



消费品及服务 - 纺织服装

2011 年 4 月 11 日

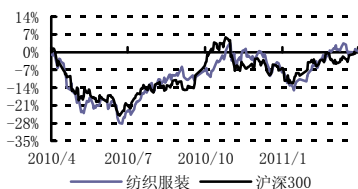
重要资料

总股本 (百万股)	93.34
流通股 (百万股)	23.34
募集资金总额	3 亿左右
行业 PE (X)	30
定价区间 PE (X)	30-35
第一大股东	步森集团
公司网址	http://www.busen.com.cn

财务数据

	2008	2009	2010
营业收入 (百万)	442.90	463.83	537.37
增长率%	6.14	4.73	15.86
净利润 (百万)	27.66	32.66	42.16
增长率%	3.00	18.11	29.06
毛利率%	24.40	26.81	27.87
净利率%	6.24	7.04	7.85
ROE	22.33	21.80	22.82
ROA	12.81	12.92	14.21
资产负债率	60.19	55.92	54.13

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
纺织服装	0.06%	9.03%	1.61%
沪深 300	0.48%	5.90%	0.20%

周宽

执业证书号: S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 周宽, 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。

单一品牌、多系列的商务男装企业

一步森股份 (002569) 新股定价

询价区间: 16.88

定价区间: 17.7-20.6

预测指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	537	644	789	982
净利润 (百万元)	42	55	70	95
每股收益 (元)	0.45	0.59	0.75	1.02
净利润增长率%	29.06%	30.5%	27.1%	36.1%
每股净资产 (元)	2.94	5.52	6.11	6.89

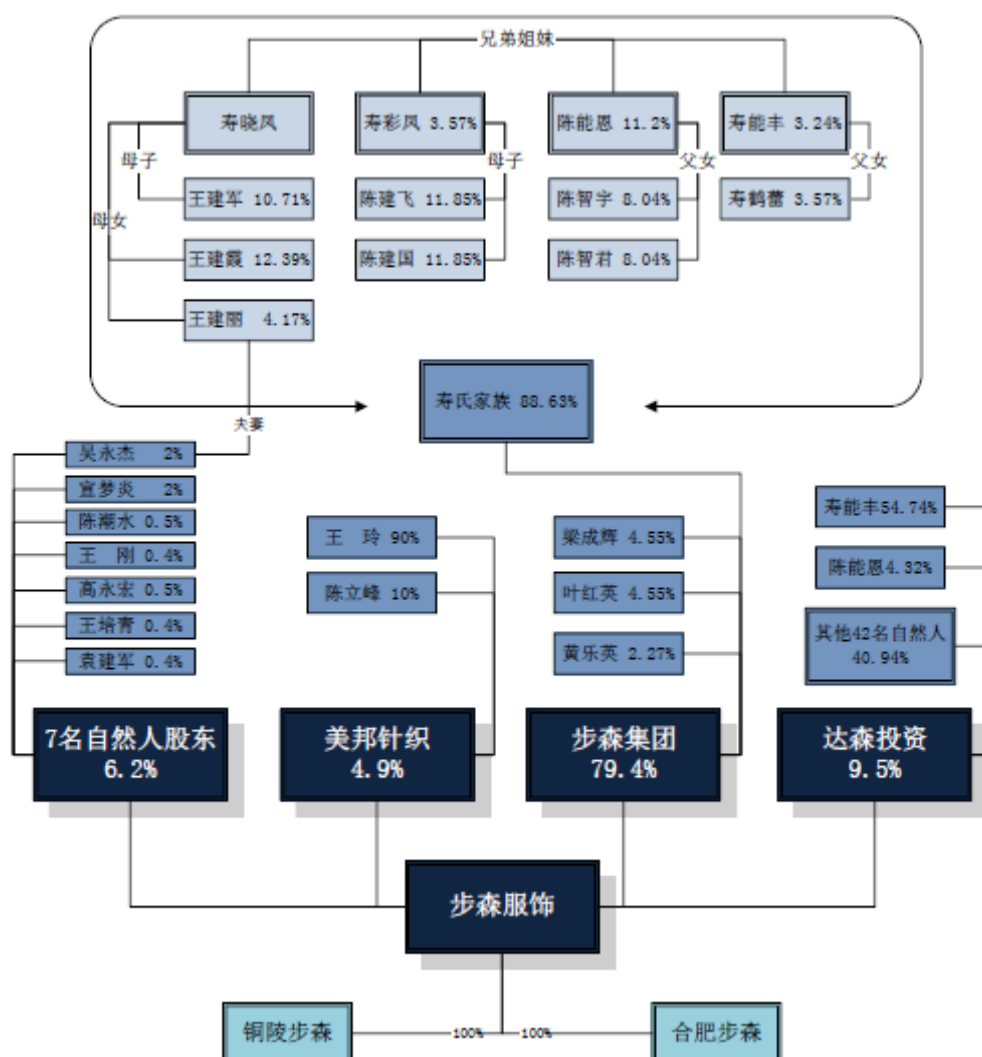
资料来源: 世纪证券研究所

- 公司实行“单一品牌、多系列”发展战略, 是国内为数不多的以自有品牌服装出口的企业。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。
- 分产品来看, 衬衫、裤装和西服是公司的主要收入来源。公司的主要产品包括衬衫、西服、裤装、茄克衫、针织衫等。衬衫、裤装和西服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收入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% 稳步提升到 2010 年 18%, 显示出茄克衫已成公司新的收入增长点。
- 从毛利率来看, 与同行业公司对比, 公司毛利率偏低, 但近三年稳步提高。公司毛利率较低与公司特许加盟门店数量占比高有关。雅戈尔、报喜鸟和七匹狼等公司定位相对高, 上市时间早, 有资本更好的进行品牌建设, 毛利水平相对较高。未来随着募投项目的投产, 直营门店的增加, 毛利率预计会继续提高。
- 募集资金投向。将投资于“营销网络建设项目”、“年产 40 万件中高档茄克衫生产线建设项目”、“新增 10 万套/件中高档西服生产线技改项目”和“品牌设计研发中心技术改造项目”等四个项目。将大力提高公司直营店规模、缓解了西服产能瓶颈的制约、提升中高档西服的盈利水平、提升公司在流通环节的盈利能力、增强公司对渠道的控制力。
- 盈利预测与估值。我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59、0.75、1.02 元, 增速分别为 30.5%、27.1%、36.1%, 考虑到公司稳健增长, 我们认为给予 2011 年 30-35 倍市盈率, 对应二级市场合理价格在 17.7 -20.6 元。
- 风险提示。销售网络的建设低于预期; 扩张过快带来的管理问题。

公司概况

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。

Figure 1 股权结构



资料来源：招股书、世纪证券研究所

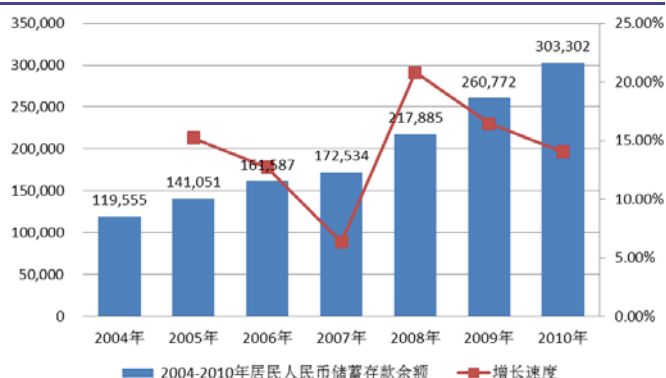
公司所处行业背景

国

内服装市场的消费能力大幅增长。我国纺织工业约 30% 的产品销往国际市场，国际市场占有率连续十余年位居全球首位，我国已经成为世界纺织服装生产大国。同时，随着人民生活水平和人均可支配收入的提高，国内居民家庭恩格尔系数不断下降，国内服装市场的消费能力也在大幅增长。

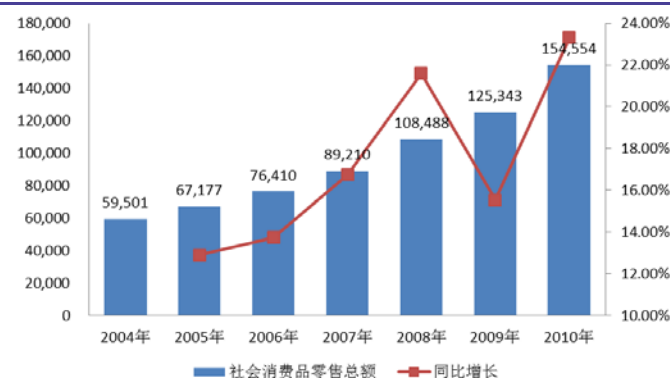
内需持续增长，居民消费结构升级。根据国家统计局统计，随着国民经济的持续快速增长，2004-2010 年我国城镇居民人均可支配收入始终保持持续增长态势。其中 2008 年至 2009 年间，虽然受国际金融危机影响，国内经济增长增速减缓，但城镇居民人均可支配收入的增速仍达到 8.4% 和 9.8%，2010 年，全国经济起暖回升，城镇居民人均可支配收入增速达到 11.3%。随着居民人均可支配收入的持续增长，服装行业的市场行情仍将持续向好发展。

Figure 2 2004-2010 年居民储蓄存款余额及其增长速度（亿元）



资料来源：招股书、世纪证券研究所

Figure 3 2004-2010 年社会消费品零售总额及其增长速度



资料来源：招股书、世纪证券研究所

品牌建设成为男装企业持续发展的关键。男装行业是服装行业中发展最为成熟的子行业之一，属于充分竞争行业。国内男装的生产主要分布在浙江、广东、福建、江苏、上海、北京等省市。进入新世纪以来，国内主要男装生产企业已经摆脱了传统受托加工式的发展模式，从单一生产加工阶段过渡到品牌建设发展阶段。品牌文化的构建、营销网络的扩张、设计团队的升级、产品的多元化延伸等成了行业竞争的重点。

Figure 4 国内男装格局

省份	主打品牌	品牌定位	经营特征
浙江	雅戈尔、杉杉、罗蒙、培罗成、报喜鸟、庄吉、法派、太子龙、洛兹、夏蒙、唐鹰、乔治白、百先得、奥奔尼、步森	中高档商务男装	贴牌加工 团体定制 加盟直营销售 国际品牌输入
广东	群豪、莱克斯顿、法勃尔、松鹰、富绅、卡宾、威鹏、乔士、雷迪波尔、欧卡曼	个性男装 中档商务男装	贴牌加工 加盟直营销售 国际品牌输入
福建	七匹狼、劲霸、柒牌、九牧王、利郎、虎都、才子、与狼共舞、富贵鸟、港士龙、斯得雅、爱登堡、爱都、帝牌、希尼亚、特色龙、拼牌、皇宝、威鹿、金豪雀、佐岸、雄豹狼、马莱特、旗牌王、金威世家、云敦、卡朱米、圣达威、葛罗耐、翔奴、罗力卡	中档商务男装	贴牌加工 加盟直营销售
江苏	波司登、雪中飞、康博、红豆、海澜之家、博士邦尼、迪诺兰顿、红杉树、洲艳、百成汇、千仞岗、爱博尔、飞亚达	时尚羽绒服 中档商务男装	贴牌加工 加盟直营销售 品牌授权

资料来源：招股书、世纪证券研究所

公司主营业务分析

公司产品使用单一品牌、多系列战略。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。

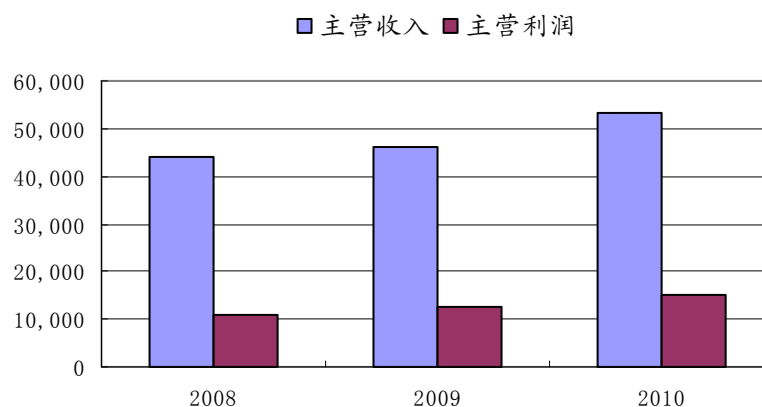
Figure 5 公司产品系列

系列	客户年龄段	主要产品类型	设计特点	面料特点
时尚潮流	25-35 岁	休闲西服、茄克衫、牛仔褲、休闲衬衫、T恤、针织衫	强调个性化的着装姿态，贴近流行趋势	采用时尚的面料和个性的剪裁，制作工艺体现面料流行趋势，利用特殊的面料处理手段，形成个性的风格效果。
都市新贵	30-40 岁	休闲西服、商务衬衫、休闲裤、针织衫	以日常的都市生活为主题，同时满足较为正式的社交场合和部分休闲生活的着装需求。	面料以舒适透气的天然纤维为主，多采用全棉织物、麻棉混纺、棉与再生纤维素纤维的混纺等，注重手感。
经典正装	35-45 岁	经典西服、经典衬衫、经典西裤	满足正式商务场合着装需求，强调品质感和舒适度。	面料以进口面料、羊毛和桑蚕丝等高档纤维为主，注重面料的纱织密度，体现面料的品质感。

资料来源：招股书、世纪证券研究所

近三年，公司收入和利润稳步提升。2010 年，公司实现营业收入 5.37 亿元，同比增长 15.86%；归属于母公司股东的净利润 4,215.82 万元，同比增长 29.06%。

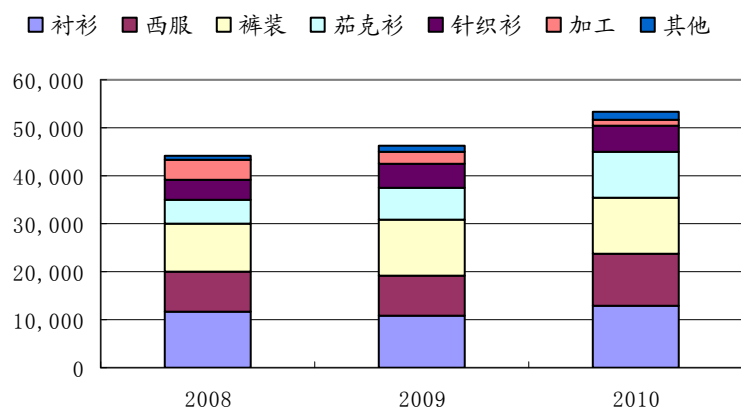
Figure 6 公司主营收入及利润（万元）



资料来源：世纪证券研究所

衬衫、裤装和西服是公司的主要收入来源。生产的主要产品主要包括衬衫、西服、裤装、茄克衫、针织衫等。衬衫、裤装和西服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收入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。

Figure 7 衬衫、裤装和西服是公司的主要收入来源（万元）

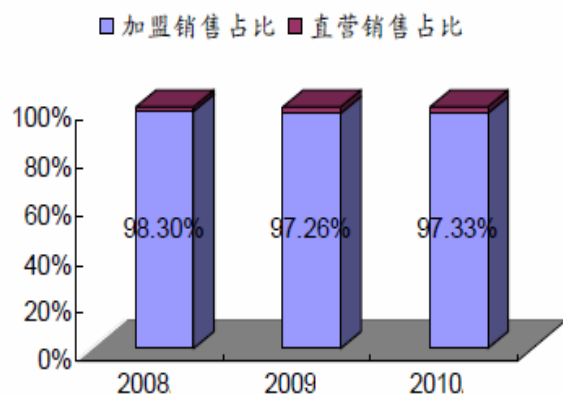


资料来源：世纪证券研究所

加盟店是公司销售最主要的渠道。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。与 09 年相比，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。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

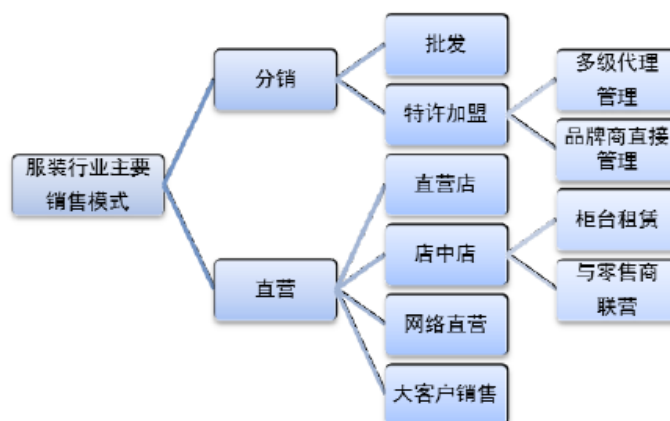
加盟店完成：通过多级管理方式管理下属加盟店，既在特定区域内，以合同关系确定区域内特许加盟商，特许加盟商可在本区域内发展下属加盟店；同时公司也在少数区域，以合同形式直接发展加盟店；对外通过外贸公司销售产品。

Figure 8 公司以加盟为主



资料来源：招股书、世纪证券研究所

Figure 9 服装行业主要销售模式

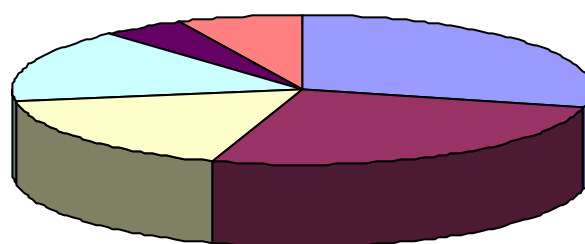


资料来源：招股书、世纪证券研究所

华东和中南是公司的主力销售区。从国内各区域收入贡献看，华东和中南亦是公司最重要的收入贡献地，2010 年两者合计收入对内销收入和总收入贡献分别为 61.61%、52.44%。

Figure 10 公司主营收入的地域分布

■ 华东 ■ 中南 ■ 华北 ■ 西南 ■ 东北 ■ 西北

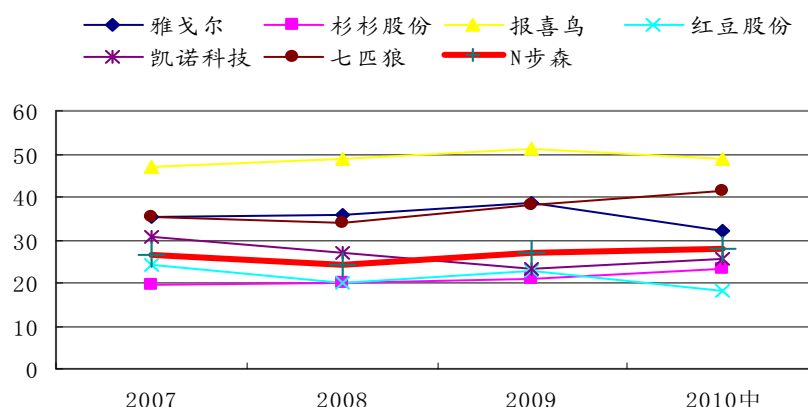


资料来源：招股书、世纪证券研究所

与同行业公司对比，公司毛利率偏低，但近三年稳步提高。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。雅戈尔、报喜鸟和七匹狼等公司定位相对高，上市时间早，有资本进行更好的品牌建设，毛利水平相对较高。公司毛利率较低与公司特许加盟门店数量占比过高有关。未来随着募投项目的投

产，直营门店的增加，毛利率预计会继续提高。

Figure 11 与同行业公司毛利率的对比 (%)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

公司竞争力分析

品牌优势。发行人拥有的“步森”商标 2000 年即被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标。“步森”品牌在市场上享有较高的知名度和美誉度，衬衫、裤装两项产品被国家质量检验检疫总局评定为中国名牌产品；2005 年“步森”品牌被商务部确定为国家重点支持和发展的名牌出口商品；2007 年被商务部认定为最具市场竞争力品牌。主要产品历年均被国家服装质量监督检验中心评为国家质量优等品；衬衫、西服、裤装三项产品被认定为国家免检产品。

营销网络优势。截至 2010 年 12 月 31 日，公司共拥有直营店（柜）11 家、加盟店（柜）752 家。数量众多的营销网点为公司销量持续增长打下坚实基础，同时也是公司应对市场变化、获取市场信息、降低经营风险、确保公司持续发展的有力保障。

国际市场优势。公司是国内为数不多的以自有品牌服装出口的企业。上世纪 90 年代末，“步森”品牌即开始实施国际化发展战略，稳步开拓国际市场，坚持自主品牌出口，2010 年，公司自主品牌产品出口占出口总额的 73.56%。通过多年努力，已经在世界各大洲初步建立自己的销售渠道。2005 年，“步森”品牌被商务部认定为“重点培育和发展出口名牌”，2007 年被认定为“最具市场竞争力品牌”。

地域优势。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，优越的地理位置为公司带来空间交易成本优势，运输成本、

信息成本以及和约的谈判成本与执行成本都较低。产业集群区内企业地理位置邻近，容易建立信用机制和相互信赖关系，经过长时间的积累，集群地内企业之间保持着良好的合作关系。另外，长三角服装产业的规模发展，集聚了一批长期从事服装行业的专业人员和技术工人，为公司后续发展提供了专业人才库和熟练劳动力资源。

募集资金投向分析

公司拟向社会公开发行人民币普通股 A 股 2,334 万股，募集资金计划投资于“营销网络建设项目”、“年产 40 万件中高档茄克衫生产线建设项目”、“新增 10 万套/件中高档西服生产线技改项目”和“品牌设计研发中心技术改造项目”等四个项目。营销网络建设项目的实施，将大力提高公司直营店规模，提升公司在流通环节的盈利能力，增强公司对渠道的控制力；“年产 40 万件中高档茄克衫生产线建设项目”实施后，不仅实现了茄克衫的自我生产，增加了公司的盈利，也能更好的表达公司舒适商务男装的设计理念；“新增 10 万套/件中高档西服生产线技改项目”实施后，一定程度上缓解了西服产能瓶颈的制约，提升了中高档西服的盈利水平。

Figure 12 募投项目

序号	募集资金拟投资项目	总投资额 (万元)	计划用募集 资金投入(万 元)	达产后销售 收入(万元)	净利润 (万元)	建设期 (年)	回收期 (年)
1	营销网络建设项目	12015	12015	10936	1811	1	6.11
2	年产40万件中高档茄克衫生产线建设项目	5365	5365	6320	1164	2	6.08
3	新增10万套/件中高档西服生产线技改项目	3812	3812	4500	950	1	4.74
4	品牌设计研发中心技术改造项目	1708	1708	-	-	1	-
	合计	22900	22900	-	3925	-	-

资料来源：招股书、世纪证券研究所

盈利预测

假设：

- 1、未来三年门店总数为 900、1000 和 1200 家。其中直营店数为 20、37、50 家。单店平效略有增长。
- 2、未来三年综合毛利率假设为 28.5%、29%和 30%。

3、所得税率为 25%。

Figure 13 盈利预测

	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	443	464	537	644	789	982
营业成本(百万元)	335	339	388	460	560	687
营业税金及附加(百万元)	3	3	3	4	5	6
销售费用(百万元)	41	47	51	64	79	98
管理费用(百万元)	20	26	34	41	50	62
财务费用(百万元)	7	3	3	-1	0	0
资产减值损失(百万元)	2	2	3	3	3	3
营业利润(百万元)	36	42	56	73	92	126
加: 营业外收入(百万元)	1	2	1	1	1	1
减: 营业外支出(百万元)	1	1	1	1	1	1
利润总额(百万元)	36	43	56	73	92	126
减: 所得税(百万元)	9	10	14	17	22	30
净利润(百万元)	28	33	42	55	70	95
每股收益: (元)	0.30	0.35	0.45	0.59	0.75	1.02
总股本(百万股)	93.34	93.34	93.34	93.34	93.34	93.34

资料来源: 世纪证券研究所

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59、0.75、1.02 元, 增速分别为 30.5%、27.1%、36.1%, 考虑到公司稳健增长, 我们认为可以给予 2011 年 30-35 倍市盈率, 对应二级市场合理价格在 17.7 -20.6 元。

风险因素分析

销售网络的建设低于预期; 扩张过快带来的管理问题。

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.