

契合男装行业消费特征，业绩迎来快速增长

研究观点

- 公司是中国领先的商务休闲男装品牌企业。公司拥有四大契合男装行业特性的核心竞争力（1）优质高起点的渠道布局。公司一二线渠道比重大，有助树立品牌形象，也为顺利深入三四线市场扩张奠定基础。（2）纵向一体化的经营模式，有利于提高公司供应链的效率，同时获得更好的盈利能力。（3）专业高品质的产品，契合男装消费的诉求。（4）强势产品奠定的品牌影响力。公司男裤和茄克市场占有率分列国内第一和第二位，强势产品奠定的品牌综合影响力为公司未来的发展提供了坚实的基础。
- 公司未来渠道外延扩张仍存在较大的拓展空间。公司未来渠道扩张的重点是二/三线城市，目前公司二线、三线及以下城市的覆盖率分别只有80%和40%，同时覆盖密度也较低，假设未来达到全覆盖，其中二线城市的覆盖密度为5个，三线及以下的为2个，则公司渠道外延扩张还存在3000左右的开店空间。另外，公司区别于其他福建服装品牌企业相对更为扁平化的渠道模式也为其渠道扩张提供了更大的灵活性和主动性。我们预计公司未来三年每年的净开店数在350~400家左右，同时店铺面积也有望逐步提升。渠道数量的快速扩张和渠道平均面积的增长将共同推动公司营业收入的增长。
- 公司产品品类的丰富（上装强化）为其提供新的增长空间。公司上装及配饰的销售收入占比仅为47%，远低于行业的70~80%的水平，因此公司上装的发展具有非常大的空间。我们认为上装的加大开发将进一步丰富公司产品品类，带动销售收入的递延增长。同时部分产品较高的毛利率也有望提升公司未来整体的毛利率水平。目前公司主要通过强化上装核心品类、推出时尚系列产品和优化产品色系及组合来加大对于上装的开发。
- 公司产品单价依然存在持续稳定的提升空间。目前进入国内市场的国外相关男装品牌以一线品牌为主，二三线很少，同时二三线品牌在考虑税收和流通成本后，价格也远高于其在国外的价格。因此，从目前来看，像公司这样定位于中高档的商务休闲男装面临的国际品牌直面竞争反而并不激烈。即使未来国际二三线品牌大举进入，其压缩的也是国内高档品牌的提价空间，以公司为代表的中高档商务男装品牌目前与国内高档品牌相比还有较大的价差。
- 盈利预测和投资评级：我们预测公司2011—2013年的每股收益分别为0.91元、1.22元和1.38元，未来三年盈利的复合增长率在30%左右。基于公司良好的基本面和未来预期的高成长，我们给予公司2012年25倍市盈率，对应目标价格30.5元，首次给予公司“买入”评级。需要指出的是，目前我们对公司2013年所得税率采用25%的谨慎税率测算。
- 风险因素：人力资源风险和家族企业的治理风险等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

联系人

糜韩杰

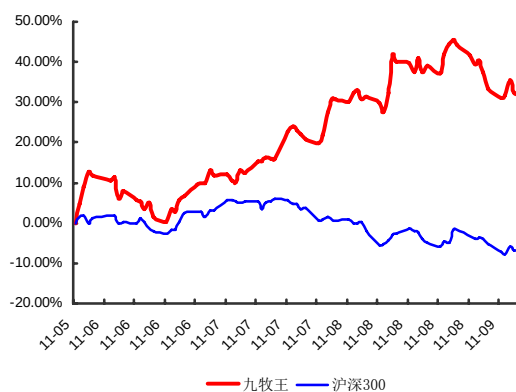
8621-63325888×6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2011年9月19日）	25.51元
目标价格	30.50元
总股本/A股（百万股）	572.93
A股市值（亿元）	145.12
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011年9月20日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1675	2120	2730	3491
同比(%)	19%	27%	29%	28%
归属母公司净利润	361	524	698	792
同比(%)	40%	45%	33%	14%
毛利率(%)	55.6%	56.5%	57.0%	57.5%
ROE(%)	39.7%	13.1%	14.9%	14.5%
每股收益(元)	0.63	0.91	1.22	1.38
P/E(倍)	40.28	27.71	20.79	18.32
P/B(倍)	15.97	3.64	3.10	2.65
EV/EBITDA(倍)	31	23	17	13

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

1、国内商务休闲男装的领先品牌	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司的核心竞争力	5
1.2.1 优质、高起点的渠道布局	5
1.2.2 纵向一体化的经营模式	5
1.2.3 专业好品质的产品	6
1.2.4 强势产品奠定的品牌影响力	6
2、商务休闲男装空间巨大 未来有望持续快速增长	7
2.1 男装行业消费特征关键词：专卖店、质量、服装搭配	7
2.2 商务休闲男装未来三年复合增速将达到 17.5%	9
2.3 国内男装市场行业集中度有望进一步提高	10
3、公司未来三年营收有望年均 30%的增长	10
3.1 渠道扩张	10
3.2 品类丰富	11
3.3 单价提高	13
3.3 多品牌运作	14
4、盈利预测和投资评级	14
5 风险因素	16

图表目录

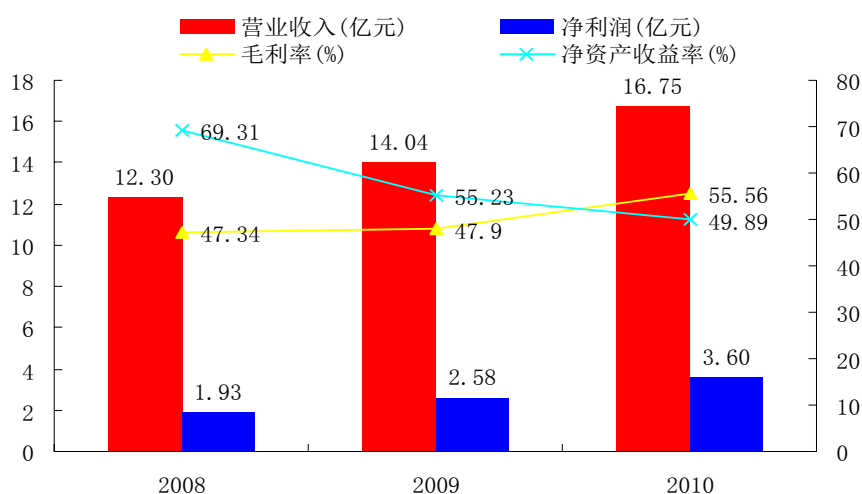
图 1 公司营业收入和净利润快速增长	4
图 2 公司业务模式流程图	4
图 3 2010 年公司渠道分布情况	5
图 4 同行业上市公司毛利率比较	6
图 5 男性消费者购物场所选择	7
图 6 男性消费者关注因素分布	8
图 7 男性消费者每月购买频次分布	9
图 8 我国男装市场容量及增长率	9
图 9 2004 到 2013 年我国商务休闲男装市场容量	10
图 10 公司近年渠道扩张情况	11
图 11 公司主营产品销售比重	12
图 12 公司主营产品毛利率情况	12
图 13 国内男装上市公司 2010 年营业收入和净利润情况	16
图 14 国内男装上市公司 2010 年毛利率和净利润率情况	17
图 15 国内男装上市公司 2010 年应收账款周转率和存货周转率情况	17
图 16 国内男装上市公司 2010 年销售渠道情况	18
附图：相关上市公司近期资金流向	20
表 1 公司和主要竞争对手的最终客户情况	6
表 2 公司未来的开店空间（按 2010 年的统计保守估算）	11
表 3 2011 年 7 月上海品牌男西裤相关统计	13
表 4 公司营业收入假设 单位：万元	15
附表：财务报表预测与比率分析	19

1、国内商务休闲男装的领先品牌

1.1 公司简介

公司是中国领先的商务休闲男装品牌企业，采用业务纵向一体化的模式进行男装的设计研发、生产、销售及品牌推广，产品包括男裤、茄克及其它服饰类产品。2008 年至 2010 年，公司营业收入分别为 12.30 亿元、12.04 亿元和 16.75 亿元，复合年均增长 16.70%。公司净利润分别为 1.93 亿元、2.58 亿元和 3.60 亿元，复合年均增长 36.58%。

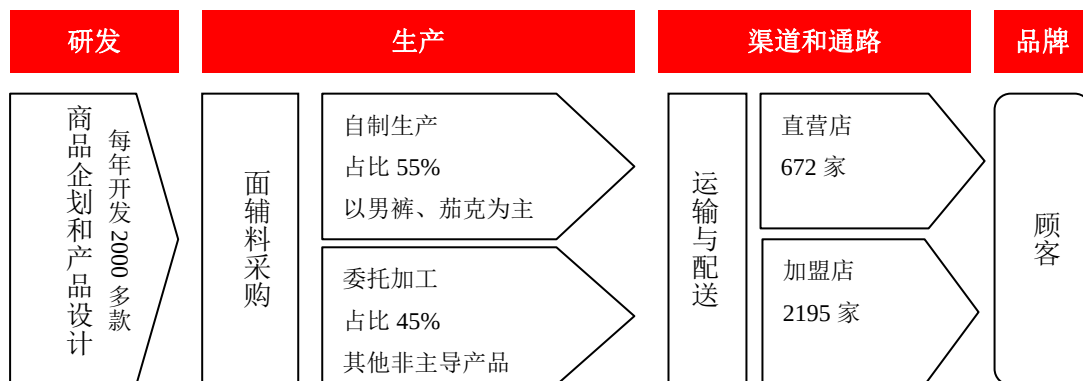
图 1 公司营业收入和净利润快速增长



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

经营模式方面，公司具有每年 5000 款的设计能力，实际每年开发在 2000 多款；产品以自制生产为主，委托加工生产为辅，自制占比达到 55%；销售通过直营和加盟相结合的模式，截至 2011 年 6 月底，公司的销售终端数量为 2867 家，其中直营店 672 家，加盟店 2195 家。

图 2 公司业务模式流程图



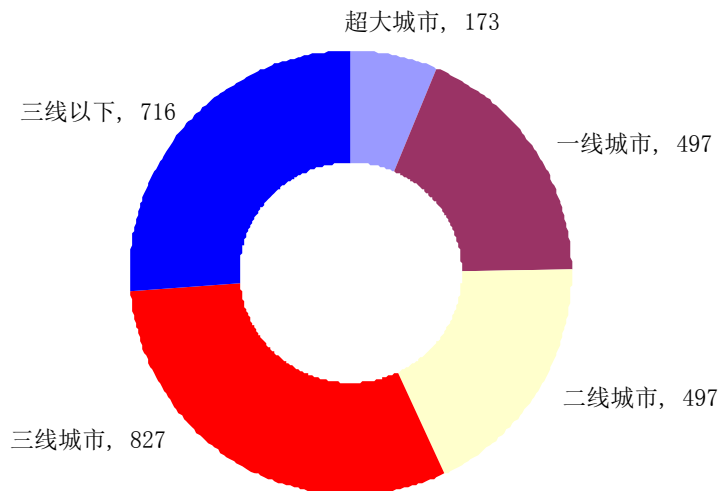
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

1.2 公司的核心竞争力

1.2.1 优质、高起点的渠道布局

在公司的销售渠道中一、二线城市占有很大的比重，根据公司 2010 年底的店铺统计情况，其中一线城市（包括超大城市）拥有店铺 670 家，二线城市拥有店铺 497 家，一二线合计占公司总店铺数达到 43.06%，同时公司对于一二线城市的覆盖率也已达到 100%和 81.9%。随着国内服装市场进入全面的品牌竞争时代，同时国际时装品牌大举进入中国，一二线城市的渠道资源开始显得愈发珍贵。公司在一二线城市拥有丰富的渠道，保证了公司中高端品牌形象的树立，同时也为公司未来顺利深入三、四线市场扩张奠定了基础。

图 3 2010 年公司渠道分布情况

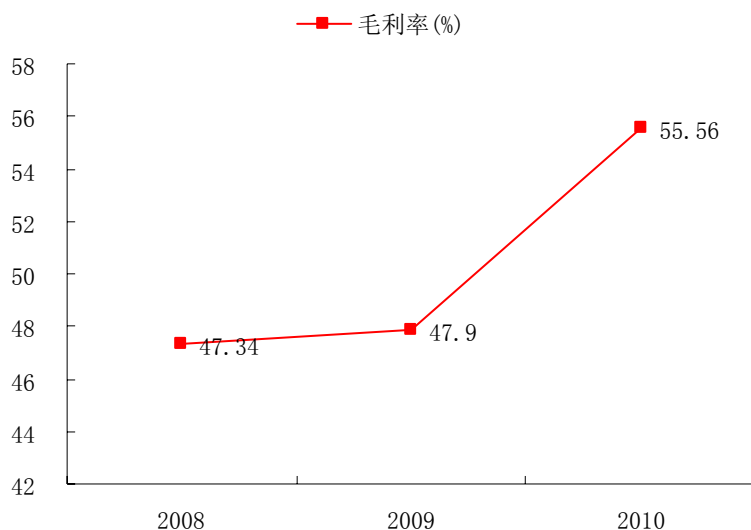


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

1.2.2 纵向一体化的经营模式

公司集设计研发、生产、销售及品牌推广于一体，纵向一体化的模式使公司具备了以下几大优势，首先，能够确保公司迅速对市场需求进行反应，及时调整生产以配合市场走势。这点在公司有 30%的畅销款可以通过后期的补货实现体现的特别明显，较大比例的补货可以降低订货时由于判断失误造成多余或者不受欢迎的产品，后期毋须采用大量折扣政策以刺激该等产品的销售，影响公司的经营效益，或者由于存货积压影响公司的经营现金流。而通常一般企业受制于供应链，往往很难实现这一点。其次，公司以良好的品质著称，纵向一体化的模式可以使公司对于供应链各环节进行有效的控制，保证公司产品的品质。最后，纵向一体化的模式也提高了公司的毛利率水平，提高了公司的收益。

图 4 公司近年毛利率水平



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

1.2.3 专业好品质的产品

公司在创业之初就提出了“品牌是价值与尊严的起点”这一理念，并把其贯彻于生产的各个环节，具体包括 1) 原材料均选用行业内优质的面辅料；2) 将西裤生产工艺细化为约 108 道工序，茄克细化为约 90 道工序；3) 采用经过自身改良的国外先进的生产流水线；4) 从消费这角度出发，在产品中引入精心设计的独特工艺；5) 坚持核心产品大部分自产，保证质量；6) 在生产的关键环节设置专职检验员对产品进行检验。良好的品质在得到消费者认可的同时也为品牌树立起了良好的形象。

1.2.4 强势产品奠定的品牌影响力

公司的男裤及茄克领跑中国市场。九牧王品牌西裤市场综合占有率从 2000 年至 2009 年连续十年位列国内西裤市场第一位，2009 年公司的男裤市场占有率约为 12.59%，远高于其他竞争对手。九牧王品牌茄克市场综合占有率 2008 年和 2009 年连续两年位居全国第二。2009 年公司茄克市场占有率 2.35%。由于男装不同于女装，消费人群忠诚度高，且价格敏感性低，因此，强势产品奠定的品牌综合影响力为公司未来的发展提供了坚实的基础。

表 1 公司和主要竞争对手的最终客户情况

排名	西裤品牌名称	市场占有率 (%)
1	九牧王	12.59
2	虎都	6.88
3	红豆	1.66
4	雅戈尔	1.51

5	浪肯	1.51
排名	茄克品牌名称	市场占有率 (%)
1	七匹狼	2.39
2	九牧王	2.35
3	劲霸	2.31
4	梦特娇	1.85
5	杰克琼斯	1.72

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

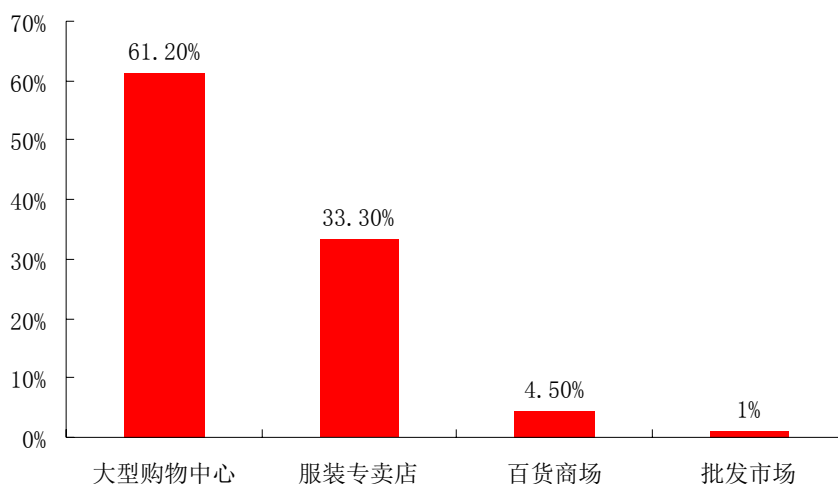
2、商务休闲男装空间巨大 未来有望持续快速增长

2.1 男装行业消费特征关键词：专卖店、质量、服装搭配

男装行业有其自身的特征，根据纺织服装周刊 5 月 13 日对男装消费市场的调研显示，其调研对象以中高收入的中青年男性为主，调研目标群和目前国内上市的几家男装企业的定位基本相同，因此具有一定的参考价值，主要有三个方面：

首先，专卖店成为重要的购物场所。据调查数据显示，在购物场所的选择上，服装专卖店仅次于大型购物中心，占比为 33.3%，高于百货商场的 4.5%，和批发市场的 1.0%（大型购物中心兼有服装专卖店和百货商场的属性，按照租金或者扣点可相应细分为专卖店或者商场专柜，因此对于我们研究来说不具有代表性）。专卖店正成为男装企业迅速开拓市场的重要渠道，特别是在二三线城市，由于百货商场和大型购物中心较少或几乎没有，专卖店已成了最主要的推广公司品牌产品的渠道。

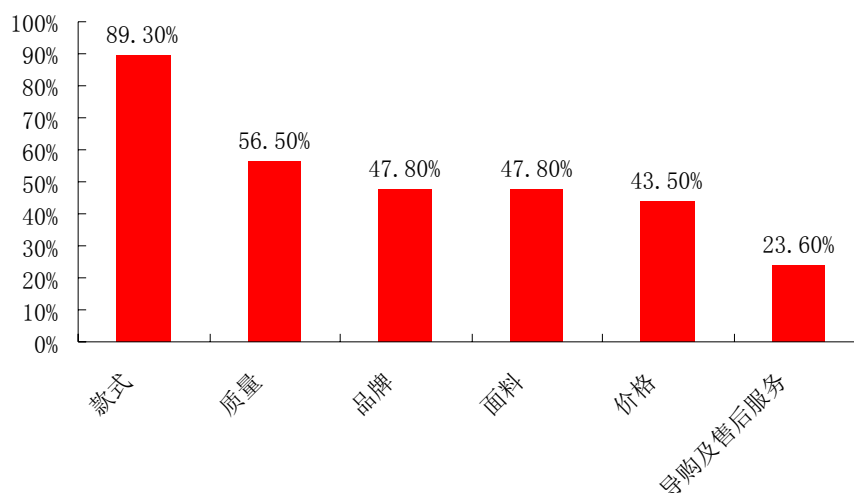
图 5 男性消费者购物场所选择



资料来源：纺织服装周刊，东方证券研究所整理

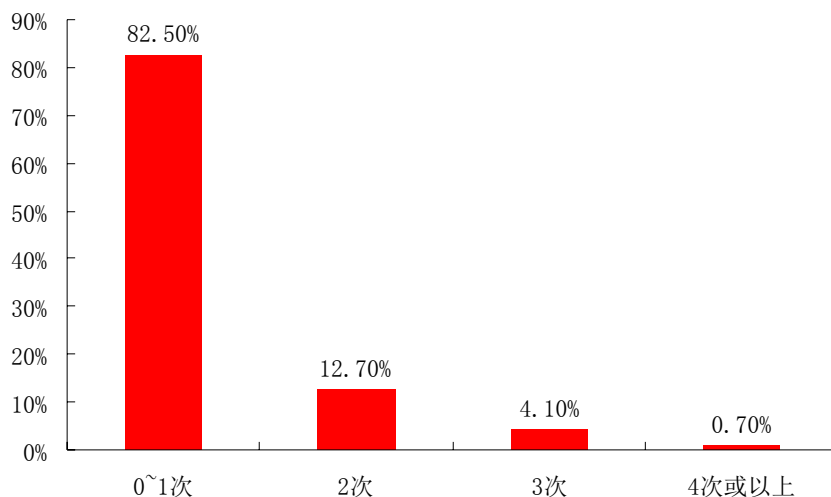
其次，款式、质量和品牌最受关注。调查数据显示，在购买服装中，男性消费者最关注的三项因素分别是款式、质量和品牌，其中款式的关注度为 89.3%，质量和品牌分别为 56.50% 和 47.80%，除此之外，面料为 47.8%，价格为 43.5%，导购及售后服务为 23.6%。这基本印证了对于男装品牌来说款式和品质更加重要，而对于价格则敏感度明显较低，因此新颖的款式和优良的品质是决定男装品牌能否成功的最关键的因素之一。

图 6 男性消费者关注因素分布



资料来源：纺织服装周刊，东方证券研究所整理

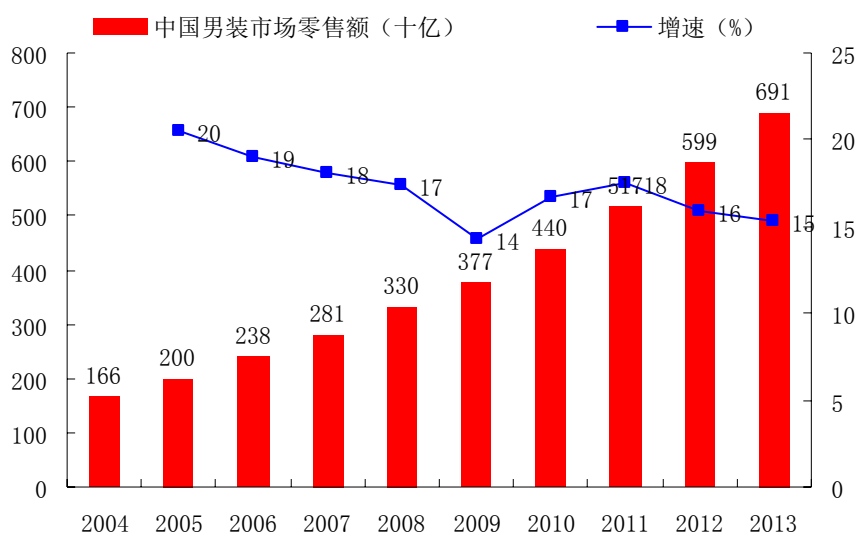
最后，一站式购物需求。男性消费者的一站式购物需求更高，这主要体现在两方面，一方面，在每月的购买频率方面，多数人集中在 0~1 次，比例达 82.5%，2 次占 12.7%，3 次占 4.1%，4 次或 4 次以上为 0.7%。另一方面，有 69.1% 的消费者表示不知道如何进行整体服装搭配。这对开大店，增加产品品类，特别是推出裤装和上装整体搭配的男装企业来说无疑是十分重要的，男性消费者自身需求的消费特点使得男装企业通过上述方式提高收入的成功概率大大的增加。

图 7 男性消费者每月购买频次分布


资料来源：纺织服装周刊，东方证券研究所整理

2.2 商务休闲男装未来三年复合增速将达到 17.5%

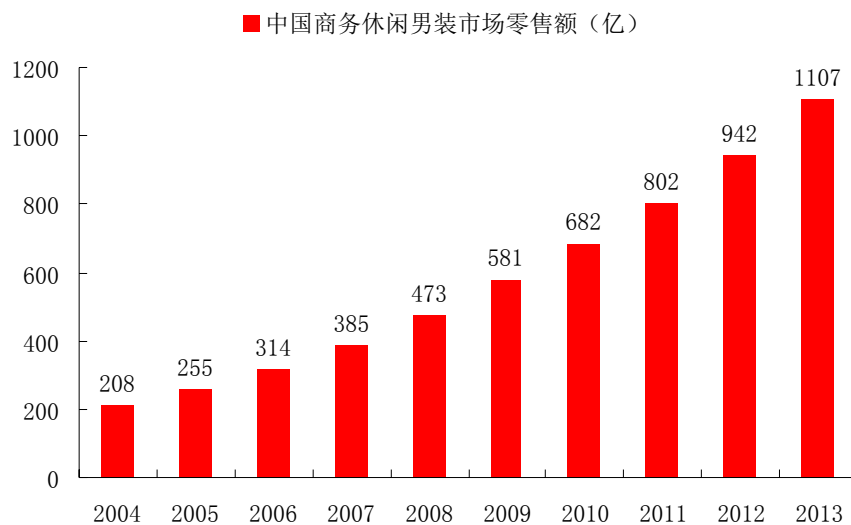
随着经济水平的提高，男性越来越注重其外表，得体的外表已经成为男性身份和品位的体现，男性比以往更加注重服装的设计、质量和档次，在服装上的消费逐年增加，促进了男装市场的发展。根据 Euromonitor International 的预计，未来五年中国男装市场将继续保持高于整个市场的发展速度，2009-2013 的年复合平均增长率预计为 16.3%，比整体服装市场 2009-2013 的年复合平均增长率高 2.3%。

图 8 我国男装市场容量及增长率


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所整理

在男装的着装风格方面，近年，商务休闲装因兼具正装的庄重和休闲装的舒适迅速流行。根据 Euromonitor International 数据显示，商务休闲男装零售额已从 2004 年的 208 亿元增加到 2009 年的 581 亿元，年复合平均增长率达到 22.8%，比整个男式休闲装市场的年复合增长率高出 6.3 个百分点。随着消费者对商务休闲男装的认同及企业营销力度的加大，商务休闲男装将保持其增长势头。预计 2009 至 2013 年商务休闲男装的年复合增长率将达到 17.5%，占男式休闲装市场份额从 2009 年的 32.2% 提高到 2013 年的 32.9%。

图 9 2004 到 2013 年我国商务休闲男装市场容量



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所整理

2.3 国内男装市场行业集中度有望进一步提高

我国男装市场上国内外品牌众多，市场高度分散。根据 Frost&Sullivan 的资料，2008 年按销售额计算，中国 100 大品牌的市场占有率约为 44.6%，而前 10 大品牌的市场占有率仅为约 20.3%。随着行业内的领先企业凭借其在品牌、设计等方面的优势，在未来进一步开拓渠道，我们预计男装行业的集中度将进一步提高。公司作为行业内的主要品牌企业之一将受益行业增长和市场集中度提高带来的双重收益。

3、公司未来三年营收有望年均 30% 的增长

我们预计公司未来三年将保持 30% 左右的营收增长，增长的动力主要来自四个方面，渠道、品类、提价和多品牌运营。

3.1 渠道扩张

公司在二线、三线及三线以下城市拥有广阔的开店空间，据相关统计，公司目前除了在一线城市覆盖率达到 100% 以外，二线、三线及三线以下的覆盖率分别只有 80% 和 40%，同时覆盖的密度也很低，分别只有 5.8 个和 1.7 个。保守估计，假设二线城市达到全覆盖的覆盖密度为 5 个，三线及三线以下城市达到全覆盖的覆盖密度为 2 个，则公司未来还存在 3000 多家的开店空间。

另外公司销售渠道以扁平化为主，省代很少，只有 9 个，合计销售收入占公司总收入的比重只有 15%，而且公司在未来也不会增加省代的数量，渠道的扁平化使得公司有着更大的开店空间和运营效率，因而在渠道控制上能够更加主动。

表 2 公司未来的开店空间（按 2010 年的统计保守估算）

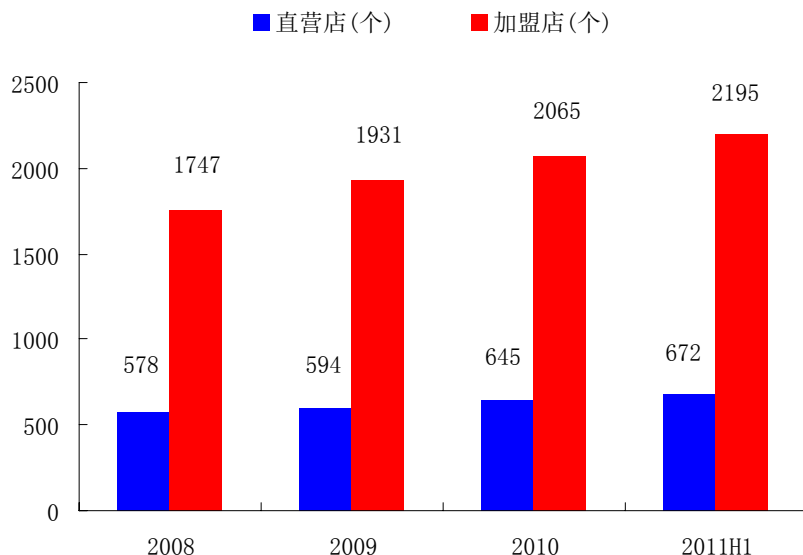
级别	城市数量	覆盖率	全覆盖店铺密度	已覆盖店铺数量	未来空间
超大城市	4	100%	43	173	0
一线城市	26	100%	19	497	0
二线城市	105	80%	5	497	28
三线城市及以下	2265	40%	2	1543	2987

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所预测

我们预计，公司未来三年每年的开店数在 500 家左右，如果按照历史平均 3% 的净关店率，在公司未来每年实现的净开店数将在 360 家左右。开店预计主要集中在二三线城市，且以加盟专卖店为主。另外随着募投店铺购置的稳步推进，考虑到募投店铺平均 250 平米的单店面积要高于公司现有店铺 120-130 平米的单店面积，因此我们预计公司未来的店铺平均面积也有望得到小幅提升。渠道数量的快速扩张和渠道平均面积的小幅增长将有效推动公司营业收入的增长。

截止 2011 年上半年，公司销售终端达到 2867 个，其中直营终端 672 家，加盟终端 2195 家，较上年底增加 157 家。我们预计 2011 年下半年公司将继续保持较快的开店速度，从全年看，我们预计公司销售渠道有望达到 3000 家以上。

图 10 公司近年渠道扩张情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

3.2 品类丰富