

消费品及服务 - 纺织服装

2010 年 6 月 7 日

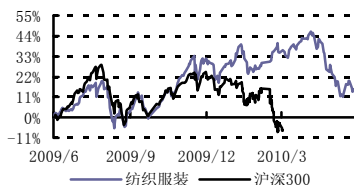
重要资料

总股本 (百万股)	107.00
流通股 (百万股)	21.60
募集资金总额	约 4.8 亿
行业 PE (X)	25
定价区间 PE (X)	30
第一大股东	郑合明、陈玉琴夫妇
公司网址	http://www.kaiser.com.cn

财务数据

	2007	2008	2009
营业收入 (百万)	223.7	263.6	316.4
增长率%	-	17.86	20.02
净利润 (百万)	43.71	44.06	58.38
增长率%	-	0.81	32.49
毛利率%	33.59	43.33	45.84
净利率%	20.99	19.23	20.51
ROE	26.89	23.13	23.41
ROA	26.49	21.60	23.74
资产负债率	9.32	19.35	15.20

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
纺织服装	-7.27%	-14.53%	14.41%
沪深 300	-9.11%	-15.57%	-7.09%

执业证书号:

S1060200010017

周亮

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 周亮, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

定位高端的服装企业

—凯撒股份 (002425) 新股定价报告

询价区间: 22 元

定价区间: 24—26 元

预测指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	316	422	551	697
净利润 (百万元)	58	86	111	141
每股收益 (元)	0.73	0.80	1.04	1.32
净利润增长率%	32.5%	47.4%	29.1%	26.9%
每股净资产 (元)	3.1	7.8	8.7	9.9

资料来源: 世纪证券研究所

■ **公司实行单一品牌的多层次产品覆盖策略。**主要产品为“凯撒”品牌女装、男装和皮类产品, 通过商场、经销商和直营店进行销售。09 年全年产品销量为 86 万件 (套)。09 年公司完成销售收入 3.16 亿元, 实现归属于母公司净利润 5838 万元, 分别同比增长 20%和 32.5%。07-09 年, 公司收入利润复合增长率分别为 18.9%和 15.6%。

■ **坚持高端的市场定位。**“凯撒”品牌自创建以来一直将目标消费群体定位于成功的商界、政界人士, 坚持清晰的市场定位, 并不断加大品牌投入。是十多年来坚持立足于高端市场而至今仍保持旺盛品牌生命力的国内少数服装企业之一。

■ **未来增长点之一来源于自营门店的增加。**截至 09 年末, 公司共拥有门店 253 家, 其中自营店 22 家、商场专柜 130 家, 经销商门店 101 家。本次募集资金新增直营店 23 个, 销售面积 5230 平米, 预计 23 家门店成熟后将为公司带来 1.15 亿元收入和 3337 万元净利润。

■ **未来增长点之二在于产品价格的提升。**过去三年数据看, 公司产品价格在不断走高, 未来募投项目之二女装生产线的扩建将提升公司产品的设计开发能力, 提升产品定价能力。

■ **上市定价 24—26 元较为合理。**我们初步预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.80 元、1.04 元、1.32 元。参考近期中小板股票表现以及行业可比公司, 我们认为公司上市定价在 24—26 元较为合理。

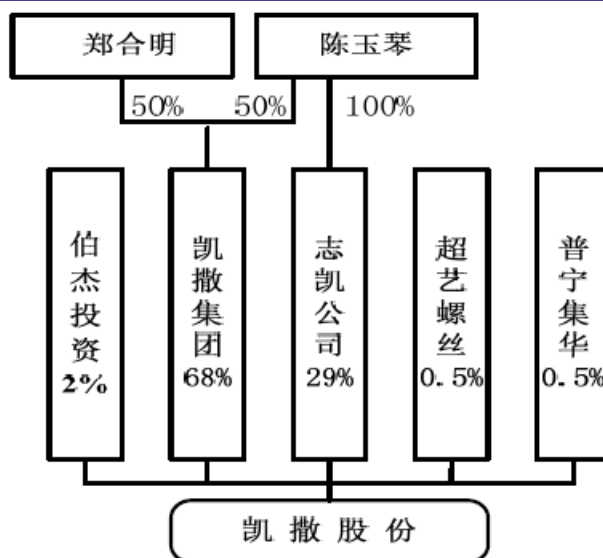
■ **风险因素。**渠道快速扩张带来的管理风险。

公司概况

凯撒股份成立于 02 年，主要从事服装的设计研发、生产与销售。公司实行单一品牌的多层次产品覆盖策略，定位高端，主要产品为“凯撒”品牌女装、男装和皮类产品，通过商场、经销商和直营店进行销售。截至 09 年末，公司共拥有门店 253 家，其中自营店 22 家、商场专柜 130 家，经销商门店 101 家。09 年全年产品销量为 86 万件（套）。09 年公司完成销售收入 3.16 亿元，实现归属于母公司净利润 5838 万元，分别同比增长 20%和 32.5%。07-09 年，公司收入利润复合增长率分别为 18.9%和 15.6%。

实际控制人为郑合明、陈玉琴夫妇。公司股权高度集中，发行前郑和明、陈玉琴夫妇通过凯撒集团和志凯公司持有上市公司 97%的股权，为公司实际控制人。郑和明兄弟郑林海通过伯杰投资持有上市公司 2%股权，郑氏家族合计持股占公司发行前总股本的 99%。此次公开发行后，郑和明夫妇持股比例降至 72.52%，仍处于绝对控股地位。

Figure 1 实际控制人为郑合明、陈玉琴夫妇



资料来源：世纪证券

公司所处行业背景

城市化的过程伴随着品牌服装的大量需求。2008 年城镇人均衣着类支出 1166 元，较 2000 年增长 133%；农村人均衣着类支出 212 元，较 2000 年增长 121%，显示城乡居民的服装购买力均得到了较大提高。另外，农村居民每年用于衣着类的消费仅为城镇居民的 18.17%。而目前我国正处在快速城镇化的进程当中，考虑到城乡居民在服装消费能力上的巨大差

异，城镇化的过程将伴随着大量的服装消费需求。自 2003 年以来我国纺织服装内销占比持续上升，2006 年达到 73%，2007 年上升为 75.04%，2008 年继续上升为 76.7%。可以预计庞大的人口在高速成长的经济环境下，中国服装业发展具有巨大的潜力。

Figure 2 中国城乡居民人均衣着类消费支出变化

	城镇人均 支出 (元)	城镇人均 衣着类支出 (元)	城镇人均 衣着类支 出占比	农村人均 支出 (元)	农村人 均衣着 类支出 (元)	农村人均 衣着类支 出占比	农村人均 支出/城镇 人均支出	农村人均衣着 类支出/城镇人 均衣着类支出
2000	4998	500	10.01%	2652	96	3.62%	53.07%	19.17%
2001	5309	534	10.05%	2780	99	3.55%	52.36%	18.49%
2002	6030	591	9.80%	2924	105	3.59%	48.49%	17.77%
2003	6511	638	9.79%	3025	110	3.65%	46.46%	17.29%
2004	7182	687	9.56%	3430	120	3.50%	47.76%	17.50%
2005	7943	801	10.08%	4127	149	3.60%	51.96%	18.56%
2006	8697	902	10.37%	4485	168	3.75%	51.58%	18.63%
2007	9997	1042	10.42%	5138	193	3.77%	51.39%	18.57%
2008	11243	1166	10.37%	5916	212	3.58%	52.62%	18.17%

资料来源：世纪证券

公司主营业务分析

凯撒股份主要从事服装的设计研发、生产与销售，主要产品为“凯撒”品牌高档女装、男装、皮类产品及饰品。公司女装消费群定位于 35-55 岁事业有成的成熟女性，女装产品旨在体现“高贵典雅、干练独特”的服饰文化内涵，设计风格既紧随欧美时尚潮流又融入中国特色元素，2009 年被服装协会评为“女装 50 强企业”。公司凭借皮革服装、女装在国内市场积累的高端品牌形象，近年来重点拓展了男装产品，其男装目标消费群定位于高品位、高收入的成功人士。

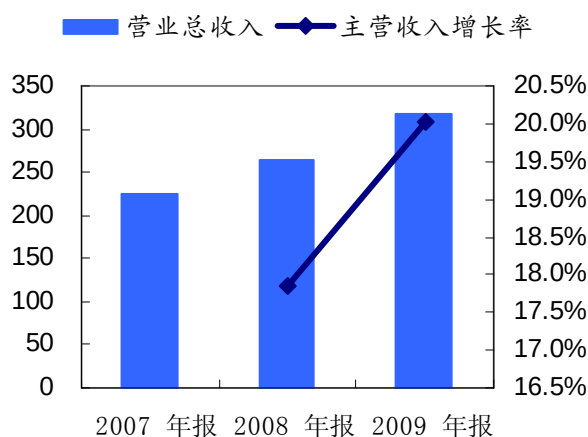
Figure 3 公司主要产品

类 别	产 品 分 类
女 装	套裙套裤、大衣类产品、单衣、单裤、裙子、毛衫、其他（背心、短裤等）
男 装	西装上衣、西裤、衬衫、大衣类产品、休闲上装、休闲裤、毛衫、针织衫等
皮类产品	皮革服装（皮衣、皮草、皮裤、皮背心等）、皮具（皮鞋、皮包、皮带、皮手套等）
其他类产品	内衣、领带、围巾、墨镜、胸针、笔等

资料来源：世纪证券

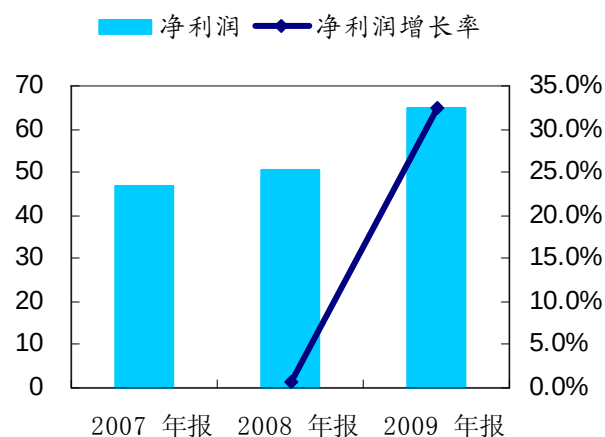
公司近三年来主营业务收入不断增加，增长率约19%左右，增长的主要原因是：一是随着公司品牌知名度不断提升，市场定价能力增强，产品销售单价全面提升；二是销售网点稳步扩张，自营网点不断增加，终端单店销售业绩稳步提升。

Figure 4 主营收入及增长情况



资料来源：世纪证券

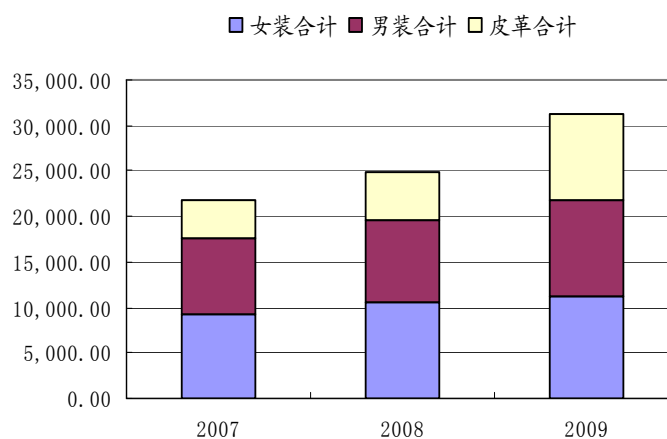
Figure 5 净利润及增长情况



资料来源：世纪证券

目前公司主要采取自制生产、委托加工和定制生产相结合的生产模式。女装产品中的套裤套裙、大衣、单裙、单裤等产品主要采用“自制生产模式”，少量产品如毛衫采用定制生产的模式；男装自制生产规模较小，主要采用定制生产和委托加工的“轻资产生产模式”；高档皮革服装主要采用“自制生产模式”，皮鞋、皮包、皮带等皮具产品及其他配饰产品主要采用委托加工与定制生产的生产模式。

Figure 6 公司产品结构

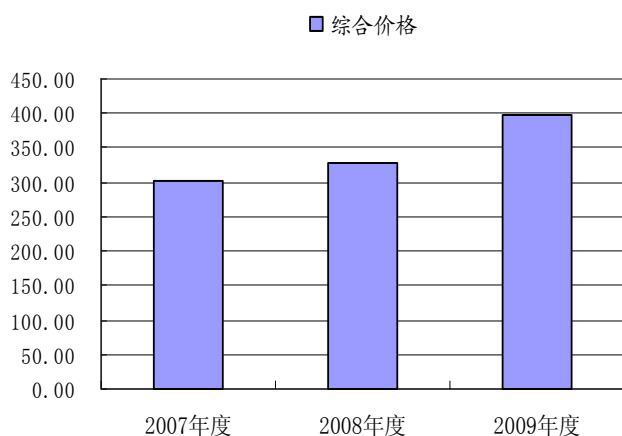


资料来源：世纪证券

公司近三年通过提价来提升综合毛利率。公司产品综合价格不断走高，

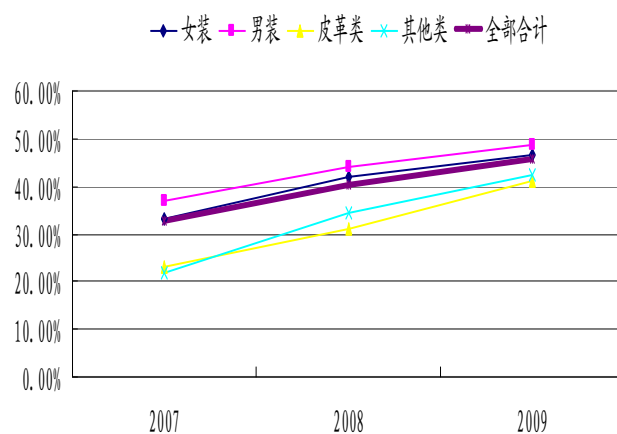
一方面提出新品，价格定位较高，另一方面，自营门店的增加也是一个重要原因。在价格走高的情况下，毛利率水平也由 07 年的 33% 上升到 09 年的 46%。

Figure 7 公司产品近三年不断提高



资料来源：世纪证券

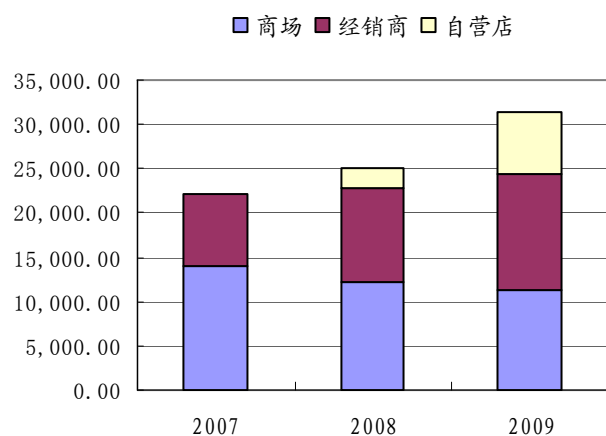
Figure 8 综合毛利率也不断提升



资料来源：世纪证券

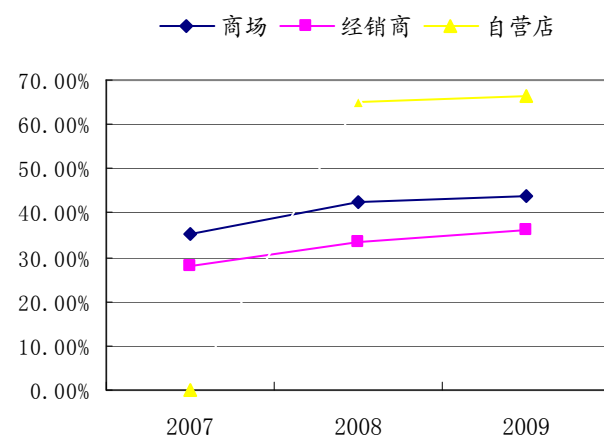
公司的销售模式为“商场销售、经销商销售与自营店销售模式”，2009 年这三种模式的销售额占主营业务收入的比例分别为 35.69%、41.59% 和 22.72%；253 家销售网点覆盖全国 30 多个省、直辖市、自治区 100 多个城市及香港地区。目前公司拥有自营店 22 家，2009 年自营店销售收入和毛利分别为 7,142.97 万元和 4,732.98 万元，分别占同期主营业务收入和毛利的比例为 22.72% 和 32.96%。未来公司将加快自营店建设，争取在上市后三年内实现“百家自营店”计划，在全国建成 300 多家销售网点规模。

Figure 9 各销售模式下的收入情况



资料来源：世纪证券

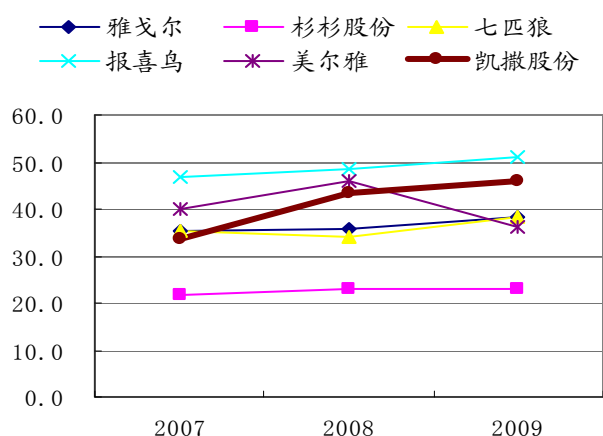
Figure 10 各种销售模式的毛利率水平



资料来源：世纪证券

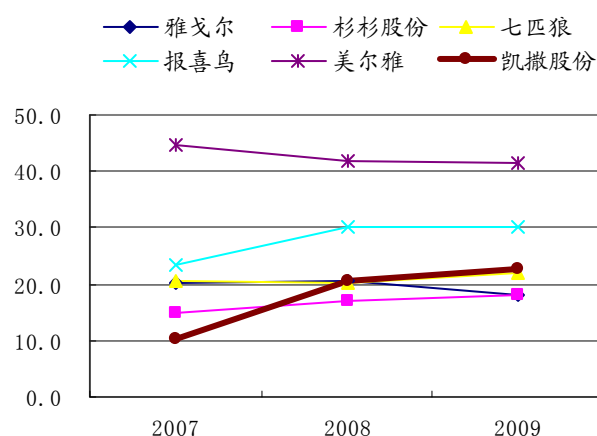
公司产品定位和费用控制表现较为出色。国内上市服装公司的三种主要经营模式：“金飞达”、“大杨创世”为代表的专业加工模式、以“美邦服饰”为代表的轻资产运营模式、以“报喜鸟”、“七匹狼”“雅戈尔”、“杉杉股份”、“宝姿”（香港上市公司）等为代表的生产和零售混合经营型的模式。凯撒股份的综合毛利率水平低于报喜鸟，高于七匹狼，而期间费用率却处于较低的水平，说明公司在产品定位与费用控制之间取得了较好的均衡。

Figure 11 同类公司毛利率对比



资料来源：世纪证券

Figure 12 同类公司期间费用率对比



资料来源：世纪证券

公司竞争力分析

高端品牌优势。发行人自创建“凯撒”品牌伊始即定位高端市场，是十多年来坚持立足于高端市场而至今仍能保持旺盛品牌生命力的国内少数服装企业之一。发行人十多年来秉承“以质取胜，品牌经营”的经营理念，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；“凯撒”品牌凭借一贯的高品质制造、个性化的创意设计、独特的版型、欧美流行趋势与中国元素完美融合的独特设计风格以及品牌中蕴含的人文内涵与社会内涵，成为国内时尚工业的佼佼者。

坚持清晰的高端市场定位。90 年代早期国内高端品牌逐步出现，但随着市场竞争加剧、品牌投入不足，绝大多数高端品牌逐步消亡，而剩余的大部分国内高端品牌出现了定位不清，原拥有的高端消费群体逐步丧失，产品定位逐步下降的现象。“凯撒”品牌自创建以来一直将目标消费群体定位于成功的商界、政界人士，坚持清晰的市场定位，并不断加

大品牌投入。该消费群体经济基础雄厚，有较强的购买欲望且消费者人生观和价值观已相对成熟，因此对风格、时尚已形成一定的偏好，已从纯粹的有形物质消费向追求精神享受的消费方式转变，品牌成为购买意愿的重要因素，具有了较强的品牌忠诚度。“凯撒”品牌通过目标消费群的准确定位、独特的产品风格及单一品牌的多层次产品覆盖策略吸引了一大批高端客户，形成了忠实的消费群体。

终端销售渠道管理优势。发行人通过十多年的发展，积累了丰富的终端渠道管理经验。253 家凯撒品牌销售网点已覆盖全国 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。

研发优势。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。将服装企业通常的四季研发改为六季研发，分别为：春季、初夏、正夏、初秋、深秋、深冬，加速设计的更新，以提高产品对流行趋势和季节的敏感性。

募集资金投向分析

公司将把绝大多数的资金用于营销网络的扩张和升级，主要用于大型的旗舰店和品牌形象店建设，对于提升品牌形象是具有极为重要的意义销售网络。

Figure 13 募集资金投向

	投资总额	建设期	预计收入	预计净利润
销售网络建设项目	16373	12 个月	11500	3337
女装生产线	6500	18 个月	13800	2056
产品研发中心	2100	-	-	-
合计	24973	-	25300	5393

资料来源：世纪证券

项目主要包括购置旗舰体验店和租赁形象店共 23 家，其中：购置旗舰体验店 8 家，合计 2240 平方米；租赁形象店 15 家，合计 3000 平方米；购置、租赁总面积 5240 平方米。公司预计 23 家门店成熟后将为公司带来 1.15 亿元收入和 3337 万元净利润。

公司女装生产线总投资额 6500 万元，建设期 18 个月。预计完全达产后将形成 30 万套（件）高档女装产能，其中 15 万套（件）生产线将逐步替代老化设备，最终形成 45 万套（件）女装产能。公司预计项目完全达产后将为公司每年带来 1.38 亿元收入和 2056 万利润。

盈利预测

假设条件如下：

- 1、随着自营门店的增长，主营收入增长幅度为 33%、30%、26%，毛利率增加，分别 50%、51%、52%。
- 2、自营门店数量增加，将会增加公司的销售费用和管理费用，假设 10—12 年销售费用率和管理费用率分别为 18%、5%。
- 3、所得税。公司（母公司）所得税 2010 年按 22%税率执行，2011 年按 24%税率执行，2012 年及以后年度按 25%税率执行；控股子公司讯盈公司继续按原税收法律、行政法规及相关文件规定的优惠办法及年限享受至期满为止，2010 年度为减半征收期，2011 年及以后年度按 25%税率执行。

Figure 14 盈利预测

	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E	2012E
营业收入	224	264	316	422	551	697
营业成本	149	149	171	211	270	335
销售费用	15	43	55	76	99	125
管理费用	8	12	16	22	28	34
财务费用	0	0	0	-5	-5	-5
资产减值损失	1	2	1	1	1	1
营业利润	51	58	73	118	158	207
加：营业外收入	1	0	5	2	2	2
减：营业外支出	0	1	0	0	0	0
利润总额	52	57	78	120	160	209
减：所得税	5	7	13	24	37	52
净利润	47	51	65	96	123	157
减：少数股东损益	3	7	7	10	12	16
归属于母公司净利润	44	44	58	86	111	141
每股收益(元)	0.55	0.55	0.73	0.80	1.04	1.32
总股本(百万股)	80	80	80	107	107	107

资料来源：世纪证券

综合考虑可比公司、最近上市的中小板股票估值以及公司未来成长性，我们认为给予凯撒股份公司 2010 年 30-33 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 24.00—26.00 元。

Figure 15 可比公司估值的对比

	股价	总股本 (百万股)	2009PE	2010 预测 PE	PB
嘉欣丝绸	18.7	134	38.9	32.7	6.6
伟星股份	18.48	205	21.9	18.0	3.9
七匹狼	31.14	283	43.2	33.6	6.0
报喜鸟	21.83	290	34.2	25.9	3.9
美邦服饰	20.61	1005	34.3	28.5	6.9
星期六	13.7	280	33.6	27.3	2.9
探路者	23.35	134	71.1	53.8	6.7
大杨创世	11.91	165	17.7	21.5	2.6
罗莱家纺	50.49	140	46.6	36.5	5.1
富安娜	41	103	49.0	38.3	3.9
梦洁家纺	46.8	63	33.8	30.7	3.6
平均			40.7	33.7	4.8

资料来源：世纪证券

风险因素分析

市场竞争风险。服装行业在我国是市场化程度最高、竞争最为激烈的行业，尽管公司定位高端，避免了中低端市场的价格竞争，但随着国际一线、二线品牌抢占国内市场，市场竞争更为激烈和复杂。

销售网络建设速度加快的风险。公司计划在三年内实现“百家自营店”计划，在全国建成 300 多家销售网点。随着销售网络建设的提速，若公司不能及时有效提高自身的管理水平，使之与销售网络建设速度相适应，则面临着销售渠道建设不能够充分提升市场竞争力，影响企业的快速和可持续发展的风险。

世纪证券投资评级标准:

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。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.