

建议申购

婴幼儿消费自主品牌龙头，深耕渠道布局成长

合理市价: 26.0 元

2015 年 5 月 28 日

金发拉比IPO价值分析报告

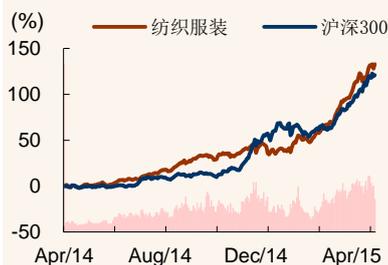
发行数据

|           |           |
|-----------|-----------|
| 发行前总股本(万) | 5100      |
| 新发行股数(万)  | 1700      |
| 老股配售(万)   | 0         |
| 发行后总股本(万) | 6800      |
| 发行价(元)    | 23.32     |
| 发行市盈率(倍)  | -         |
| 发行日期      | 2015-4-27 |
| 上市日期      | -         |

发行前主要股东

|     |        |
|-----|--------|
|     | 持股比例   |
| 林浩亮 | 40.93% |
| 林若文 | 39.80% |
| 林浩茂 | 4.70%  |
| 卢志鸿 | 4.31%  |
| 金辉  | 3.53%  |

行业指数



资料来源: 贝格数据、招商证券

金发拉比是专注于 0-3 岁婴幼儿服饰棉品和日用品的国内品牌商，拥有“拉比”、“下一代”及“贝比拉比”三大差异化品牌，品牌定位清晰、鲜明，将助力公司从红海竞争中脱颖而出。本次新股拟发行 1700 万股以募资 3.965 亿元，募投项目将新设店铺 146 家以巩固销售渠道、实现跨区扩张。我们看好公司进一步提升品牌影响力、巩固市场领先地位的成长前景。可给予公司合理二级市场价格区间估值为 25 倍，合理价格中枢为 39.75，建议申购。

- 国内婴幼儿自主品牌运营商，专注耕耘穿、用细分领域十余年。作为专注于 0-3 岁婴幼儿消费的国内自有品牌，金发拉比深耕婴幼儿“穿”、“用”消费数十年。公司通过优质产品夯实基础、以多元品牌驱动市场、以合作共赢拓展渠道等多维度拓展，在报告期内实现稳步成长；2012-2014 年营收同比增速为 42.41%、26.48%、8.07%。我们认为，公司作为国内婴童自主品牌龙头，有望通过强化品牌、分享中高端婴童市场成长机遇，深耕渠道进而跨区扩张奠定基础，看好公司进一步提升品牌影响力、巩固市场领先地位的成长前景。
- 三大品牌定位差异化，分享婴童中高端消费成长前景。消费升级、二胎等政策红利等成为中高端婴童市场快速发展的核心驱动力；中高端品牌龙头的竞争力有望提升。公司拥有“拉比”、“下一代”及“贝比拉比”三大差异化品牌，品牌定位清晰、鲜明，将助力公司从红海竞争中脱颖而出。
- 募投项目巩固销售网络优势，多渠道巩固布局成长。公司渠道布局完善，自营经销网点总数已超过 1000。本次新股拟发行 1700 万股以募资 3.965 亿元，募投项目将新设店铺 146 家以巩固销售渠道、实现跨区扩张。我们认为，深耕渠道助力品牌战略落地、改善公司存货等运营效率，从而接力成长。
- 盈利预测与投资建议：我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.59、1.89、2.21 元（增速分别为 15%/18%/17%）；A 股可比标的为森马股份，在此轮行情演绎下，森马估值相对较高（30.6X），考虑当下市场氛围下，新股估值空间明显加大，合理二级市场价格可给予 15 年倍 25 左右的市盈率为中枢，价格中枢为 39.75 元/股，建议申购。
- 风险提示：零售复苏低于预期；募投直营开店销售不达预期。

孙好

010-57601717,  
S1090511110003  
sunyu2@cmschina.com.cn

刘义

0755-82940790,  
S1090512050003  
liuyi5@cmschina.com.cn

主要财务数据

| 会计年度      | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 380  | 407  | 453   | 514   | 591   |
| 同比增长      | 14%  | 7%   | 11%   | 14%   | 15%   |
| 营业利润(百万元) | 117  | 126  | 145   | 171   | 201   |
| 同比增长      | 26%  | 8%   | 15%   | 18%   | 17%   |
| 净利润(百万元)  | 87   | 94   | 108   | 128   | 150   |
| 同比增长      | 27%  | 8%   | 15%   | 18%   | 17%   |
| 每股收益(元)   | 1.71 | 1.85 | 1.59  | 1.89  | 2.21  |
| ROE       | 15.2 | 14.1 | 16.3  | 13.8  | 11.8  |

资料来源: 公司数据、招商证券, 注: 以预估总股本6800万股计算EPS

## 一、婴幼儿服饰自主品牌商，定位清晰快速打开市场

作为专注于 0-3 岁婴幼儿消费的国内自有品牌，金发拉比深耕婴幼儿“穿”、“用”消费数十年。公司通过优质产品夯实基础、以多元品牌驱动市场、以合作共赢拓展渠道等多维度拓展，在报告期内实现稳步成长。

### 1、品牌运营：定位国内中高端，三大品牌并驾齐驱

抓住婴幼儿消费“安全+环保”的核心诉求，打造国内自主品牌先驱。相比一般品牌服饰，婴幼儿服饰及日用品消费的基本诉求是安全性和实用性。因此在成立之初，公司选择中高端服饰棉品作为自有品牌突破口，建立安全、可靠和值得信任的品牌形象。自 1996 年开创以来，公司产品也从创立之初的婴幼儿内衣服饰，逐步向涵盖婴幼儿“穿”、“用”的服饰棉品及日用品全系列一站式产品服务。

三大品牌定位鲜明，差异化发展贡献成长。在产品方面，目前已形成以婴幼儿服饰棉品和婴幼儿日用品“双轮驱动”的战略布局；根据目标消费人群的差异化需求，公司将产品细分为“拉比”、“下一代”及“贝比拉比”三大品牌。

图 1：公司形成了以婴幼儿服饰棉品、日用品等双轮驱动的战略布局



资料来源：招股说明书、招商证券

基于国内婴幼儿消费习惯和公司中高端的品牌定位，采用“品牌推广+渠道体验”的聚焦式宣传策略。相比大众消费品，公司采用电视、报纸等大众媒体形式推广的形式较少；而主要通过“品牌塑造+渠道体验”的聚焦式推广模式进行。公司通过品牌形象整合设计、独特的终端环境形象，以及优质百货渠道、行业展览会、客户消费体验等口碑传播，提升了对目标客户的宣传效率。

我们认为，公司品牌定位清晰、推广策略针对性较高：通过自然环保的品牌内涵和产品设计，奠定了拉比等系列自主品牌在国内婴童消费中高端梯队的地位；通过聚焦式的推广模式，能高效的锁定目标消费群体，并能在特定孕育群体中形成较高的口碑效应和品牌形象；这将为公司以品牌运营为核心，多元拓展和维持长期竞争力奠定基础。

### 2、渠道管理：加盟和自营相结合，期待自营焕新助推持续成长

公司采用了“加盟与自营相结合，经销为补充”的销售模式。目前，公司已拥有超过 1000 家的终端销售网点。通过遍布全国 30 余省的终端销售渠道，公司目前已初步形成了全

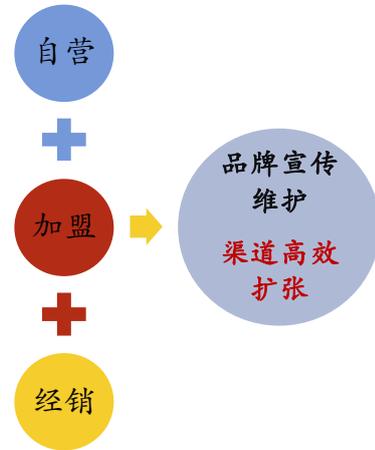
国性的营销网络。

图 2: 千家终端网络, 公司全国网络布局初显



资料来源: 招股说明书、招商证券

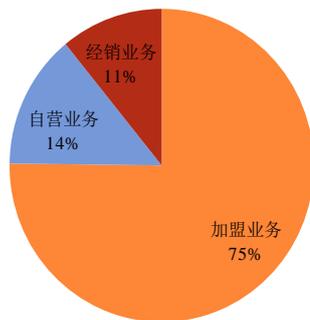
图 3: 三大渠道实现品牌推广和渠道拓展平衡



资料来源: 招股说明书、招商证券

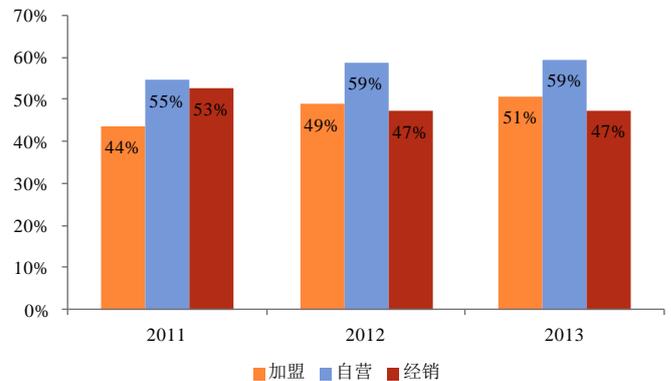
加盟模式是公司目前销售体系的主要组成部分, 公司通过加盟模式快速打开市场。加盟占比超过60%, 分为普通加盟和战略加盟两种形式。公司自营模式主要分为通过商场联营专柜、直营专卖店销售2大类, 商场联营是公司目前的主要自营销售渠道。在经销模式下, 经销商销售网点相关人、财、物由经销商支配, 合作双方根据有关销售协议规定, 履行各自相应的权利和义务。

图 4: 加盟业务是公司主要收入来源



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 5: 自营毛利率最高, 达到 59%左右



资料来源: 招股说明书、招商证券

自营渠道的直营模式将成为发展重点, 以进一步提升品牌竞争力和盈利能力。相比加盟和经销模式, 自营模式中公司直营专卖店以零售价对终端消费者销售, 省却了中间的流通环节。但初始投资较大, 扩张速度较慢, 不利于公司实现快速占领市场的经营目标。因此此前公司一直以稳妥的态度拓展直营专卖店。未来, 公司将加大自营端的拓展, 以推动盈利和品牌双提升。

### 3、“自制+代工+委托”提升效率, 投入高附加值环节

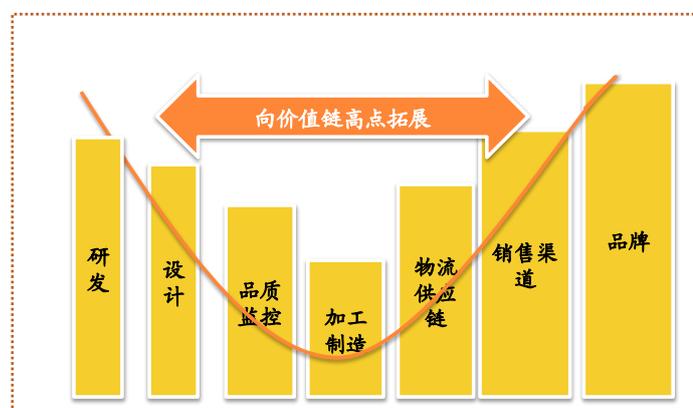
公司的供应链注重效率和品质并举。在生产方面, 公司采用“自制+代工+委托加工”相结合的生产模式提升经营效率, 以便将战略重点和资源聚焦于附加值更高的品牌、渠道等

产业链环节。通过三种生产方式相结合，自主掌控了设计、品牌推广和终端销售等最具价值的核心环节，既降低了生产规模过度扩张的风险，又能够最大程度地集中资源，专注于婴幼儿服饰棉品及日用品的设计开发、品牌推广和营销渠道建设。

公司通过成熟的设计团队和研发体系，以实现持续创新、从而不断变化的消费者需求。目前，公司拥有50余人的研发设计团队，由总经理林若文兼任首席设计师，按不同产品类型共分为五个设计开发小组，分别是内着服饰设计开发小组、外出服饰设计开发小组、家居棉品设计开发小组、洗护用品开发小组、其他用品设计开发小组。

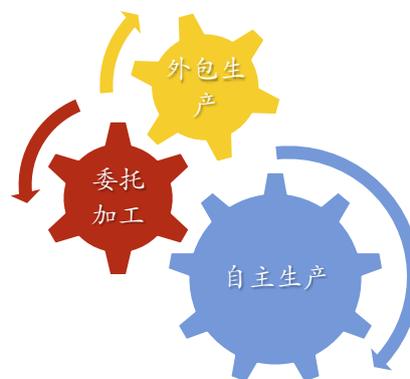
公司研发设计出的新品主要通过订货会和展会等形式向经销商和终端客户推介，其中订货会是公司的主流模式。公司每年举行春夏、秋冬两次主要的订货会，并由此形成较为明显的运营周期。

图 6：品质与品牌并重，提升自身价值链附加值



资料来源：招商证券

图 7：通过外包、委托加工等形式提升效率



资料来源：招股说明书、招商证券

## 二、业绩表现相对稳健，期待渠道结构改善推动销售成长

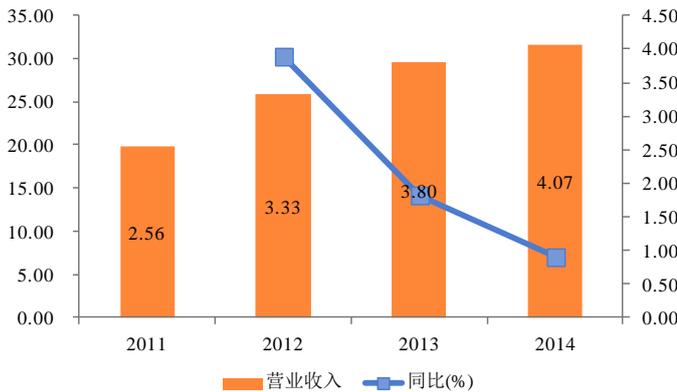
2012-2014年，公司实现营收分别为3.33亿元、3.80亿元、4.07亿元，同比增速分别为42.41%、26.48%、8.07%；实现净利润分别为6901、8737、9431万元，同比增速分别为40.29%、26.59%、7.95%。

公司销售网点合计数从2012年末的833家增加至2014年末的1120家。2015年Q1，公司实现营收0.87亿元，净利润0.16亿元。

### 1、行业景气度较低背景下，收入维持稳健增速、毛利稳中有升

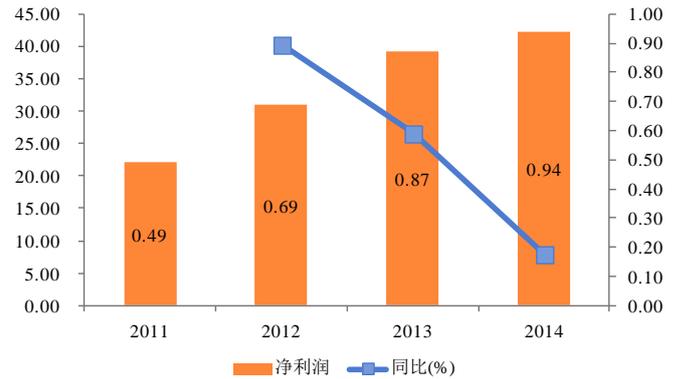
2014年行业整体景气度较低，公司保持8%以上增速、高于行业平均。公司细分产品类别中的内着服饰销售量较上年有所增长，主要系公司加大内着服饰促销力度所致；哺育用品、卫浴用品销售数量有所下降，主要系市场竞争更趋激烈所致。公司2012-2014年综合毛利率分别为50.38%、51.59%、52.70%；2013-2014年度分别较上期提高1.21pct、1.10pct。

图 8: 公司 2012-2014 年营业收入稳步增长



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 公司 2012-2014 年净利润也呈现稳健趋势



资料来源: 公司公告、招商证券

## 2、受益于营销力度提升，存货和盈利水平有所改善

2013 年末公司存货余额为 1.27 亿元，较 2012 年末增长 3122.76 万元，增幅 32.51%。除春夏订货会库存储备外，主要原因为：1. 2013 年全年销售未能实现预期的增长目标，使得产成品余额有所增加；2. 2013 年公司加大了季节性较不明显的内着服饰的存货储备。2014 年末，公司存货余额较 2013 年末减少 3113.88 万元，降幅为 24.47%，主要是加大销售力度，合理制定销售计划并根据计划优化生产采购，控制库存余额所致。截至 2014 年年末，公司产成品余额为 7858.83 万元，其中 76.31% 的库龄在 1 年以内。

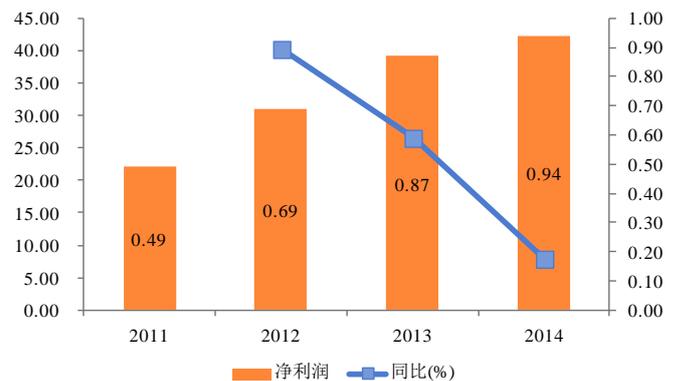
2012 年，公司存货周转率高于同行业上市公司平均水平。2013 年受销售放缓的影响，公司存货周转率有所下降，略低于同行业上市公司平均水平。

图 10: 13 年销售放缓影响存货，14 年回复正常



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 盈利水平呈现稳步上行



资料来源: 公司公告、招商证券

## 三、募投项目强化直营渠道，助力品牌和效率双升

公司拟公开发行新股数量不超过 1700 万股，募集资金 39,659.6 万元。所募集资金扣除发行费用后将用于营销网络建设项目、信息化建设项目和补充流动资金。

1、营销网络建设项目。本项目的预计总投资额为 2.25 亿元，其中建设投资 2.03 亿元，流动资金 2173 万元。公司拟以租赁或购买的方式在全国大中城市主要商圈新建营销网

点 146 家, 包括旗舰店 4 家, 品牌形象店 142 家。项目计算期 10 年, 其中建设期 2 年, 运营期 8 年, 计算期第二年 40%, 第三年全部投入运营, 达到 100%设计能力。公司预计项目运营期正常年份年均不含税营业收入为 1.97 亿元。

**2、信息化建设项目。**本项目总投资为 2148 万元, 建设期 2 年。本项目将现有分销系统和信息化管理系统为平台, 进一步利用已有数据资源深入开展数据挖掘和分析。主要建设系统包括: 分销零售系统、客户关系管理系统、物流配送管理系统、人力资源管理系统、商业智能等。

另外, 公司拟投入 1.5 亿元用于补充流动资金, 以保证公司生产经营所需资金, 进一步确保公司的财务安全、增强公司市场竞争能力。

## 四、盈利预测与投资建议

金发拉比是专注于 0-3 岁婴幼儿服饰棉品和日用品的国内品牌商, 拥有“拉比”、“下一代”及“贝比拉比”三大差异化品牌。我们认为, 公司品牌定位清晰、推广策略针对性较高: 通过自然环保的品牌内涵和产品设计, 奠定了拉比等系列自主品牌在国内婴童消费中高端梯队的地位; 通过聚焦式的推广模式, 能高效的锁定目标消费群体, 并能在特定孕育群体中形成较高的口味效应和品牌形象; 这将为公司以品牌运营为核心, 多元拓展和维持长期竞争力奠定基础。

本次新股拟发行 1700 万股以募资 3.965 亿元, 募投项目将新设店铺 146 家以巩固销售渠道、实现跨区扩张。我们看好公司进一步提升品牌影响力、巩固市场领先地位的成长前景。

我们预计公司 2015-2017 年收入分别增长 11%/14%/15%, 考虑 IPO 之后的摊薄每股收益分别为 1.59/1.89/2.21 元 (同比分别增长 15%/18%/17%); A 股可比标的为森马, 经过此轮上涨行情带动, 目前估值略高 (30.6X), 在目前市场氛围下, 新股估值空间明显加大, 合理二级市场价格可给予 15 年倍 25 左右的市盈率, 价格中枢为 39.75 元/股, 建议申购。

## 五、风险提示

- 1、零售复苏低于预期。
- 2、募投直营开店销售不达预期。

## 六、附录：发行方案及股权结构

公司发行前总股本为 5100 万股, 此次公开发行新股不超过 1700 万股, 不进行老股发售, 发行后总股本不超过 6800 万股。发行人拟募集资金 39659.6 万元, 发行费用约为 4549 万元。

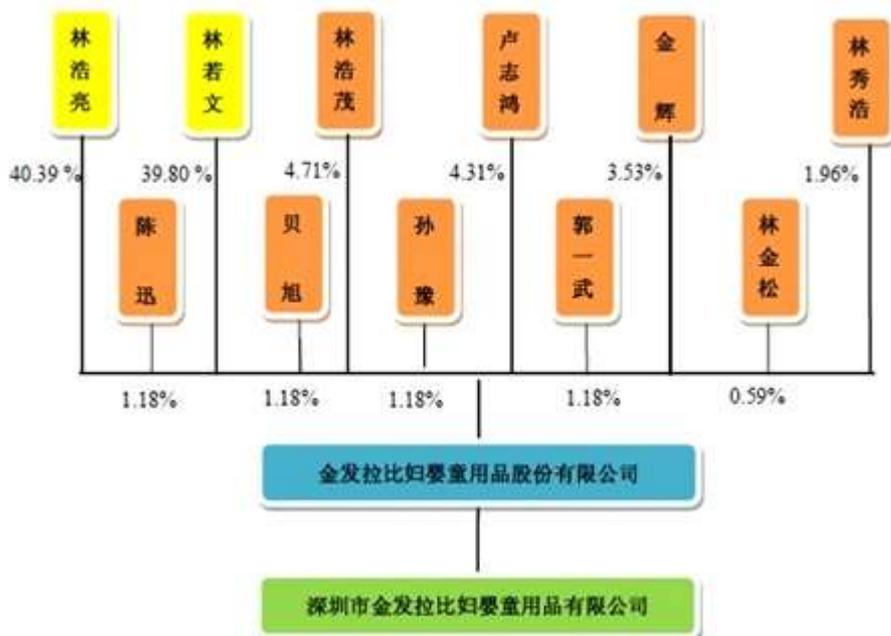
假设公司不超募资金, 预计发行价为 26.00 元/股, 截至 2014 年底摊薄每股净资产和摊薄每股收益分别为 5.66 元和 1.39 元, 对应发行市净率为 4.6X, 2014 年静态市盈率为 18.7X, 2015 年动态市盈率为 16.4X。

公司由金发有限整体变更设立, 以金发有限截止 2010 年 10 月 31 日净资产 104, 568,

618.45为基准，按2.05:1的比例发行5100万股，注册资本为5100万元。发行前股东分别为林浩亮（40.39%）、林若文（39.80%）、林浩茂（4.71%）及其他8名自然人（合计持股15.11%）。林浩亮和林若文为夫妇关系，除此之外公司本次发行前其他股东之间不存在关联关系。

林浩亮和林若文夫妇合计持有公司80.20%的股权，为公司的控股股东和实际控制人。林浩亮担任公司董事长，林若文担任公司副董事长、总经理兼首席设计师

图 12: 本次发行前股权结构及控制关系



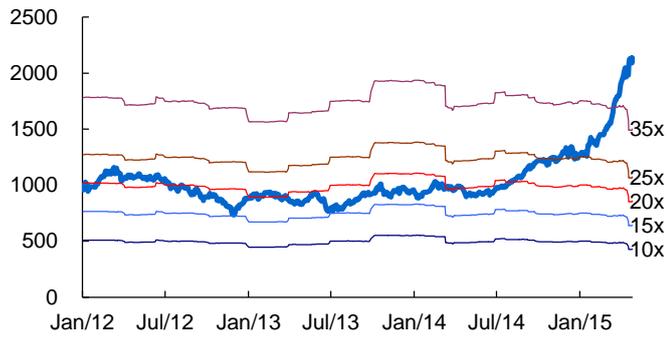
资料来源：公司公告，招商证券

表 1: 发行前后股本结构对比

| 股份性质  | 股东名称  | 发行前股本结构   |        | 发行后股份结构   |        |
|-------|-------|-----------|--------|-----------|--------|
|       |       | 持股数量 (万股) | 持股比例   | 持股数量 (万股) | 持股比例   |
|       | 林浩亮   | 2060      | 40.39% | 2060      | 30.29% |
|       | 林若文   | 2030      | 39.80% | 2030      | 29.85% |
|       | 林浩茂   | 240       | 4.70%  | 2040      | 3.53%  |
| 限售流通股 | 8名自然人 | 770       | 15.11% | 770       | 11.33% |
| 发行流通股 |       |           |        | 1700      | 25.00% |
| 合计    |       | 5100      | 100.0% | 6800      | 100.0% |

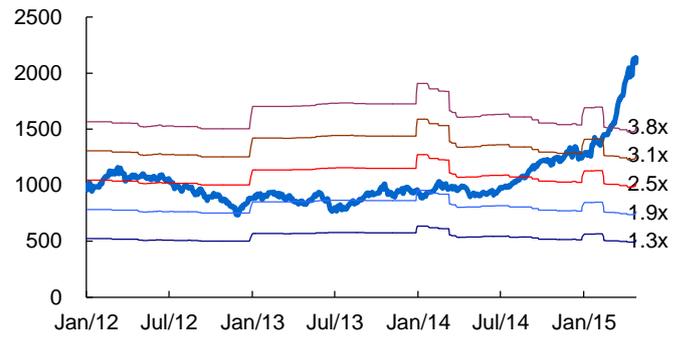
资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 13: 行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 14: 行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 参考报告:

1、《纺织服饰行业 2011 年中期投资策略（服饰品牌研究第七卷）-变革的时代 增长模式的革命》2011/7/11：系统的阐述了近几年国内品牌服饰行业面临的经营环境的变革的问题，在此基础上详细探讨了经营环境的变革将对未来国内品牌的竞争产生深远影响。通过构建国内服饰各领域品牌化消费升级图谱，分析出与舒适、健康等内在生活品质相关的消费升级后端的行业目前正在享受进入品牌化消费的盛宴；同时针对消费升级前端的行业，创新的提出了单店质量提升图谱。独特的用此逻辑对从行业到公司的投资机会进行逻辑性强的判断。

2、《纺织服饰行业 2013 年年度投资策略（服饰品牌研究第十卷）-行业增长的白银时代 价格体系的长期重构》2012/12/28：近两年国内服饰行业的发展处于关键的变革期，本卷从主要的变量入手，数据详实、论据充分的深入探讨了市场非常关心的行业增长模式的变化、价格体系的趋势以及网购的发展与作用等问题。力求对行业未来 3、5 年面临的局面进行深入的剖析，并以此形成如何选择未来优秀公司的逻辑。

3、《纺织服饰行业 2013 年中期投资策略（服饰品牌研究十一卷）-未来在哪？全渠道模式和大数据运营的思考》2013/6/18：提出了在消费者为王的时代，对于全渠道模式和大数据运营的思考。全渠道模式和大数据运营的思维，其作用不仅仅在于将大大提高单店经营的效率，还在于将重新定义“单店”的意义，甚至是在未来门店可能缩减的时代，而销售却能不断提升的关键。

4、《纺织服饰行业 2014 年度投资策略（服饰品牌研究十二卷）-线上线下扬帆并进 把握移动互联的船票》2013/12/19：未来几年国内服饰行业的发展仍处于关键的变革期，由互联网和移动互联网推动的商业革命，令其运营体系需要发生与时俱进的变革，从而在电商和终端之间找到合适的平衡。我们结合对国外经典案例 NEXT 的分析，重点提出了在 PC 端的 O2O 还难以实现的背景下，线上线下同步发展是当期较为有效的战略，提出了一些产品策略和渠道策略，以寻求到协调线上线下利益的方式，并通过移动互联趋势的把握，勾画出国内品牌商进行线上线下并进发展及 O2O 的演变图谱。

5、《纺织服饰行业 2014 年中期投资策略（服饰品牌研究十三卷）-谁是 O2O 突围者？掌控好利益分配者将领跑量变》2014/7/3

针对国内服饰行业发展的关键变革期，此卷是我们对海内外 O2O 转型的精华之作。英国的 Next 堪称全球做 O2O 的最经典案例，展示给我们传统品牌在 O2O 时代仍占据很大优势，在电商领域也可以成为老大，且线上业务的开展有助于提升总体利润率。而国内 O2O 尚难以实质性的推进，主要因为线上线下价格难以一致及加盟等渠道利益复杂两大难题。因此 O2O 对于国内服饰企业而言，是一个庞大的系统改造工程。国内服饰行业目前仍处于 O2O 的量变过程中，能优先梳理和掌控好渠道利益分配格局的公司将明显在量变中领先，可率先等待质变一刻的腾飞。

6、《服饰电商平台发展的思考-强化聚商和聚客能力（服饰品牌研究第十四卷）》2014/10/13

7、《纺织服饰行业 2015 年度投资策略（服饰品牌研究第十五卷）-紧握零售时代的转型 寻求新突破的外延发展》2014/12/12

前几卷我们从内生发展的变革以及线上线下融合发展方面对国内服饰行业的变革做过详细阐述，此卷的重心则放在寻求新意义上的外延发展——并购为主线。我们无法改变需求低迷的宏观环境，但从海外服饰企业的发展历程看，到单品牌面临瓶颈的阶段，寻找合适的并购机会，把握新外延的发展机遇是一条应该主动积极把握的突围之路，我们精炼出海外并购几点重要的规律，并以美国著名上市公司 PVH 的发展与并购为案例，详细阐述了并购持续推动股价的海外典型公司的历程。以此作为国内企业打造时尚消费品集团的借鉴。

附：财务预测表

资产负债表

|                | 2013       | 2014E      | 2015E      | 2016E       | 2017E       |
|----------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 318        | 385        | 825        | 889         | 1004        |
| 现金             | 160        | 247        | 675        | 720         | 812         |
| 交易性投资          | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 应收票据           | 2          | 3          | 3          | 4           | 4           |
| 应收款项           | 21         | 29         | 31         | 35          | 40          |
| 其它应收款          | 2          | 3          | 3          | 4           | 4           |
| 存货             | 127        | 96         | 105        | 118         | 134         |
| 其他             | 5          | 7          | 8          | 9           | 10          |
| <b>非流动资产</b>   | 58         | 58         | 153        | 189         | 192         |
| 长期股权投资         | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 固定资产           | 46         | 42         | 138        | 175         | 178         |
| 无形资产           | 3          | 3          | 3          | 2           | 2           |
| 其他             | 9          | 13         | 13         | 12          | 12          |
| <b>资产总计</b>    | <b>376</b> | <b>443</b> | <b>978</b> | <b>1079</b> | <b>1196</b> |
| <b>流动负债</b>    | 69         | 58         | 61         | 66          | 71          |
| 短期借款           | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 应付账款           | 15         | 11         | 12         | 13          | 15          |
| 预收账款           | 26         | 23         | 25         | 28          | 32          |
| 其他             | 27         | 24         | 24         | 24          | 24          |
| <b>长期负债</b>    | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 长期借款           | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 其他             | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>69</b>  | <b>58</b>  | <b>61</b>  | <b>66</b>   | <b>71</b>   |
| 股本             | 51         | 51         | 68         | 68          | 68          |
| 资本公积金          | 54         | 54         | 479        | 479         | 479         |
| 留存收益           | 202        | 281        | 371        | 466         | 578         |
| 少数股东权益         | 0          | 0          | 0          | 0           | 0           |
| 归属于母公司所有者权益    | 307        | 385        | 917        | 1013        | 1125        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>376</b> | <b>443</b> | <b>978</b> | <b>1079</b> | <b>1196</b> |

现金流量表

|                | 2013      | 2014E     | 2015E      | 2016E     | 2017E     |
|----------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 59        | 111       | 95         | 113       | 133       |
| 净利润            | 87        | 94        | 108        | 128       | 150       |
| 折旧摊销           | 6         | 6         | 5          | 14        | 17        |
| 财务费用           | 0         | 0         | (9)        | (15)      | (17)      |
| 投资收益           | 0         | 0         | 0          | 0         | 0         |
| 营运资金变动         | (35)      | 10        | (9)        | (14)      | (18)      |
| 其它             | 1         | 0         | 0          | 0         | 0         |
| <b>投资活动现金流</b> | (10)      | (9)       | (100)      | (50)      | (20)      |
| 资本支出           | (10)      | (9)       | (100)      | (50)      | (20)      |
| 其他投资           | 0         | 0         | 0          | 0         | 0         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (12)      | (16)      | 433        | (17)      | (22)      |
| 借款变动           | (3)       | (5)       | 0          | 0         | 0         |
| 普通股增加          | 0         | 0         | 17         | 0         | 0         |
| 资本公积增加         | 0         | 0         | 425        | 0         | 0         |
| 股利分配           | (12)      | (16)      | (18)       | (33)      | (38)      |
| 其他             | 3         | 5         | 9          | 15        | 17        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>38</b> | <b>87</b> | <b>428</b> | <b>46</b> | <b>91</b> |

利润表

|                  | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 380  | 407   | 453   | 514   | 591   |
| 营业成本             | 184  | 192   | 211   | 236   | 267   |
| 营业税金及附加          | 4    | 5     | 6     | 6     | 7     |
| 营业费用             | 49   | 52    | 60    | 69    | 80    |
| 管理费用             | 29   | 36    | 41    | 46    | 53    |
| 财务费用             | (3)  | (5)   | (9)   | (15)  | (17)  |
| 资产减值损失           | 1    | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 117  | 126   | 145   | 171   | 201   |
| 营业外收入            | 1    | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出            | 1    | 0     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>      | 117  | 126   | 145   | 171   | 201   |
| 所得税              | 29   | 32    | 36    | 43    | 50    |
| <b>净利润</b>       | 87   | 94    | 108   | 128   | 150   |
| 少数股东损益           | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 87   | 94    | 108   | 128   | 150   |
| <b>EPS (元)</b>   | 1.71 | 1.85  | 1.59  | 1.89  | 2.21  |

主要财务比率

|                 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |      |       |       |       |       |
| 营业收入            | 14%  | 7%    | 11%   | 14%   | 15%   |
| 营业利润            | 26%  | 8%    | 15%   | 18%   | 17%   |
| 净利润             | 27%  | 8%    | 15%   | 18%   | 17%   |
| <b>获利能力</b>     |      |       |       |       |       |
| 毛利率             | 52%  | 53%   | 53%   | 54%   | 55%   |
| 净利率             | 23%  | 23%   | 24%   | 25%   | 25%   |
| ROE             | 28%  | 24%   | 12%   | 13%   | 13%   |
| ROIC            | 28%  | 24%   | 11%   | 12%   | 12%   |
| <b>偿债能力</b>     |      |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 18%  | 13%   | 6%    | 6%    | 6%    |
| 净负债比率           | 0%   | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| 流动比率            | 4.6  | 6.6   | 13.5  | 13.6  | 14.1  |
| 速动比率            | 2.8  | 5.0   | 11.8  | 11.8  | 12.2  |
| <b>营运能力</b>     |      |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 1.0  | 0.9   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率           | 1.6  | 1.7   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| 应收帐款周转率         | 26.1 | 16.2  | 15.2  | 15.7  | 15.8  |
| 应付帐款周转率         | 12.8 | 14.6  | 18.4  | 18.6  | 18.7  |
| <b>每股资料 (元)</b> |      |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.71 | 1.85  | 1.59  | 1.89  | 2.21  |
| 每股经营现金          | 1.15 | 2.18  | 1.40  | 1.66  | 1.96  |
| 每股净资产           | 6.01 | 7.55  | 13.49 | 14.90 | 16.54 |
| 每股股利            | 0.31 | 0.36  | 0.48  | 0.57  | 0.66  |
| <b>估值比率</b>     |      |       |       |       |       |
| PE              |      |       |       |       |       |
| PB              |      |       |       |       |       |
| EV/EBITDA       | 21.0 | 19.8  | 17.7  | 14.6  | 12.4  |

资料来源：公司数据、招商证券，注：以预估总股本 6800 万股计算 EPS

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**孙好**，英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，6 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

**刘义**，毕业于同济大学金融学专业，2012 年加盟招商证券，7 年证券研究经验（3 年房地产+4 年服装），现从事纺织服装行业研究。

**团队成绩**：连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队。2011-14 年度水晶球奖分析师纺织和服饰行业第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。