

凯撒股份(002425.sz)

上市成为扩张引擎，高增长与高估值并存

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010001

品牌定位与规模扩张不匹配

公司主要产品的国内市场占有率居前五，高端品牌所带来的高盈利使得公司的毛利率、净利率均居行业前列。与品牌及盈利能力的领先优势相比，公司收入规模扩张明显处于劣势。07年至今的收入复合增长率仅为18.85%，远低于行业及竞争对手的平均增速，销售收入的绝对值也远落后于同行。

上市成为扩张引擎

10年6月公司登陆A股，募集资金5.52亿元（超募3亿元）。上市所带来的资金及品牌红利使得公司的规模扩张成为可能，通过对品牌、渠道及产品的整合将使得公司品牌定位与规模扩张不匹配的矛盾得以解决，公司未来的高增长可以预期。**单一品牌向多品牌转移，占领更大市场。**计划用三年的时间收购及代理十个以上的知名品牌，把公司打造成多品牌经营的高端服饰企业。**渠道加速扩张，自营店业绩贡献逐渐增大。**公司自08年起公司开始大力发展自营门店，其对于公司收入、毛利的贡献占比分别达到30.84%、37.87%。自营店拥有的高毛利率、高单店收入及品牌示范效应使得公司计划上市3年内实现“百家自营店”计划。**团队建设见效，男装是未来方向。**男装是最能体现公司高端定位、与公司的轻资产模式也最为相符的产品。同时男装的毛利率一直领先于女装及皮装，因此公司选择男装作为未来发展的重心，且已在广州着手组建男装事业部，发挥地缘优势，吸引业内高端人才。

业绩高增长，估值偏高

预计公司11年、12年门店数量将达到325、382家，销售收入分别为4.49亿元、5.69亿元，毛利率为49.34%、50.03%，对应净利润为0.785亿元、0.981亿元。预计公司11年、12年EPS分别为0.73元、0.92元，目前股价41.52元，对应12年PE为45倍，估值水平偏高，首次给予“持有”评级。

风险提示

自营店快速实现盈利存在不确定性；多品牌战略存在弱化凯撒品牌的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	316.46	375.56	449.15	568.78	748.31
增长率(%)	20.02%	18.68%	19.59%	26.64%	31.56%
EBITDA(百万元)	77.45	92.08	110.60	152.83	210.14
净利润(百万元)	58.38	63.42	78.50	98.08	128.45
增长率(%)	32.49%	8.63%	23.78%	24.94%	30.96%
每股收益(元)	0.73	0.59	0.73	0.92	1.20
市盈率	0.00	68.27	56.59	45.30	34.59
市净率	0.00	4.98	4.79	4.43	4.03
EV/EBITDA	-1.07	42.65	36.51	27.12	20.19

数据来源: 凯撒(中国)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

持有

当前价格(元)	41.52
目标价格(元)	40.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	7.69%	2.36%	70.33%
沪深300	5.10%	3.74%	0.11%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

107.00/27.00

主要股东:

凯撒集团(香港)有限公司

主要股东持股比例

50.84%

财务比率

ROE	7.29%
ROA	12.57%
资产负债率	5.49%
每股净资产(元)	8.13

2010年报数据

品牌定位与规模扩张不匹配

自96年创建“凯撒”品牌以来，凯撒股份一直致力于高端市场的开发，十几年来女装、皮装、男装等主打产品均成为业界的中高端品牌。

表1：纺织服装74家上市公司盈利能力比较（10Q3）

		毛利率			净利率
TOP1	报喜鸟	53.98%	凯撒股份		18.29%
TOP2	凯撒股份	52.72%	报喜鸟		17.96%
TOP3	探路者	47.92%	鲁泰 A		17.23%
TOP4	星期六	47.14%	江苏旷达		15.07%
TOP5	富安娜	45.79%	搜于特		14.63%
TOP6	美邦服饰	44.48%	大杨创世		13.96%
TOP7	梦洁家纺	41.44%	伟星股份		13.90%
TOP8	七匹狼	40.96%	华斯股份		13.40%
TOP9	罗莱家纺	37.79%	浪莎股份		13.18%
TOP10	希努尔	36.89%	罗莱家纺		12.61%

数据来源：广发证券发展研究中心

公司主要产品（皮装、女装）的国内市场占有率均居前五，高端品牌所带来的高盈利使得公司在毛利率、净利率等指标上均居行业前列，其品牌价值高达14.08亿元（世界品牌实验室评估）。

与品牌及盈利能力的领先优势相比，公司收入规模扩张明显处于劣势。07年至今的收入复合增长率仅为18.85%，远低于行业及竞争对手的平均增速。而从销售收入的绝对值而言，也远落后于同行。

图1：公司收入及净利润比较（单位：亿元）

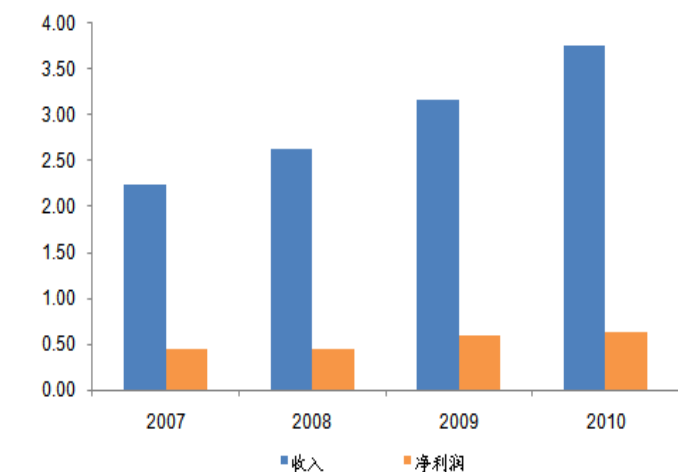
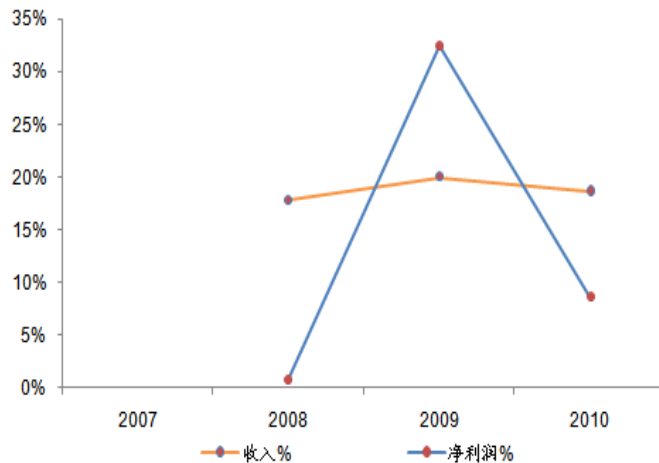
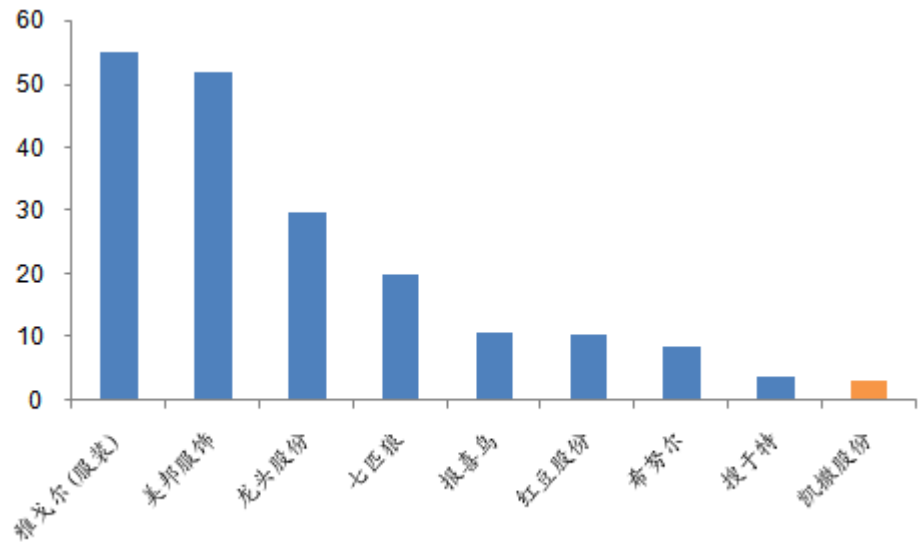


图2：公司收入及净利润增速比较



数据来源：广发证券发展研究中心

图3：主要品牌服装上市公司收入比较（2009年）



数据来源：广发证券发展研究中心

上市成为扩张引擎

公司于10年6月8日登陆A股，募集资金5.52亿元，超募资金达到3亿元。上市所带来的资金及品牌红利使得公司的规模扩张成为可能，据公司预计：上市3年内将建设“百家自营店”，在全国建成300多家销售网点的规模。

对于轻资产的凯撒股份而言，通过对品牌、渠道及产品的整合将使得公司品牌定位与规模扩张不匹配的矛盾得以解决，公司未来的高增长可以预期。

单一品牌向多品牌转移，占领更大市场

公司上市之前，一直坚持单一品牌战略，旗下女装、男装、皮装均以“凯撒”命名，公司在尽享高端品牌所带来高盈利的同时，规模扩张却因目标客户过于单一而受限。

表2：凯撒股份产品的目标定位

	目标客户	特质	价格（元）
女装	35-55岁事业有成的成熟女性	高贵典雅、干练独特	2000-4000
男装	高品位、高收入的成功人士	都市成功男士，正装与休闲产品兼顾	4000-8000
皮装	高收入成功人士	皮革服装行业的领先者	3000以上

数据来源：广发证券发展研究中心

为了实现规模的扩张，公司上市后明确了多品牌的经营战略。在立足高端“凯撒”品牌的同时，计划用三年的时间收购及代理十个以上的知名品牌，把公司打造成多品牌经营的高端服饰企业。未来几年公司将会进入多品牌、高成长、高速扩张时期。

2010年，公司受让女装品牌LUSEFA，将在2011年正式推出。与“凯撒”女装35-55

岁成熟女性的定位不同，LUSEFA主要锁定28-35岁的追求优雅时尚的成功女性，产品形象重点突出女性独特的气质与韵味，设计风格简单大气，适合追求时尚、有品位的人穿着，是“凯撒”女装有力的补充。

LUSEFA品牌以长江以南市场作为主要目标，公司为此建立专门的产品研发和营销团队，借助深厚的品牌资源，公司多品牌经营战略有望获得突破。

渠道加速扩张，自营店业绩贡献逐渐增大

高端品牌面对的是金字塔顶端的少部分客户，而这些高端客户对于品牌及产品自身的设计、质感关注度较高，使得公司渠道扩张上必须以精细化运作为主，而自营模式的优势明显。

以往公司渠道主要以经销商、商场专柜为主，自08年起公司开始大力发展自营门店，截止10年底，公司自营店数量达到27家（其中香港5家），对于公司收入、毛利的贡献占比分别达到30.84%、37.87%。

从单店收入而言，10年自营单店收入高达427万元，远高于经销商（145万元）、商场专柜（61万元）。

图4：公司渠道数量扩张情况

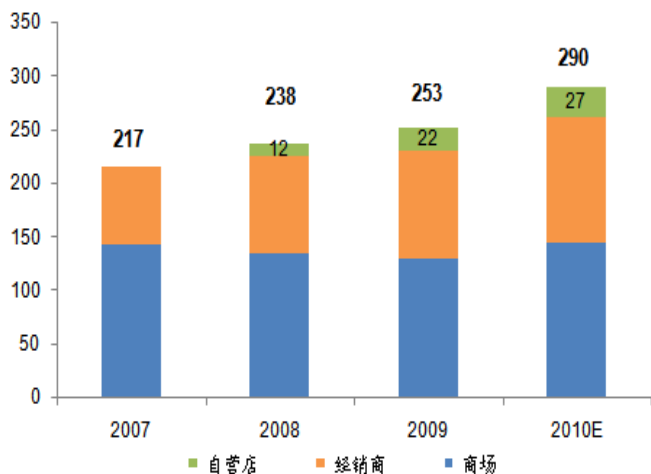
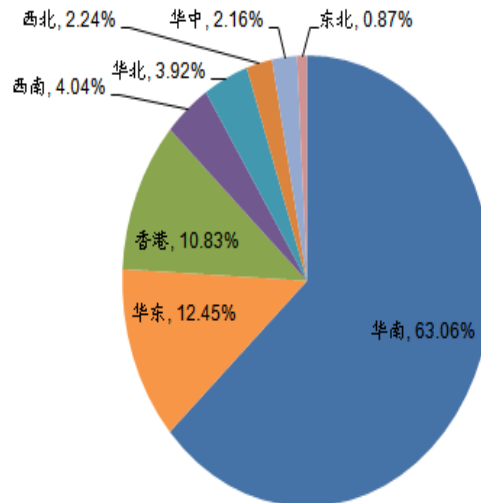


图5：公司主要销售区域收入占比



数据来源：广发证券发展研究中心

表3：公司主要渠道单店收入比较（万元）

	2008	2009	2010E
自营店	177	325	427
商场专柜	91	86	61
经销商	116	129	145
平均	105	124	129

数据来源：广发证券发展研究中心

图6：公司不同渠道收入占比及毛利率比较（2010）

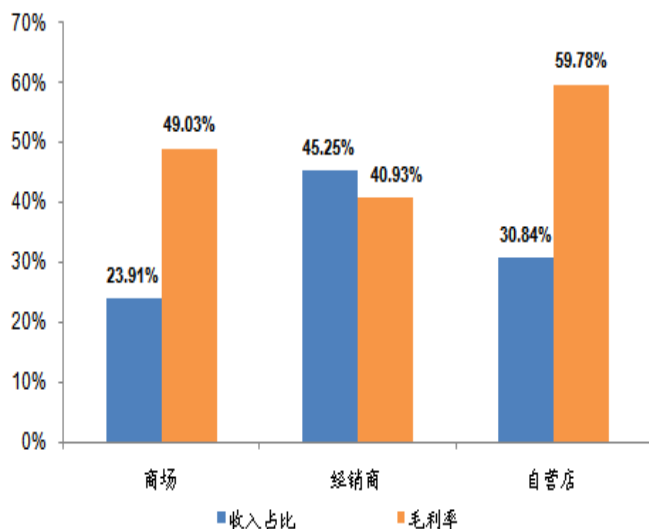
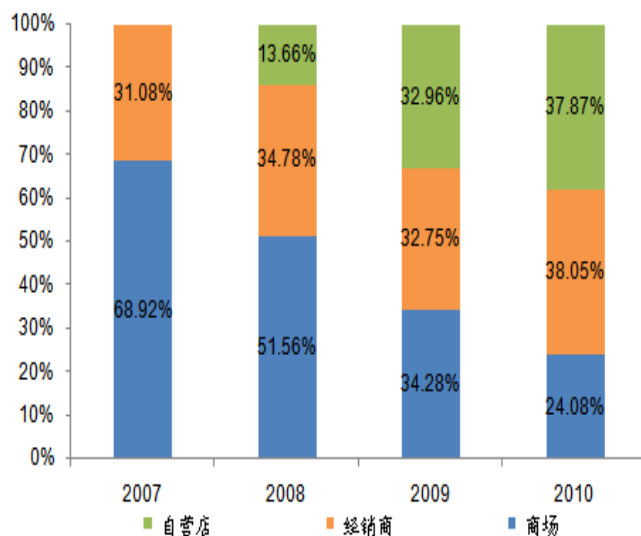


图7：公司不同渠道毛利贡献率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

自营店拥有的高毛利率、高单店收入及品牌示范效应使得公司计划上市3年后实现“百家自营店”计划，在全国建成300多家销售网点的规模。预计未来自营门店收入占比将会大幅提高。

10年公司华南、香港的收入占比达到74%，尚未形成全国市场的覆盖。上市之后，公司在全国主要区域跑马圈地，致力于“凯撒”旗舰店、形象店的开发和建立，在全国省会城市购置较多店铺作为自营店或经营场所。

表4：10年公司购买店铺情况

店铺地点	面积（平米）	总价款（万元）
成都	478.92	1811.12
济南	446.43	2698.23
贵阳	1,145.66	5499.17
肇庆	224.7	725.01
南京	546.38	2198.09
乌鲁木齐	290.14	3191.54
昆明	317.59	2003.62
中山	917.72	1832.65
合计	4,367.54	19959.42

数据来源：广发证券发展研究中心

在大力建设自营店的同时，公司将稳步拓展商场、经销商网络，进一步提升网点经营能力。据我们预计，11年、12年、13年公司渠道数量将达到325、382、458家。

表5：公司主要渠道数量预测

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
自营店	22	27	35	47	68
商场专柜	130	146	158	180	200
经销商	101	117	132	155	190
合计	253	290	325	382	458

数据来源：广发证券发展研究中心

团队建设见效，男装是未来方向

目前公司女装、男装、皮装的收入占比各为三分之一，10年男装、皮装、女装的毛利率分别为51.20%、51.17%、45.01%。

图8：公司主要产品收入占比

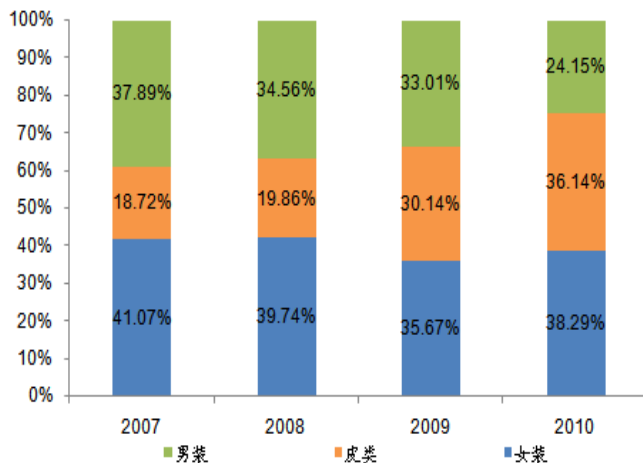
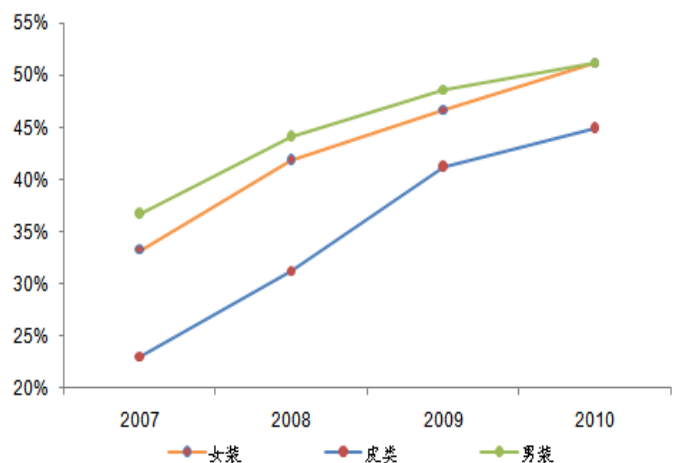


图9：公司主要产品毛利率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

女装由于款式、色彩跟随潮流的变动性较强，周期短、单款产量少，因此公司采取了自主设计、自制生产为主（盗版的概率降低）；皮装属于高端消费品，对于手工工艺要求较高，因此公司多采用自制生产；男装款式相对固定，消费者对于品牌的依赖度较高，关注点主要集中于款式、面料，且批量较大，适宜规模化生产，因此多采用外包的方式。

表6：主要产品生产模式比较

产品类别	目前生产模式	未来生产模式
女装	自制生产为主	自制生产为主,继续扩大自制生产规模
皮装	自制生产为主	自制生产为主,继续扩大自制生产规模
男装	委托加工、定制生产为主,自制生产为辅	委托加工、定制生产为主,继续加大委托加工、定制生产的比重
皮鞋、皮带等皮具产品	委托加工、定制生产	继续扩大委托加工、定制生产规模
领带、内衣等服饰产品	定制生产	继续加大定制生产规模

数据来源：广发证券发展研究中心

从加工方式来看，男装是最能体现公司高端定位、与公司的轻资产模式也最为相符的品种。同时男装的毛利率一直领先于女装及皮装，因此公司选择男装作为未来发展的重心（10年男装收入绝对值及占比略有下滑源于公司大力发展自营店的战略刚刚起步，投入大、培育期长，部分店铺虽已购置、但尚未交付）。

表7：公司人员数量变动情况

	2009	2010	增长率
生产人员	405	251	-38.02%
营销人员	322	676	109.94%
技术(设计研发)	65	108	66.15%
总人数	914	1138	24.51%

数据来源：广发证券发展研究中心

公司地处汕头，对于吸引设计及营销的高端人才形成制约。11年初公司已在广州天河区购买1342平米的办公场所，便于吸引业内高端人才（由于服装产业群的存在，国内已形成不同产品的区域特点。男装设计及营销人才多集中于广州、女装人才则多在深圳、休闲服在福建，因此公司在广州购买办公场所是公司男装及人才战略的重要里程碑）。目前公司已组建了单独的男装事业部，将致力于男装的产品设计及营销策划，为男装的高速增长提供保证。

业绩高增长，估值偏高

公司将充分利用自有品牌的影响力，以上市发行为契机，加强品牌的宣传力度，逐步扩大在国内高端服饰市场的份额。

公司将加大自营店面建设，争取上市三年后实现“百家自营店”计划，在全国形成300家以上的销售网点规模，同时稳步发展经销商，把凯撒公司形象、产品质量、服务直接展现在消费者面前。上市将成为公司规模扩张的重要契机，公司规模的增长将与高端定位的品牌相适应。

预计公司11年、12年门店数量将达到325、382家，销售收入分别为4.49亿元、5.69亿元，毛利率为49.34%、50.03%，对应净利润为0.785亿元、0.981亿元。

预计公司11年、12年EPS分别为0.73元、0.92元，目前股价41.52元，对应12年PE为45倍，估值水平偏高，首次给予“持有”评级。

表8：公司门店数量、收入及毛利率预测（单位：家、万元）

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
自营店	门店数量	22	27	35	47	68
	单店收入	325	427	435	448	461
	销售收入	7150	11529	15225	21058	31381
	毛利率	66.26%	59.78%	60.00%	60.50%	61.00%
	毛利	4738	6892	9135	12740	19143
商场专柜	门店数量	130	146	158	180	200
	单店收入	86	61	63	67	69
	销售收入	11223	8945	9954	12060	13800
	毛利率	43.86%	49.03%	49.50%	49.50%	49.50%
	毛利	4922	4386	4927	5970	6831
经销商	门店数量	101	117	132	155	190
	单店收入	129	145	148	152	155
	销售收入	13079	16929	19536	23560	29450
	毛利率	35.96%	40.93%	41.00%	41.00%	41.00%
	毛利	4703	6929	8010	9660	12075
其他	销售收入	194	153	200	200	200
	毛利率	45%	45%	44%	43%	43%
	毛利	87.3	68.85	88	86	86
合计	门店数量	253	290	325	382	458
	销售收入	31646	37556	44915	56878	74831
	销售成本	17196	19280	22755	28423	36697
	毛利率	45.66%	48.66%	49.34%	50.03%	50.96%

数据来源：广发证券发展研究中心

表9：主要服装上市公司PE比较（2011年3月18日）

	股价（元）	EPS（元）			PE	
		2010E	2011E	2012E	2011E	2012E
探路者	30.2	0.39	0.65	0.96	46.46	31.46
搜于特	82.4	1.05	1.86	2.98	44.30	27.65
华斯股份	26.3	0.47	0.63	0.9	41.75	29.22
罗莱家纺	67.11	1.49	2.01	2.69	33.39	24.95
富安娜	34.64	0.89	1.18	1.56	29.36	22.21
浔兴股份	16.5	0.36	0.5	0.69	33.00	23.91
星期六	16.6	0.41	0.57	0.79	29.12	21.01
嘉麟杰	15.3	0.31	0.41	0.63	37.32	24.29
梦洁家纺	37.2	1	1.34	1.75	27.76	21.26
报喜鸟	26.3	0.85	1.09	1.4	24.13	18.79
希努尔	24.4	0.73	0.99	1.32	24.65	18.48
七匹狼	31.28	0.96	1.28	1.6	24.44	19.55
瑞贝卡	12.56	0.28	0.52	0.74	24.15	16.97
伟星股份	22.73	1.15	1.46	1.87	15.57	12.16
雅戈尔	11.33	0.94	1.09	1.37	10.39	8.27
凯撒股份	41.52	0.59	0.73	0.92	56.88	45.13
均值					31.42	22.83

数据来源：广发证券发展研究中心

表10：盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	316.46	375.56	449.15	568.78	748.31
增长率	20.02%	18.68%	19.59%	26.64%	31.56%
净利润（百万元）	58.38	63.42	78.50	98.08	128.45
增长率	32.49%	8.63%	23.78%	24.94%	30.96%
每股收益（元）	0.73	0.59	0.73	0.92	1.20
毛利率	45.84%	48.81%	49.34%	50.03%	50.96%
营业利润率	22.97%	21.26%	23.36%	23.73%	23.85%
净利润率	18.45%	16.89%	17.48%	17.24%	17.16%
净资产收益率	23.41%	7.29%	8.46%	9.79%	11.65%

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

自营店以购买为主，快速实现盈利存在不确定性；多品牌战略存在弱化凯撒品牌的风险。

资产负债表

单位：百万元

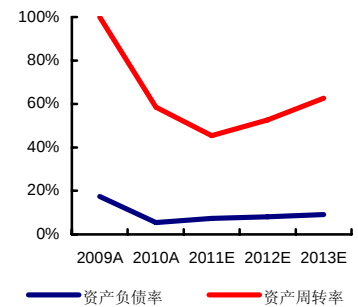
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	262	749	725	698	720
货币资金	100	403	405	297	199
应收及预付	58	167	152	191	249
存货	103	179	168	210	271
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	75	192	303	424	535
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	52	137	259	381	491
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	18	19	14	14	14
其他长期资产	5	36	30	30	30
资产总计	337	941	1,027	1,123	1,255
流动负债	58	51	76	92	116
短期借款	17	1	0	0	0
应付及预收	41	50	76	92	116
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	59	52	76	92	116
股本	80	107	107	107	107
资本公积	0	530	530	530	530
留存收益	169	233	290	365	466
归属母公司股东权益	249	870	928	1,002	1,103
少数股东权益	29	20	24	29	36
负债和股东权益	337	941	1,027	1,123	1,255

利润表

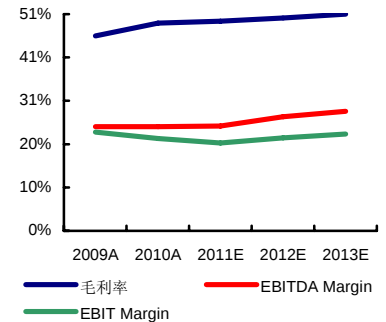
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	316	376	449	569	748
营业成本	171	192	228	284	367
营业税金及附加	0	1	1	1	1
销售费用	55	72	92	114	150
管理费用	16	30	36	46	60
财务费用	0	-2	-12	-11	-8
资产减值损失	1	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	73	80	105	135	178
营业外收入	5	3	3	3	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	78	83	107	138	180
所得税	13	16	25	34	45
净利润	65	66	83	103	135
少数股东损益	7	3	4	5	7
归属母公司净利润	58	63	78	98	128
EBITDA	77	92	111	153	210
EPS (元)	0.73	0.59	0.73	0.92	1.20

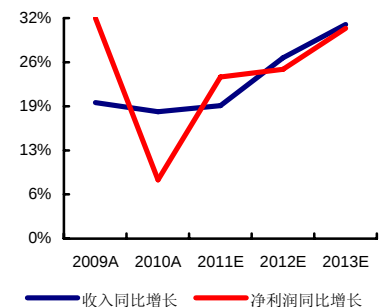
资产负债率趋势



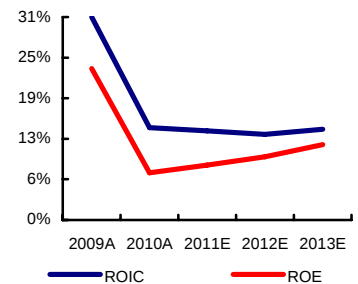
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

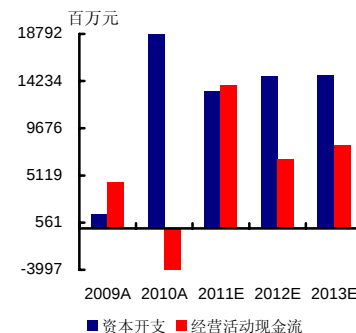
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	45	-40	135	62	74
净利润	65	66	83	103	135
折旧摊销	4	11	18	28	40
营运资金变动	-25	-120	30	-67	-99
其它	1	3	4	-3	-2
投资活动现金流	-14	-188	-133	-147	-148
资本支出	-14	-188	-133	-147	-148
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-16	529	-1	-21	-24
银行借款	16	16	-1	0	0
债券融资	-16	-33	0	0	0
股权融资	0	567	0	0	0
其他	-17	-20	1	-21	-24
现金净增加额	15	301	1	-107	-98
期初现金余额	85	100	403	405	297
期末现金余额	100	402	405	297	199

主要财务比率

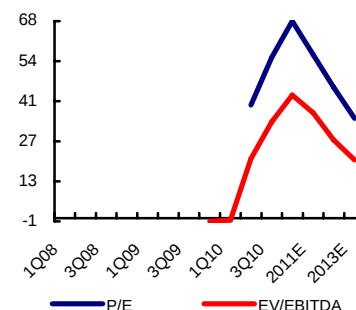
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	20.0%	18.7%	19.6%	26.6%	31.6%
营业利润	24.9%	9.8%	31.4%	28.6%	32.3%
归属于母公司净利润	32.5%	8.6%	23.8%	24.9%	31.0%
获利能力					
毛利率	45.8%	48.8%	49.3%	50.0%	51.0%
净利率	20.5%	17.7%	18.4%	18.2%	18.1%
ROE	23.4%	7.3%	8.5%	9.8%	11.6%
ROIC	31.4%	14.3%	13.8%	13.2%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	17.5%	5.5%	7.4%	8.2%	9.2%
净负债比率	-29.8%	-45.2%	-42.5%	-28.8%	-17.5%
流动比率	4.51	14.55	9.56	7.63	6.21
速动比率	2.53	9.54	6.44	4.40	2.92
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.59	0.46	0.53	0.63
应收账款周转率	7.67	6.28	6.08	6.08	6.08
存货周转率	1.78	1.36	1.35	1.35	1.35
每股指标 (元)					
每股收益	0.73	0.59	0.73	0.92	1.20
每股经营现金流	0.56	-0.37	1.26	0.58	0.69
每股净资产	3.12	8.13	8.67	9.37	10.31
估值比率					
P/E	0.0	68.3	56.6	45.3	34.6
P/B	0.0	5.0	4.8	4.4	4.0
EV/EBITDA	-1.1	42.6	36.5	27.1	20.2

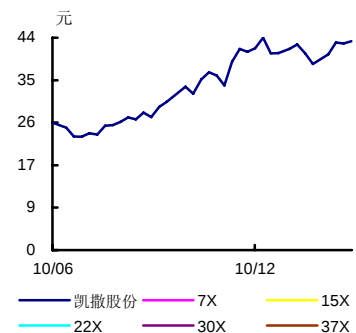
资本支出与经营活动现金流



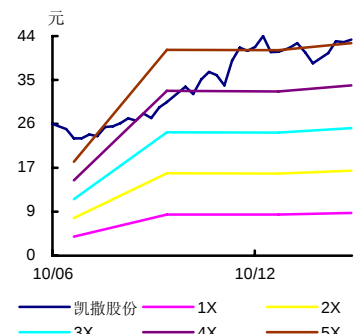
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，7 年钢铁企业工作经历，3 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，研究助理，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：lh19@gf.com.cn，020-87555888-418。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。