 234    | 129     | 155    |
| 预收款项   | 164   | 129   | 27    | 22    | 31    | 归属于母公司净利润 | 209    | 231    | 234    | 129     | 155    |
| 应付职工薪酬 | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 基本每股收益    | 1.25   | 1.16   | 1.17   | 0.64    | 0.77   |
| 应交税费   | 13    | 16    | 24    | 21    | 23    | 稀释每股收益    | 1.04   | 1.16   | 1.17   | 0.64    | 0.77   |
| 其他应付款  | 18    | 23    | 26    | 23    | 25    | 财务指标      | 2011A  | 2012A  | 2013A  | 2014E   | 2015E  |
| 其他流动负债 | 10    | 14    | 14    | 0     | 0     | 营收增长率     | 49.56% | 33.63% | 23.39% | -12.00% | 10.00% |
| 长期借款   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业利润增长率   | 40.40% | 9.73%  | 1.69%  | -43.76% | 2.83%  |
| 预计负债   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润增长率    | 69.25% | 10.85% | 1.06%  | -44.88% | 20.01% |
| 负债合计   | 250   | 351   | 206   | 224   | 222   | 销售毛利率     | 59.96% | 61.10% | 61.72% | 60.70%  | 60.70% |
| 股东权益合计 | 2138  | 2281  | 2335  | 2364  | 2400  | 销售净利率     | 24.95% | 20.70% | 16.95% | 10.62%  | 11.58% |

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

## 插图目录

|                     |    |
|---------------------|----|
| 图 1: 朗姿股份组织架构图..... | 2  |
| 图 2: 朗姿品牌各系列占比..... | 10 |

## 表格目录

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| 表 1: 公司前十大股东（截至到 2014 三季报） .....                             | 1  |
| 表 2: 公司历年的费用情况.....                                          | 3  |
| 表 4: 历年全国重点大型零售企业高端女装品牌前十名 .....                             | 7  |
| 表 5: 高端女装品牌收入规模.....                                         | 8  |
| 表 6: 品牌单店销售额（万） .....                                        | 8  |
| 表 7: 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） ..... | 8  |
| 表 8: 2011-2013 年分区域收入占比统计.....                               | 11 |
| 表 9: LANCY 品牌渠道、收入情况.....                                    | 11 |
| 表 10: LIME 品牌渠道、收入情况.....                                    | 11 |
| 表 11: 卓可品牌渠道、收入情况.....                                       | 12 |
| 表 12: Marie n mary 和 PEACEBIRD 相比，上升空间巨大（单位：百万元） .....       | 13 |
| 表 13: 阿卡邦旗下品牌及定位.....                                        | 14 |
| 表 14: 国内市场主要童装品牌（百万人民币） .....                                | 16 |
| 表 15: 朗姿股份业绩关键驱动因素、及盈利预测（单位：百万） .....                        | 18 |
| 附表 1: 朗姿股份（002612.SZ）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)

---