

上市合理定价：11.4-14.25 元

步森股份 (002569. SZ)

步森股份定价报告

投资要点

1. 单品牌多系列的商务男装零售商：公司定位于二三线城市的商务男装品牌生产、经销商。主营业务为“步森”品牌男装的设计、生产和销售。公司主要提供括衬衫、西服、裤装、茄克衫、针织衫等产品。衬衫、裤装和西服是公司的主要收入来源。公司的目标消费者为25-45岁商务男士群体，旨在提供“舒适商务男装”。

2. 华东、中南地区具有渠道优势，加盟为主要形式：截止 2010 年底，公司共有加盟店 752 家，直营店 11 家。其中，华东地区的门店数量占到总量的 28.96%，中南地区的门店数量占到总量的 25.95%，东北和华北地区相对较少。公司渠道主要以加盟为主，加盟占比近年来均在 98%以上。

3. 业绩增长稳定的中型男装品牌商：公司2007-2010年公司主营业务收入分别为4.42亿元、4.63亿元和5.37亿元；净利润分别是2765万元、3266万元和4215 万元。公司主营业务收入三年复合增长率为8.8%，归属母公司股东的净利润复合增长率为16.23%。公司业绩增长稳定，但规模不大。

4. 募集资金投向：计划投资于 26 家直营店建设的营销网络建设项目、年产 40 万件中高档茄克衫生产线建设、新增 10 万套/件中高档西服生产和品牌设计研发中心技改共计四个项目。公司预计总投资额为 2.29 亿元，四个项目达产后预计净利润可达 3925 万元。

5. 盈利预测与估值：我们预测公司 11-13 年摊薄每股收益为 0.60、0.77 和 1.01 元，平均每年增长 30%左右，考虑到新股因素，给予其 2011 年 25-30X 倍市盈率估值，二级市场对应的合理价格应该为：15-18 元。

风险提示

营销网络建设项目的市场风险；规模较小带来的公司经营风险；行业竞争风险。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	537	651	779	1000
同比增速(%)	16%	21%	20%	28%
营业利润(百万)	56	73	94	124
同比增速(%)	32.5%	30.8%	29.6%	31.2%
净利润(百万)	42	56	72	94
同比增速(%)	29%	32%	29%	31%
每股收益(元)	0.45	0.60	0.77	1.01
ROE	20.5%	21.3%	21.8%	22.3%

资料来源：招股说明书，港澳资讯

证券分析师：区志航

执业编号：S0850209050634

Tel: 0755-82828559

Email: ouzhihang@hczq.com

联系人：钟祺

Tel: 0755- 82027566

Email: zhongqi@hczq.com

发行数据

发行前总股本(万)	7000
本次发行股数(万)	2334.00
发行后总股本(万)	9334.00
发行价(元/股)	16.88
发行 PE(摊薄后)	37.81
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
步森集团有限公司	79.40%
诸暨市达森投资有限公司	9.50%

行业指数

资料来源：港澳资讯

相关研究报告

1. 本次公开发行情况概要

浙江步森服饰股份有限公司成立于 2005 年 6 月 28 日。主要经营“步森”品牌男装的设计、生产和销售。公司大股东布森集团主要为寿氏家族持股，其 11 名股东共持有发行人控股股东步森集团 88.63% 的股权，通过步森集团控制公司 73.40% 的股份；寿氏家族成员中寿能丰和陈能恩共持有公司第二大股东达森投资 59.06% 的股权，寿氏家族通过达森投资控制发行人 9.50% 的股份；寿氏家族成员中吴永杰直接持有发行人 2% 的股份。寿氏家族共控制发行人 84.90% 的股份。公司目前拥有两家全资子公司，分别是铜陵步森服饰有限公司和合肥步森服饰销售有限公司；铜陵步森主要负责生产服装服饰产品，合肥步森主要负责安徽地区的销售。

图表 1 本次发行前后公司的股本情况

序号	股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
		股份数（万股）	所占比例（%）	股份数（万股）	所占比例（%）
1	步森集团	5,138.00	73.40	5,138.00	55.05
2	达森投资	665.00	9.50	665.00	7.12
3	美邦针织	343.00	4.90	343.00	3.68
4	沈冯青	210.00	3.00	210.00	2.25
5	韩斯坤元创投	210.00	3.00	210.00	2.25
6	吴永杰	140.00	2.00	140.00	1.50
7	宣梦炎	140.00	2.00	140.00	1.50
8	陈潮水	35.00	0.50	35.00	0.37
9	高永宏	35.00	0.50	35.00	0.37
10	王刚	28.00	0.40	28.00	0.30
11	王培青	28.00	0.40	28.00	0.30
12	袁建军	28.00	0.40	28.00	0.30
13	本次发行流通股	—	—	2,334.00	25.01
合计		7,000.00	100.00	9,334.00	100.00

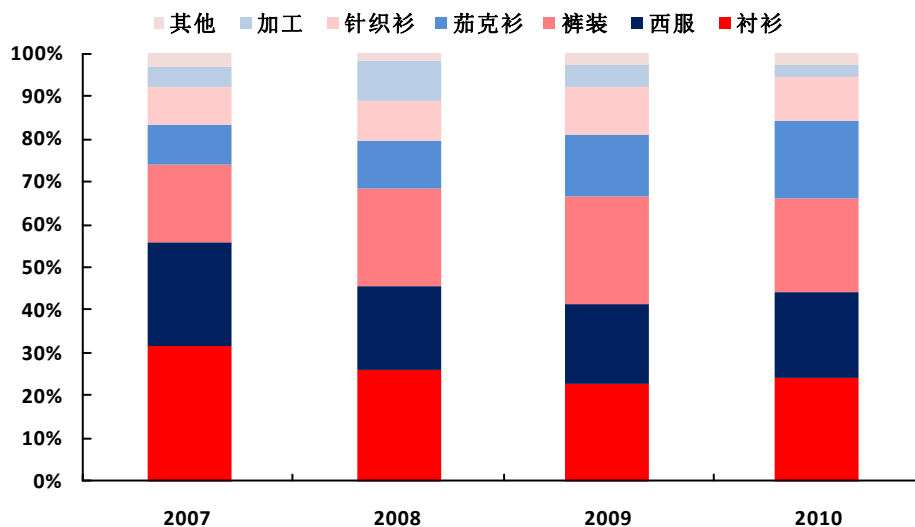
资料来源：招股说明书，华创证券研究所

2. 单一品牌运作的商务休闲男装零售商

公司生产的主要产品主要包括衬衫、西服、裤装、茄克衫、针织衫等。公司实行的是单一品牌多系列发展的战略。针对 25-45 岁商务男士消费者群体，开发了“时尚潮流”、“都市新贵”和“经典正装”三大系列产品。公司以“舒适商务男装”作为产品核心理念，重点选用棉、麻、毛等纯天然的环保面料，运用修身、有型的剪裁工艺，保证产品的舒适、贴身，既适用于一般商务社交场合，又符合都市生活休闲、个性的生活品味。

衬衫、裤装和西服是公司的主要收入来源，三者的收入占主营业务收入的 65% 以上。茄克衫和针织衫在公司主营业务中的占比却逐年增大。其中，茄克衫收入占主营业务收入比从 2007 年 9.4% 稳步提升到 2010 年 18.10%，显示出茄克衫已成公司新的收入增长点。

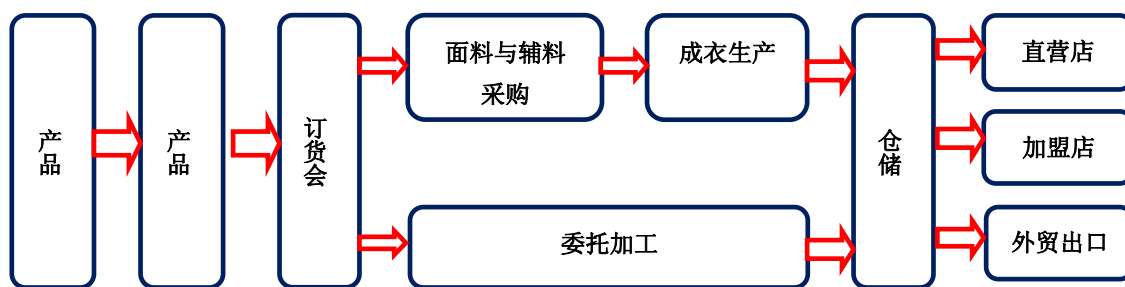
图表 2 主营业务收入构成



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

公司采用自主生产为主、委托加工生产为辅的生产模式和以销定产的方式制定生产计划。订货模式上，公司每年召开三次大型订货会（3月、5月秋冬订货会和10月春夏订货会）和两次补充订货会（7月和12月，发布一些新款服装和对销量较好产品进行补货），订货会后根据各地特许加盟商对产品的反馈及订单情况，制定生产计划，同时根据市场要求进行备货。

图表3 公司经营模式简要流程图

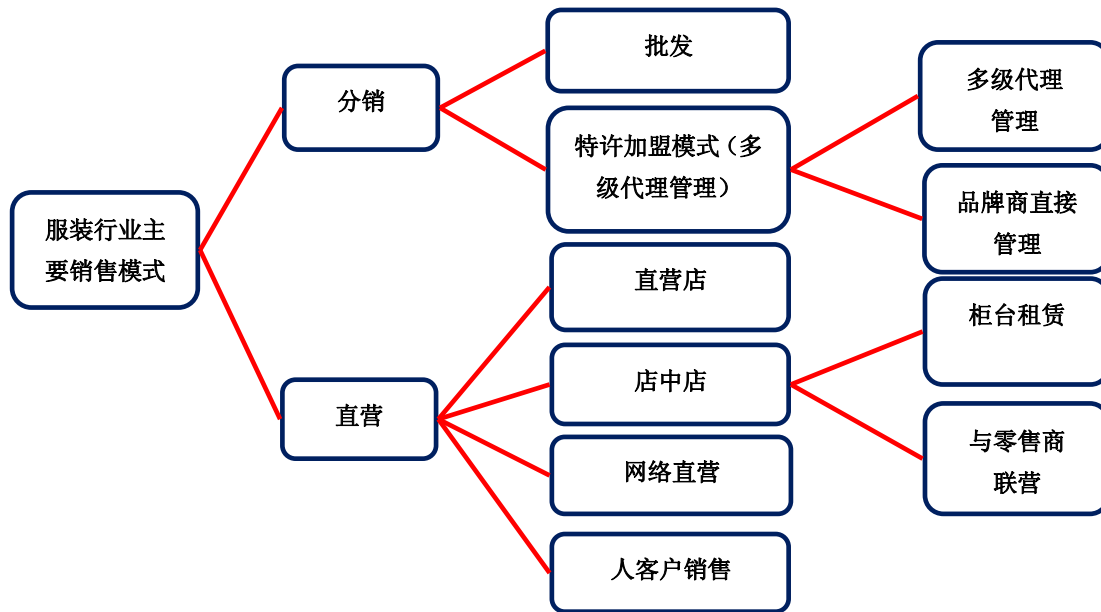


资料来源：招股说明书，华创证券研究所

3. 定位于二、三线城市，由重点区域辐射全国

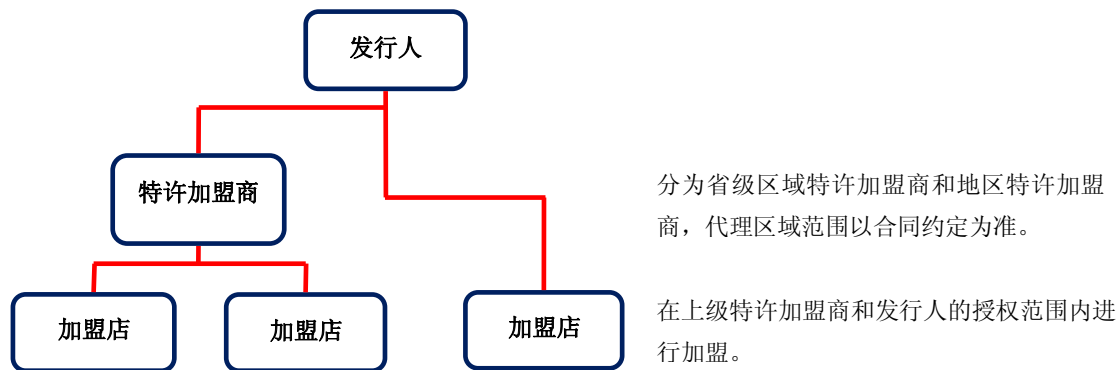
公司目前采取分销为主、直营为辅的复合营销模式。对内分销主要通过加盟店完成：通过多级管理方式管理下属加盟店，既在特定区域内，以合同关系确定区域内特许加盟商，特许加盟商可在本区域内发展下属加盟店；同时公司也在少数区域，以合同形式直接发展加盟店；对外通过外贸公司销售产品。

图表 4 服装行业销售模式



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

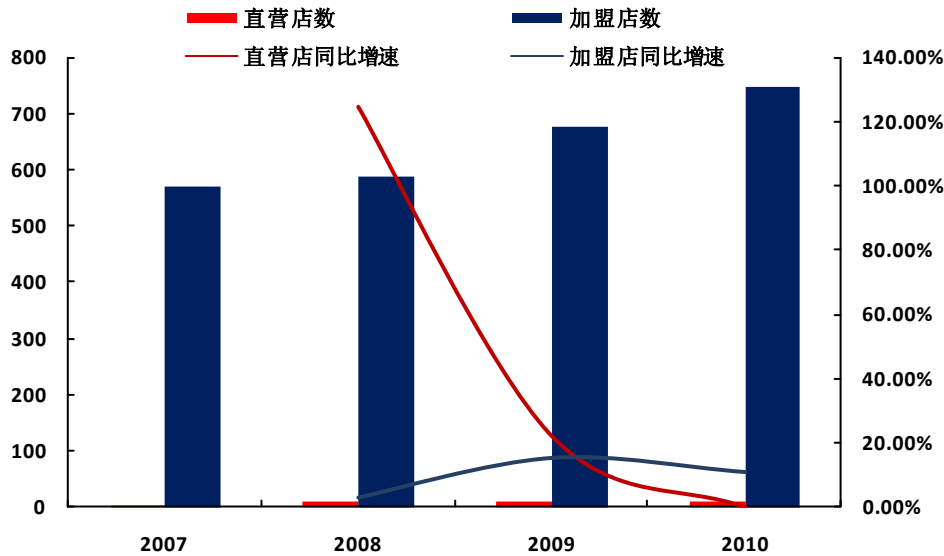
图表 5 加盟店多级管理模式



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

加盟店是公司的主要渠道形式，历年以来，加盟店数量占公司全部渠道的98%以上。截止2010年底，公司共有加盟店752家，直营店11家。较之09年，10年公司直营店数没有增减，但是加盟店仍然有10.75%的增长。IPO募投项目达产以后，公司直营店占比将会得到提高，但加盟店仍是销售的最主要的渠道。

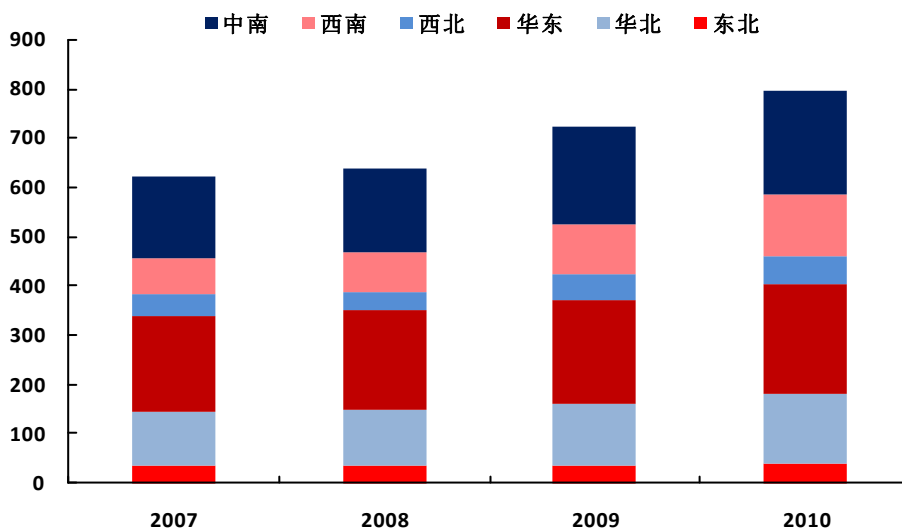
图表 6 渠道发展情况



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

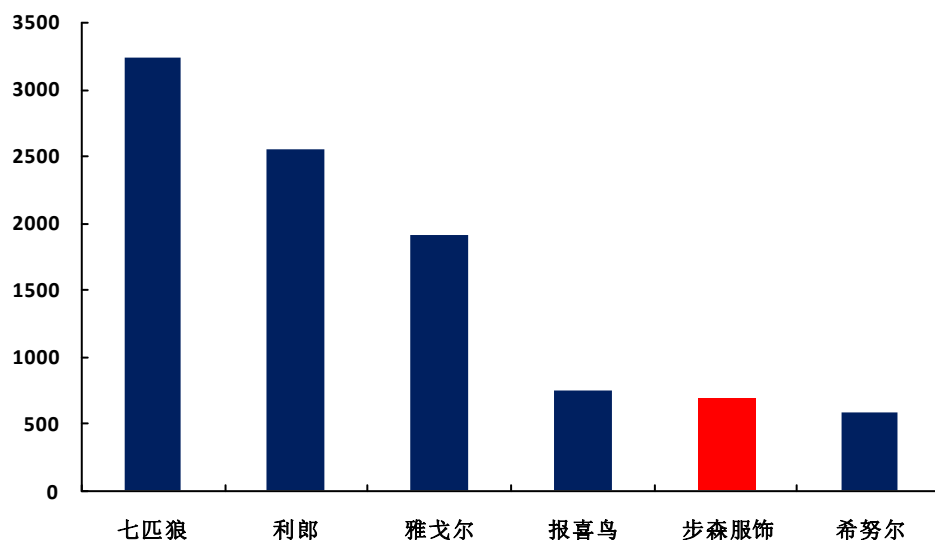
公司渠道的重点区域为华东和中南地区。公司地处浙江省诸暨市，是最活跃的长三角纺织服装产业集群地之一，能为公司带来交易成本的优势，产业链条效应和集群效应明显。公司的渠道主要分布在华东和中南地区，东北和华北地区相对较少。华东地区的门店数量占到总量的28.96%。截止2010年底，浙江和安徽两省的门店数量达135家，占总门店数量的17.69%；中南地区的门店数量占到总量的25.95%。10年公司拥有的11家直营店中，有5家位于浙江、6家地处安徽。直营店的开设，也使得公司在该地区的品牌认知度得到了较高的宣扬。但同时，也反映出公司在其他地区的市场占有不足。另外，与其他已上市男装品牌相比，公司的渠道数量相对较少，市场占有率较低。

图表 7 特许加盟商和加盟店的区域分布



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

图表 8 国内男装上市品牌的门店数量比较（2009）

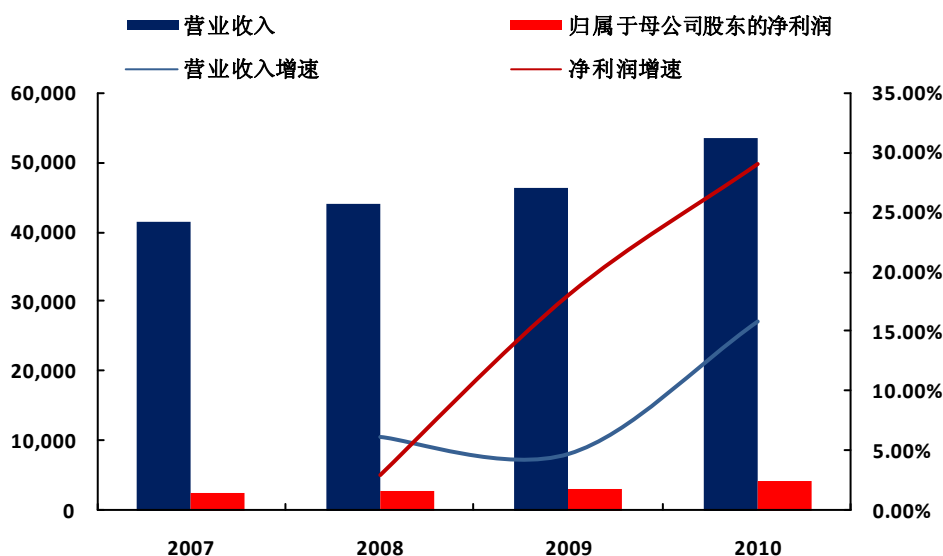


资料来源：招股说明书，华创证券研究所

4. 主营增长稳定，毛利提升尚有空间，存货控制有力

2010 年公司主营业务收入 5.37 亿元，营业收入增速 15.86%；净利润 4216 万元，净利润增速 29.06%。公司 2007-2010 年主营业务收入复合增长率为 8.8%，归属母公司股东的净利润复合增长率为 16.23%。净利润增速远大于主营业务收入增速。我们认为，这和公司品牌的培养以及产品毛利水平提升有关。

图表 9 营业收入和净利润情况



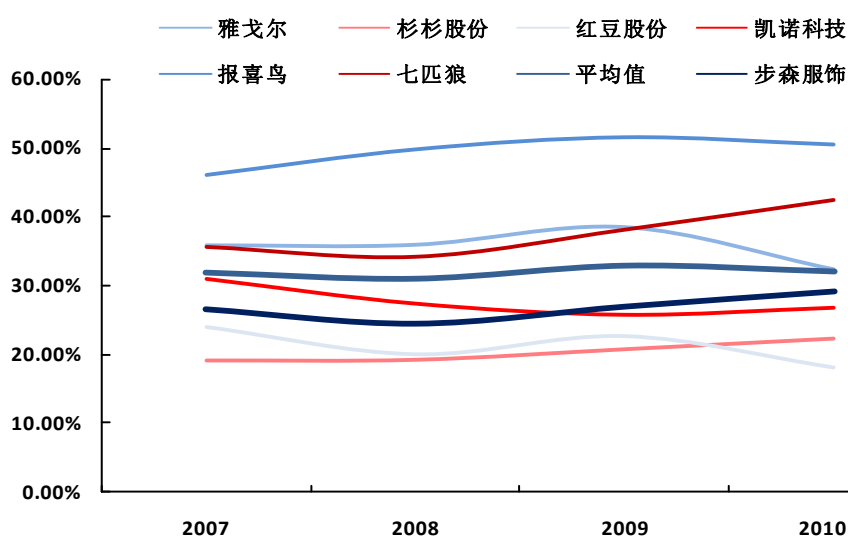
资料来源：招股说明书，华创证券研究所

从综合毛利率来看，公司的毛利率水平处于行业平均毛利水平之下，但近年来呈现一种稳定上升的趋势。同业方面，杉杉股份服装收入中占比较大但毛利率水平较低的针织品业务和锂电池业务将公司毛利率拉低，红豆股份品牌服装业务定价偏低，而其他毛线、纱线及印染、

房地产业务毛利率水平更低，造成红豆股份的毛利率水平处于行业下层水平。而雅戈尔、报喜鸟和七匹狼定位相对高端，也更加注重品牌建设，服装附加值更高，因此毛利水平相对较高。

公司三大主要产品衬衫、西装和裤装毛利率较为稳定，衬衫 2010 年毛利率因为团购因素略有下降。公司毛利率最高的三种产品分别是针织衫、西服和茄克衫。针织衫 2009 年毛利率较 2008 年提升了超过 5 个百分点，西服和茄克衫毛利率近三年来保持着稳定上升的态势。我们认为，随着公司募投项目：直营网络的建设、年产 40 万件中高档茄克衫生产线建设项目和新增 10 万套/件中高档西服生产线技改项目的达产，公司的毛利率水平能得到提升，另外，产品采用自主生产模式的毛利率高于委托加工模式，因此生产线建设项目可以从两个方面增加公司盈利能力。

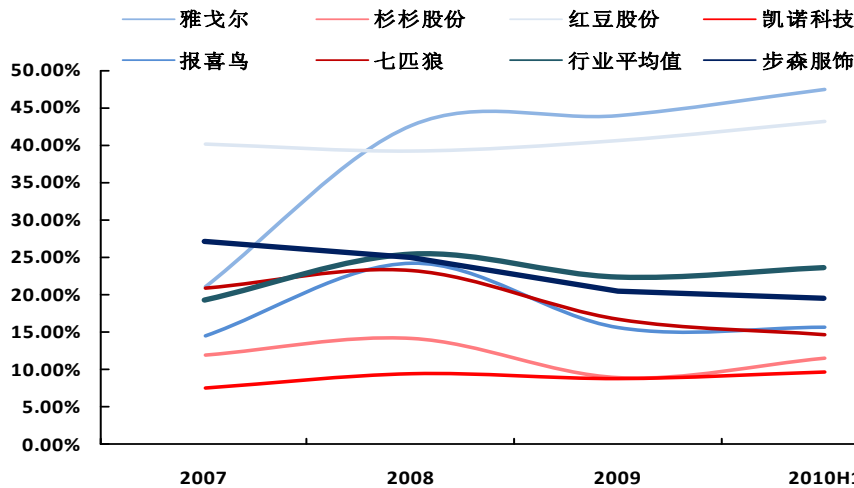
图表 10 主营业务综合毛利率



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

因为公司采用以销定购的方式制定采购计划，根据订单制定生产计划，因此存货商品积压较少。此外，较之同类的上市公司，公司的直营比例较小，主要以分销体系为主，一般根据特许加盟商的订单制定采购、生产计划，合理安排发货，也使得对存货的控制较好。

图表 11 存货余额占总资产的比例



资料来源：招股说明书，华创证券研究所

5. 募集资金项目分析

公司拟发行2334万股，预计募集资金2.29亿元，计划投资于营销网络建设项目、年产40万件中高档茄克衫生产线建设、新增10万套/件中高档西服生产和品牌设计研发中心技改共计四个项目。

营销网络建设项目：26家直营店和营销网络信息管理系统建设。本项目拟在国内6个大中心城市购置营业用房开设6家直营舒适生活概念店；在6个大中心城市所辖的20个地级城市租赁营业用房，开设20家直营旗舰店。另外，公司计划建设营销网络信息管理系统：在总部建立局域网，并全面实施ERP管理系统，以及建立公司与加盟店、直营店之间的瞬间销售信息管理平台。

年产40万件中高档茄克衫生产线建设项目：目前，发行人茄克衫产品全部采取委托加工的形式进行生产，通过本项目的实施，有利于增加公司的盈利，也可以更好的表达舒适商务男装的设计理念。本项目计划投产后第三年为达产年，投产首年达到设计能力的65%，次年达到设计能力的85%，第三年起达到设计能力的100%，预计达产年销售收入为6,320万元。

新增10万套/件中高档西服生产线技改项目：本项目达产后，将使公司新增中高档西服产能10万套/件，西服总产能达到34万套/件。本项目计划投产后第三年为达产年，投产首年达到设计能力的50%，次年达到设计能力的75%，第三年达到100%。预计达产年销售收入为4,500万元。

品牌设计研发中心技术改造项目：本项目将构建集产品设计、面辅料研发与测试、服装资讯收集利用等功能于一体的国内一流男装研发与信息平台，通过对服装市场信息的快速收集和分析，开发设计紧扣流行趋势且适销对路的产品。品牌设计研发中心的建设不仅具有现实的经济效益，但项目的实施可以提升公司新产品的研发能力和设计能力，通过新产品的持续开发有效提升公司产品的附加值。

图表 12 IPO 募集资金投向项目概况（万元）

募集资金拟投资项目	总投资额	计划用募集资金投入	达产后 销售收入	净利润	项目投资回收期 (税后, 含建设期)
营销网络建设项目	12,015.00	12,015.00	10,936.00	1,811.00	6.11 年
年产 40 万件中高档茄克衫生产线建设项目	5,365.00	5,365.00	6,320.00	1,164.00	6.08 年
新增 10 万套/件中高档西服生产线技改项目	3,812.00	3,812.00	4,500.00	950.00	4.74 年
品牌设计研发中心技术改造项目	1,708.00	1,708.00	—	—	—
合计	22,900.00	22,900.00		3,925.00	—

资料来源：招股说明书，华创证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们按照直营和分销两大体系的分类来进行预测。未来三年门店总数为 900、1000 和 1200 家。其中，直营店数在 2011-2013 年分别增加较前一年增加 9、17 和 18 家。单店收入保持平稳增速，分别为 8.5%、10%和 11%；毛利率保持稳定，分别为 42%、42.5%和 43%。分销体系分为内销和外销两部分。内销通过加盟店的形式。未来三年单店收入增速为 5.5%、7%和 8%；毛利率分别为 28.5%、29%和 29.5%。预测情况如下：

图表 13 收入预测表 单位：百万元

直营	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
直营店数	9	11	11	20	37	55
YOY	-	22.22%	0.00%	81.82%	85.00%	48.65%
直营销售收入	7.00	13.00	14.00	27.62	56.20	92.73
YOY	-	85.71%	7.69%	97.27%	103.50%	65.00%
直营店成本	3.35	7.44	8.25	16.02	32.32	52.86
单店收入	0.78	1.18	1.27	1.38	1.52	1.69
YOY		51.95%	7.69%	8.50%	10.00%	11.00%
毛利率	52.08%	42.79%	41.08%	42.00%	42.50%	43.00%
分销内销	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
加盟店	590	679	752	880	963	1145
YOY		15.08%	10.75%	17.02%	9.43%	18.90%
销售收入	345	363	440	543	636	817
YOY		5.22%	21.21%	23.46%	17.09%	28.41%
成本	262	267	318	388	452	576
单店收入	0.58	0.53	0.59	0.62	0.66	0.71
YOY		-8.57%	9.45%	5.50%	7.00%	8.00%
毛利率	24.02%	26.47%	27.83%	28.50%	29.00%	29.50%
分销外销	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
自有品牌出口	63	63	59	60	65	65
占比	71.26%	73.06%	73.56%	74.00%	74.50%	75.00%
贴牌出口	25	23	21	20	22	25
合计	88	86	80	80	87	90

YOY		-2.27%	-6.98%	0.00%	8.75%	3.45%
外销成本	79	76	73	72	78	81
外销毛利率	10.36%	11.84%	8.73%	9.50%	10.00%	10.50%
合计	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其他业务收入	2.90	1.83	3.37	5	5	5
营业收入合计	442.90	463.83	537.37	650.83	779.26	999.51
营业成本合计	334.82	339.48	387.63	476.82	562.22	709.23
综合毛利率	24.40%	26.81%	27.87%	26.74%	27.85%	29.04%
门店数合计	599	690	763	900	1000	1200

资料来源：华创证券研究所

我们认为公司未来利润的增长来自于品牌建设带来产品附加值的提高和渠道扩张的外延增长。附加值的提高需要更丰富的产品系列支撑和长期的品牌培育；渠道的有效扩张，平效的提升亦需要多样的产品线和公司正确的经营政策。由于男装行业是服装行业里面最为成熟的一个行业，每个细分市场里面都有较为成熟的龙头企业。男士正装里面，雅戈尔和报喜鸟以及商务休闲品牌里面的七匹狼都已经凭借资本市场得到了较快的发展，产品系列、渠道数量和品牌知名度都更胜一筹。未上市的企业里面仍有一部分企业属于某个细分行业里面的佼佼者。我们预测公司 11-13 年摊薄每股收益为 0.60、0.77 和 1.01 元，平均每年增长 30% 左右，考虑到新股因素，给予其 2011 年 25-30X 倍市盈率估值，二级市场对应的合理价格应该为：15-18 元。

风险提示

营销网络建设项目的市场风险：公司 26 家直营店的营销网络建设低于预期，将影响公司销售额和整个渠道布局。

规模较小带来的公司经营风险：男装市场竞争激烈，较大的公司有渠道众多带来的规模经济优势，更容易推广品牌，提高品牌附加值，这会使规模较小的公司在竞争中处于不利位置。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	345	391	461	550
现金	148	211	280	364
应收账款	76	81	79	79
其它应收款	1	1	1	1
预付账款	23	16	17	18
存货	90	80	80	84
其他	7	2	3	4
非流动资产	104	102	112	131
长期投资	0	0	0	0
固定资产	75	65	55	45
无形资产	14	13	13	12
其他	15	24	43	73
资产总计	449	493	572	680
流动负债	243	231	242	257
短期借款	50	50	46	49
应付账款	78	66	70	71
其他	116	115	126	137
非流动负债	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	0	1	1	1
负债合计	243	232	242	258
少数股东权益	0	0	0	0
股本	70	93	93	93
资本公积金	0	-23	-23	-23
留存收益	136	191	260	353
归属母公司股东权益	206	261	330	423
负债和股东权益	449	493	572	680

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	38	60	72	76
净利润	42	56	72	94
折旧摊销	9	11	11	11
财务费用	3	-2	-4	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-15	4	14	8
其它	-1	-8	-20	-30
投资活动现金流	-20	-0	0	-0
资本支出	17	0	0	0
长期投资	0	0	-0	-0
其他	-3	-0	-0	-0
筹资活动现金流	6	3	-2	8
短期借款	10	0	-3	2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	23	0	0
资本公积增加	0	-23	0	0
其他	-4	2	1	5
现金净增加额	23	63	70	83

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	537	651	779	1000
营业成本	388	477	562	709
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	51	65	86	115
管理费用	34	42	55	80
财务费用	3	-2	-4	-7
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	56	73	94	124
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	56	73	95	124
所得税	14	18	23	30
净利润	42	56	72	94
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	42	56	72	94
EBITDA	68	81	101	128
EPS（元）	0.45	0.60	0.77	1.01

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	15.9%	21.1%	19.7%	28.3%
营业利润	32.5%	30.8%	29.6%	31.2%
归属母公司净利润	29.1%	32.0%	29.2%	30.9%
获利能力				
毛利率	27.9%	26.7%	27.9%	29.0%
净利率	7.8%	8.5%	9.2%	9.4%
ROE	20.5%	21.3%	21.8%	22.3%
ROIC	45.2%	63.9%	116.1%	220.7%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	47.0%	42.3%	37.9%
净负债比率	20.38%	21.48%	19.18%	18.86%
流动比率	1.42	1.69	1.91	2.14
速动比率	1.05	1.34	1.57	1.81
营运能力				
总资产周转率	1.31	1.38	1.46	1.60
应收帐款周转率	7	8	10	13
应付帐款周转率	5.45	6.62	8.28	10.08
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.60	0.77	1.01
每股经营现金	0.41	0.65	0.77	0.81
每股净资产	2.21	2.80	3.54	4.53
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801