

增持 首次

嘉麟杰 (002486)

2011 年 1 月 7 日

技术领跑，产能助力

纺织服装行业分析师：区志航
SAC 执业证书编号：S0850209050634
ouzh@htsec.com
021-23219407

联系人：唐爽爽
tangss@htsec.com
021-23219716

我们认为嘉麟杰的投资逻辑有以下几点：(1) 产能逐渐释放，我们预计 2011、2012 年产能增速分别为 30%和 50%。(2) 下游客户的规模增长和产能转移；(3) 毛利率仍具备提升空间。

公司和行业简况：嘉麟杰是目前国际上唯一具备规模化羊毛纬编针织生产技术的公司，产品主要分为起绒类面料和成衣、纬编羊毛成衣、运动型功能面料和成衣等三大系列。应该说，面料行业总体来说竞争激烈，行业集中度较低；然而，嘉麟杰一方面凭借研发优势、具备了较高技术壁垒；另一方面，依托户外用品高端市场，得以分享户外用品子行业的成长。目前，户外用品行业正在成为我国发展最迅速的产业之一，年均增速维持在 35%-40%；未来户外行业在我国仍有广阔发展空间，2008 年美国狭义可比的户外用品市场容量是 146 亿美元，而中国只有 36.5 亿元人民币，仅占美国的 3.68%。

1. 技术高端，但价格和毛利率提升幅度相对缓慢

我们认为，与其他面料企业相比，嘉麟杰最显著的优势在于其研发技术先进，从而具备了较高的技术壁垒。公司的先进技术主要体现在两个方面：(1) 织造技术；(2) 染色及后整理技术。公司采用从德国和日本进口的设备，从而也较业内其他企业具备了更高的环保壁垒，在产品出口方面优势显著；而国内其他企业较多购买的是国产设备，一方面产品不具备差异化优势，另一方面不能保证稳定供货，不能满足国外品牌的采购要求。

嘉麟杰最显著的先进技术体现在纬编羊毛方面——成功解决了羊毛应用于针织运动品的矛盾，即：一方面，运动品通常采用针织去做，如果采用羊毛则更具备柔软性和弹性、兼具保暖轻薄的特点；然而另一方面，羊毛是短纤，用于针织则脆弱易断。目前，从全世界来看，将纬编工艺运用于高支纯羊毛功能性面料规模化生产的企业仅嘉麟杰一家。

然而，相对于较高的技术壁垒、研发新品不断推出（每年保持 20%的新品增长率），公司的单价和毛利率水平提升却较为缓慢。截至 2010 年上半年，公司毛利率为 25.45%。究其原因，我们认为，由于公司主要供货于高端客户，因此，“议价能力不强”并不能解释这一问题。根据我们的分析，公司提价缓慢主要是由于以下两个方面：(1) 公司受原材料涨价影响较小。我们估计，公司原料成本占 60%左右，原材料主要构成为羊毛，羊毛占比达 97%，90%来自进口（澳大利亚、南非），羊毛每年保持一个较为稳定的增长幅度；而棉花所占比例仅为 2.8%，因此棉价的波动性增长基本影响不大。(2) 从长远考虑，公司更注重与客户维持稳定的合作关系，与客户共同发展。因此，受人民币升值、出口退税税率的影响，公司常规的提价基本维持在每半年一次，每次提价幅度为 5%左右。

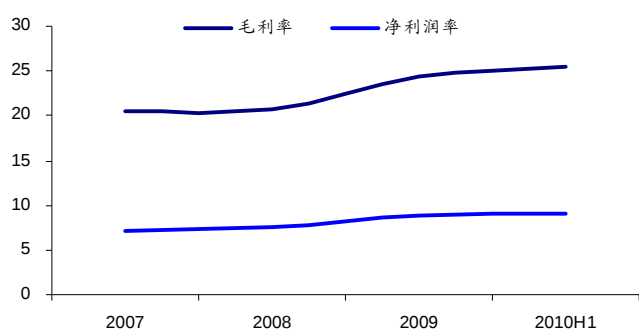
我们认为，随着募投项目的推进，公司产能进一步释放，产品结构继续优化调整，公司毛利率会加快提升步伐，主要基于以下 3 个方面的原因：(1) 起绒类和运动类产品不断出新，新品的议价能力较强；(2) 毛利率较高的纬编羊毛面料和起绒类面料销售比例不断上升；(3) 公司节能减排效应的显现。

表1 主要产品价格与毛利率

	2007		2008		2009		2010H1	
	价格(元/米)	毛利率(%)	价格(元/米)	毛利率(%)	价格(元/米)	毛利率(%)	价格(元/米)	毛利率(%)
起绒类产品		17.63		18.33		24.91		24.95
面料销售	25.69	17.96	24.65	18.48	21.87	23.73	22.12	23.97
成衣销售	40.97	16.61	53.18	17.70	54.00	27.41	54.97	28.36
纬编羊毛产品		24.74		24.35		24.59		23.98
面料销售	-	-	-	-	-	-	-	-
成衣销售	78.80	24.74	83.52	24.35	86.19	24.59	86.35	23.98
运动型功能产品		18.18				23.45		27.72
面料销售	25.25	15.37	17.93	15.65	18.94	19.35	20.98	21.67
成衣销售	67.40	18.96	61.00	19.24	63.65	23.95	71.04	27.93

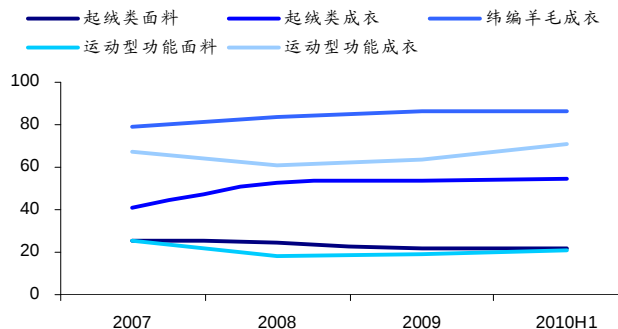
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图1 毛利率和净利率提升缓慢(%)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图2 产品单价缓慢上升(元/米)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2.继续挖掘高端客户

(1) 纬编羊毛成衣：公司的纬编羊毛成衣主要供货于新西兰户外品牌Icebreaker，供应量占其采购量的90%，2009年Icebreaker部分的收入占比为38.1%。我们认为，纬编羊毛成衣单从Icebreaker的采购比重来看，未来提升空间不大；然而，2010年Icebreaker提出了五年计划，计划五年内营业收入翻三番，为公司未来增长增添了新的动力；另一方面，公司在纬编羊毛成衣方面拓展了新的客户：如Nike Golf、澳大利亚国防部。

(2) 起绒类面料和成衣：公司的起绒类面料主要提供给美国户外品牌Polartec，并通过Polartec间接为Patagonia、The North Face、Columbia、JackWolfskin等多个品牌供应高性能双面绒面料，供应量占Polartec采购量的30%，2009年该部分收入占比为21%。我们认为，起绒类面料的收入增长主要来自Polartec采购比重的增长：由于美国国内人工成本较高，Polartec计划将国内产能进一步向嘉麟杰转移。而且，这一部分利润空间较大，以JackWolfskin为例，嘉麟杰供应的某品种成衣在终端门店售价为3000-4000元，而国内同类产品售价仅为70-80元。

总的来说，公司客户主要为国际知名高端客户，客户结构相对集中。2007年、2008年、2009年和2010年1-6月，前5名客户集中度分别为84.71%、85.36%、76.30%和80.48%。相对集中的客户结构一方面可以保证公司收入的稳定增长，但另一方面，一旦客户销售情况波动，则会直接导致公司收入风险加大。因此，公司除继续保持与Icebreaker、Polartec等主要伙伴的深入合作外，还采取了其他应对措施：(1) 开拓新的目标客户，并扩大对Nike、Adidas等客户的销售；(2) 拓展除欧美以外的目标市场。公司在日本新设的全资子公司SCT Japan于2009年5月开始运作，2009年公司对日本市场的销售额大幅提高，2009年和2010年1-6月对日销售同比增长率分别为278.37%和116.54%；(3) 公司设立上海嘉麟杰运动用品有限公司，积极开拓国内市场。

表 2 嘉麟杰客户概况

类型	品牌	特点	向其供应产品	销售方式
户外运动品牌	Icebreaker	全球高端户外羊毛运动服装的领导品牌	“美丽诺”纬编羊毛成衣	直接销售
	Polartec	最受欢迎的户外涤纶起绒面料品牌	双面绒面料	直接销售
	Kathmandu	知名国际户外运动连锁品牌	双面绒成衣	直接销售
	Berghaus	英国著名户外运动品牌	双面绒成衣	直接销售
	Jack Wolfskin	德国著名户外运动品牌	双面绒成衣	直接销售
	Callaway	高端高尔夫服装和球具制造商	高尔夫成衣	直接销售
	Patagonia	世界顶级户外运动品牌	双面绒面料	间接销售
	Columbia	全球知名户外运动品牌	功能成衣	间接销售
	L.L.Bean	全球知名户外运动品牌	功能成衣	间接销售
	The North Face	全球户外领导品牌	双面绒面料	间接销售
	Lecoq sportif	欧洲领先运动品牌	高尔夫成衣	子公司直接销售
	Cutter & Buck	世界著名高尔夫运动服装品牌	高尔夫成衣	子公司直接销售
	Nike	全球知名大众运动品牌	功能成衣	子公司直接销售
	Adidas	全球知名大众运动品牌	功能性面料	间接销售
高端大众运动品牌	Under Armour	全球知名大众服装品牌	双面绒面料	间接销售
	Quiksilver	美国知名冲浪运动品牌	功能成衣	直接销售
	Fila	意大利著名运动品牌	功能成衣	间接销售
	Descente	日本著名运动品牌	双面绒成衣	直接销售

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3. 自有品牌、产业用布，仍需等待

公司在面料研发、成衣加工基础上，还推出了自有品牌户外成衣“Kroceus”（简称 KR），公司目标市场主要定位于两个方面：（1）一线城市（北京、上海、广州等）；（2）户外运动活跃的城市（西安、成都等），未来布局主要在西南和西北地区。我们估计 2010 年底公司大概拥有 13 家店，预计 2011 年达到 70 家店，2012 年达到 150 家店。我们估计公司今年开店投入费用将超过 1000 万元。根据我们的分析，KR 单店收入约为 8-12 万/月，业绩最佳时可达 15 万/月，而我们判断一家 50 平米左右的店面盈亏平衡点大约在 4 万/月。目前 KR 品牌的竞争对手主要是 Columbia、Jack Wolfskin、The North Face 和探路者，与同为国内品牌的探路者相比，KR 由于采用更高档的面料（成衣中间层和内层优势突出），价格要高出探路者 20% 左右。目前公司在 KR 营销上主要采取“口碑营销”的方式，即通过培养 VIP 客户提高产品美誉度，我们认为，这种思路一方面适合定位高端的产品营销，另一方面可以节省广告费用、文化赞助等大笔支出。然而，我们也认为，品牌的培养是一个漫长过程，特别是对于制造业企业来讲，培育一个品牌不仅是对公司产品差异化竞争力的考验，更是对品牌团队市场理解能力、渠道挖掘能力等的全面历练；因此，短期 1-2 年来看，KR 尚不具备盈利贡献能力，但从长期看来，我们认为 KR 的拓展有助于公司在高端市场走得更远。根据我们的分析，户外行业平均增速可达 35%，仍在快速增长期；而运作良好的品牌年均增速可达 100%-150%，因此 KR 一旦度过导入期，盈利贡献便较为可观。

公司在近年来还在着手医疗保健、工业制服等产业用途面料的研究，部分产品已经完成试样工作，我们认为，这一部分公司尚未有明确规划；但预计未来 5 年公司产业用布将出现较快增长。

4. 业绩来源于产能扩张的逐步释放

今年三季报中，公司公告了三季度单季收入和净利润分别比上年同期增长了 46.97% 和 92.82%，1-9 月收入 and 净利润分别增长了 35.65% 和 63.22%。我们分析，每年 6-9 月本就是公司的销售旺季，今年三季度业绩增长格外突出是由于产品结构进一步调整从而带来产能优化调配的结果。我们认为，随着公司募投项目的完成、产能的逐渐释放以及公司产能利用率的提升，我们判断，2010 年公司销售收入增速预计可达 30%，但由于公司在四季度所接订单中新品或小批量订单增多，因此我们估计四季度单季净利润增速要低于三季度，从而我们估计 2010 年全年净利润增速约为 40%。

我们预计，公司在今年 3、4 月可以完成设备的工艺调试，5、6 月开始逐渐投产，11 月可以全部投产；因此我们预计公司在 2011 年、2012 年产能增速约为 30% 和 50%，从而净利润增速大概分别在 30%-40% 和 50%-60% 范围内。我们预计

公司 2010-2012 每股收益分别为 0.30 元、0.39 元和 0.60 元，PE 分别为 50、39 和 25 倍，虽然公司面料技术的独特性、未来产能扩张以及自有品牌的拓展，但作为一个生产型企业或者转型中的企业，估值并不低，首次给予“增持”评级。

表 3 盈利预测（百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	380.38	489.91	489.32	642.30	818.01	1187.61
二、营业总成本	349.48	446.74	440.85	567.50	719.94	1040.86
营业成本	302.58	388.30	370.27	481.73	611.87	865.77
营业税金及附加	-	-	0.15	0.19	0.25	0.36
销售费用	12.76	16.19	26.41	35.33	49.08	84.32
管理费用	19.92	25.97	32.10	43.03	56.44	89.07
财务费用	14.30	15.70	10.62	7.21	2.31	1.34
资产减值损失	-0.08	0.58	1.31	5.79	6.37	5.83
三、营业利润	30.90	43.17	48.47	70.02	92.70	141.92
加：营业外收入	0.20	0.21	0.21	0.28	0.36	0.52
减：营业外支出	0.03	0.72	0.06	0.07	0.09	0.13
四、利润总额	31.06	42.66	48.63	70.23	92.96	142.31
减：所得税	3.75	5.35	5.30	7.66	10.13	15.51
五、净利润	27.31	37.31	43.33	62.57	82.83	126.79
减：少数股东损益	0.57	0.41	0.53	0.76	1.01	1.55
归属于母公司所有者的净利润	26.74	36.90	42.80	61.81	81.82	125.25
总股本（百万股）	208.00	208.00	208.00	208.00	208.00	208.00
六、每股收益（元）	0.13	0.18	0.21	0.30	0.39	0.60

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

6.风险因素。（1）客户相对集中风险。（2）外部市场波动风险。（3）出口退税政策调整风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

区志航：纺织服装行业分析师

重点研究上市公司：伟星股份、宜科科技、报喜鸟、七匹狼、美邦服饰、雅戈尔、金鹰股份、孚日股份、鲁泰 A、大杨创世、常山股份、东方市场、宜华木业、星期六、罗莱家纺、探路者、富安娜、金飞达、江苏三友、潮宏基、东方金钰、梦洁家纺、联发股份、嘉欣丝绸、众和股份、华芳纺织、中银绒业、红豆股份、江苏舜天和希努尔等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。