

增 持 首次

步森股份 (002569)

2011 年 6 月 21 日

新产品系列带来新发展机遇

2011 年 06 月 20 日收盘价: 16.77 元

6 个月目标价: 18.30 元

纺织服装业分析师: 卢媛媛

SAC 执业证书编号: S0850511030004

lyy5991@htsec.com

021-23219610

步森股份主营业务以针对 25-45 岁男士为消费群体的商务休闲装为主, 以“舒适商务男装”作为产品核心理念。公司特点为: 产业链较为齐全, 坚持保存自主成衣生产能力; 销售网络拓展较为踏实, 秉承“做精做细”的理念, 努力实现开一家店成功一家店的经营目标。2011 年 4 月成功上市, 为公司发展带来了新的机遇。除募投项目实施外, 公司 2010 年底开始拓展产品系列, 新增针对 25-35 岁年龄段男士设计的“绿标”系列和 30-40 年龄段的“明”系列, 使公司产品线定位更加精准, 打开了向上的价格体系。我们认为公司上市后改变了之前较为保守的经营策略, 管理层经营思路较为明晰, 新产品“绿标”和“明”系列值得期待。预计 2011-2013EPS 分别为 0.61、0.91、1.18 元, 给予 11 年 30 倍 PE, 年底目标价 18.30 元, “增持”评级。

1. 产品体系拓展, 产品定位更精准。

公司市场地域定位为二、三线城市, 消费对象为工薪阶层, 90 年代做正装起家, 现在产品结构为正装和休闲装比例各占 50%。原有产品系列“黑”标对应人群为 35-45 岁男性。公司新产品“绿标”主要针对 25-35 岁都市精英男士。公司认为这一消费群体开始成为一个独立的细分市场, 这一年龄层次的男士在着装理念上更加注重时尚品味, 对服装的款式设计要求更高, 也愿意为此花费更多时间和金钱。步森希望借助“绿标”和“明”系列以时尚的设计、精致的剪裁、修身的版型、鲜活的色彩以及不断创新的品牌理念来满足消费者的需求, 在男装市场开拓出一片新大陆。

“绿标”系列产品从 2010 年 8 月开始筹备, 2011 年 3 月就有首批 20 余家“绿标”专卖店正式开业, 本次开业的专卖店主要分布在河南、安徽、云南、内蒙古、重庆、浙江、山东等省, 下一步还将辐射西南、东北、西北、东南等市场。绿标将延续步森“黑标”系列平价时尚的产品定位, 但品牌档次有所提升, 公司在加盟商实力、专卖店面积、专卖店商圈等方面都有严格的要求, 原则上要求专卖店面积必须大于 80 平方米。该系列产品价格与“黑标”产品相差不多, 特点是更注重时尚, 裁剪更修身。我们预计“绿标”系列产品将于 2011 年年底开店 80 家。

“明”系列是公司向高价位产品延伸的主打系列。公司近期公告在杭州新设明普拉斯公司, 该公司是“明”系列产品的实施主体。“明”系列产品设计风格以英伦风为主, 对应消费对象为事业成功的 30-40 岁男性。产品价位可参考 CK 价格体系, 如 T 恤价格在 1000-2000 元。品牌导入初期以商场直营渠道为主, 并考虑有商场资源优势的客户。“明”系列产品主攻商场, 目前已有 10 个商场在谈合作意向, 产品将于秋冬季上货。公司规划用 3 年时间把“明”牌系列培育成熟。“明”牌产品进驻商场地理位置可参考杭州湖滨商圈。我们预计未来“明”系列培育成熟后销售收入有望达到 2-3 亿元。

公司三大系列产品“黑标”、“绿标”、“明”系列产品分别由相互独立的团队运作。公司通过产品细分, 对终端市场的定位更精准, 有助于公司对细分市场的深度发掘, 从而与其他品牌男装形成差异化竞争优势。新产品系列的推出使公司产品在价格层次和消费人群上均有较大程度的拓展。

“绿标”和“明”系列产品的渠道扩展，公司采取的策略是以直营店为样本店，以现有经销商为营销网络基础，现有经销商在继续经营现有“黑标”系列产品外，拓展经营范围，新开“绿标”和“明”系列产品门店。

2. 总代理营销体制，加盟商加盟政策较为优厚。

公司营销体系以加盟为主，截止 2010 年底公司拥有直营店 11 家，分销店 752 家，加盟商 43 家。多年来加盟商数量较为稳定，与公司直接业务往来的是 43 家总代理加盟商。由于销售层级较多公司给予总代加盟商的折扣，平均达到 3.6 折，远低于行业平均水平。对终端销售网络的管理主要依靠销售公司下属分公司具体履行监督管理任务，主要包括销售人员培训、终端价格维护等。

公司对经销商的扶持主要体现在道具费用的分摊。加盟商新开门店，公司分摊一半的道具费用，新门店成熟后，达到公司的业绩考核标准后，公司再返还经销商先期投入的道具费用，也就是说如果加盟商经营的好，其沉淀的道具费用成本为零。还有一些总代理对辖区新加盟的二级经销商采取扶持政策，如提供二级经销商四分之三的道具费用，二级经销商开店初始只需投入四分之一的道具费用，待二级经销商新店成熟后再返还四分之一先期投入。此外，公司及总代理还可以根据加盟商开设门店的具体情况，承担一定的装修费用。这样二级经销商初始投入很少，资金压力较小，有利于公司营销网络的快速扩张。这种与加盟商共担风险的策略使公司与加盟商的关系极为稳定。

公司开店的原则是开一家成熟一家逐步推进的策略，每年关店情况极少。

调研期间，我们实地参观了诸暨城区某经销商旗舰店。店面面积 500 平方米，店铺宽敞，货品陈列有序，从休闲装到正装依次过渡，有裤架，有鞋、领带和配饰单独陈列柜，另外，另辟空间陈列团购用的职业服。店内 1 个收银员，2 个营业员，衬衫零售价 500 元左右，领带零售价 180 元左右，西装零售价 800 元左右，鞋 400 元左右，裤子 300 元左右。特色：大部分产品面料为天然植物，面料质量较好，西装、裤子分为修身版、舒适版，男士着装配件比较齐全，具备一站式购物条件。店员，均统一着装，白衬衫加黑色套装。据了解该店 5 月销售额超过 100 万元。

3. 业务发展计划。

公司国内市场店铺发展计划为 2011-2013 年分别新开设店铺 900 家、1000 家和 1200 家。考虑到公司募集项目投入进度以及公司新拓展的“绿标”和“明”系列产品，我们估计公司的开店计划较为保守。募集资金项目方面，我们预计今年募投项目新开门店数小于募投门店总数的一半。公司购买店铺倾向于选择 1 手店铺，主要考虑老城改造和新城区项目，如新建万达广场类项目。

公司未来营销网络拓展仍然以加盟商为主，未来目标是直营店销售收入占比 20%。近期直营店目标是销售收入达到 1 亿元。

另外，2011 年公司团购业务发展较好，今年我们预计公司总部和经销商合计团购金额可以达到 1 亿元。公司主要服务的行业有：电信行业、金融行业、航空公司、政府机关以及能源类企业等。

4. 投资建议。

我们认为公司的经营十分稳健，上市后经营作风有所转变。我们认可公司新增产品系列的经营思路，但品牌认可需要一定的时间，建议持续观察公司“绿标”、“明”系列产品拓展情况，跟踪其业绩拐点。预计 2011-2013EPS 分别为 0.61、0.91、1.18 元，给予 2011 年 30 倍 PE，年底目标价 18.30 元，“增持”评级。

风险提示：新品牌市场认同度低、市场开拓费用过高的风险。

表 1 步森股份合并损益表及预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	443	464	537	666	957	1263
营业成本	335	339	388	480	680	884
营业税金及附加	3	3	3	5	7	9
销售费用	41	47	51	68	105	152
管理费用	20	26	34	42	60	79
财务费用	7	3	3	(1)	(4)	(3)
投资收益	0	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	2	2	3	3	3	3
其他收入	(4)	(5)	(6)	(0)	(0)	(0)
营业利润	36	42	56	76	112	145
营业外净收支	1	1	0	0	0	0
利润总额	36	43	56	76	112	145
所得税费用	9	10	14	18	27	35
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	28	33	42	57	85	110
全面摊薄每股收益（元）	0.30	0.35	0.45	0.61	0.91	1.18

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

卢媛媛：纺织服装业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：美邦服饰（002269）、凯撒股份（002425）、际华集团（601718）、步森股份（002569）、星期六（002291）、搜于特（002503）、富安娜（002327）、九牧王（601566）、鹿港科技（601599）等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。