

聚焦品牌服饰 分享可持续的复合增长

研究结论

- **国内纺织服装行业上半年经营形势：内销持续向好，出口略超预期。**规模以上企业收入和盈利整体呈现快速增长态势，盈利能力进一步提升。行业固定资产投资保持快速回升态势。行业出口略超预期，内销持续向好。
- **国际经验显示大众品牌服饰历来是产生牛股的摇篮。**1) 市场容量：市值不是障碍，千亿不是终点。从发展角度看，国内相关上市公司的市值与销售收入还有巨大的提升空间。2) 国外品牌服饰企业的单店收入和平效之高是目前很多国内企业难以企及的，未来国内企业只有寻求渠道扩张和单店效益提升的两条腿增长才能支撑品牌走得更远更长。3) 从国外经验看，大众品牌服饰企业历来是产生牛股的摇篮，在企业的黄金增长阶段，股价能享受到业绩增长和估值溢价带来的双重增长。另外从相对收益看，品牌服饰类上市公司也是少有的长期持续跑赢大盘的品种，调整即买入成为成功投资该类企业的不二法门。
- **通过研究国际大牌成功的基因解码，我们认为主流的本土品牌企业已走上正确的道路，看好其长期的增长前景。**通过前期对一系列国际品牌服饰公司的深度研究，我们发现他们具有一些共同的特质，清晰的产品定位；不断拓展的产品丰富度；外延和内涵并举渠道扩张（专卖店）；丰富多样的品牌营销；严格高效的供应链管理和全球化的扩张战略。目前从本土主流品牌服饰企业的战略看，基本与国际大牌的历史路径一致，因此看好本土企业未来的发展前景。
- **我们认为国内品牌服饰企业正迎来最好的时代**（1）近水楼台：目前中国市场本身已经成为全球最具吸引力的服饰消费市场之一，本土品牌面临很好的机遇。（2）东风给力：本土品牌经过了 15——20 年实践经验的积累，同时伴随中国国力上升和文化认同度的提高，再加上资本市场的良好平台等都为打造国产品牌的伟大企业奠定了良好的基础。（3）本土品牌投资具有很好的成功案例，最典型的就是七匹狼，从公司 2004 年上市以来 6 年股价复合收益率 50%，盈利复合增长率 38%，其黄金增长阶段的高投资回报率也充分证明了了这个领域是诞生牛股的良好土壤。
- **投资策略及路径：行业下半年的投资策略是聚焦品牌服饰，分享可持续的复合增长。**根据投资者的不同风险偏好，我们推出三大投资路径：（1）**长牛型**：行业或企业未来三年业绩高速增长（40%以上）、PEG 具有吸引力的公司。投资标的包括罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺、探路者、美邦服饰等。（2）**稳健型**：估值相对便宜、业绩增长 20—30%左右且可靠性比较高的公司。投资标的包括七匹狼、伟星股份、报喜鸟、森马服饰、鲁泰 A。同时关注九牧王（未评级）、希努尔（未评级）等。（3）**进攻型**：估值便宜、目前正面临业务转型、未来盈利能力和估值水平有望获得双重提升的公司。投资标的包括嘉麟杰、瑞贝卡。同时关注大杨创世（未评级）、华斯股份（未评级）、中银绒业（未评级）等。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

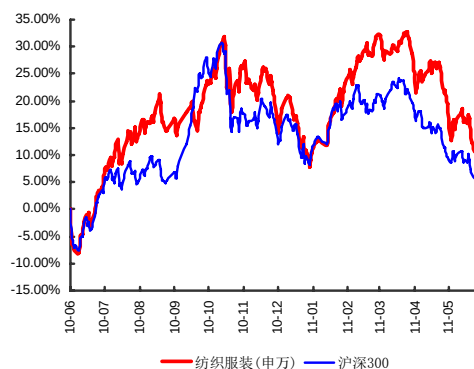
纺织服装行业首席分析师
8621-63325888×6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

联系人

糜韩杰
8621-63325888×6119
mihanjie@orientsec.com.cn

行业评级 看好 中性 看淡 **（维持）**
国家/地区 中国/A 股
行业 纺织服装
报告发布日期 2011 年 7 月 1 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
美邦服饰	0.75	1.13	1.65	28.81	买入
七匹狼	1.00	1.31	1.73	31.80	买入
富安娜	0.95	1.37	1.87	41.00	增持
嘉麟杰	0.30	0.41	0.57	14.55	中性
星期六	0.28	0.36	0.48	11.36	增持
探路者	0.20	0.37	0.57	15.74	增持
梦洁家纺	0.97	1.43	1.96	43.18	增持
报喜鸟	0.41	0.57	0.75	13.50	增持
鲁泰 A	0.74	0.95	1.13	10.76	买入
瑞贝卡	0.23	0.36	0.48	10.80	增持
伟星股份	0.99	1.24	1.59	16.57	买入
罗莱家纺	1.71	2.50	3.63	76.00	买入
森马服饰	1.67	2.10	2.80	47.60	买入

目录

一、行业当前经营形势：内销继续向好，出口略超预期	4
1、规模以上企业收入和盈利快速增长，盈利能力进一步提升	4
2、行业固定资产投资保持快速回升态势	5
3、行业出口超预期，纺织品持续好于服装	6
4、内销持续旺盛增长 价格上涨是主因	7
5、原料价格的大幅波动不利于行业发展	8
二、国际经验：大众品牌服饰历来是产生牛股的摇篮	9
1、市场容量：市值不是障碍，千亿不是终点	9
2、单店销售规模大：外延扩张是一种增长，单店提升还有很大空间	10
3、股票投资收益率：高增长阶段绝对收益股价涨幅惊人，长期看大幅跑赢市场	11
4、国际大牌成功背后的基因解码	15
三、2011 年下半年投资策略：聚焦品牌服饰，分享可持续的复合增长	17
1、国内纺织服装行业三阶段发展路径	17
2、国内品牌服饰企业迎来最好的时代	17
3、下半年投资策略	19

图表目录

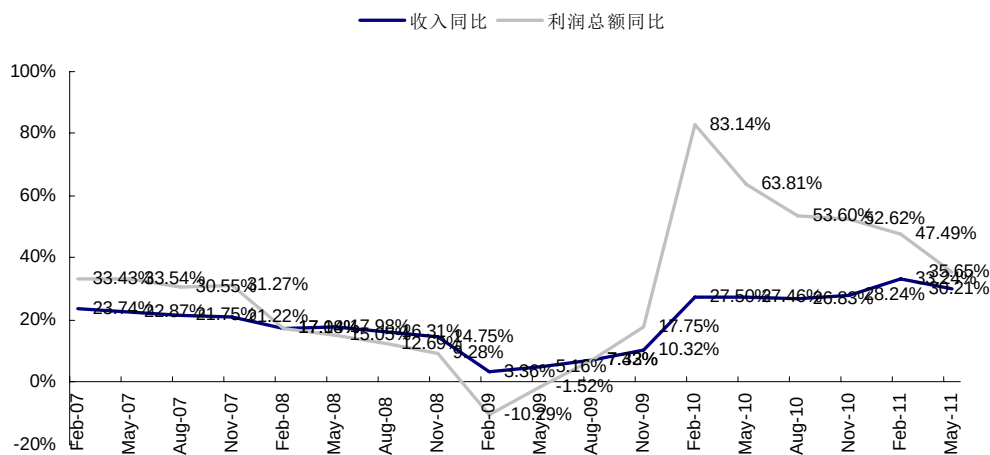
图 1 纺织子行业主营收入和利润总额增速变动	4
图 2 服装子行业主营收入和利润总额增速变动	4
图 3 纺织子行业盈利能力变动	5
图 4 服装子行业盈利能力变动	5
图 5 纺织各子行业与全社会固定资产投资增速比较	6
图 6 02 年以来纺织全行业出口增速	6
图 7 07 年以来纺织全行业单月出口增速变动	7
图 8 2003 年以来服装类消费品零售总额与全社会比较	8
图 9 2008 年以来我百家重点商场零售增速变动	8
图 10 2011 年以来棉花价格波动	9
图 11 国际主流国际品牌服饰市值 (2011/5/31)	9
图 12 主流国际品牌服饰营业收入 (按 2010 年年底汇价折算)	10
图 14 Gap 股价长期大幅跑赢市场	12
图 15 H&M 股价长期大幅跑赢市场	13
图 16 Ralph Lauren 股价长期大幅跑赢市场	13
图 17 Columbia 股价长期大幅跑赢市场	14
图 18 Inditex 股价长期大幅跑赢市场	14
图 19 国内城镇和农村人均收入稳步提高	17
图 20 世界各国储蓄占 GDP 比重 (%)	18
图 21 世界各国人均衣着消费支出情况 (美元)	18
图 22 我国城镇人口和城市化率 (%)	19
附图：相关上市公司近期资金流向	3
表 1 国外品牌公司单店销售情况	11
表 2 国际品牌服饰企业黄金发展期的股价增长和估值水平	12
表 3 国际大牌成功背后的基因解码	15
表 4 2011 年下半年品牌服饰股投资路径	20
表 5 纺织服装行业重点公司盈利预测及投资评级	20

一、行业当前经营形势：内销继续向好，出口略超预期

1、规模以上企业收入和盈利快速增长，盈利能力进一步提升

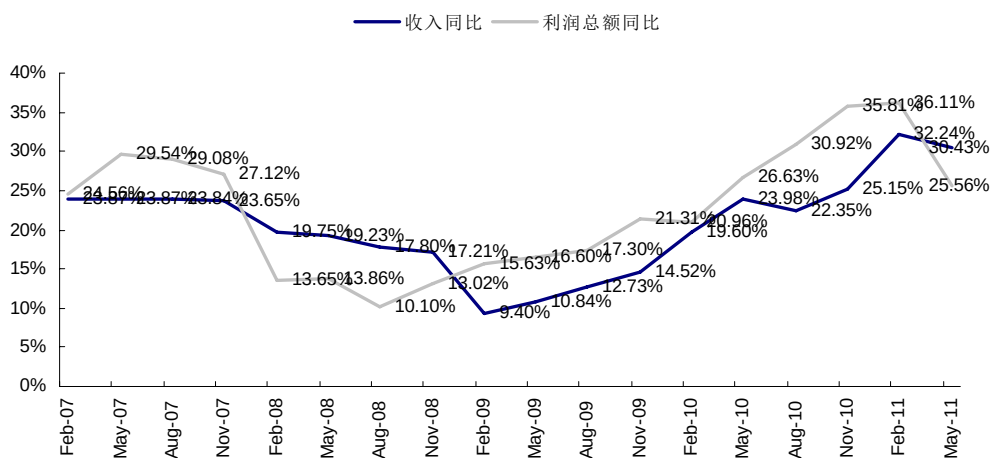
根据国家统计局的数字显示，2011年1-5月，纺织规模以上企业实现主营业务收入和利润总额同比分别增长30.21%和35.65%。服装鞋帽规模以上企业主营收入和利润总额同比分别增长了30.43%和25.56%。我们认为前5月纺织服装行业收入和盈利快速上升主要来自于价格的提升、毛利率的上升和期间费用比率的有效控制。

图1 纺织子行业主营收入和利润总额增速变动

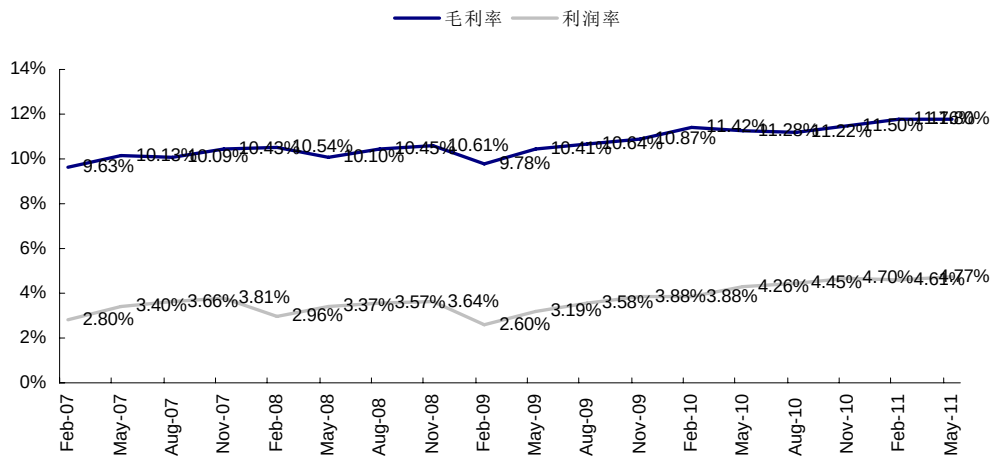


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

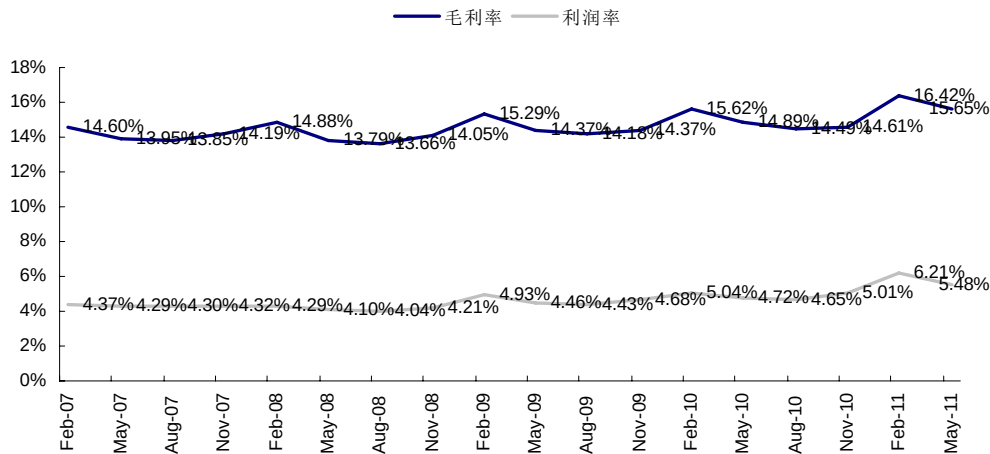
图2 服装子行业主营收入和利润总额增速变动



资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

图 3 纺织子行业盈利能力变动


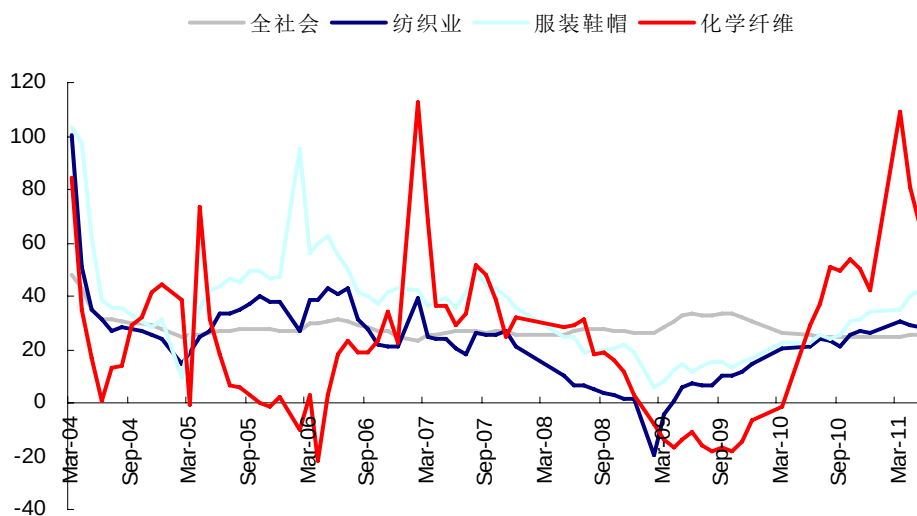
资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

图 4 服装子行业盈利能力变动


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

2、行业固定资产投资保持快速回升态势

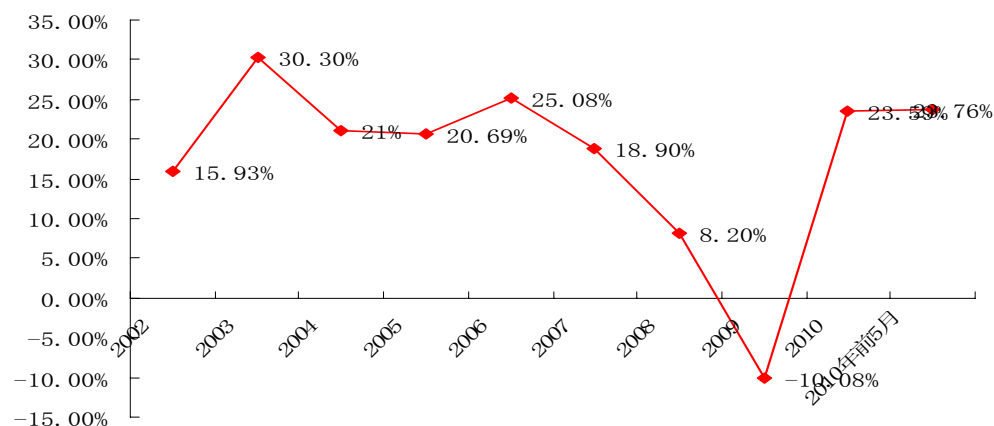
2011 年 1—5 月全社会固定资产投资增速为 25.8%，纺织、服装和化纤子行业固定资产投资增速分别为 28.7%、42.5%和 66.4%，全行业投资增速为 36.71%，依然明显高于全社会平均水平，特别是化纤子行业和服装子行业投资回升十分明显，显示了市场对这两个行业未来的良好预期。

图 5 纺织各子行业与全社会固定资产投资增速比较


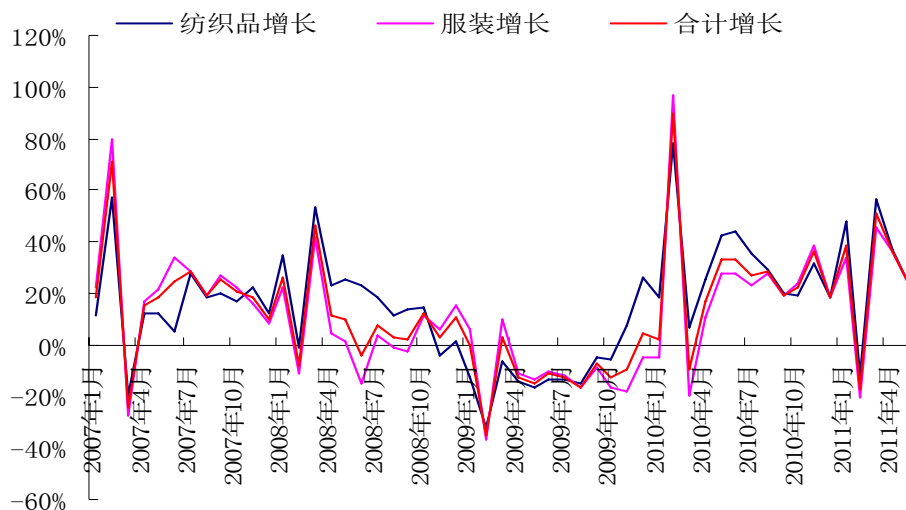
资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

3、行业出口超预期，纺织品持续好于服装

2011 年前 5 月纺织服装行业出口累计同比增长 26.52%，其中纺织品和服装的出口增速分别为 31.5%和 23.1%。从 09 年 12 月以来，纺织品出口增速持续高于服装，显示出行业国际竞争力的分化，更具劳动密集型特征的服装加工由于国内人力成本不断攀升正逐步向东南亚地区转移。从量价关系看，我们判断前 5 月行业出口的高增长更多来自于原料价格推动带来的产品价格提升，因此随着基数的提高和原料价格震荡回落带来的后续订单价格下降，我们预计行业 2011 年出口增速出现前高后低的可能性很大，从 5 月单月出口增速环比下降已经看出部分端倪。

图 6 02 年以来纺织全行业出口增速


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

图 7 07 年以来纺织全行业单月出口增速变动


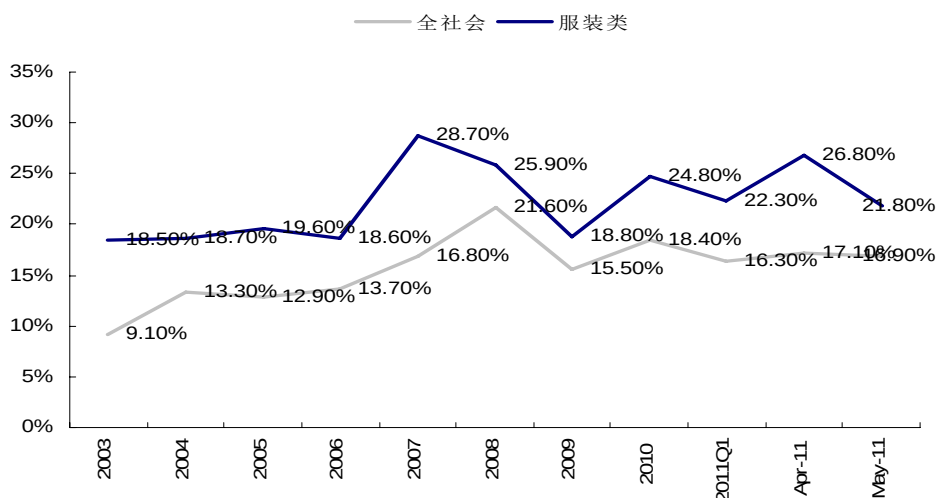
资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

4、内销持续旺盛增长 价格上涨是主因

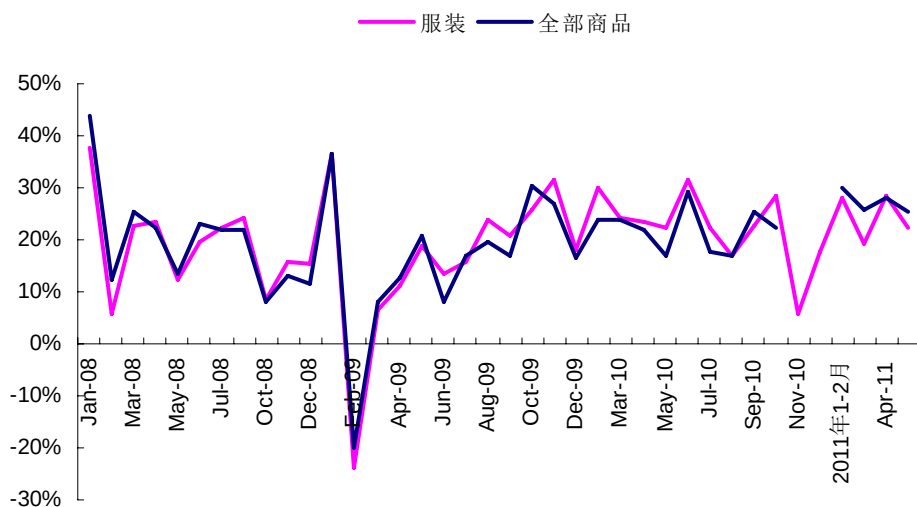
2011 年 1—5 月全社会消费品零售总额同比增速为 16.6%，而国内服装类商品的零售总额增速为 23.5%，高出全社会消费品零售总额 6.9 个百分点。连续多年服装类消费品零售增速明显超越社会平均增速的情况也反映了行业内销的持续繁荣增长以及经济增长积累对消费升级的推动。

从全国百家重点商场所有商品和服装类零售增速比较看，也与全社会的零售情况基本类似。2011 年一季度全国百家大型零售企业零售额同比增长 28.5%，而服装销售额同比增长 26.2%。

值得注意的是，与以往行业内销增长结构有所不同，2011 年的内销金额增长中价格发挥了更大的作用，以全国百家重点商场服装类商品的零售情况看，一季度服装零售额增长 26.2%，而销售量增长同比仅为 8.47%，4 月份单月销售量有所回升，销售量同比增长 13.72%，5 月份单月又重新回落，销售量同比仅增长 0.86%。目前资本市场对行业今年以来销售增速放缓有所担心，我们认为是一定道理的，因为价格的大幅上升毕竟是不可永续的，因此其对行业零售额增长的推动也不可能一直持续。但我们与市场过分悲观的看法不同的是，随着原料价格的回落和基数的抬高，2011 年下半年开始行业零售价格的上涨幅度将明显放缓，在国内宏观经济依然保持良好增长的大背景下，居民消费习惯和消费理念的惯性是很强的，因此可以预期在价格增速放缓后的销量增长将逐步恢复，行业的增长将重新恢复到价格和数量平衡渠道的状态。

图 8 2003 年以来服装类消费品零售总额与全社会比较


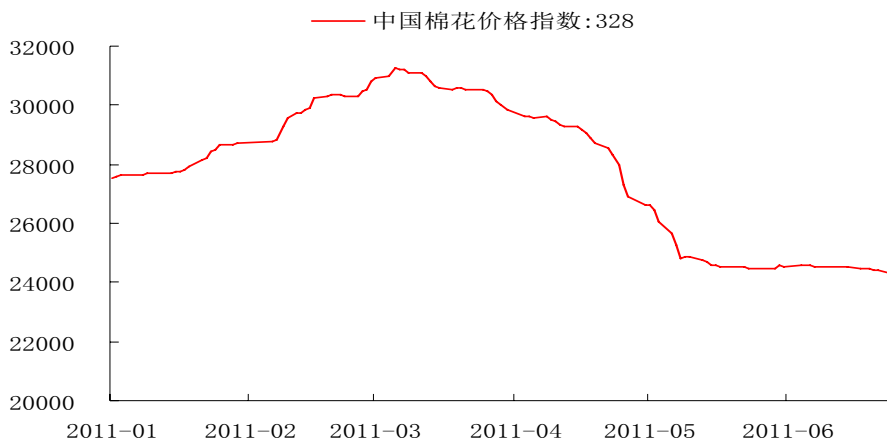
资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

图 9 2008 年以来我百家重点商场零售增速变动


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

5、原料价格的大幅波动不利于行业发展

2010 年国内主流纱线和坯布平均价格比年初分别上涨了 70%和 50%以上。2011 年开始棉花价格震荡较为明显，整体趋势向下，在经历了 1 月初的上升后，3 月开始下跌，虽然 5 月出现一定的反弹，但近期又开始下跌。基于下半年国内新棉种植面积增加等因素的影响，我们预计棉花全年整体将维持向下调整震荡，原料价格的暴涨暴跌不利于对下游行业的生产销售。

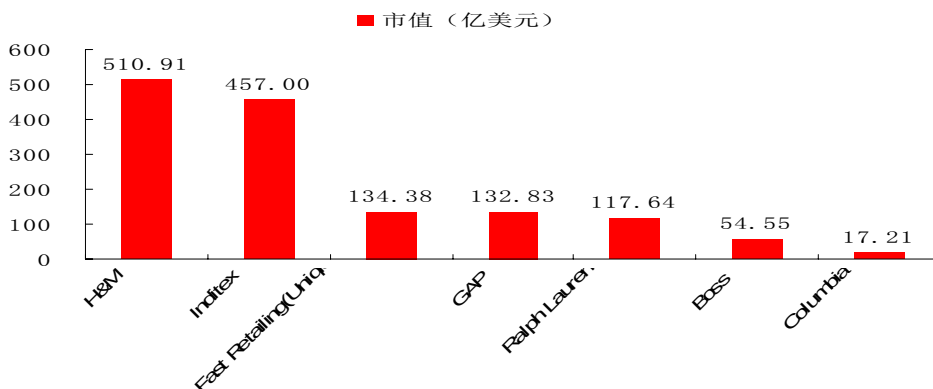
图 10 2011 年以来棉花价格波动


资料来源: wind, 东方证券研究所整理

二、国际经验：大众品牌服饰历来是产生牛股的摇篮

1、市场容量：市值不是障碍，千亿不是终点

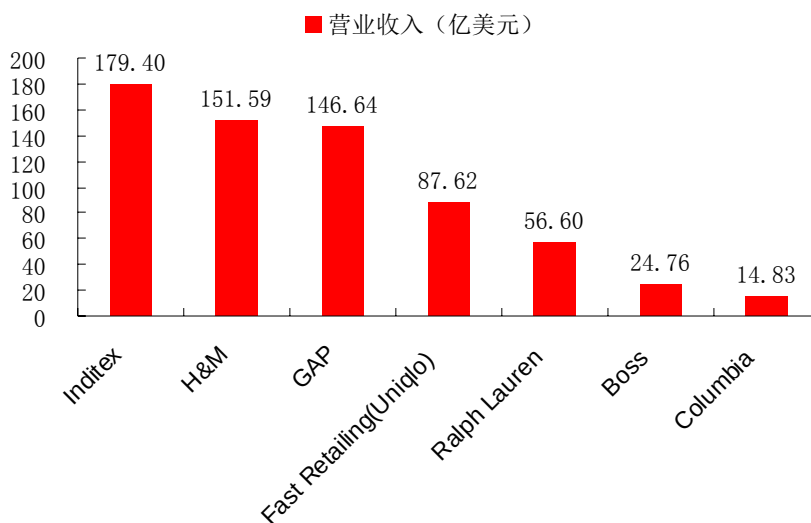
目前国内投资者普遍偏好小市值的股票标的，对于市值超过百亿的品牌上市公司一般持谨慎态度，担心其弹性空间有限。其实从国外品牌服饰企业的经验看，品牌服饰特别是定位大众的品牌服饰领域历来是产生巨头公司的温床。目前从全球范围看，千亿以上市值的品牌服饰公司不在少数，而且突破千亿以后还在保持良好的增长。从投资角度看国内相关上市公司的市值还有巨大的增长空间。比如，按照市值角度测算，目前美邦服饰的市值仅相当于 H&M 的 1/10，七匹狼仅相当于拉尔夫劳伦的 1/8.5，探路者仅相当于哥伦比亚的 1/3。

图 11 国际主流国际品牌服饰市值（2011/5/31）


资料来源: 彭博, 东方证券研究所整理

另外在销售收入上国内公司与国外公司相比也存在很大的增长空间，比如美邦服饰的销售收入仅为 H&M 的 1/15、七匹狼的销售收入仅为拉尔夫劳伦的 1/18，探路者的销售收入仅为哥伦比亚的 1/22，尽管其中有直营和加盟模式区别造成的差异，但即使考虑这个，依然有很大的空间。我们认为中国正在成为世界增长最快最具活力的服饰消费市场，巨大的人口基数和持续稳定的经济增长，其所爆发出来的能量，为国内服装品牌未来跻身世界巨头行列奠定了良好的基础。因此**我们相信未来国内出现年销售额超过千亿的公司只是时间问题**，而上市公司，作为行业内优秀企业的代表，千亿级的公司在其中出现无疑是大概率事件。

图 12 主流国际品牌服饰营业收入（按 2010 年年底汇价折算）



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

2、单店销售规模大：外延扩张是一种增长，单店提升还有很大空间

回顾国内主流品牌服饰类上市公司的快速增长，基本都来自于渠道的外延式扩张，这在发展的初期是一种有效且相对较快的途径，但到一定阶段会面临瓶颈，最明显的例子就是国内的运动品牌企业在店铺数量达到 7000-8000 家左右的时候，收入增速明显放缓。从国外品牌服饰企业的发展看，其成长壮大的过程中除了渠道相对较快的数量扩张外，高起点的单店效益（大的单店面积和高平效）和持续稳定的增长也是推动企业收入和盈利快速增长的重要动力。

目前看国外品牌服饰企业的单店收入之高是目前很多国内企业难以企及的，以其中比较知名的几家公司为例，2010 年 H&M 单店销售收入约为 687 万美元，Inditex 旗下的 ZARA 约为 672 万美元，拉尔夫劳伦约为 647 万美元。这其中固然有国外品牌的单店面积较大且以直营为主的原因，但即使以同样直营的平效衡量，也存在很大差距。国外品牌的年度平效基本在 4—6 万元之间，远高于国内可比上市公司平均 1—2 万元的平效。**我们认为这恰恰是国内品牌服饰公司经过十多年的渠道**

外延式增长后需要寻求努力追求的新方向。渠道扩张和单店效益提升的两条腿增长才能支撑品牌企业走得更远更长。

表 1 国外品牌公司单店销售情况

公司	项目	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Gap	店铺数	3097	3117	3022	2994	3053	3131	3167	3149	3095	3246
	营业收入（亿美元）	138	145	159	163	160	159	158	145	142	147
	单店销售（万美元）	447	464	525	543	525	509	498	461	459	452
H&M	店铺数	771	844	945	1068	1193	1345	1522	1738	1988	2206
	营业收入（亿美元）	42	43	55	75	92	86	114	137	129	152
	单店销售（万美元）	547	515	587	699	771	641	752	787	651	687
Fast Fashion	店铺数	519	585	622	655	1232	1632	1828	1958	2258	2203
	营业收入（亿美元）	37	26	26	32	37	38	44	52	75	88
	单店销售（万美元）	705	447	419	484	304	234	241	268	334	398
ZARA	店铺数	507	531	626	723	852	990	1361	1520	1608	1723
	营业收入（亿美元）	23	26	34	48	61	63	83	100	100	116
	单店销售（万美元）	447	486	539	666	712	640	606	661	619	676
Ralph Lauren	店铺数	229	236	255	263	278	289	292	313	326	350
	零售业务（亿美元）	9.3	9.2	10.0	11.7	13.5	15.6	17.4	19.1	19.4	22.6
	单店销售（万美元）	405	392	393	445	485	539	597	611	594	647

注：Inditex 公司仅采用了其旗下知名品牌 ZARA 的情况

资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

3、股票投资收益率：高增长阶段绝对收益股价涨幅惊人，长期看大幅跑赢市场

从国外经验看，大众品牌服饰企业历来是产生牛股的摇篮，从我们已专门研究过的几家知名品牌服饰企业的股价表现看，几乎都有一段经营的黄金增长期和股价的爆发期，特别是在其业绩高速增长阶段股价涨幅惊人，比如，哥伦比亚 6 年涨了 3 倍，Inditex 公司 7 年涨了 4 倍，拉尔夫劳伦 8 年涨了 5 倍，GAP10 年涨了 28 倍，Fast Retailing 公司 4 年涨了 43 倍，最著名的 H&M 公司，股价在 17 年涨了 237 倍。我们认为这些公司黄金发展阶段股价的高速增长其实是业绩高速增长和市场高估值共同推动的结果。

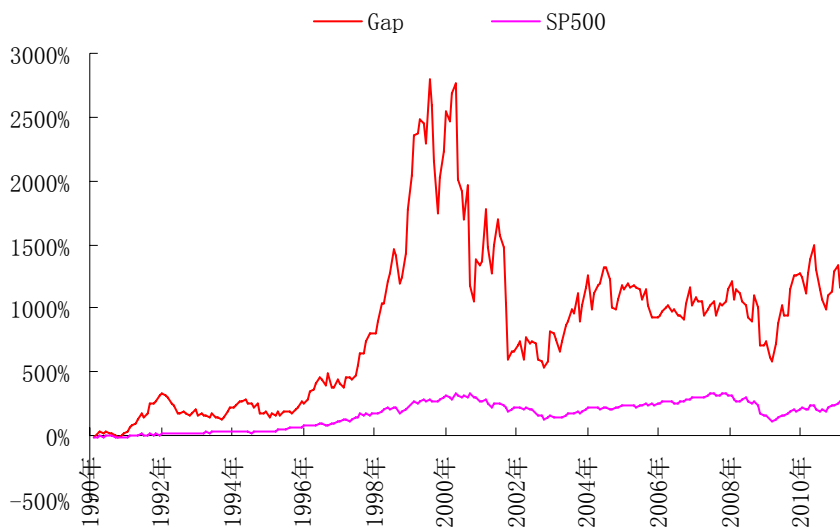
从国内看，中国经济在经历了持续的投资和出口的外延拉动后，从“十二五”开始将转为以需求为主的内生拉动，这对于国内消费企业，特别是品牌服饰企业来说是巨大的机遇，品牌服饰企业将迎来黄金增长期，而中国资本市场偏好成长股的属性也决定了在这两股力量的共同推动下，国内品牌服饰企业中必然会诞生出大牛股。

表 2 国际品牌服饰企业黄金发展期的股价增长和估值水平

公司	黄金发展期		股价增长	营业收入 复合年均 增长	PE		
					最低	最高	平均
GAP	1990—1999	10 年	28 倍	19.65%	12	45	22
H&M	1991—2007	17 年	237 倍	15.90%	5	57	23
FastFashion (Uniqlo)	1998—2001	4 年	43 倍	94.12%	N.A.	N.A.	N.A.
Ralph Lauren	2000—2007	8 年	5 倍	10.32%	9	26	17
Columbia	1996—2001	6 年	3 倍	17.30%	8	28	17
Inditex (ZARA)	2001—2007	7 年	4 倍	16.45%	17	35	26

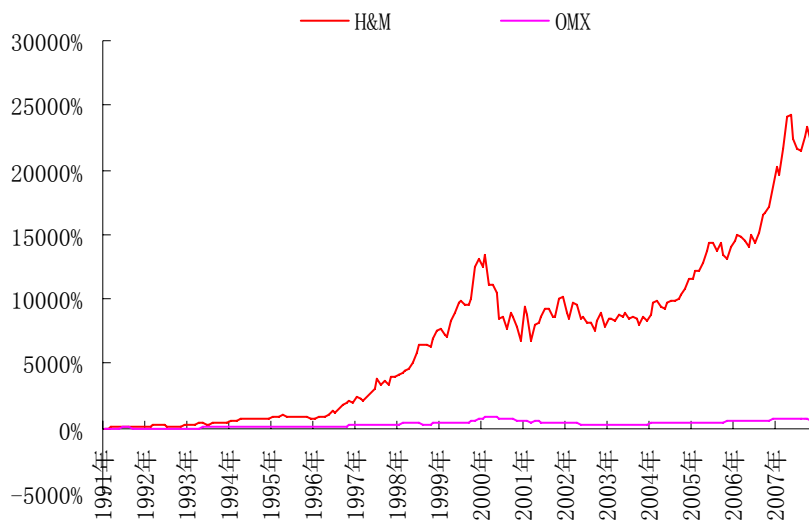
资料来源：彭博，东方证券研究所整理

另外从相对收益看，品牌服饰类上市公司是少有的长期持续跑赢大盘的品种，从国际品牌服饰企业来看，不论是曾经辉煌，现在挣扎于调整的 GAP，还是一路高歌猛进的 H&M 和 Inditex，其从长期看，股价均大幅跑赢市场，调整即买入成为成功投资该类企业的不二法门。

图 14 Gap 股价长期大幅跑赢市场


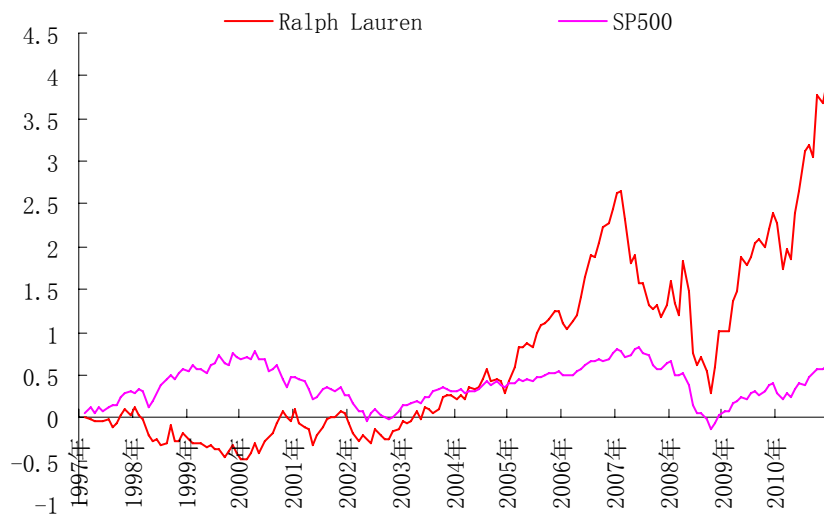
资料来源：彭博，东方证券研究所整理

图 15 H&M 股价长期大幅跑赢市场



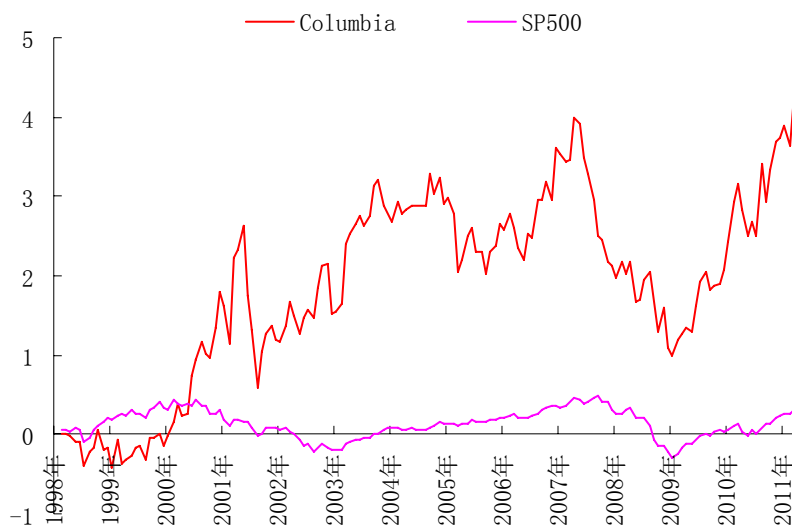
资料来源：彭博，东方证券研究所整理

图 16 Ralph Lauren 股价长期大幅跑赢市场



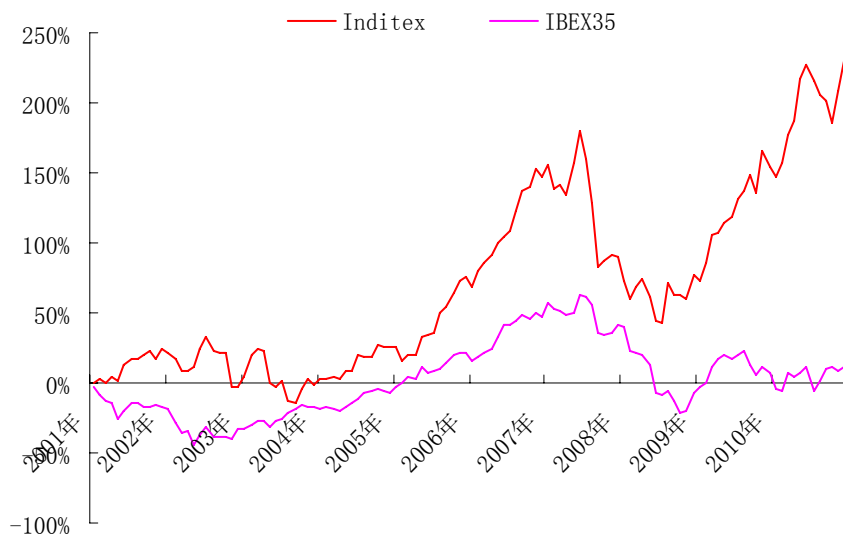
资料来源：彭博，东方证券研究所整理

图 17 Columbia 股价长期大幅跑赢市场



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

图 18 Inditex 股价长期大幅跑赢市场



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

4、国际大牌成功背后的基因解码

虽然国际大牌的产品定位各有不同，其发展的历史也千差万别，但通过前期的深度研究，我们还是发现他们中有一些共同的特质，我们暂且称之为成功基因，总的来看可以归结为五点，即清晰的产品定位；不断拓展的产品丰富度；外延和内涵并举渠道扩张（专卖店）；丰富多样的品牌营销；严格高效的供应链管理和全球化的扩张战略。

（1）清晰的产品定位。清晰地产品定位更加方便顾客辨识和熟记，较容易建立起产品和顾客间的紧密联系，此外也更容易品牌的发展。国际知名品牌服饰企业旗下的品牌均有其能为市场所熟识的产品定位，比如 H&M 和 ZARA（Inditex 公司旗下品牌）定位于平价时尚，Uniqlo（Fast Retailing 公司旗下品牌）则是平价，保持一定的时尚，拉尔夫劳伦定位于美式经典，哥伦比亚更加纯粹明晰，定位于专业的户外运动用品。

（2）不断拓展的产品丰富度。产品丰富度提高可以增加品牌对于不同顾客的覆盖范围，提高品牌的收入，从国际知名品牌服饰企业发展的过程看，其产品丰富度也经历了一个逐渐提升的过程，从原先的男女装，到推出童装、配饰、甚至是鞋包，床上用品等。

（3）外延和内涵并举的渠道扩张。通过在各地开设专卖店，增加和潜在顾客的接触点，是所有零售企业通用的模式，国际知名品牌服饰企业自然也不例外，其高速扩张期往往伴随着店铺数量的快速增长，当然上文也已谈到，单店效益和增长也是国际企业所十分关注的因素，也是推动优势企业持续增长的主动动力之一。

（4）丰富多样的品牌营销。除了传统的广告营销外，国际知名品牌服饰企业还通过在各大城市的核心商圈开设大型旗舰店，涉足网络广告等新型传播媒体，来宣传公司的品牌形象。

（5）严格高效的供应链管理。国际知名品牌服饰企业对于供应链管理除了一般的生产外包，建立配送中心外，有的还不惜通过业务重整，或者投巨资建设 IT 系统，以提升供应链的效率。

（5）全球化的扩张战略。可以说全球扩张最终造就了国际知名品牌的巨人规模，全球扩张在树立起品牌形象的同时，也为企业带来了巨大的市场。

表 3 国际大牌成功背后的基因解码

成功基因	Gap	H&M	Fast Retailing	Ralph Lauren	Columbia
清晰的产品定位	平价、美式休闲	平价、时尚	平价、保持一定的时尚	美式经典	专业户外
不断拓展的产品丰富度	GAPkids（1986）；BabyGAP（1989）；个人护理、床上用品（1996）等	H&M 很早就意识到产品多样化的重要性，其将各种不同的产品系列集中于自己的店中，目前，H&M 的产品系列从女装、男装、童装到	公司在优衣库品牌得到市场认可后，又先后推出了婴儿装、女装配饰、内衣、运动服和鞋等产品，对优衣	先后推出女装、童装，并于 2000 年收购休闲服公司 Club Monaco	1993 年为了扩大 Columbia 品牌知名度和消费群，降低对公司主要产品户外外套的过分依赖，公司开始关注运动服和鞋类的发展，并且取得了良好的效

		配饰、化妆品等，无所不有	库品牌的产品系列进行了完善		果
外延和内涵并举的渠道扩张	黄金时期年均开店增速达到 15.79%	从 1982 年开始采取积极扩张的策略，专卖店数量从 80 年代初期的 100 多家迅速增加到目前的超过 2000 家	除了拓展标准店铺外，2005 年开始开设 1500 平方米以上的超大店	公司从 2000 年开始通过收购兼并和新开店着力增加公司的专卖店，从最初上市前 1996 年的 5 家，到 2010 年已达到 179 家	通过分销商模式在全球开拓市场，取得良好增长，2007 年开始扩大直营渠道，主要是在重要的大城市开品牌零售店，在主要的 outlets 中心设立自己品牌的 outlets，建立电子商务平台
丰富有效的品牌营销	连续数年增加广告和市场投入，除了传统媒体外，还通过开设大型旗舰店，网络广告的新方式宣传公司品牌形象	时常推出一些大型商业活动，以及巨幅海报、平面媒体、电视广告、明星代言等推广措施的全方位投入；在 2004 年开创了“快时尚+顶级设计师”的跨界合作	改变优衣库的 logo，在繁华的商业中心开设旗舰店，引入世界超模为优衣库拍摄平面广告	除了通过传统宣传模式和网络新媒体宣传公司品牌外，还通过在米兰召开发布会，在伦敦、米兰、巴黎、纽约等国际大都市开设大型旗舰店，另外还赞助美网，奥运会等国际赛事等	在品牌形成初期就采用投巨资的广告轰炸方式提升品牌知名度，1996 年在波特兰设立直营品牌旗舰店，2007 年把整合营销用于品牌推广
严格高效的供应链管理	全球化资源配置，降低采购成本	从设计生产到终端销售的每一个环节，都对成本进行严格的控制；创新的采用双供应链管理模式	公司是日本国内最早进行产业资源国际配置的企业	1998 年和 2000 年两次对业务进行大规模重组，着力供应链整合和效率提升	公司所有的产品都以外包的形式，大大降低了公司的资本投入
全球化的扩张战略	90 年代中期积极向海外（日本和欧洲）拓展业务	1976 年，H&M 冲出北欧，将专卖店开到了英国伦敦，其后又在瑞士、德国	2000 年迈出全球化第一步，在英国设立全资子公司，之后有分别在上海、纽约等地开设旗舰店	1999 年在伦敦开设首家旗舰店，2000 年开始逐步收回在各地的品牌授权，2005 年东京旗舰店开张等	公司在 20 世纪 90 年代初开始涉足欧洲业务，1999 年明确提出拓展欧洲业务为重要工作

资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

三、2011 年下半年投资策略：聚焦品牌服饰，分享可持续的复合增长

1、国内纺织服装行业三阶段发展路径

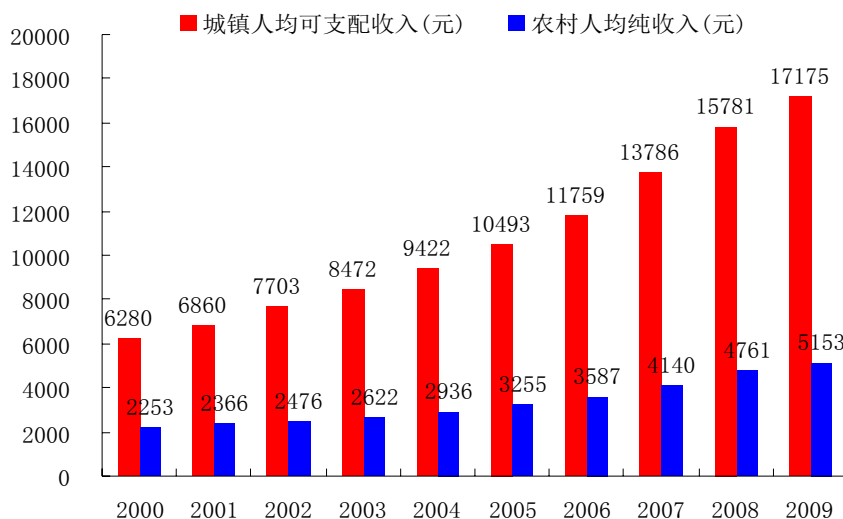
国内纺织服装行业的发展基本可以分为三个阶段。第一阶段，1990 年代以前，行业以生产加工出口销售为主，增长主要是以投资带动产能扩张的粗放增长。第二阶段，1990 年至 2007 年，行业内企业开始尝试产能投入外的盈利增长，尝试品牌和营销运作、技术创新和管理改善等。第三阶段，2007 年至今，在行业出口国际竞争力逐渐减弱（受各项成本上升和周边地区崛起影响）、国内消费持续高增长的背景下，品牌零售企业开始快速成长，成为行业增长的主流。

2、国内品牌服饰企业迎来最好的时代

我们认为 2011 年纺织服装行业出口将面临较多不确定性，而内需增长则是全年包括未来中长期的方向。这主要通过梳理 2011 年国内纺织服装行业所处的环境和所有围绕其的相关因素得出的。

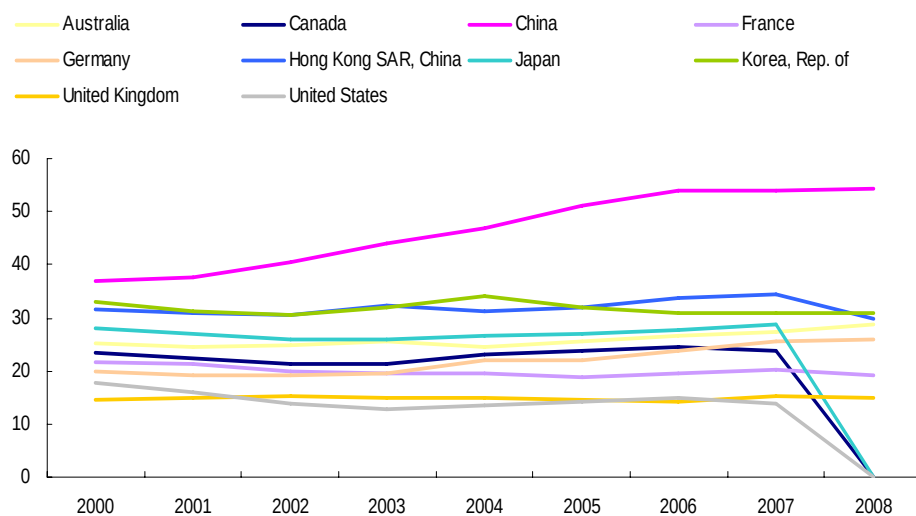
首先看有利因素，2011 年国内所处的大环境是，国内经济的持续增长、城市化的推进带来的居民消费能力提升和消费习惯改变、国家经济结构增长式调整带来的对国内消费的持续拉动、中国长期较高的居民储蓄率和较低的人均衣着支出基数等，十二五规划强调改善民生、居民收入增长率将高于 GDP 增速、个税面临降低等。

图 19 国内城镇和农村人均收入稳步提高



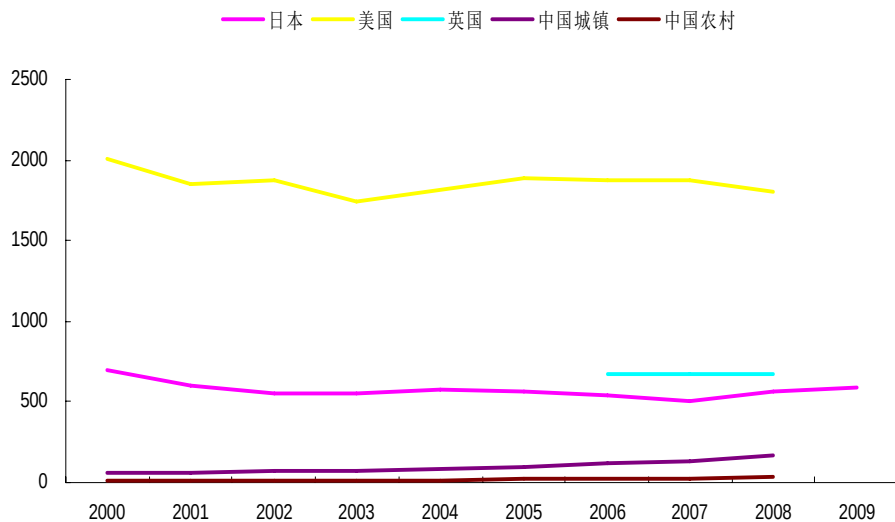
资料来源：国家统计局，东方证券研究所整理

图 20 世界各国储蓄占 GDP 比重 (%)

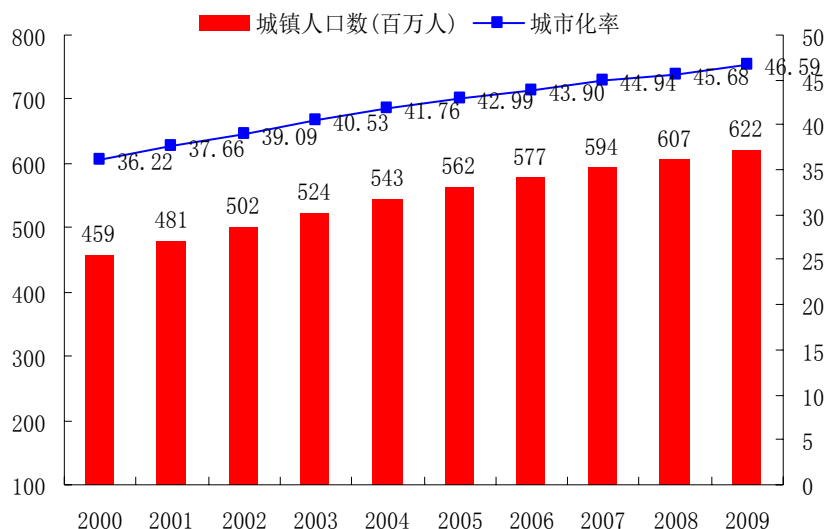


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

图 21 世界各国人均衣着消费支出情况 (美元)



资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

图 22 我国城镇人口和城市化率（%）


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

其次看不利的因素，其中包括各种原辅料价格的大幅波动、人力成本的持续上升（包括社会福利和环保约束等其他隐性成本的提高）、欧美经济波动、和人民币的持续升值等。

我们认为在目前的行业发展趋势下，国内品牌服饰企业从经营发展和投资前景看正迎来最好的时代

（1）近水楼台：首先如前文所述，目前中国市场本身已经成为全球最具吸引力的服饰消费市场之一（二/三线城市高速发展、消费升级加速等），本土品牌面临很好的机遇。（2）东风给力：本土品牌经过了 15——20 年实践经验的积累、同时伴随中国国力上升和文化认同度的提高、再加上资本市场的良好平台等都为打造国产品牌的伟大企业奠定了良好的基础。（3）本土品牌投资的成功案例，最典型的的就是七匹狼，从公司 2004 年上市以来 6 年股价复合收益率 50%，盈利复合增长率 38%，其黄金增长阶段的高投资回报率也充分证明了这个领域是诞生牛股的良好土壤。

3、下半年投资策略

基于目前子行业的基数、未来增长空间的因素，我们对品牌服饰行业内各子行业的投资排序如下，分别为户外用品行业、家纺行业、童装行业、大众休闲服装行业、运动服饰行业、女鞋行业和新兴饰品行业和服务于主流品牌服饰企业的中游高端制造行业等。下半年根据投资者的不同风险偏好，我们提出三大投资路径，分别是：

- （1）行业或企业未来三年业绩高速增长（40%以上）、PEG 具有吸引力的公司
- （2）估值相对便宜、业绩增长 20——30%左右且可靠性比较高的公司。
- （3）估值便宜、目前正面临业务转型、未来盈利模式、盈利能力和估值水平有望获得双重提升的公司。

对应标的公司见下表：

表 4 2011 年下半年品牌服饰股投资路径

投资风格	基本面属性	相关公司
长牛型	相对高估值、业绩持续高增长、PEG 低	罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺、探路者、美邦服饰、搜于特（未评级）等
稳健型	中估值，业绩增长较快，预期相对稳定	七匹狼、伟星股份、报喜鸟、森马服饰、九牧王（未评级）、鲁泰 A、希努尔（未评级）等
进攻型	低估值，业务面临转型，盈利模式和估值面临双提升	嘉麟杰、瑞贝卡、大杨创世（未评级）、华斯股份（未评级）、中银绒业（未评级）等

资料来源：东方证券研究所

对于我们目前重点覆盖公司的 2011 年中报预期、未来三年盈利增长及投资评级具体见下表，重点推荐公司的情况见后文的报告。

表 5 纺织服装行业重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	股价	2010 年 EPS	2010H 增速	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年盈利复合增长率	投资评级
伟星股份	16.57	0.99	15%	1.24	1.59	16.74	13.36	10.42	25%	买入
报喜鸟	13.50	0.41	60%	0.57	0.75	32.93	23.68	18.00	32%	增持
七匹狼	31.80	1.00	30%	1.31	1.73	31.80	24.27	18.38	29%	买入
美邦服饰	28.81	0.75	750% — 800%	1.13	1.65	38.41	25.50	17.46	44%	买入
罗莱家纺	76.00	1.71	70%	2.50	3.63	44.44	30.40	20.94	43%	买入
森马服饰	47.60	1.67	30% — 35%	2.10	2.80	28.50	22.67	17.00	35%	买入
鲁泰	10.76	0.74	35%	0.95	1.13	14.54	11.33	9.52	22%	买入
瑞贝卡	10.80	0.23	35% — 40%	0.36	0.48	46.96	31.76	24.55	43%	增持
富安娜	41.00	0.95	55%	1.37	1.87	43.16	29.93	21.93	39%	增持
梦洁家纺	43.18	0.97	50%	1.43	1.96	44.52	30.20	22.03	40%	增持
星期六	11.36	0.28	15%	0.36	0.48	40.57	31.56	23.67	33%	增持
嘉麟杰	14.55	0.30	45%	0.41	0.57	48.50	35.49	25.53	33%	中性
探路者	15.74	0.20	85%	0.37	0.57	78.70	42.54	27.61	60%	增持

资料来源：东方证券研究所预测

家纺第一品牌 业绩有望不断超预期

研究结论：

- **公司是国内家纺行业的第一品牌**，近年来随着公司营销渠道的快速扩张、品牌的日益丰富（多矩阵品牌策略的实施）和产品售价稳步提高，公司销售规模、经营业绩和主营毛利率均呈现出持续增长的态势。
- **公司特质：战略前瞻、战术领先。**（1）渠道拓展与创新步步领先于行业：公司是业内最早特许加盟经营的企业之一、是最早进行二/三/四线城市渠道下沉的龙头企业，也是第一个推出独立电子商务平台的龙头企业。（2）多品牌策略布局更为成熟与完善：在多品牌策略的运营上，我们觉得公司与女鞋行业的巨头百丽有一定的神似，不同成长阶段的品牌的梯次培育成熟将成为公司后续持续快速增长的坚实基础。
- **国内家纺行业正处于快速成长期**，主动性更新需求将最终成为行业消费的主流，而更为标准化的产品属性也将推动行业集中度不断提高。像公司这样的龙头企业未来将充分分享到行业快速增长和市场份额提高带来的双重增长效应，其市场龙头的地位有望进一步强化。我们预计渠道外延式扩张仍将是行业中短期的主旋律，加盟强的企业更强。
- **公司财务报表优异**：在目前规模基数最大的情况下，公司2010年的销售增速依然是三家龙头公司中最快的，我们认为从报表看公司目前经营业绩的高增长在同行中是更为健康的和可持续的。公司目前业绩的高增长主要还是销售规模高增长推动，还没有到依赖毛利率大幅提升和期间费用比率下降推动增长的阶段，因此我们认为公司的增长的质量相对更高，可持续的时间相对也更长。另外从应收账款周转率看，公司的营运能力相对也是更为突出的。这也充分体现了公司在加盟运行模式方面多年积累的经验在行业整体跑马圈地快速扩张阶段的竞争优势十分突出。
- **战略清晰，充沛的募集为未来资本运作提供丰富的想象空间。**我们认为公司短期的战略重点之一可能是尽快做大销售收入，进一步拉开和竞争对手的规模差距，牢牢巩固其龙头地位。公司IPO募集资金9亿元，其中超额募3亿元，而自营开店由于商业地产成本等原因投入很少，充沛的资金为公司后续资本运作提供了丰富的想象空间。
- **盈利预测和投资评级**：我们预计公司中报增长70%以上，前期秋冬订货会同比增长60%以上已经奠定全年高增长态势。目前维持对公司2011-2013年的每股收益分别为2.50元、3.63元和5.01元的预测。维持公司“买入”评级。
- **风险因素**：国内房地产行业政策调控对自住型房产交易量影响带来的可能消费冲击。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888×6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

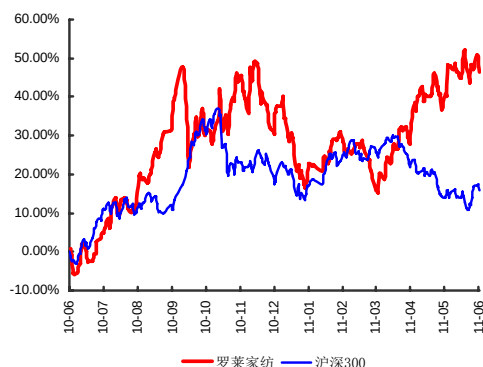
联系人

糜韩杰
8621-63325888×6119
mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年6月30日)	77.55元
目标价格	100.00元
总股本/A股(百万股)	140.36
A股市值(亿元)	106.68
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011年7月1日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1819	2634	3767	5144
同比(%)	59%	45%	43%	37%
归属母公司净利润	240	351	510	704
同比(%)	66%	46%	45%	38%
毛利率(%)	37.8%	38.5%	38.6%	38.6%
ROE(%)	16.6%	19.5%	22.1%	23.4%
每股收益(元)	1.71	2.50	3.63	5.01
P/E(倍)	43.23	29.61	20.38	14.76
P/B(倍)	7.19	5.78	4.50	3.45
EV/EBITDA(倍)	35	23	15	11

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。

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	1661	2011	2657	3591	营业收入	1819	2634	3767	5144
现金	1057	1172	1451	1934	营业成本	1131	1619	2313	3158
应收账款	99	143	210	282	营业税金及附加	4	7	10	13
其它应收款	9	14	20	27	营业费用	342	490	689	926
预付账款	25	43	57	77	管理费用	77	111	158	216
存货	459	623	897	1240	财务费用	-19	-15	-15	-14
其他	12	16	23	31	资产减值损失	12	13	17	22
非流动资产	215	386	479	528	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	84	214	300	342	营业利润	272	410	595	823
无形资产	38	45	56	70	营业外收入	12	8	11	14
其他	93	127	123	115	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1877	2397	3136	4119	利润总额	283	417	605	836
流动负债	431	597	822	1094	所得税	41	62	91	125
短期借款	0	0	0	0	净利润	242	354	514	710
应付账款	269	389	555	758	少数股东损益	2	3	5	7
其他	163	208	267	336	归属于母公司净利润	240	351	510	704
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	265	408	606	844
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.71	2.50	3.63	5.01
其他	0	0	0	0					
负债合计	431	597	822	1094	主要财务比率				
少数股东权益	0	3	8	15	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	140	140	140	140	成长能力				
资本公积	907	907	907	907	营业收入	58.8%	44.8%	43.0%	36.5%
留存收益	398	749	1259	1962	营业利润	43.8%	50.4%	45.3%	38.2%
归属母公司股东权益合计	1445	1796	2306	3010	净利润	66.3%	46.0%	45.3%	38.1%
负债和股东权益	1877	2397	3136	4119	获利能力				
					毛利率	37.8%	38.5%	38.6%	38.6%
现金流量表					净利率	13.2%	13.3%	13.5%	13.7%
单位:百万元					ROE	16.6%	19.5%	22.1%	23.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	13.1%	16.5%	18.9%	20.2%
经营活动现金流	132	277	375	554	偿债能力				
净利润	242	354	514	710	资产负债率	23.0%	24.9%	26.2%	26.6%
折旧摊销	12	14	25	35	净负债比率				
财务费用	-19	-15	-15	-14	流动比率	3.85	3.37	3.23	3.28
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.76	2.30	2.11	2.12
营运资金变动	-58	-79	-155	-198	营运能力				
其它	-45	3	6	20	总资产周转率	1.06	1.23	1.36	1.42
投资活动现金流	132	-178	-110	-86	应收账款周转率	21	21	20	20
资本支出	52	170	100	70	应付账款周转率	6.23	4.93	4.90	4.81
长期投资	-9	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	175	-8	-10	-16	每股收益	1.71	2.50	3.63	5.01
筹资活动现金流	-100	15	15	14	每股经营现金流	0.94	1.97	2.67	3.95
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	10.30	12.80	16.43	21.44
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	43.23	29.61	20.38	14.76
资本公积增加	-2	0	0	0	P/B	7.19	5.78	4.50	3.45
其他	-98	15	15	14	EV/EBITDA	35	23	15	11
现金净增加额	-9	115	280	482					

资料来源：东方证券研究所

中报预计高增长 秋冬订货会喜人

研究结论：

- 公司是国内家纺行业的龙头企业，近年来在国内家纺行业持续向好的大背景下，公司凭借渠道的稳健扩张、品牌的日益丰富和产品售价的逐步提升，经营业绩获得了快速增长，营业毛利率呈现持续上升趋势。
- 与竞争对手相比，公司更加注重产品的原创和管理基础的夯实，是一家内在质地十分优良的公司。（1）品牌丰富鲜明：主品牌客户忠诚度高，馨而乐增长迅速。（2）设计领先：公司一贯重视设计、也体现在产品特色上，会在持久竞争中逐步显示优势。（3）直营优势：三家龙头公司中直营比重最高，体现更高的渠道控制力，在行业后期竞争中有优势。（4）信息系统完善：公司是家纺行业最早采用 SAP 系统的企业，在 ERP 建设方面领先于同行。（5）产能布局完善，自产率高。
- 公司二季度延续一季度的快速增长态势，我们预计公司中报业绩同比增长 50% 以上。公司一季度收入和盈利分别增长 31% 和 63%，4 月盈利增速环比略有放缓，5 月又呈现高速增长，6 月增速相比 5 月预计有所放缓。从目前经营情况看，我们预计公司中报盈利增长 50%—60% 之间。目前看从去年开始的产品提价和国内房产调控对公司产品的终端销售影响不明显。
- 2011 年秋冬订货会情况喜人，我们预计同比增长 50%—60% 之间。前期刚刚结束的公司 2011 年秋冬订货会延续了春夏的高增长，我们预计金额同比增长 50%—60% 之间（春夏订货会同比增长 50% 左右），其中单价同比增长 15% 左右，环比去年年底的价格基本持平。秋冬订货会的高增长从一个侧面反映了国内家纺行业和公司加盟商良好的终端销售形势。
- 未来 2—3 年渠道扩张仍将实行加盟为主、直营为辅的模式，基本保持每年新开 400 家左右的规模。鉴于目前国内家纺行业快速发展的态势，公司未来将保持目前较快的渠道扩张步伐，未来 2—3 年每年新开直营店基本在 80—100 家左右，新开加盟店 300 家左右。在新开店的区域选择上，除了已有城市的进一步加密外，空白城市的布局也将进一步加快。
- 原料价格未来若维持持续低位有利于公司后续盈利能力的提升。我们认为品牌产品提价后很难会因为原料价格的下降进行主动下调，因此未来如果原料维持目前的低位或持续下降，将对公司 2012 年开始的盈利能力产生正面的推动。
- 盈利预测和投资评级：我们坚定看好国内家纺行业快速增长的前景，看好公司作为龙头企业的未来扩张前景及其上市后适度加快加盟扩张的战略调整。我们维持对公司 2011—2013 年的每股收益分别为 1.37 元、1.87 元和 2.54 元的预测，维持公司“增持”评级。
- 风险因素：国内房地产行业政策调控对自住型房产交易量影响带来的可能消费冲击。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

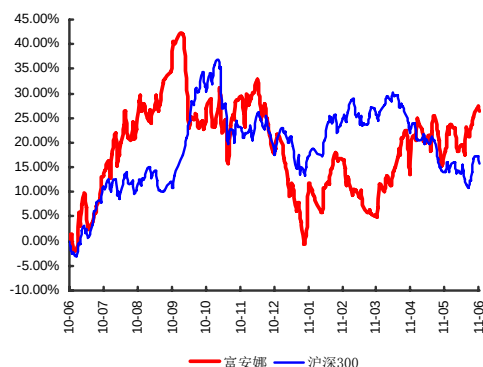
联系人

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 6 月 30 日) 41.96 元
目标价格 47.00 元
总股本/A 股 (百万股) 133.90
A 股市值 (亿元) 54.90
国家/地区 中国
行业 纺织服装
报告发布日期 2011 年 7 月 1 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1067	1549	2148	2887
同比 (%)	35%	45%	39%	34%
归属母公司净利润	128	183	251	340
同比 (%)	48%	44%	37%	36%
毛利率 (%)	46.1%	46.3%	46.1%	45.8%
ROE (%)	11.4%	14.1%	16.2%	18.0%
每股收益 (元)	0.95	1.37	1.87	2.54
P/E (倍)	42.03	29.28	21.41	15.78
P/B (倍)	4.80	4.12	3.46	2.84
EV/EBITDA (倍)	28	18	13	9

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。

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	1174	1157	1334	1793	营业收入	1067	1549	2148	2887
现金	667	440	341	456	营业成本	575	831	1158	1564
应收账款	22	43	54	71	营业税金及附加	4	5	8	10
其它应收款	13	17	24	33	营业费用	268	383	526	702
预付账款	50	71	98	133	管理费用	66	101	135	168
存货	415	582	811	1094	财务费用	-8	-5	-2	-3
其他	8	5	6	6	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	276	545	722	753	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	185	371	534	585	营业利润	161	233	324	446
无形资产	49	46	43	40	营业外收入	2	3	3	3
其他	43	128	145	128	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	1451	1702	2057	2546	利润总额	161	235	326	448
流动负债	316	384	491	638	所得税	33	52	75	107
短期借款	30	0	0	0	净利润	128	183	251	340
应付账款	100	151	203	277	少数股东损益	0	0	0	0
其他	187	233	287	361	归属于母公司净利润	128	183	251	340
非流动负债	16	16	13	15	EBITDA	170	259	373	511
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.95	1.37	1.87	2.54
其他	16	16	13	15					
负债合计	332	400	504	652					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	134	134	134	134					
资本公积	701	701	701	701					
留存收益	283	467	718	1058					
归属母公司股东权益合计	1119	1302	1553	1893					
负债和股东权益	1451	1702	2057	2546					
现金流量表					主要财务比率				
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
经营活动现金流	-63	90	145	174	成长能力				
净利润	128	183	251	340	营业收入	34.8%	45.1%	38.7%	34.4%
折旧摊销	17	31	52	68	营业利润	59.7%	44.4%	38.9%	37.7%
财务费用	-8	-5	-2	-3	净利润	48.4%	43.5%	36.8%	35.7%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-208	-120	-153	-205	毛利率	46.1%	46.3%	46.1%	45.8%
其它	8	0	-3	-27	净利率	12.0%	11.8%	11.7%	11.8%
投资活动现金流	-131	-299	-230	-70	ROE	11.4%	14.1%	16.2%	18.0%
资本支出	-143	-300	-230	-70	ROIC	10.0%	13.1%	15.5%	17.6%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	13	1	0	0	资产负债率	22.9%	23.5%	24.5%	25.6%
筹资活动现金流	6	-17	-14	11	净负债比率				
短期借款	30	-30	0	0	流动比率	3.71	3.01	2.72	2.81
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.40	1.50	1.07	1.09
普通股增加	31	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-31	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.98	1.14	1.25
其他	-24	13	-14	11	应收账款周转率	46	45	42	44
现金净增加额	-187	-227	-99	114	应付账款周转率	6.65	6.63	6.54	6.51
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.95	1.37	1.87	2.54
					每股经营现金流	-0.47	0.67	1.08	1.30
					每股净资产	8.35	9.72	11.60	14.14
					估值比率				
					P/E	42.03	29.28	21.41	15.78
					P/B	4.80	4.12	3.46	2.84
					EV/EBITDA	28	18	13	9

资料来源：东方证券研究所

夯实内功后的快速增长有望延续

研究结论：

- **公司是国内休闲服行业的龙头企业**，公司的优势在于身处快速成长的子行业，同时较早上市带来的品牌和融资扩张能力，领先行业的发展思路——跳出生产企业的经营模式，以品牌和渠道建设双轮驱动公司经营。公司自上市以来以持续快速增长的业绩和良好的公司治理获得了资本市场的高度认可。
- **公司近年业绩保持稳定增长**。2010 年公司营业收入和净利润同比分别增长 10.59% 和 38.87%，每股收益为 1 元。2011 年一季度公司营业收入和净利润同比分别增长 28.97% 和 36.03%，每股收益 0.45 元。报告期公司营业收入增长的主要来自于老店的同店增长、品牌影响力的提升和渠道的扩张。
- **公司夯实内功后将延长其快速增长期**。自 2009 年开始公司在品牌建设、渠道管理优化、商品企划和供应链效率提升等各个环节投入了大量的人力和财力，我们认为最终会转化为公司财务指标的不断改善。公司在国内二、三线城市长期耕耘积累的品牌基础和渠道资源是其宝贵的财富，而近年来在内部资源的整合效率提升以及品牌的精细化运作方面的能力也在逐步提升，这些都是公司中短期获得盈利能力提升和费用率下降的重要基础。
- **公司电子商务规模迅速扩大**。2010 年公司电子商务实现销售收入 2600 万元，同比增幅较大。虽然公司目前网上主要涉及库存产品的处理，但未来可能会开发一些网购专属品，我们认为随着公司电子商务的不断深入，不仅会减轻渠道层面的存货压力，也有可能为公司开辟出新的发展空间。
- **盈利预测和投资评级**：我们预计公司 2011 年将开始进入外延扩张重新恢复和内在运营效率持续提升的新阶段。我们预计公司 2011 年中报增长 30% 左右，目前我们维持对公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.31 元、1.73 元和 2.14 元的预测，维持公司“买入”评级。
- **风险因素**：原料波动、人力成本上升的风险等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

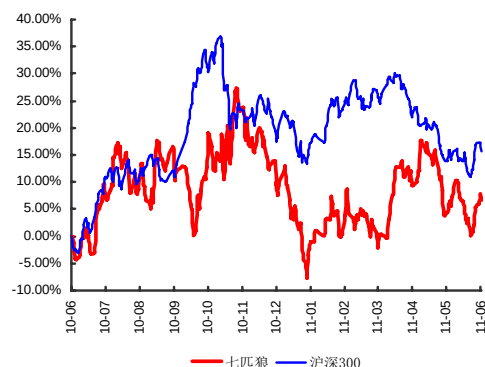
联系人

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 6 月 30 日)	31.70 元
目标价格	38.00 元
总股本/A 股 (百万股)	282.9
A 股市值 (亿元)	89.96
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 7 月 1 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2198	2780	3461	4154
同比 (%)	11%	27%	25%	20%
归属母公司净利润	283	372	490	606
同比 (%)	39%	31%	32%	24%
毛利率 (%)	41.6%	41.9%	42.0%	42.0%
ROE (%)	17.7%	19.4%	20.4%	20.1%
每股收益 (元)	1.00	1.31	1.73	2.14
P/E (倍)	31.77	24.18	18.36	14.84
P/B (倍)	5.63	4.70	3.74	2.99
EV/EBITDA (倍)	19	16	12	9

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。

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	1375	1741	2412	3349	营业收入	2198	2780	3461	4154
现金	144	390	779	1317	营业成本	1284	1615	2008	2409
应收账款	318	379	478	607	营业税金及附加	22	28	35	42
其它应收款	14	16	26	27	营业费用	323	406	502	602
预付账款	353	291	301	361	管理费用	157	214	250	294
存货	395	497	618	781	财务费用	-5	-5	-12	-22
其他	152	168	209	256	资产减值损失	82	90	99	109
非流动资产	1060	1154	1198	1100	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	14	15	16
固定资产	91	145	185	189	营业利润	347	445	594	736
无形资产	20	17	15	11	营业外收入	8	8	8	8
其他	950	992	999	900	营业外支出	16	6	6	6
资产总计	2436	2895	3610	4449	利润总额	339	447	596	738
流动负债	771	907	1121	1341	所得税	50	67	95	118
短期借款	0	0	0	0	净利润	289	380	501	620
应付账款	219	263	330	397	少数股东损益	6	8	11	13
其他	552	644	791	944	归属于母公司净利润	283	372	490	606
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	428	516	678	856
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.00	1.31	1.73	2.14
其他	0	0	0	0					
负债合计	771	907	1121	1341	主要财务比率				
少数股东权益	66	74	85	98	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	283	283	283	283	成长能力				
资本公积	559	559	559	559	营业收入	10.6%	26.5%	24.5%	20.0%
留存收益	757	1073	1563	2169	营业利润	34.6%	28.1%	33.5%	23.9%
归属母公司股东权益合计	1599	1914	2404	3010	净利润	38.9%	31.4%	31.7%	23.8%
负债和股东权益	2436	2895	3610	4449	获利能力				
					毛利率	41.6%	41.9%	42.0%	42.0%
现金流量表					净利率	12.9%	13.4%	14.2%	14.6%
单位:百万元					ROE	17.7%	19.4%	20.4%	20.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	16.1%	17.3%	18.2%	17.8%
经营活动现金流	259	473	513	640	偿债能力				
净利润	289	380	501	620	资产负债率	31.7%	31.3%	31.1%	30.1%
折旧摊销	85	75	96	142	净负债比率				
财务费用	-5	-5	-12	-22	流动比率	1.78	1.92	2.15	2.50
投资损失	-12	-14	-15	-16	速动比率	1.16	1.24	1.47	1.78
营运资金变动	-121	10	-81	-204	营运能力				
其它	23	25	24	121	总资产周转率	0.97	1.04	1.06	1.03
投资活动现金流	259	-175	-135	-125	应收账款周转率	7	7	7	7
资本支出	410	130	130	110	应付账款周转率	6.24	6.71	6.78	6.63
长期投资	-167	29	0	0	每股指标 (元)				
其他	502	-16	-5	-15	每股收益	1.00	1.31	1.73	2.14
筹资活动现金流	-119	-52	12	22	每股经营现金流	0.92	1.67	1.81	2.26
短期借款	-50	0	0	0	每股净资产	5.65	6.77	8.50	10.64
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	31.77	24.18	18.36	14.84
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.63	4.70	3.74	2.99
其他	-69	-52	12	22	EV/EBITDA	19	16	12	9
现金净增加额	-429	246	390	538					

资料来源：东方证券研究所

竞争优势未被充分认识的细分龙头

研究结论：

- 公司是国内服饰辅料行业的龙头企业，在纽扣领域具有相对垄断优势。依托纽扣进入拉链和水晶钻等其他辅料领域，业务延展性强，近年来公司主营毛利率和净资产收益率一直保持稳步上升的态势。公司近 30 年发展历史上从未出现盈利的下降，前一轮经济危机中也是如此。
- 公司未来发展战略：公司未来对纽扣业务的定位是不再寻求单纯的规模扩张，而将重点放在提高产品附加值和研发创新上，该业务的销售增长力争保持行业平均水平（15%）之上。对拉链业务的定位是继续扩大产能，通过提高品牌知名度和人均效率，保持毛利率的稳步上升。对水晶钻业务的定位是加强后续销售管理和持续研发的推进，保持销售收入的较快增长，毛利率维持 30% 以上的水平。因此未来拉链产能的扩大、毛利率的提升和纽扣结构的调整是盈利增长的主要来源。
- 配股完成将较快体现为公司收入和盈利的增长：公司前期完成配股，募集资金 36052 万元，主要投资于激光雕刻纽扣项目、高档拉链技改项目及全资子公司深圳联星服装辅料公司高品质纽扣扩建项目和高档拉链扩建项目基本反映了公司对两项主业的发展定位。预计两大主导产品纽扣和拉链的产能扩张分别扩张 22% 和 50% 以上。由于项目实际已经提前建设，估计建设期在 1 年——1.5 年左右，而且按照公司一贯的行事风格，扩产的前提是市场的需求，因此我们认为配股的产能扩张将较快转换为收益和盈利的增长。
- 公司未来估值水平具备进一步提升潜力：我们看好公司的理由在于其三十多年扎根服饰辅料行业积累的技术研发优势、突出的市场营销能力、超强的企业管理能力和良好的公司治理氛围，这也是公司长期发展的根本所在。受益于下游国内品牌服饰企业销售的快速增长，我们预计公司内销业务未来仍将保持持续快速增长，同时伴随品牌服饰企业的壮大和提升，对公司这样优质的服饰辅料企业的订单将进一步集中，公司将分享到下游需求增长和市场占有率提升带来的双重增长。不同于传统的制造型企业，公司的业务属性具有更多的消费品属性，因此给予公司这样业务优良、业绩经常超预期的企业于一般制造业的估值显然是不合理的。
- 盈利预测和投资评级：我们预计公司 2011 年中报增长 15% 左右，维持对公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.24 元、1.59 元和 1.93 元的预测。经过此轮消费股的调整，公司投资价值更加明显，维持公司“买入”评级。
- 风险因素：原材料、人力成本上升和人民币汇率波动对业绩的短期影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

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（维持）

股价（2011 年 6 月 30 日）	16.71 元
目标价格	31.00 元
总股本/A 股（百万股）	258.99
A 股市值（亿元）	42.91
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 7 月 1 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1829	2230	2784	3363
同比(%)	31%	22%	25%	21%
归属母公司净利润	256	320	412	499
同比(%)	48%	25%	29%	21%
毛利率(%)	37.0%	37.0%	37.2%	37.1%
ROE(%)	21.7%	17.1%	18.0%	17.9%
每股收益(元)	0.99	1.24	1.59	1.93
P/E (倍)	16.76	13.40	10.41	8.60
P/B (倍)	3.64	2.29	1.87	1.54
EV/EBITDA (倍)	8	7	5	4

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。

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	787	1428	1973	2676	营业收入	1829	2230	2784	3363
现金	275	819	1220	1753	营业成本	1152	1405	1748	2116
应收账款	167	217	270	320	营业税金及附加	13	18	22	26
其它应收款	7	9	11	13	营业费用	146	167	206	246
预付账款	38	67	60	81	管理费用	174	210	259	309
存货	257	258	342	424	财务费用	9	3	2	5
其他	44	58	71	86	资产减值损失	4	5	4	5
非流动资产	1009	1057	1050	1034	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	688	761	768	732	营业利润	331	422	543	657
无形资产	143	168	187	196	营业外收入	13	4	4	4
其他	178	128	94	106	营业外支出	7	5	5	5
资产总计	1796	2484	3023	3710	利润总额	337	421	542	656
流动负债	503	580	699	876	所得税	75	94	121	147
短期借款	121	145	165	250	净利润	262	327	420	509
应付账款	188	225	287	345	少数股东损益	6	6	8	10
其他	194	210	247	282	归属于母公司净利润	256	320	412	499
非流动负债	93	0	0	0	EBITDA	418	509	639	764
长期借款	93	0	0	0	EPS (元)	0.99	1.24	1.59	1.93
其他	0	0	0	0					
负债合计	597	581	699	877	主要财务比率				
少数股东权益	21	27	35	45	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	207	259	259	259	成长能力				
资本公积	448	775	775	775	营业收入	31.1%	21.9%	24.8%	20.8%
留存收益	523	843	1255	1754	营业利润	48.0%	27.5%	28.6%	21.1%
归属母公司股东权益合计	1179	1877	2289	2788	净利润	48.5%	25.1%	28.7%	21.1%
负债和股东权益	1796	2484	3023	3710	获利能力				
					毛利率	37.0%	37.0%	37.2%	37.1%
现金流量表					净利率	14.0%	14.4%	14.8%	14.8%
单位:百万元					ROE	21.7%	17.1%	18.0%	17.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	18.3%	15.8%	16.6%	16.3%
经营活动现金流	280	370	470	501	偿债能力				
净利润	262	327	420	509	资产负债率	33.2%	23.4%	23.1%	23.6%
折旧摊销	78	84	95	102	净负债比率				
财务费用	9	3	2	5	流动比率	1.56	2.46	2.82	3.05
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.04	1.99	2.31	2.55
营运资金变动	-66	-56	-52	-82	营运能力				
其它	-3	12	6	-33	总资产周转率	1.13	1.04	1.01	1.00
投资活动现金流	-237	-134	-89	-47	应收账款周转率	11	11	11	11
资本支出	-317	-100	-60	-30	应付账款周转率	6.65	6.80	6.82	6.70
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	80	-34	-29	-17	每股收益	0.99	1.24	1.59	1.93
筹资活动现金流	-16	309	19	79	每股经营现金流	1.08	1.43	1.82	1.93
短期借款	-47	24	20	85	每股净资产	4.55	7.25	8.84	10.77
长期借款	93	-93	0	0	估值比率				
普通股增加	3	52	0	0	P/E	16.76	13.40	10.41	8.60
资本公积增加	6	327	0	0	P/B	3.64	2.29	1.87	1.54
其他	-70	-0	-1	-6	EV/EBITDA	8	7	5	4
现金净增加额	27	545	401	532					

资料来源：东方证券研究所

最具潜质的民族服饰品牌

研究结论：

- 公司是国内休闲服饰行业的优势企业。公司的成功来源于不仅在于其不走寻常路的经营模式，其在内部流程管理、品牌建设、和供应链管理等方面的出色运作也是其走在众多休闲品牌前列的重要因素之一。
- METERSBONWE 品牌的发展渐入佳境。MB 品牌的运作方面日益娴熟（产品的策划、设计、品牌的宣传推广等）。未来 MB 的运营将在现有基础和定位上积极推进，进一步提高产品的丰富度、拉宽客户年龄层、提升平效。在渠道扩张上也会在一/二/三/四/五线城市全面开花。我们预计今年 MB 品牌的销售收入增长在 40% 以上，明后年的增速至少在 35% 以上，不排除再超预期的可能。
- ME&CITY 品牌的整合初见成效，后续品牌定位仍需修正与完善，2012 年有望贡献盈利。公司今年以来对 MC 品牌的纠错一直在积极推进之中，也取得了一定的进步。2011 年 MC 品牌仍将专注于产品定位的调整与完善，提高现有店铺的经营效益，除了童装系列外，2011 年公司 MC 品牌不会大规模开展加盟业务。我们预计 MC 品牌今年有望盈亏平衡，明年将成为公司新的盈利增长点。
- Bang-go 电子商务业务未来潜力值得关注：与现有大多数服装网站不同，公司的电子商务并非以廉价取胜，而更多地是希望通过电子商务平台提供最完整的产品展示和销售，同时实现与实体店的互动联通。尽管短期电子商务对公司业绩贡献不明显，但其未来潜力值得关注。
- 未来增长来自于渠道扩张和平效快速增长。我们预计公司未来 3 年仍将保持每年 20% 左右的渠道扩张增速。我们粗略预计 2010 年公司 MB 品牌的直营店平效增长 30% 左右，加盟店平效增长 20% 左右。MC 品牌由于基数低，平效的增幅估计要超过 MB 品牌。我们认为公司两个品牌的平效未来均有较大上升空间（至少 60% 以上），从品牌定位而言，MC 品牌平效最终将明显超越 MB 品牌。
- 未来集中采购和全球化资源配置带来的生产成本下降潜力值得重点关注。公司在目前的销售体量下已经具备整合上游采购资源的基础和能力，未来这也将是公司战略发展中重点考虑的一个环节，我们预计集中采购和全球化资源配置带来的生产成本下降会在 2012 年逐步体现。
- 前期存货将更多通过折扣店方式消化，未来效果有待跟踪，我们预计 2011 年底或 2012 年一季报将基本处理完毕。
- 盈利预测和投资评级：我们预计公司 2011 年中报增长 750%——800% 之间，我们维持对公司 2011-2013 年的每股收益分别为 1.13 元、1.65 元和 2.24 元的预测。维持公司“买入”评级。
- 风险因素：原库存消化低于预期的风险，大股东减持的压力等。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

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 (维持)

股价 (2011 年 6 月 30 日) 29.97 元

目标价格 45.00 元

总股本/A 股 (百万股) 1005

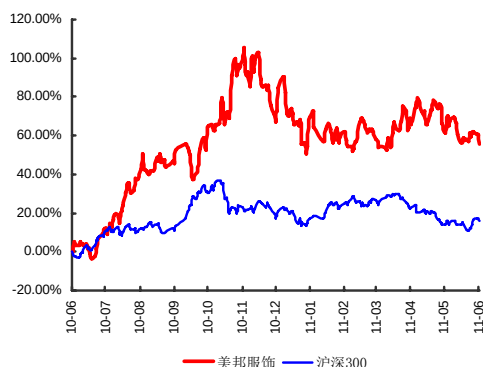
A 股市值 (亿元) 289.54

国家/地区 中国

行业 纺织服装

报告发布日期 2011 年 7 月 1 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7500	10683	14541	19141
同比 (%)	44%	42%	36%	32%
归属母公司净利润	758	1137	1662	2251
同比 (%)	25%	50%	46%	35%
毛利率 (%)	45.4%	45.2%	45.5%	45.4%
ROE (%)	22.8%	25.5%	27.1%	26.9%
每股收益 (元)	0.75	1.13	1.65	2.24
P/E (倍)	38.21	25.46	17.42	12.87
P/B (倍)	8.69	6.48	4.72	3.45
EV/EBITDA (倍)	22	17	12	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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	5625	7001	9016	12851	营业收入	7500	10683	14541	19141
现金	1107	800	1056	2364	营业成本	4095	5858	7920	10444
应收账款	933	1282	1629	2274	营业税金及附加	34	51	70	91
其它应收款	327	449	497	765	营业费用	1989	2778	3752	4881
预付账款	710	996	1297	1765	管理费用	325	427	567	727
存货	2548	3474	4538	5684	财务费用	88	134	107	98
其他	0	0	0	0	资产减值损失	8	10	12	15
非流动资产	2962	2887	2750	2261	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1727	1861	1900	1881	营业利润	963	1425	2113	2886
无形资产	128	122	116	110	营业外收入	104	110	121	133
其他	1107	904	734	270	营业外支出	34	18	18	18
资产总计	8587	9888	11766	15112	利润总额	1034	1517	2216	3001
流动负债	5156	5120	5336	6431	所得税	276	379	554	750
短期借款	2576	2006	1650	1815	净利润	758	1137	1662	2251
应付账款	1244	1757	2222	3038	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1335	1357	1465	1578	归属于母公司净利润	758	1137	1662	2251
非流动负债	100	100	100	100	EBITDA	1427	1824	2530	3323
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.75	1.13	1.65	2.24
其他	0	0	0	0					
负债合计	5256	5220	5436	6531					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1005	1005	1005	1005					
资本公积	947	947	947	947					
留存收益	1378	2516	4178	6428					
归属母公司股东权益合计	3331	4468	6130	8381					
负债和股东权益	8587	9688	11566	14912					
现金流量表									
单位:百万元									
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-1054	666	984	1512	成长能力				
净利润	758	1137	1662	2251	营业收入	43.8%	42.4%	36.1%	31.6%
折旧摊销	376	265	310	339	营业利润	71.4%	48.0%	48.3%	36.6%
财务费用	88	134	107	98	净利润	25.4%	50.1%	46.1%	35.4%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-2150	-867	-1085	-1420	毛利率	45.4%	45.2%	45.5%	45.4%
其它	-125	-3	-10	244	净利率	10.1%	10.6%	11.4%	11.8%
投资活动现金流	-851	-256	-269	-271	ROE	22.8%	25.5%	27.1%	26.9%
资本支出	-820	-100	-80	-60	ROIC	13.1%	17.8%	21.1%	21.7%
长期投资	0	-0	0	0	偿债能力				
其他	-32	-156	-189	-211	资产负债率	61.2%	53.9%	47.0%	43.8%
筹资活动现金流	1744	-717	-459	67	净负债比率				
短期借款	2118	-571	-356	165	流动比率	1.09	1.37	1.69	2.00
长期借款	-100	0	0	0	速动比率	0.59	0.68	0.83	1.11
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	4	0	0	0	总资产周转率	1.07	1.16	1.34	1.42
其他	-278	-147	-103	-98	应收账款周转率	11	10	10	10
现金净增加额	-161	-307	256	1308	应付账款周转率	4.67	3.90	3.98	3.97
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.75	1.13	1.65	2.24
					每股经营现金流	-1.05	0.66	0.98	1.50
					每股净资产	3.31	4.45	6.10	8.34
					估值比率				
					P/E	38.21	25.46	17.42	12.87
					P/B	8.69	6.48	4.72	3.45
					EV/EBITDA	22	17	12	9

资料来源：东方证券研究所

稳健扎实的多品牌服饰企业

研究结论：

- 公司是国内领先的多品牌服饰企业，其旗下森马品牌和巴拉巴拉品牌分别为国内休闲服和童装行业第二和第一的品牌。近年来公司依托加盟为主的渠道快速扩张和双品牌齐头并进的优势取得了快速增长，2007—2010 年营业收入和净利润的复合增长率分别为 51% 和 88%，毛利率保持稳定上升态势，期间费用控制严格，净利率水平在行业保持领先地位。
- 我们预计森马休闲服业务未来将进入相对稳定而更有质量的增长。公司的优势在于长期积累的加盟拓展能力，我们预计该业务未来三年有望保持 25%—30% 左右的持续增长。森马品牌未来持续的发展主要依靠两轮驱动，一个是开店带来的外延型增长，另一个就是产品系列的进一步丰富带来的平效提升。公司下一步会集中力量推出新的产品，来丰富产品系列（包括配饰和鞋类等），今年冬季就会逐步体现出来。
- 我们预计巴拉巴拉童装业务未来三年将保持 50% 以上的高增长。国内童装行业还处于跑马圈地的快速发展阶段，公司巴拉巴拉品牌具有一定的先发优势，已经形成了自己的品牌和渠道优势，未来它只需简单地复制这些已经形成的模式去覆盖空白区域就能取得快速的扩张。
- 公司四季订货会情况呈现持续良好态势，全年收入和业绩增长至少 30% 以上。我们预计 5 月刚刚结束的冬季订货会同比增长 30% 以上（前三季预计在 40% 左右），均价同比增长 10% 左右。考虑目前原料价格的走势，如果未来延续低位态势，公司冬装的毛利率可能会有一定提升。
- 充沛的募集资金对公司未来运营和推动加盟业务更快更好发展具有积极的作用。我们认为公司 40 多亿的募集资金不仅能够支撑公司的流动资金和品牌投入，在代理商这块也有一定的操作空间。基于公司充沛的现金流，我们预计在安全的前提下公司未来可能会适当加大对加盟商流动资金的支持，这对于国内商业成本持续上升的大背景下加盟更快更好地发展具有积极深远的影响。
- 公司与美邦服饰的比较，我们认为这是两家不同风格的优秀企业，森马服饰的长处在于其长期积累的加盟渠道资源和加盟为主的扩张能力以及在童装业务方面的先发优势，公司拥有一个团结、综合能力较高的中高层管理水平，公司对费用和成本的控制能力很强，因此在净利率方面处于行业领先水平，也明显超过美邦服饰。森马服饰的短板可能在于其非充分扁平化的加盟商体系未来可能面临的控制力和运营效率问题。
- 盈利预测和投资评级：我们预计公司 2011 年中报增长 30%—35% 之间，维持对公司 2011—2013 年的每股收益分别为 2.10 元、2.80 元和 3.69 元的预测，维持公司“买入”评级。
- 风险因素：休闲服业务拓展速度低于预期，自购大店策略的积极推进对经营的可能影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

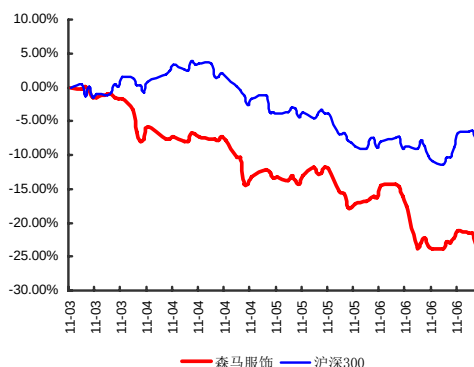
联系人

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 6 月 30 日）	48.19 元
目标价格	70.00 元
总股本/A 股（百万股）	670
A 股市值（亿元）	318.92
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 7 月 1 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6287	8705	11575	15100
同比(%)	48%	38%	33%	30%
归属母公司净利润	1001	1406	1877	2475
同比(%)	46%	41%	33%	32%
毛利率(%)	35.8%	35.9%	36.1%	36.2%
ROE(%)	49.9%	17.9%	19.3%	20.3%
每股收益(元)	1.67	2.10	2.80	3.69
P/E (倍)	28.54	22.68	16.99	12.89
P/B (倍)	14.26	4.05	3.27	2.61
EV/EBITDA (倍)	22	16	12	9

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。

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	2681	7923	9678	12852	营业收入	6287	8705	11575	15100
现金	1004	5672	6774	9004	营业成本	4037	5579	7400	9636
应收账款	182	251	330	430	营业税金及附加	39	53	69	91
其它应收款	142	197	191	309	营业费用	583	894	1158	1465
预付账款	318	391	518	675	管理费用	169	235	313	408
存货	1034	1413	1865	2434	财务费用	-13	-72	-58	-64
其他	0	0	0	0	资产减值损失	93	130	182	255
非流动资产	858	2003	2846	3005	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	0	3	3	投资净收益	-5	-5	-5	-5
固定资产	520	1649	2492	2662	营业利润	1374	1880	2506	3304
无形资产	98	95	92	88	营业外收入	1	1	1	1
其他	237	259	259	251	营业外支出	7	7	5	6
资产总计	3539	9926	12524	15857	利润总额	1369	1875	2502	3299
流动负债	1524	2060	2782	3641	所得税	368	469	626	825
短期借款	0	0	0	0	净利润	1001	1406	1877	2475
应付账款	491	670	888	1156	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1033	1391	1894	2485	归属于母公司净利润	1001	1406	1877	2475
非流动负债	11	0	0	0	EBITDA	1402	1879	2583	3414
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.67	2.10	2.80	3.69
其他	11	0	0	0					
负债合计	1535	2060	2782	3641	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	600	670	670	670	成长能力				
资本公积	5	4390	4390	4390	营业收入	47.9%	38.5%	33.0%	30.5%
留存收益	1399	2805	4681	7156	营业利润	50.2%	36.9%	33.3%	31.9%
归属母公司股东权益合计	2003	7865	9742	12216	净利润	45.7%	40.5%	33.4%	31.9%
负债和股东权益	3539	9926	12524	15857	获利能力				
					毛利率	35.8%	35.9%	36.1%	36.2%
					净利率	15.9%	16.2%	16.2%	16.4%
					ROE	49.9%	17.9%	19.3%	20.3%
					ROIC	51.0%	17.2%	18.8%	19.9%
					偿债能力				
					资产负债率	43.4%	20.8%	22.2%	23.0%
					净负债比率				
					流动比率	1.76	3.85	3.48	3.53
					速动比率	1.03	3.11	2.76	2.82
					营运能力				
					总资产周转率	2.27	1.29	1.03	1.06
					应收账款周转率	48	38	38	38
					应付账款周转率	9.16	9.62	9.50	9.43
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.67	2.10	2.80	3.69
					每股经营现金流	1.36	2.01	2.99	3.69
					每股净资产	3.34	11.74	14.54	18.23
					估值比率				
					P/E	28.54	22.68	16.99	12.89
					P/B	14.26	4.05	3.27	2.61
					EV/EBITDA	22	16	12	9

资料来源：东方证券研究所

多品牌多业务拓展步伐日益加快

研究结论：

- **精耕细作的中高档品牌服饰企业。**公司作为一家定位中高档的品牌服饰企业，多年来一直坚持精耕细作的经营作风，公司前些年的增长更多地来自于提价带来的内生增长，而渠道扩张的步伐明显低于同行。经过多年的品牌运营和内部业务结构日益完善、品牌逐步丰富的情况下，公司未来的增长将更多地通过渠道适度加快扩张和多品牌多业务发展获取更多的外生和增量增长。
- **报喜鸟品牌业务：**该业务一直是公司收入和盈利增长的主要来源，公司未来对该业务除了保持毛利率稳定上升外，将适度加快渠道扩张的步伐，同时公司还将对经销商进行分级和优胜劣汰，分区域制定网点拓展思路 and 合理调整拓展策略。公司近期还公告拟以自有资金对加盟商开店进行财务资助，进一步推动渠道扩张的执行力。
- **圣捷罗品牌业务：**该品牌是公司未来重点发展的子品牌，由于该品牌目前在加盟商层面已经树立了盈利效应，未来的主要策略是通过快速的渠道扩张做大销售规模，以量带动品牌影响力和盈利能力。2011 年开始将逐步贡献盈利。
- **上海宝鸟业务：**该公司未来发展的重点还是做大做强职业服团购业务，09 年起在营销力量方面进行了着力配置。
- **多品牌多业务拓展步伐日益加快。**公司自 2011 年除开始公告了一系列投资（控股或参股四家品牌公司），我们认为，新投资项目与现有业务在产品品类、渠道等方面都有很好的互补和借鉴意义，将为公司创造新的利润增长点。与以往拓展圣捷罗、皮具、女装新业务不同，公司这一系列的投资因为已经有现成的渠道，合作伙伴和自身团队较为成熟（个人股东本身就是未来的加盟商或具有丰富的商场渠道和人脉资源），因此会比较快地实现销售放量，相应的经营风险也比较小。
- **公司拟在 2011 年进行公开发行股票再次融资 15 亿元用于营销渠道的优化和扩张。**具体内容是拟新开 280 家店铺，其中计划购买 47 家，租赁 233 家。未来渠道的扩张除了数量增加外，还将大幅提升单店面积，同时进行区域优化和多种直营、加盟和合作经营等多种经营方式的尝试。
- **盈利预测和投资评级：**公司 2011 年起将凭借渠道的加快扩张和多品牌多系列业务全面推进实现规模化增长。我们预计公司 2011 年中报增长 60% 左右，维持对公司 2011——2013 年每股收益分别为 0.57 元、0.75 元和 0.95 元的预测，维持公司“增持”评级。公司目前股价安全边际比较高（行业中估值偏低、与高管持股成本接近）。
- **风险因素：**未来原始股股东的解禁压力。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师
8621-63325888 × 6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010014

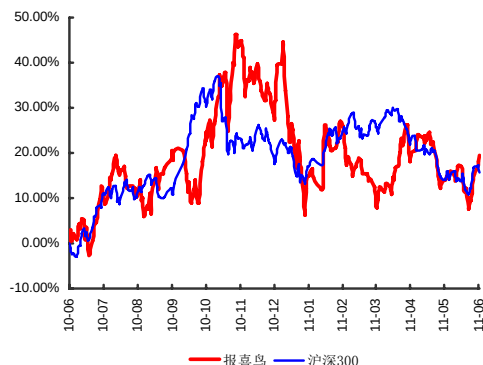
联系人

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 **（维持）**

股价（2011 年 6 月 30 日）	13.40 元
目标价格	17.50 元
总股本/A 股（百万股）	587.50
A 股市值（亿元）	79.31
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 7 月 1 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1258	1652	2117	2608
同比(%)	15%	31%	28%	23%
归属母公司净利润	243	334	440	558
同比(%)	31%	38%	32%	27%
毛利率(%)	54.2%	54.9%	55.1%	55.4%
ROE(%)	13.1%	15.3%	16.8%	17.5%
每股收益(元)	0.41	0.57	0.75	0.95
P/E (倍)	32.66	23.74	18.01	14.22
P/B (倍)	4.29	3.63	3.02	2.49
EV/EBITDA (倍)	10	8	6	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。

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	1686	1867	2377	3145	营业收入	1258	1652	2117	2608
现金	519	480	660	1064	营业成本	576	746	950	1162
应收账款	264	311	397	509	营业税金及附加	17	21	28	34
其它应收款	55	70	89	111	营业费用	208	273	347	425
预付账款	488	559	665	755	管理费用	164	213	269	326
存货	360	447	566	705	财务费用	-6	-5	-9	-13
其他	0	0	0	0	资产减值损失	17	18	20	22
非流动资产	893	1078	1130	1100	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	415	596	695	715	营业利润	283	386	512	652
无形资产	44	48	49	50	营业外收入	12	12	12	12
其他	434	434	386	336	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2579	2945	3507	4245	利润总额	294	398	524	664
流动负债	583	633	755	936	所得税	51	64	84	106
短期借款	95	0	0	0	净利润	243	334	440	558
应付账款	183	239	281	357	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	305	395	475	579	归属于母公司净利润	243	334	440	558
非流动负债	131	112	112	111	EBITDA	323	442	586	734
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.57	0.75	0.95
其他	131	112	112	111	主要财务比率				
负债合计	714	745	867	1048	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	14	14	14	14	成长能力				
股本	294	587	587	587	营业收入	15.2%	31.4%	28.1%	23.2%
资本公积	924	630	630	630	营业利润	33.7%	36.4%	32.9%	27.3%
留存收益	633	967	1407	1965	净利润	31.3%	37.5%	31.9%	26.6%
归属母公司股东权益合计	1850	2184	2624	3182	获利能力				
负债和股东权益	2579	2944	3506	4244	毛利率	54.2%	54.9%	55.1%	55.4%
现金流量表					净利率	19.3%	20.2%	20.8%	21.4%
单位:百万元					ROE	13.1%	15.3%	16.8%	17.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	10.7%	13.1%	14.4%	15.1%
经营活动现金流	300	299	313	461	偿债能力				
净利润	243	334	440	558	资产负债率	27.7%	25.3%	24.7%	24.7%
折旧摊销	47	62	82	95	净负债比率				
财务费用	-6	-5	-9	-13	流动比率	2.89	2.95	3.15	3.36
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.25	2.22	2.37	2.58
营运资金变动	-104	-91	-211	-187	营运能力				
其它	122	-1	10	8	总资产周转率	0.55	0.60	0.66	0.67
投资活动现金流	-756	-248	-141	-69	应收账款周转率	6	5	6	5
资本支出	-142	-200	-130	-60	应付账款周转率	4.15	3.53	3.66	3.64
长期投资	-573	36	0	0	每股指标 (元)				
其他	-40	-85	-11	-9	每股收益	0.41	0.57	0.75	0.95
筹资活动现金流	18	-90	9	13	每股经营现金流	0.51	0.51	0.53	0.78
短期借款	0	-95	0	0	每股净资产	3.15	3.72	4.47	5.42
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	4	294	0	0	P/E	32.66	23.74	18.01	14.22
资本公积增加	50	-294	0	0	P/B	4.29	3.63	3.02	2.49
其他	-37	5	9	13	EV/EBITDA	10	8	6	5
现金净增加额	-437	-40	180	404					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-6-30)



资金流向

(截止2011-6-30)



资金流向 (截止2011-6-30)



资金流向 (截止2011-6-30)



资金流向 (截止2011-6-30)



资金流向 (截止2011-6-30)



资金流向 (截止2011-6-30)



资金流向 (截止2011-6-30)



资金流向

(截止2011-6-30)



资金流向

(截止2011-6-30)



注： 超级资金(>50万股或100万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1万股或5万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60日累计：当日净量的60日累计值；
 10日均值：60日累计线的10日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年一季报，我司持有罗莱家纺（002293.SZ）股票2000122股，占总股本1.42%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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