

凯撒股份(002425)定价报告

定价区间
26.70—31.15 元

定位高端的服装连锁品牌

零售 / 专业连锁

发布时间: 2010 年 6 月 7 日

投资要点:

- 凯撒股份主营业务是从事服装、服饰的设计、制造及销售,产品定位高端,主要产品为高档女装、男装及皮类产品。目前公司具有较强的渠道异地复制能力,拥有品牌销售网点 253 家,覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区 100 多个城市及香港地区。
- 公司通过十多年来的市场积累与市场检验,拥有了丰富的设计、采购、生产、销售运营经验,形成了独特的品牌风格,品牌融合了相当的人文内涵与社会内涵,从而积累了一大批稳定、忠实的消费群体,是十多年来坚持立足于高端市场至今仍保持旺盛品牌生命力的国内少数服装企业之一。
- 公司本次募集资金将用于“销售网络建设项目”和“女装生产线及产品研发中心项目”,计划开设自营店 23 家,其中购置店铺 8 家,作为旗舰体验店,塑造品牌形象;租赁店铺 15 家,作为形象店,承担区域性的品牌形象展示功能。募集资金加大建设销售网络的投入,可以快速扩大销售规模,提高销售利润率;对女装生产线技术改造的投入,可以提高产品的质量和生产规模;对研究中心技术改造的投入,将进一步提升了整体的设计水平和对流行趋势的把握能力。
- 预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.89 元、1.16 元和 1.51 元,考虑公司产品定位高端及高成长性,我们认为公司 2010 年市盈率在 30-35 倍左右比较合理,对应合理价位为 26.70-31.15 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2009	31,646	20.02	5,838	32.49	0.73			
2010E	43,443	37.28	9,526	63.18	0.89			
2011E	57,232	31.74	12,367	29.81	1.16			
2012E	73,217	27.93	16,109	30.27	1.51			

发行数据	2009 年
发行前股本(万股)	8,000
发行数量(万股)	2,700
发行价格(元)	22.00
发行前 EPS(元)	0.73
发行后 EPS(元)	0.55
发行前每股净资产(元)	3.48
发行日期	2010/5/26
上市日期	2010-6-8
主承销商	海通证券

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550108051075

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

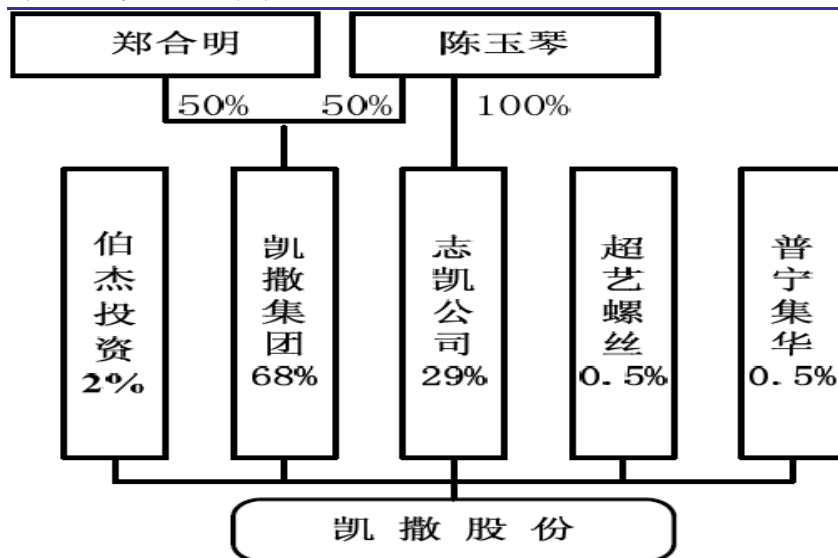
邮 编: 200002

1. 公司简介

凯撒股份主营业务是从事服装、服饰的设计、制造及销售，产品定位高端，主要产品为高档女装、男装及皮类产品。目前公司具有较强的渠道异地复制能力，拥有品牌销售网点253家，覆盖全国30个省、直辖市、自治区100多个城市及香港地区。公司2007年度、2008年度、2009年度分别实现营业收入22371.93万元、26366.52万元和31645.64万元，营业利润分别实现5091.71万元、5821.51万元和7270.35万元，收入、利润逐年提高。

从股权结构看，凯撒集团持有公司68%的股份，是公司的控股股东，股权结构为郑合明、陈玉琴各持50%股份；志凯公司持有公司29%的股份，志凯公司的独资股东为陈玉琴，因此郑合明、陈玉琴夫妇通过间接持股控制了公司97%的股权，为公司实际控制人。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书

2. 公司经营环境分析

服装行业是我国国民经济的重要组成部分。它与人们的生产、生活密切相关，是经济和社会发展水平的重要体现。在中国加入WTO后，我国迅速成为全球经济最活跃的发展中，随着经济的快速增长、人民生活水平不断提高，服装行业也得到了快速的发展。中国服装产业日趋成熟，国际竞争力也由劳动力成本优势向产品质量创新优势、产品开发创新优势、品牌塑造创新优势、文化创新优势的高层次优势转变。服装行业正在进行产业调整升级，产业的微妙变化都将对我国服装行业的未来走向产生深远影响。

服装行业作为传统产业，近年来淘汰率明显上升，企业数量增长时代已经基本结束。服装市场升级对产品供给数量的要求大大降低，大多数企业已经从产品营销转向商品营销，个别企业已经走向文化营销，即强调产品的形象，品牌口碑和附加

值。众多品牌服装企业在一线城市、省会和重点城市开设了专卖店、商场专柜，占据稳定的市场，但仍需加大投资力度，进行渠道的纵深延伸。

3. 公司经营情况分析

公司通过十多年来的市场积累与市场检验，拥有了丰富的设计、采购、生产、销售运营经验，形成了独特的品牌风格，品牌融合了相当的人文内涵与社会内涵，从而积累了一大批稳定、忠实的消费群体，是十多年来坚持立足于高端市场至今仍保持旺盛品牌生命力的国内少数服装企业之一。

公司通过十多年的发展，积累了丰富的终端渠道管理经验。公司采用垂直化管理的模式，具有良好的中央控制力，控制涵盖设计、采购、生产、配送、销售、信息反馈在内的整个运营过程，具备了较强的资源调配能力；建立了稳定的终端销售渠道管理团队和较完善的销售管理系统；对终端销售网点进行标准化、精细化管理。公司拥有一支50多人的专业化设计团队，该团队拥有丰富的设计经验，在及时准确把握国际流行趋势并加入中国元素的前提下，进一步提升了品牌的价值和差异性。公司通过对中国市场充分的调研，对消费群进行分类并准确定位，充分考虑中国传统文化内涵，在设计上融入中国传统元素，利用进口的CAD设备，将传统的平面裁剪改成先进、直观、国际化的立体裁剪，使其符合东方人的体型和气质，形成了独特的凯撒设计风格。公司对面料和辅料的时尚性与品质有较高的要求，面料和辅料在全球范围内进行择优采购，与包括欧洲、日本在内的高端面料供应商建立了长期稳定的合作关系，部分面料由世界顶级面料商精选最新的工艺面料为公司独家生产，保证产品的风格性与独特性。

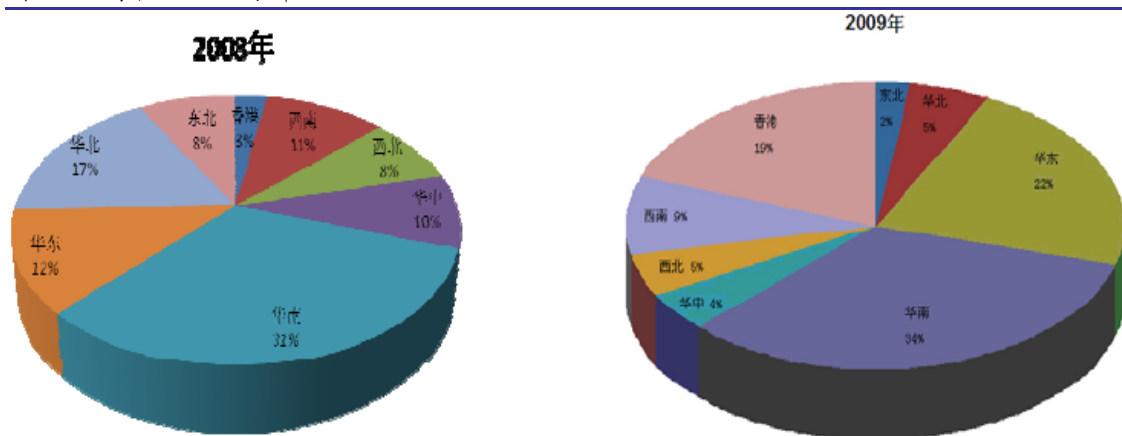
公司近年来一致保持着较高的产能利用率，在生产高峰期的阶段，积极调整自产及委托加工的产品结构，使产能利用率达到最佳水平。分地区来看，公司主要收入来源为华南、华东和香港。

表1: 公司主要产品销售情况

项 目		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
		销售收入 (万元)	销售占比 (%)	销售收入 (万元)	销售占比 (%)	销售收入 (万元)	销售占比 (%)
女 装	套裙套裤	3,562.76	11.33	3,516.36	14.09	3,282.79	14.90
	大衣类产品	2,416.94	7.69	1,778.09	7.12	1,620.48	7.36
	裙子	1,947.32	6.19	2,028.51	8.13	1,588.97	7.21
	单衣单裤	2,289.38	7.28	2,373.23	9.51	2,081.81	9.45
	毛衫	750.71	2.39	468.36	1.88	311.82	1.42
	其他	321.73	1.02	313.29	1.25	302.14	1.37
	合 计	11,288.84	35.90	10,477.82	41.98	9,188.01	41.71
男 装	西装上衣	2,118.61	6.74	2,128.58	8.53	2,154.92	9.78
	西裤	1,184.66	3.77	1,146.30	4.59	1,068.45	4.85
	衬衫	847.23	2.69	779.08	3.12	662.16	3.01
	大衣类产品	1,961.90	6.24	1,128.99	4.52	1,393.60	6.33
	休闲上装	1,056.17	3.36	817.35	3.27	642.70	2.92
	休闲裤	1,210.78	3.85	1,212.82	4.86	896.81	4.07
	毛衫	684.26	2.18	357.19	1.43	331.63	1.51
	针织衫	1,383.15	4.40	1,541.76	6.19	1,325.42	6.00
	合 计	10,446.77	33.22	9,112.07	36.51	8,475.70	38.47
皮类产品	皮革服装	6,496.73	20.66	2,923.34	11.70	2,341.59	10.63
	皮具	3,040.46	9.67	2,311.87	9.26	1,845.70	8.38
	合 计	9,537.19	30.33	5,235.20	20.98	4,187.30	19.01
其他类产品件		172.23	0.55	132.27	0.53	178.85	0.81
全部合计		31,445.03	100.00%	24,957.37	100.00	22,029.86	100.00

资料来源: 公司招股说明书

图2: 公司收入地区分布



资料来源: 公司招股说明书

4. 募集资金投资项目分析

公司本次募集资金将用于“销售网络建设项目”和“女装生产线及产品研发中心项目”，项目投资具体情况如下：

表2：公司募投项目

单位：万元

序号	投资项目	投资总额	投资计划	
			建设投资	流动资金
1	销售网络建设项目	16,373	12,573	3,800
2	女装生产线及产品研发中心项目	8,600	6,800	1,800
合 计		24,973	19,373	5,600

资料来源：公司招股说明书

项目计划开设自营店23家，其中购置店铺8家，作为旗舰体验店，塑造品牌形象；租赁店铺15家，作为形象店，承担区域性的品牌形象展示功能。本次募集资金用于开设的店铺平均面积达到220平方米以上，且店铺的选址大部分在国内一线城市和品牌基础较好的区域，宽敞舒适并装修精美的大型店铺可以为公司起到良好的品牌宣传效果。本次募集资金加大建设销售网络的投入，可以快速扩大销售规模，提高销售利润率；对女装生产线技术改造的投入，可以提高产品的质量和生产规模；对研发中心技术改造的投入，将进一步提了整体的设计水平和对流行趋势的把握能力。

5. 盈利预测与价值区间

预计公司2009-2011年每股收益分别为0.89元、1.16元和1.51元，考虑公司产品定位高端及高成长性，我们认为公司2010年市盈率在30-35倍左右比较合理，对应合理价位为26.70-31.15元。

表3：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	EPS(2010E)元	PE(2010E)元
002154.SZ	报喜鸟	0.84	24.67
002269.SZ	美邦服饰	0.74	25.58
002029.SZ	七匹狼	0.93	31.91
002293.SZ	罗莱家纺	1.38	34.21
002327.SZ	富安娜	1.07	34.37
300005.SZ	探路者	0.45	43.02

数据来源：wind, 东北证券金融与产业研究所

表4: 公司利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	31,645.64	43,443.13	57,231.99	73,216.88
营业成本	17,137.83	21,830.18	28,472.91	35,693.23
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
主营业务利润	14,507.81	21,612.96	28,759.07	37,523.65
销售费用	5,549.38	7,533.04	10,439.11	13,208.33
管理费用	1,600.89	2,172.16	2,861.60	3,660.84
财务费用	13.06	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,270.35	11,907.76	15,458.36	20,654.48
营业外收支净额	515.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	7,785.86	11,907.76	15,458.36	20,654.48
所得税费用	1,296.38	2,381.55	3,091.67	4,543.99
归属母公司净利润	5,837.95	9,526.21	12,365.69	16,108.50
每股收益(元)	0.55	0.89	1.16	1.51

数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归我公司所有。