

品牌零售业务提升是公司未来看点

研究观点

- 公司是北方男士西服行业的龙头企业。公司集设计生产和销售为一体，是国内男正装行业生产基础最雄厚企业之一，公司目前主营包括品牌零售、团购和出口三大类业务，近年来随着高盈利能力的零售业务比重逐步提升，公司整体毛利率呈现逐步上升态势。目前公司零售业务占比在 60% 以上，截止 2011 年上半年，公司共拥有 614 家店铺，其中直营店 38 家，加盟店 576 家。
- 作为在北方市场具有明显竞争优势的男装企业，我们认为公司的核心竞争力主要来自于三个方面：（1）以专卖店为主的渠道形式契合品牌定位、（2）优良的品质保障其区域龙头的品牌地位（3）特色营销凝聚品牌忠诚度。
- 从全球服装消费潮流的更替和国内销售的实际数据看，近年来国内男士正装消费有逐步回暖迹象，我们判断伴随国内经济建设和城市化推进，商务活动的需求逐步增加，未来国内男士正装消费将延续目前的回暖趋势，未来行业销量有望保持 10% 左右的增长。像公司一样具有区域或全国龙头地位的企业将受益于行业的回暖，销量增速将有望进一步高于行业平均水平。
- 零售业务是公司未来战略的重点，也是公司未来业绩增长的核心。从公司零售渠道的外延扩张看，我们认为未来仍具有较大的扩张空间，我们认为公司未来两到三年的渠道扩张空间主要来自强势地区的加密和商场专柜等新渠道形式的加快推进。从公司零售渠道的内涵增长即平效提升看，我们认为未来提升的空间也很大，提升的动力主要来自于老店改造后带来运营效率的提升、成本推动型的价格上涨以及品牌知名度提升后带来的产品加价率上升。
- 除了现有的零售业务之外，我们预计公司团购业务总体将保持稳定增长，出口业务将呈现结构调整调整后的平稳发展，另外战略调整后的美尔顿品牌值得后续关注。
- 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 0.96 元、1.32 元、和 1.76 元，未来三年盈利的复合增长率在 35% 左右。基于公司未来业绩成长性，同时考虑到公司作为制造企业起家向品牌零售完全转型的业务特质以及可比品牌服装企业当前的估值水平，我们认为给予公司 2012 年 20 倍的估值水平较为合理，对应一年目标价格为 26.4 元，首次给予公司“增持”评级。
- 风险因素：男士正装消费回暖趋势无法持续的风险。在规模扩张过程中公司品牌运营和渠道管理能力的风险以及团购订单的波动风险等。



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

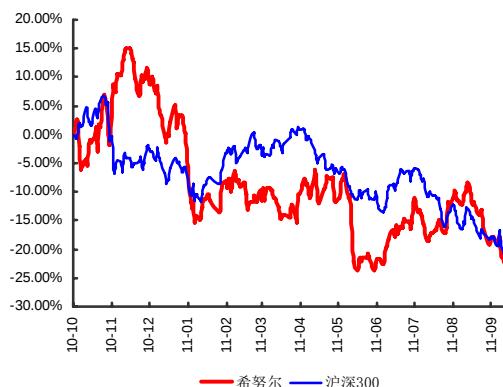
8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价（2011 年 10 月 13 日）	20.47 元
目标价格	26.40 元
总股本/A 股（百万股）	200/50
A 股市值（亿元）	10.20
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 10 月 14 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1003	1268	1543	1924
同比(%)	18%	26%	22%	25%
归属母公司净利润	144	191	263	351
同比(%)	29%	34%	37%	33%
毛利率(%)	38.9%	41.5%	43.1%	44.5%
ROE(%)	7.7%	9.9%	11.9%	13.7%
每股收益(元)	0.72	0.96	1.32	1.76
P/E(倍)	27.28	20.36	14.88	11.15
P/B(倍)	2.11	2.01	1.77	1.53
EV/EBITDA(倍)	12	10	7	5

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、公司是北方男士西服行业的龙头企业	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司的核心竞争力	5
1.2.1 专卖店为主的渠道形式契合品牌定位	6
1.2.2 优良的品质保障其区域龙头的品牌地位	6
1.2.3 特色营销凝聚品牌忠诚度	7
2 公司将受益于男士正装消费的逐步回暖	7
3 零售业务是公司未来增长的核心	8
3.1 零售业务渠道扩张和平效提升具有很大空间	8
3.2 团购业务总体将保持稳定增长	10
3.3 出口业务未来将保持稳定发展	11
3.4 战略调整后的美尔顿品牌值得后续关注	12
4 盈利预测和投资评级	12
5 风险因素	14
6 附录	14

图表目录

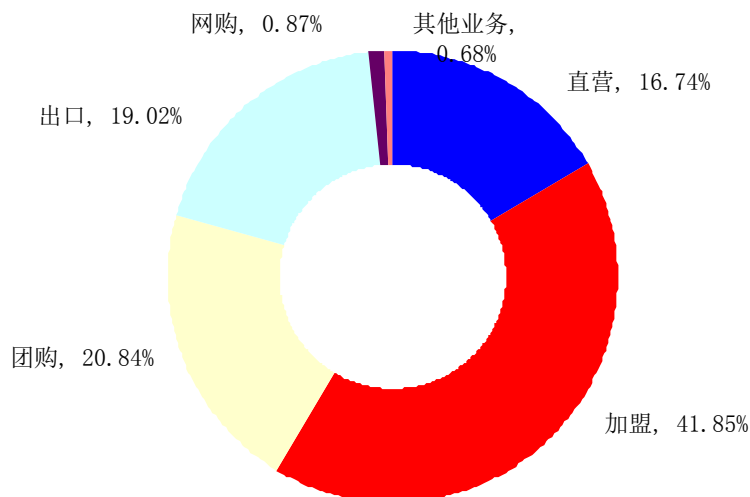
图 1 2010 年公司各业务收入占比	4
图 2 公司近年国内零售占比和综合毛利率情况	5
图 3 公司近年营业收入和净利润情况	5
图 4 公司近年渠道情况	6
图 5 男性消费者关注因素分布	7
图 6 全国 200 家重点大型百货商场服装零售数据	8
图 7 募投项目计划新增店铺分布	9
图 8 公司团购订做业务近年情况	11
图 9 公司出口业务占比近年持续下降	11
图 10 国内男装上市公司 2010 年营业收入和净利润情况	14
图 11 国内男装上市公司 2010 年毛利率和净利润率情况	15
图 12 国内男装上市公司 2010 年应收账款周转率和存货周转率情况	15
图 13 国内男装上市公司 2010 年销售渠道情况	16
表 1 公司 8 大优势省区的地级和县级市的数量	9
表 2 公司营业收入假设 单位：万元	12
表 3 纺织服装行业重点公司盈利预测及估值	13
附表：财务报表预测与比率分析	17

1、公司是北方男士西服行业的龙头企业

1.1 公司简介

公司是北方男士西服行业的龙头企业，拥有“希努尔 SINOER”、“新郎希努尔”、“新郎+XINLANG”三个国内驰名商标。在中国服装协会及中国纺织工业协会统计中心联合公布的 2010-2011 年度中国服装行业竞争力 10 强企业名单中，希努尔男装位列第 2 位。公司集设计生产和销售为一体，设计方面，公司具备每年 3000 多款的设计能力，生产方面，公司以自制生产为主（自产 90% 以上）、委托加工生产为辅，销售渠道方面，公司以零售为主（包括直营店和加盟店）、团体订购、出口和网上直销为补充，以 2010 年计算，公司直营和加盟收入占比 59%（其中直营占 9% 左右），团购收入占比 21%，出口收入占比 19%，网购收入占比 1%。截止 2011 年上半年，公司共拥有 614 家店铺，其中直营店 38 家，加盟店 576 家。

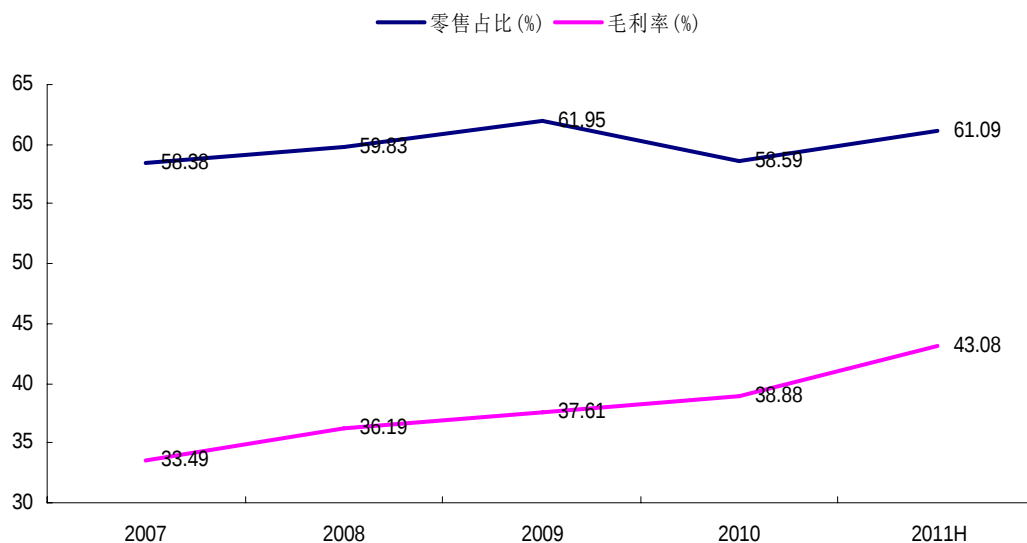
图 1 2010 年公司各业务收入占比



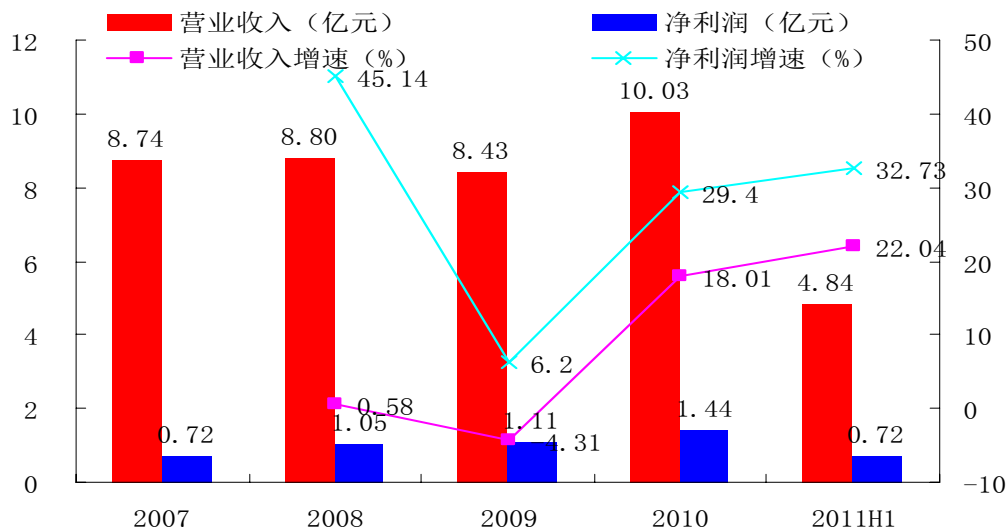
资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

2007——2009 年，公司营业收入分别为 8.74 亿元、8.80 亿元、8.43 亿元，复合年均增长-1.79%。公司净利润分别为 0.72 亿元、1.05 亿元、1.11 亿元，复合年均增长 24.16%。收入增速大幅慢于净利润增速、特别是 2009 年营业收入同比微幅下降的主要原因是主要是金融危机期间公司出口业务明显减少，同时高毛利率的零售业务比重逐步提升带动了公司盈利能力的上升。

2010 年和 2011 年上半年，公司分别实现营业收入 10.03 亿和 4.84 亿，分别较同期增长 18.98% 和 22.04%，实现净利润 1.44 亿和 0.72 亿，分别较同期增长 29.73% 和 32.73%，2010 年开始公司收入和盈利增速的逐步恢复主要是由于随着经济的复苏，公司重新加快零售开店速度（包括直营力度）同时进行渠道改造升级所致。

图 2 公司近年国内零售占比和综合毛利率情况


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

图 3 公司近年营业收入和净利润情况


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

1.2 公司的核心竞争力

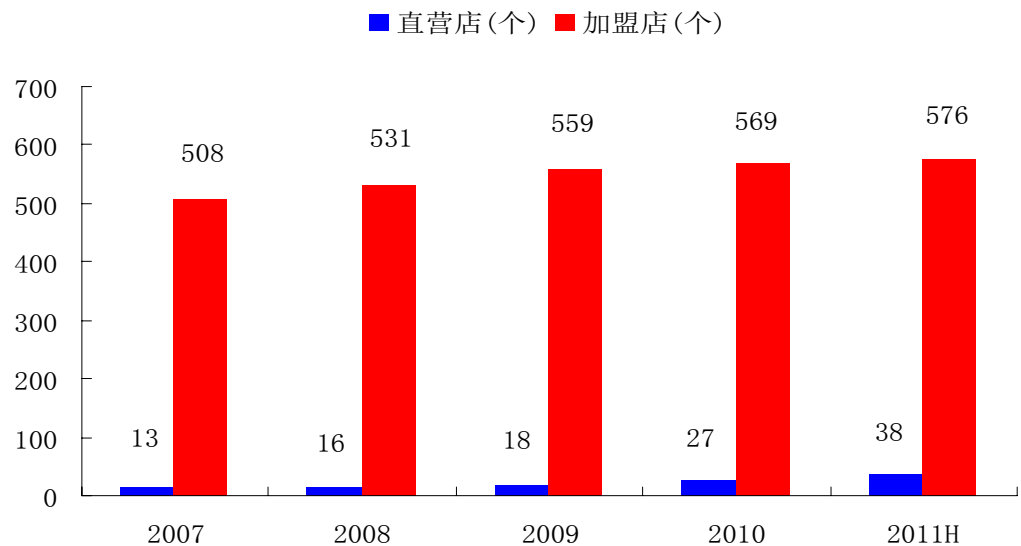
公司在北方市场具有明显的竞争优势。根据 2008 年中国纺织建设规划院对希努尔男装主要销售市场的统计数据，公司在山东、河北、河南、山西四省的男装市场占有率居于第一位，分别为 43%、25%、22%

和 16%；在陕西、江苏、安徽、东北、内蒙等省区的市场占有率均位列前四名。我们认为这主要得益于公司三方面的竞争力。

1.2.1 专卖店为主的渠道形式契合品牌定位

截止 2011 年中期末，公司共拥有店铺 614 家，基本都是专卖店，这在行业中，特别是以正装为主的男装品牌中十分少见的，但正是这种独特的渠道模式，非常好地适应了公司主要的渠道定位，即三四线城市，因为一般大型的百货商店主要集中在一二线城市，三四线城市的消费者的消费习惯多数还是以街边店。即专卖店为主。公司因为进入街边店较早，目前已在北方各主要三四线城市的黄金地段建立了自己的专卖店，对品牌宣传起到了很好的推广作用。

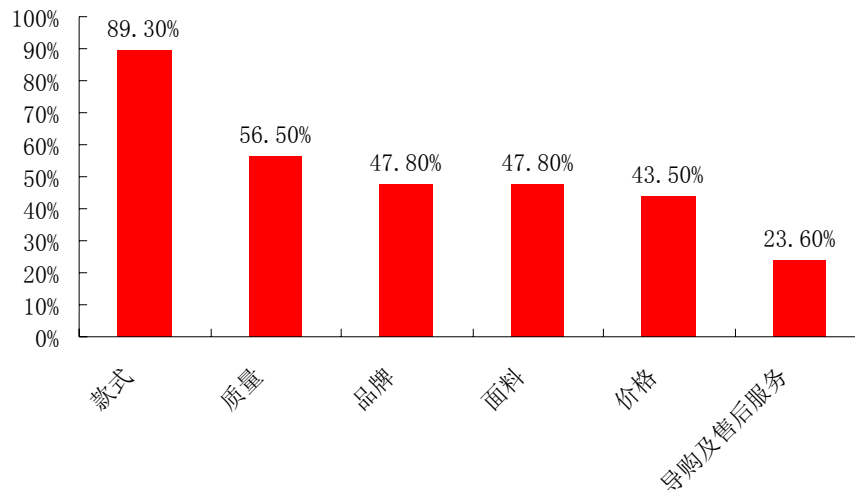
图 4 公司近年渠道情况



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

1.2.2 优良的品质保障其区域龙头的品牌地位

产品品质是男装，特别是正装销售取胜的关键，这在我们对本土包括国外品牌男装企业的研究中已经得到了充分验证。根据业内统计（纺织服装周刊近期进行的消费者调查），男性消费者在购物时最关注的三要素分别是品牌、款式和质量，对价格的关注度较低。公司对产品的品质历来十分重视，分别采用了如下举措来保证产品的品质，比如，主导产品西装和衬衫完全自制生产。在产品生产中推行“零缺陷”的质量管理。针对南北体型差别大分别设计了 A、B 两个版型的服装。产品采用品质较高的材料，同时结合先进的制造工艺等。良好的品质成为公司在竞争中取胜并稳固其在北方市场正装龙头地位的重要保障。

图 5 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

1.2.3 特色营销凝聚品牌忠诚度

公司的营销服务在国内正装品牌企业中也是十分有特色的。公司在同行业内率先推出了对售出的西装实行免费干洗的策略。通过提供增值服务，提高了对于客户的粘性，由于售出产品免费干洗的送取地点都是在公司的门店中，这样实际增加了客户的进店率，提高了客户二次消费的可能。另外从成本方面来讲，干洗中心的投入成本不高，干洗一件西装的成本平均不到一元，同时，由于公司物流中心每天都会去各门店送货，本身回来的时候车都是空的，这样带回需要干洗的西装的物流成本几乎为零。而且由于一二线城市干洗店较多，而三四线城市干洗店不多，因此免费干洗在三四线的推广充分契合了目标消费者的需求，特色营销的效果更加突出。

此外针对消费者，特别是北方消费者裤子磨损快的特点，多数北方人喜欢吃饭的时候把西装脱下来挂在椅子后面，所以西装的上装相对比较干净，但西裤始终是穿着的，因此损耗较大，公司推出了三件套的营销策略，即买一套西装（一件西装上衣、一条裤子），增一条裤子的营销策略，很好地满足了目标消费人群的消费需求，提高了消费者对希努尔品牌的忠诚度。

2 公司将受益于男士正装消费的逐步回暖

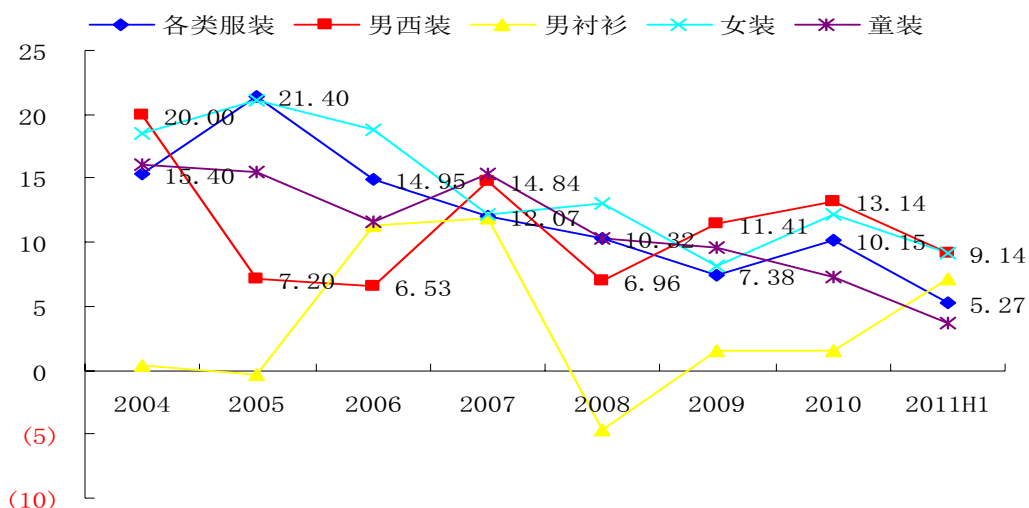
男士正装通常可以分为奢侈品、中高端和中端，其中，中端的产品通常价格在 1000 元左右，这类产品主要的消费人群通常是三四线城市的中高收入者和二线城市的职业白领。这类人群对正装的需要主要是交际和工作，对品牌文化要求不高，看重产品质量和着装体验，高性价比的产品和周到的服务对其十分有吸引力。中档男士正装市场竞争环境相对宽松，国内主要品牌有希努尔、国人、伟志等。

服装的流行总体是呈现轮回的特征，上世纪 90 年带中期国内正装开始流行，但从 2003/2004 年起休闲风兴起，一般而言 5——8 年是一个轮回周期。从欧洲看近两年前正装风尚明显回归（当然从欧洲看，

此轮正装回归与以往不同，更流行正装与休闲的混搭，因此产品开发上也有所变动），我们预计会逐步影响中国，实际上从数据上看已经有一定体现。从行业的统计数据来看，2009 年开始，男士正装消费增速回升明显，根据 200 家重点大型百货商场零售数据，2009 年和 2010 年男西装销售数量增幅分别达到 11.41% 和 13.70%，高于服装类平均数量增速，位列百货商场各品类销售数量增幅第一。2011 年上半年，男西装销售增幅达到 9.14%，仅次于女装。

伴随经济建设和城市化推进，商务活动的需求逐步增加，导致正装消费增长提速。从公司和同为男士正装的报喜鸟的调研情况看，确实也明显感受到正装消费的回暖。我们预计未来国内男士正装消费将延续目前的回暖趋势，未来行业销量有望保持 10% 左右的增长。像公司一样具有区域或全国龙头地位的企业将受益于行业的回暖，销量增速将有望进一步高于行业平均水平。相比于其他服装品类，正装的消费虽然没有很大的爆发弹性，但因为产品本身的刚性需求特征更明显，在经济低迷时的情况下其向下波动也更小。

图 6 全国 200 家重点大型百货商场服装零售数据



资料来源：中国商业信息网，东方证券研究所整理

3 零售业务是公司未来增长的核心

如上文所述，在公司的业务构成中，零售业务是最重要的部分，而且近年来的比重在逐步上升，2010 年零售业务已占公司收入的 60% 左右。上市后公司在经营上进一步明确了以零售为核心的战略规划，我们认为未来公司的增长将主要来自于零售业务平效的提升、渠道的外延扩张、新零售业务的拓展，团购业务将保持稳定增长，出口业务将通过订单结构调整（价升量减）实现稳定发展。

3.1 零售业务渠道扩张和平效提升具有很大空间

从公司零售渠道的外延扩张看，我们认为未来仍具有较大的扩张空间，我们认为公司未来两到三年的渠道扩张空间主要来自强势地区的加密和商场专柜等新渠道形式的加快推进。（1）公司现有强势区域的渠道加密和未来对弱势区域的进一步扩张将带来新的渠道增长空间。截止 2011 年中期末，公司零售店铺总数仅为 614 家，以公司产品目前的价格定位，我们认为在地级市开三家、县级市开两家是完全可行

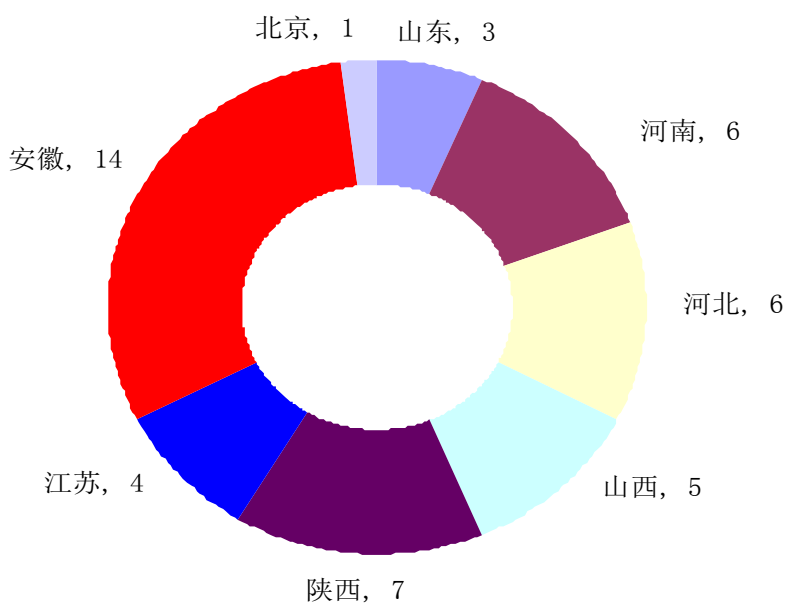
的，如以这样的覆盖密度推进渠道拓展，在公司现有强势的 8 个省可开店理论容量就有 763 家，更没有包括未来向全国其他广大地区的进一步拓展，目前公司市场占有率第一的山东，河北、河南、山西之间的差别还很大，最高的山东 43%和最低的山西 16%，另外，公司在陕西、江苏、安徽、东北、内蒙等省区的市场占有率均仅位列前四名，反映出即使在成熟地区公司还是存在继续渠道加密的空间的，公司募投项目即把 46 家直营店的开设放在了这些成熟的区域。此外，公司充分扁平化的加盟体系也有利于渠道的拓展。

表 1 公司 8 大优势省区的地级和县级市的数量

省份	地级市	县级市	总计
山东	15	31	46
河北	11	22	33
河南	17	21	38
山西	11	11	22
陕西	9	3	12
江苏	12	26	38
安徽	17	5	22
东北（辽宁、吉林、黑龙江）	30	55	85
内蒙	9	11	20
合计	131	185	316

资料来源：中国城市统计年鉴 2010，东方证券研究所预测

图 7 募投项目计划新增店铺分布



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所整理

(2) 以商场专柜为主的新渠道形式的加快推进将为公司渠道外延扩张提供新的增长点。由于目前公司的渠道全是以专卖店为主，随着三四线城市的经济的发展，小型商圈的形成，百货商场的数量也开始增加，因此对于公司来说商场专柜也存在一定的开拓空间，考虑到公司品牌在北方市场认知度较高，我们认为其进店通路方面不存在问题，公司在 2011 年已经成立专门的商场拓展部门加快对于商场专柜的开设，从前期调研的情况在，公司在山东的银座、青岛利群等知名连锁商场已经成功进驻，未来五年我们预计公司在强势区域的商场专柜拓展力度将明显增加，从而为零售渠道的扩张提供新的外延增长点。当然，对于开设商场店，公司需要有效解决人员配置和店长储备等问题，目前公司已经在着手准备相关事宜，因此在开店速度方面我们预计会前低后高。公司今年上半年新增直营店 11 家，加盟店 6-7 家，我们预计 2011 年下半年公司开店将加快，全年预计开店速度在 7% 左右。2012 年起随着新渠道模板的确立（改造后店铺秋冬销售情况测试的完成），我们预计公司开店的速度将进一步加快，未来开店增速有望保持在 10%—15% 之间。

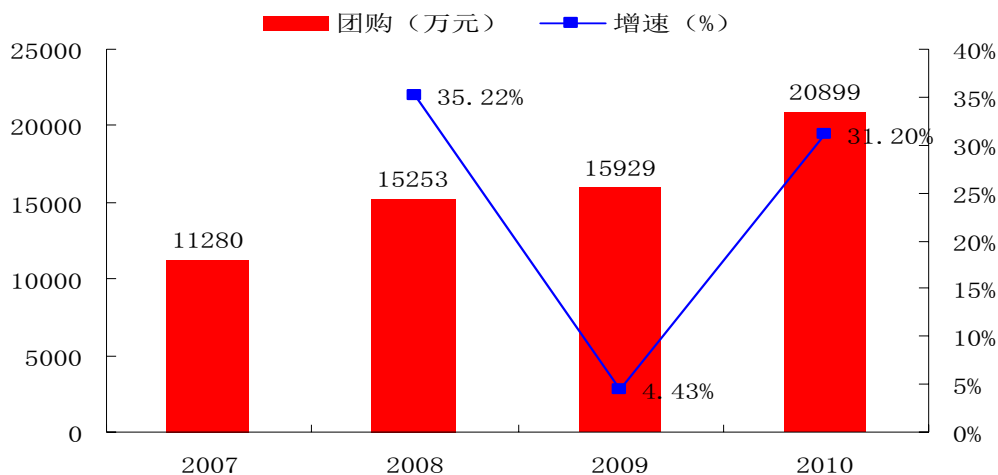
从公司零售渠道的内涵增长即平效提升看，我们认为未来提升的空间也很大，提升的动力主要来自于老店改造后带来运营效率的提升和品牌知名度提升后带来的产品加价率上升。(1) 目前公司加盟渠道的零售平效只有 7000—8000 元左右，不仅与公司直营零售渠道 15000 元左右的平效有很大差距，与其他可比同行加盟渠道零售平效普遍 10000—20000 元左右的水平也有较大差距，因此未来具有较大提升空间。公司从 2011 年开始加大了对原有加盟渠道的改造和提升，主要涉及店铺形象，产品陈列和产品结构优化，ERP 系统推进等，把原先以西服销售为主的装修，改造成更加灵活，更加适合多品类产品陈列，风格更加明朗的店铺风格。2010 年上半年店铺改造完成 10 家，正在进行改造的 12 家，截止 2011 年 8 月底累计完成老店改造 40 多家，2011 年全年计划改造完整 120 家左右，2012 年计划完成绝大部分加盟店铺的渠道改造。从目前已经完成改造并运行一段时间的老店情况看，对渠道销售推动的效果十分显著，平均同店增长都在 30%-40% 以上，个别店铺更高。我们预计 2011 和 2012 年随着老加盟店铺改造的进行，平效的提升将有效推动公司销售和业绩的增长，另外后续新开店按照改造后的渠道模板设立，其本身的平效起点也将明显高于公司历史水平，因此也将推动公司销售的快速增长。(2) 公司产品加价率提升和成本推动型的价格自然增长是平效提升的另一动力。目前公司产品零售价格相对成本的加价率仅为 3—3.5 倍左右，远低于中高端男士正装的加价水平（报喜鸟估计在 7—8 倍左右），闽派休闲男装的加价倍率普遍在 4—5 倍之间，未来随着公司品牌知名度和影响力在全国范围内的不断提升，以及对一些很低档产品的逐步淘汰，作为以正装产品为主的公司产品加价率也有进一步提升的空间，这将成为公司中长期平效和毛利率提升的新动力。另外伴随人力成本和原辅料的整体上涨，公司产品的自然提价也会带来平效的提升。不考虑加价率的变动，我们预计公司未来每年产品价格的提升幅度在 10% 以上。根据我们的调研，公司 2011 年上半年收入增长 22%，其中提价在 15% 左右。

3.2 团购业务总体将保持稳定增长

公司目前团购业务的主要客户包括军队、党政机关和企事业单位等。公司团购业务相对于通航的竞争优势在于产品质量、性价比和生产规模。特别是占收入 10% 的军服业务，由于其采购多采用招标形式，一经采用长期定点加工，有着很强的订单粘性，另外公司供应的主要是军礼服，用料高档，对做工要求比较严格，因此毛利率较高。从历史看，公司团购业务业务的毛利率基本维持在 40% 左右，因此公司未来对该业务仍将维持适度积极的策略，从调研获得的信息看，我们预计公司 2011 年团购业务收入同比增

长 30% 左右，但考虑到团购业务的属性，订单数量有一定的波动性，因此团购收入从中长期看具有一定不确定性，但整体我们预计会维持稳定增长的态势。

图 8 公司团购订做业务近年情况

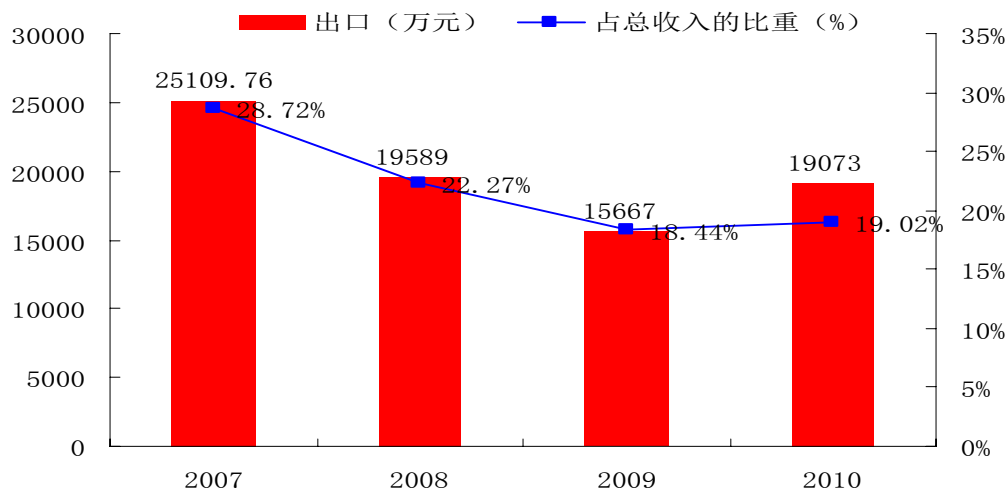


资料来源：公司招股说明书，公司财报，东方证券研究所整理

3.3 出口业务未来将保持稳定发展

公司近几年一直努力在向品牌零售商转型，截止 2010 年，国内销售占主营业务收入比重已达到 80% 以上，出口业务已不是公司的经营重点，考虑到出口业务未来面临的大环境压力以及盈利薄弱（毛利率 10% 左右）等特点，其未来在公司的战略地位会进一步下降。我们预计公司出口收入未来将保持在 2 亿元左右，价格有望随着高价订单的选择，小幅提升，而销量有可能出现一定的下降。

图 9 公司出口业务占比近年持续下降



资料来源：公司招股说明书，公司财报，东方证券研究所整理

3.4 战略调整后的美尔顿品牌值得后续关注

公司零售业务的扩张除了现有希努尔品牌的渠道扩张和平效提升外，未来对新品牌美尔顿的拓展也可能带来新的增长点。美尔顿品牌在公司内部成立已有一段时间，原先定位于低端产品（以衬衣为主，更便宜，更休闲），渠道上包括线下和网销两种形式，但在销售上一直没有明显起色。2011 年开始公司对美尔顿品牌进行了新的战略规划，未来品牌定位将从原先的以衬衣为主，定位更低，花色更多，更休闲，到定位提升，只做衬衣，价格比希努尔更高档，主流价位在 200-500 元之间。渠道拓展也从原先的线下线上并行到以线下独立专卖店为主的形式（包括直营店和加盟店）。公司预计 10 月在济南和潍坊分别推出两家全新新的美尔顿品牌旗舰店，对新战略定位下的美尔顿业务进行探索，对此我们将拭目以待。虽然从短期看美尔顿对提升公司业绩影响甚微，但随着品牌运营的逐步成熟，我们认为美尔顿有可能会成为公司未来新的利润增长点。

4 盈利预测和投资评级

我们对公司的盈利作如下假设：

- 1、公司直营店铺数 11-13 年预计将分别增加 20 家、26 家和 11 家，直营收入分别增长 35%、43%和 37%，直营收入的增长主要来自渠道数量的增加和同店增长（基本在 10%左右）。
- 2、公司加盟店铺数 11-13 年预计将分别增加 40 家、53 家和 99 家，加盟收入分别增长 30%、27%和 32%，加盟收入的增长主要来自渠道数量的增加和同店增长（考虑到加盟渠道的改造升级，未来三年同店整体提升基本在 15%左右）。
- 3、公司团购业务 11-13 年的收入增速预计分别为 30%、10%和 10%。出口业务 11-13 年预计保持稳定，为 2 亿元左右。
- 4、根据公司历史和 2011 年中期各业务毛利率情况，我们假设公司 2011——2013 年直营业务、加盟业务、团购业务和出口业务毛利率分别为 65%、43%、41%和 13%。
- 5、公司 11-13 年的销售费用率分别为 16%、17%和 17%，主要考虑到直营店铺数量的增加。11-13 年公司管理费用预计保持稳定，基本在 5%左右。
- 6、公司 11-13 年的实际税率预计为 16.6%（参照 2010 年的税率水平），主要系公司获全国高新技术企业认定资格，母公司所得税按 15%的税率计缴所致。

表 2 公司营业收入假设 单位：万元

年份	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入						
直营	13216	13687	16790	22667	32413	44568
加盟	39919	38958	41970	54561	69020	91279
团购	15253	15929	20899	27169	29886	32874
出口	19589	15667	19073	20000	20000	20000
网购	11	23	876	1815	2360	3067

其他业务	822	718	677	600	600	600
合计	88810	84982	100285	126811	154278	192388
营业成本						
直营	5244	5082	6065	7933	11345	15599
加盟	25983	24329	26000	31100	39341	52029
团购	9437	9549	12247	16030	17632	19396
出口	15479	13594	16793	17400	17400	17400
网购	7	18	(485)	1089	1416	1840
其他业务	2871	646	672	600	600	600
合计	59022	53217	61292	74152	87734	106864

资料来源：公司财报，东方证券研究所预测

我们预测公司 2011——2013 年的每股收益分别为 0.96 元、1.32 元、和 1.76 元，未来三年盈利的复合增长率在 35%左右。受大盘系统性调整影响，目前国内品牌服装企业 2012 年的平均估值水平基本在 20 倍左右，同是男士正装为主的报喜鸟 2012 年估值在 19 倍左右（考虑未来增发摊薄），基于公司良好的基本面和未来业绩的快速成长，同时考虑到公司作为制造企业起家逐步向品牌零售完全转型的业务特质，我们认为给予公司 2012 年 20 倍的估值水平较为合理，对应一年目标价格为 26.4 元，首次给予公司“增持”评级。

表 3 纺织服装行业重点公司盈利预测及估值

股票名称	2010 年 EPS	2011H1 增速	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年 CAGR	投资评级
伟星股份	0.99	5%	1.15	1.52	16.74	14.41	10.90	25%	买入
报喜鸟	0.41	65%	0.60	0.80	32.22	22.02	16.51	35%	增持
七匹狼	1.00	41%	1.38	1.77	35.09	25.43	19.82	30%	买入
美邦服饰	0.75	833%	1.22	1.65	36.29	22.31	16.50	42%	买入
罗莱家纺	1.71	73%	2.71	3.85	48.54	30.63	21.56	45%	买入
森马服饰	1.67	29%	2.04	2.78	30.22	24.74	18.15	35%	买入
鲁泰	0.74	34%	0.95	1.13	13.34	10.39	8.73	22%	买入
瑞贝卡	0.23	46%	0.36	0.48	37.30	23.83	17.88	43%	增持
富安娜	0.95	79%	1.51	2.08	49.56	31.18	22.63	43%	买入
梦洁家纺	0.61	47%	0.93	1.30	46.54	30.53	21.84	43%	增持
星期六	0.28	0%	0.33	0.44	31.25	26.52	19.89	30%	增持
嘉麟杰	0.30	45%	0.41	0.57	34.17	25.00	17.98	33%	中性
探路者	0.20	85%	0.36	0.58	84.20	46.78	29.03	65%	增持
上海家化	0.65	30%	0.95	1.35	46.83	32.04	22.55	42%	买入
九牧王	0.63	42%	0.91	1.22	38.29	26.51	19.77	30%	买入

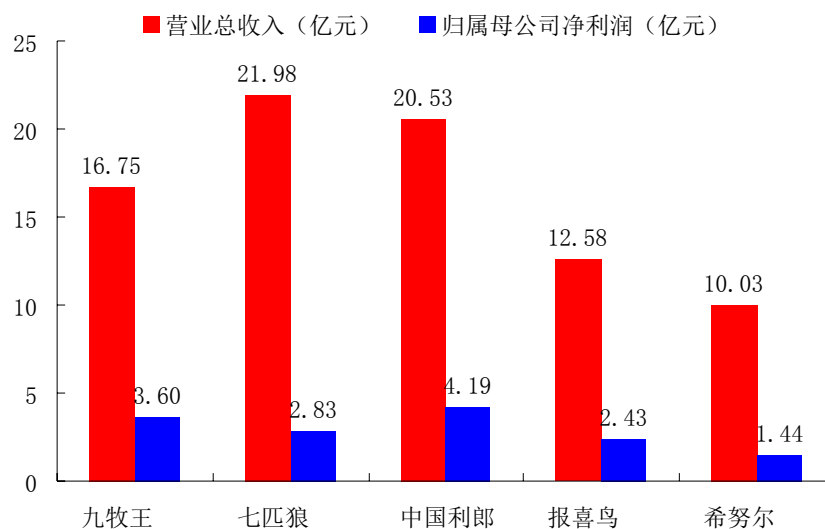
资料来源：东方证券研究所（估值对应股价为 2011 年 9 月 30 日收盘价）

5 风险因素

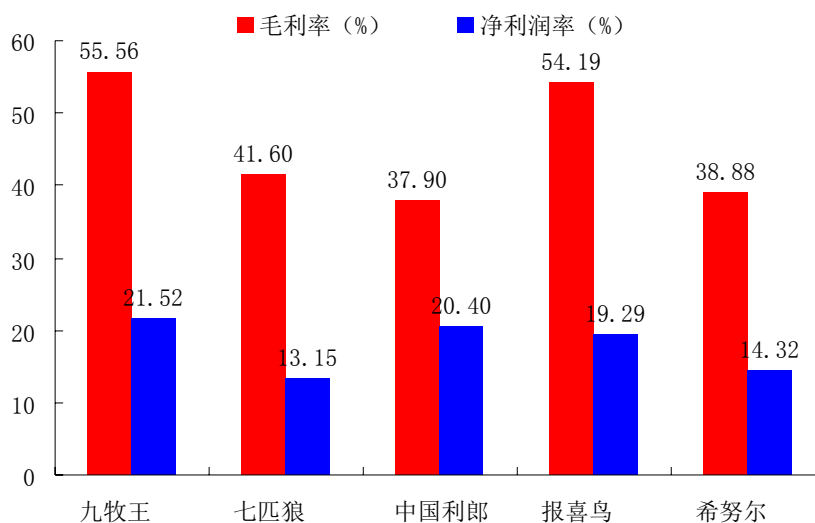
- 1、公司产品系列目前仍是以正装，为主因此受整个正装市场的影响较大，如果男士正装的消费回暖趋势只是昙花一现，则公司业绩的高增长存在难以长期持续的风险。
- 2、公司以制造业务起家，对品牌和渠道运营的能力尚需提高，未来向零售品牌完全转型的过程中特别是在未来直营和加盟渠道较快扩张的情况下对公司整体品牌和渠道运营能力提出了很高的要求。如果公司对品牌和渠道运营能力不能得到有效提高，则存在渠道销售情况难以达到预期目标的风险。
- 3、公司团购和出口的收入占比超过 30%，其中，团购业务的订单存在波动性的风险，出口业务虽然近年占比持续下降，但目前依然超过 15%，人民币升值和成本上涨均会对其造成不利影响。

6 附录

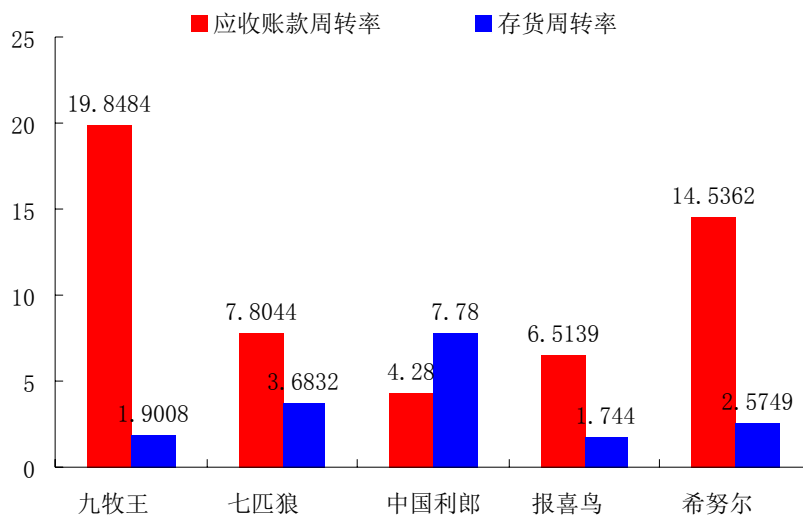
图 10 国内男装上市公司 2010 年营业收入和净利润情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

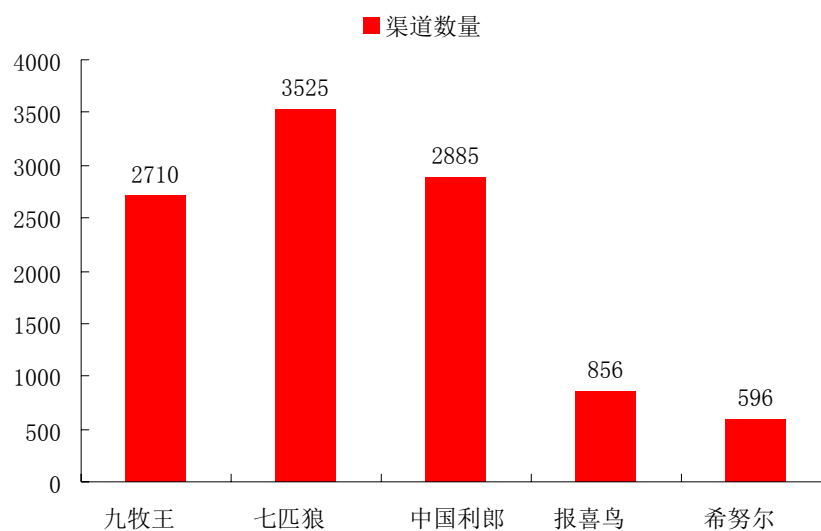
图 11 国内男装上市公司 2010 年毛利率和净利率情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 12 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


资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 13 国内男装上市公司 2010 年销售渠道情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1786	1430	1572	1940	营业收入	1003	1268	1543	1924
现金	1372	883	886	1059	营业成本	613	742	877	1069
应收账款	78	96	117	146	营业税金及附加	0	13	15	19
其它应收款	7	9	11	14	营业费用	155	203	262	327
预付账款	76	104	123	150	管理费用	48	83	85	100
存货	253	338	434	571	财务费用	12	-6	-8	-10
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	4	6	8
非流动资产	535	839	1017	1070	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	383	695	874	931	投资净收益	0	0	10	10
无形资产	22	22	21	21	营业利润	172	230	315	421
其他	130	123	122	118	营业外收入	0	1	1	1
资产总计	2321	2269	2588	3010	营业外支出	0	1	1	1
流动负债	241	317	374	444	利润总额	172	231	316	421
短期借款	0	0	0	0	所得税	29	38	52	70
应付账款	39	62	70	84	净利润	144	192	263	351
其他	201	255	304	360	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	221	0	0	0	归属于母公司净				
长期借款	200	0	0	0	利润	144	192	263	351
其他	21	0	0	0	EBITDA	230	287	396	519
负债合计	462	317	374	444	EPS (元)	0.72	0.96	1.32	1.76
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	200	200	200	200	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	1382	1382	1382	1382	成长能力				
留存收益	277	369	633	984	营业收入	18.0%	26.5%	21.7%	24.7%
归属母公司股东权益					营业利润	40.0%	33.6%	36.9%	33.5%
合计	1859	1952	2215	2566	净利润	29.4%	34.0%	36.8%	33.5%
负债和股东权益	2321	2269	2588	3010	获利能力				
现金流量表					毛利率	38.9%	41.5%	43.1%	44.5%
单位:百万元					净利率	14.3%	15.2%	17.1%	18.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	7.7%	9.9%	11.9%	13.7%
经营活动现金流	98	166	247	315	ROIC	6.7%	8.6%	10.4%	12.0%
净利润	144	192	263	351	偿债能力				
折旧摊销	46	62	90	108	资产负债率	19.9%	14.0%	14.4%	14.8%
财务费用	12	-6	-8	-10	净负债比率				
投资损失	0	0	-10	-10	流动比率	7.42	4.50	4.21	4.37
营运资金变动	-105	-84	-89	-126	速动比率	6.36	3.43	3.03	3.07
其它	2	1	1	2	营运能力				
投资活动现金流	98	-362	-252	-152	总资产周转率	0.61	0.55	0.64	0.69
资本支出	164	350	250	150	应收账款周转率	14	14	14	14
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	13.24	14.65	13.28	13.88
其他	262	-12	-2	-2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1241	-294	8	10	每股收益	0.72	0.96	1.32	1.76
短期借款	-200	0	0	0	每股经营现金流	0.49	0.83	1.24	1.58
长期借款	180	-200	0	0	每股净资产	9.30	9.76	11.07	12.83
普通股增加	50	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1220	0	0	0	P/E	27.28	20.36	14.88	11.15
其他	-9	-94	8	10	P/B	2.11	2.01	1.77	1.53
现金净增加额	1178	-490	4	173	EV/EBITDA	12	10	7	5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn