

毛利率增加，新开店低于预期

增持首次

目标价格：16.8 元

投资要点：

- 上半年业绩小幅增长，增速低于预期。
- 毛利率较上年同期大幅增加，达到 60.58%。
- 公司经营规模稳步扩张，自营店占比高。

报告摘要：

- 上半年公司业绩小幅增加，但增速低于预期。报告期内公司实现营业收入 16,793.91 万元，较去年同期增长 11.29%，归属于母公司的净利润 3,299.33 万元，较去年同期增长 15.13%。由于二季度营业收入 6,977.19 万元，同比减少 10.73%，使得上半年业绩低于预期。
- 毛利率较上年同期增幅较大。公司毛利率较上年同期增加 6.92%，毛利率达到 60.58%。报告期间较去年同期增加了 5 家自营店，毛利率相对较高的自营店收入占主营业务收入的 37%，较去年同期提高了 9%。公司产品价格提高以及生产环节成本的控制也提升了公司的毛利率。公司女装、男装和皮类产品毛利率分别比上年同期提高 10.75 个、5.64 个和 7.69 个百分点。
- 公司经营规模稳步扩张。报告期间，公司稳步拓展销售网络，公司网点合计 306 家，较年初净增加 16 个，其中自营店柜 142 家，较年初净增加 15 家。通过各种传播渠道加大品牌推广力度，提升品牌价值。报告期内，公司增资控股广州市集盛服饰皮具有限公司，提升皮具系列产品的市场占有率，提高综合竞争力。伴随公司扩张的步伐，销售费用率较上年同期增加 6.72%，管理费用率较上年同期增加 1.65%。不过我们也注意到公司新开店数目低于市场预期。由于受到房地产政策调控的影响，部分投资者转向商业地产投资，增加了公司购店的难度，公司为控制风险，购店比较谨慎。

主要业绩指标

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	316.46	375.56	456.07	551.72	715.7
增长率(%)	20.02	18.68	21.44	20.97	29.72
净利润（百万元）	58.38	63.42	83.87	102.04	119.68
增长率(%)	32.49	8.63	32.25	21.67	17.28
EPS（元）	0.73	0.59	0.39	0.48	0.56

中小市值上市公司研究组

纺织服装行业

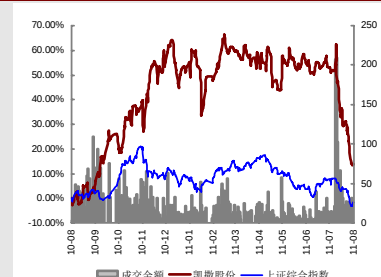
高级分析师：

王凤华（S1180511010001）

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益（元）	0.15
每股收益摊薄（元）	0.15
每股净资产（元）	4.14
净资产收益率	3.76%
净利润增长率	15.12%
8月10日收盘价（元）	15.05

数据来源：公司中报

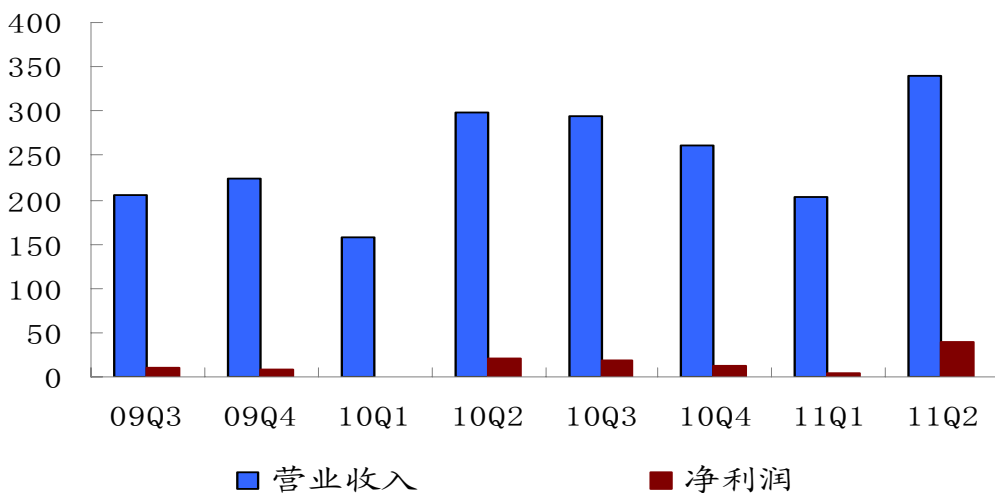
经营规模扩大，上半年业绩小幅增加

报告期内公司实现营业收入 16,793.91 万元，较去年同期增长 11.29%，实现营业利润 4,414.35 万元，较去年同期增长 13.87%，归属于母公司的净利润 3,299.33 万元，比去年同期增长 15.13%。原因主要有：

公司门店数量增加。截止报告期末，公司网点合计 306 家，较年初净增加销售网点 16 个，其中自营店 142 家，较年初净增加 15 家。

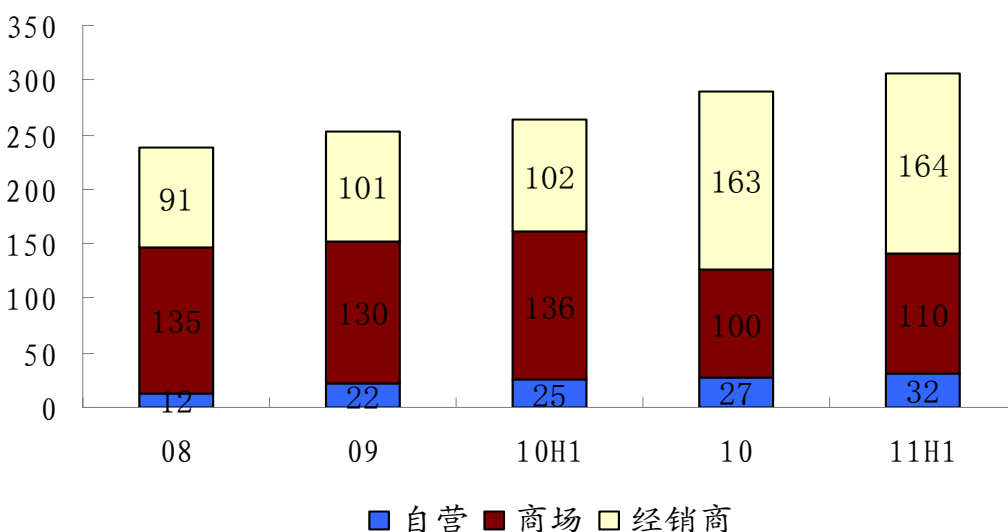
新并入的控股子公司产生的效益。公司为加强在皮具系列产品市场的拓展力度，快速提升皮具系列产品市场占有率，增资控股广州市集盛服饰皮具有限公司。皮类产品收入较去年同期增长 44.49%。

图 1：单季度营业收入与净利润



资料来源：wind 宏源证券

图 2：公司渠道变化情况



资料来源：公司公告 宏源证券

自营店收入占比提升，毛利率增幅较大

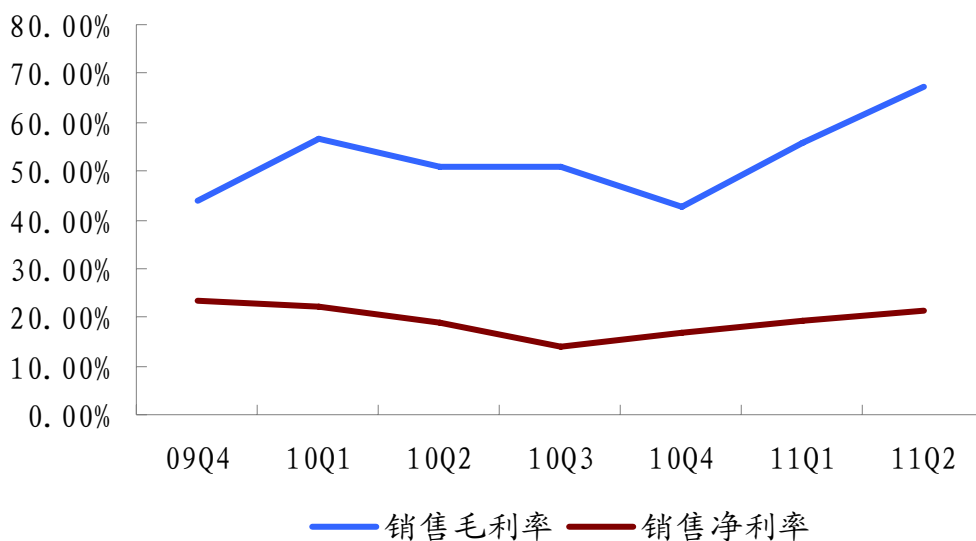
公司毛利率较上年同期增加 6.92 个百分点，毛利率达到 60.58%。原因主要有：

(1) 由于毛利率较高的自营店较去年同期增加了 5 家，自营店收入占主营业务收入 37%，较去年同期提高 9 个百分点。

(2) 公司服装产品价格提高。

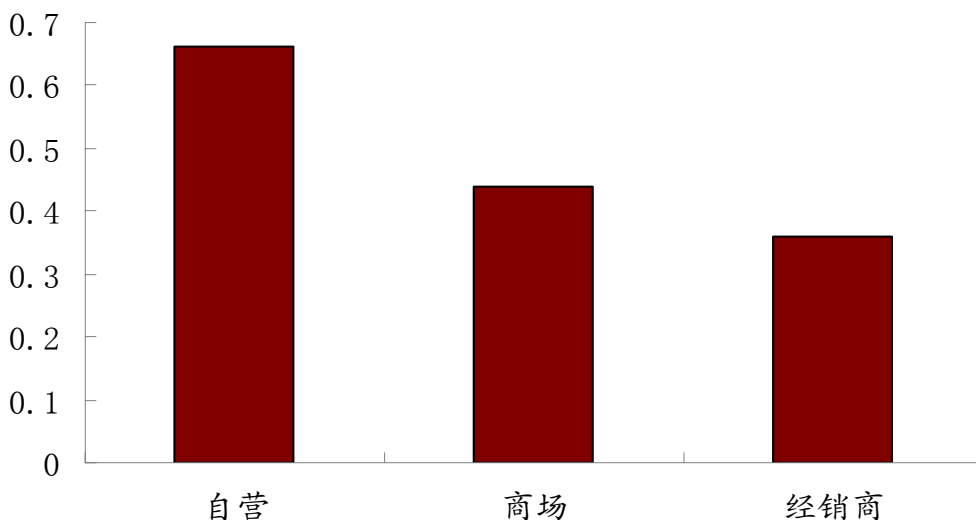
(3) 生产环节有效控制成本。

图 3：单季度销售毛利率与净利率



资料来源：wind 宏源证券

图 4：各渠道毛利率

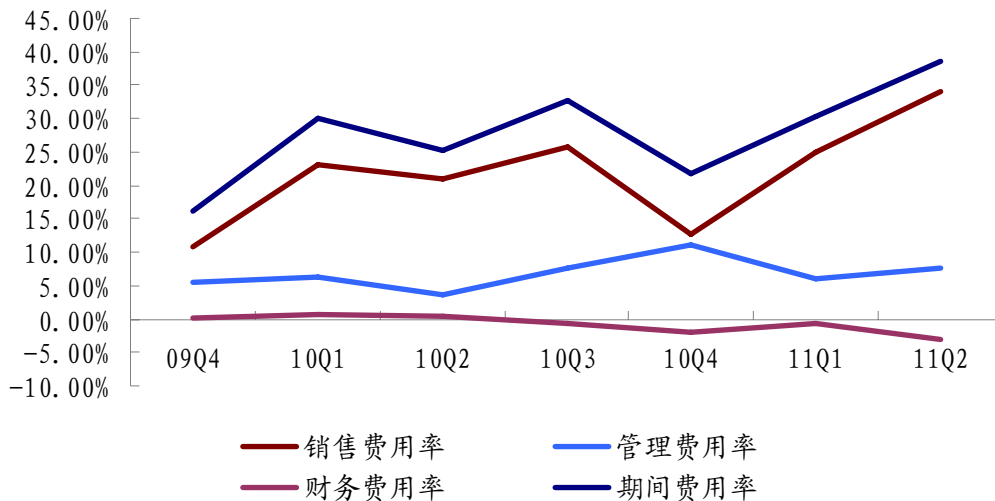


资料来源：公司招股意向书 宏源证券

公司扩张，期间费用率增幅较大

2011 上半年期间费用率为 33.73%，同比上升 6.15%。其中销售费用率和管理费用率分别为 28.74%、6.67%，较去年同期分别上涨 6.72%、1.65%。主要原因是营销网点扩张及更新而导致员工薪酬、商场管理费、店铺折旧（租赁）等费用的增加。

图 5：期间费用率



资料来源：wind 宏源证券

业绩预测与估值：

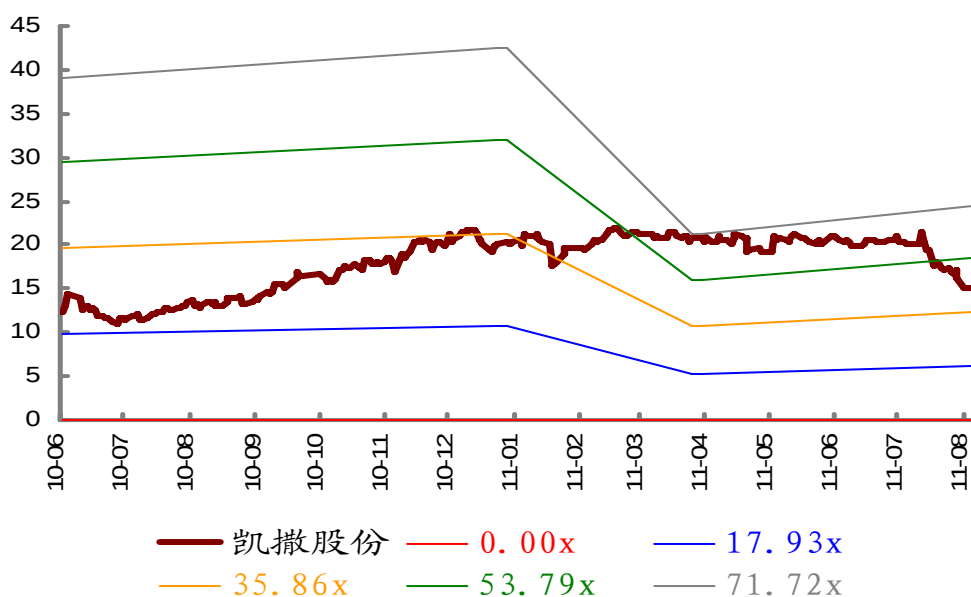
根据我们的业绩预测模型，我们预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.39、0.48、0.56 元，对应 2011-13 年的市盈率分别为 38.59/31.35/26.88 倍；根据对公司历史 PE/PB 估值区间分析，我们给予公司“中性”投资评级。按 2012 年 35 倍的市盈率来估值，未来 6 个月目标价为 16.8 元。

公司盈利预测表：

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	316.46	375.56	456.07	551.72	715.71
增长率(%)	20.02	18.68	21.44	20.97	29.72
归属母公司股东的净利润(百万元)	58.38	63.42	83.87	102.04	119.68
增长率(%)	32.49	8.63	32.25	21.67	17.28
每股收益-摊薄(元)	0.73	0.59	0.39	0.48	0.56
市盈率	--	68.26	38.59	31.35	26.88

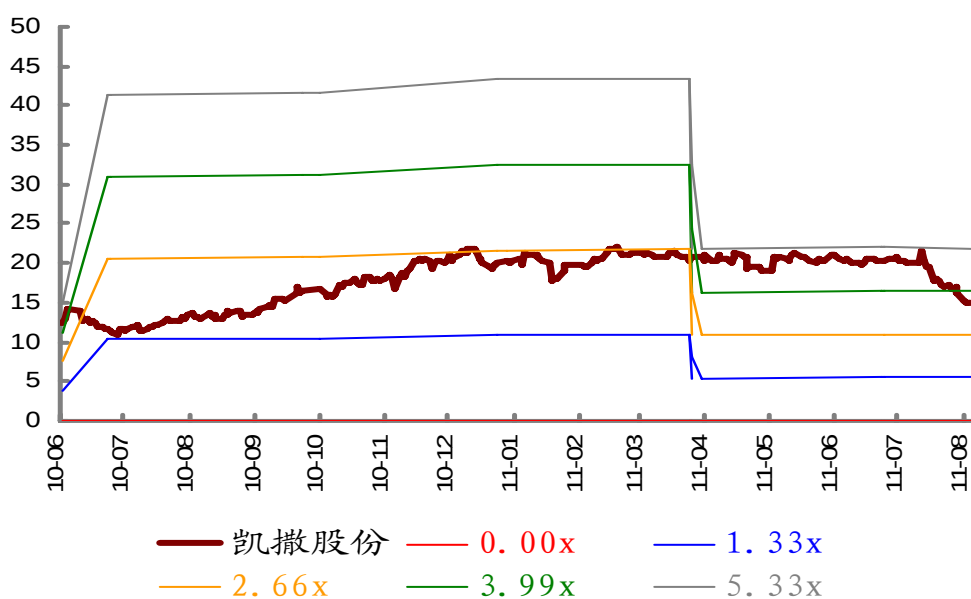
资料来源：Wind 宏源证券

图 6: PE-Bands



资料来源: wind 宏源证券

图 7: PB-Bands



资料来源: wind 宏源证券

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、航民股份、浔兴股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。