



志在渠道扩张下的裤装专业品牌

投资要点

- 公司产品为男女裤装，其种类涵盖了各类西裤、休闲裤和牛仔裤，而旗下主要品牌为百圆裤业，目标市场主要为二三四线城市，定位人群主要为25-55岁中等收入人群。此外，公司先后被认定为中国驰名商标并获得中国裤业2010年度责任大奖、中国裤装市场售后服务满意第一品牌、中国优秀特许品牌、山西省著名商标等多项称号。
- 我国裤装行业市场容量大，业务类型与种类多。我国拥有十多亿庞大的人口，每人都存在对裤装产品的需求。改革开放以来，随着国内经济的持续发展，国内居民收入水平的不断提高，百姓在衣着类方面的支出呈逐年提升的态势。未来几年随着我国经济的持续增长及城镇化率的进一步提高，预计国内包括裤装在内的各类服装消费支出将继续保持较快的增长态势。
- 近年来公司的综合毛利率保持上升趋势，盈利能力逐步提高。2011年中期，公司的综合毛利率为 37.77%。毛利率上升的原因主要在于公司近几年一直在积极推动产品结构的升级，不断提高高价位产品的销售比重，同时公司直营门店数量的逐年增多也带动了直营销售规模及销售比重的增加，推动了公司综合毛利水平的提高。
- 本次公司上市所募集的资金将主要用于营销网络建设和信息化系统建设两个项目，拟投入的总资金共计2.95亿元。项目建成后公司的直营销售比重将大幅增加，同时公司信息管理系统也将完善，有利于综合毛利率及运营效率进一步提升。
- 预计公司2011-13年按照新股本摊薄后的每股收益约为0.86元、1.12元、1.37元。结合近期中小板行业及可比类上市公司的估值情况，对应2011年每股收益的市盈率在25-30倍左右，我们认为公司合理估值区间在21.50-25.80元，其区间中值为23.65元。
- 公司的主要风险一是直营销售比重仍偏低，存在管理与运营的控制风险；二是公司的裤装产品生产现全部通过外包给成衣加工完成，因而存在生产与服务外包环节上的风险；三是公司的产品为裤装系列，目前市场竞争比较激烈，存在产品单一带来的风险。

专业连锁

2011-11-23

发行上市

合理价值	21.50-25.80
发行方式	网下询价+网上申购
申购日期	2011.11.30
保荐机构	光大证券

发行数据

总股本(万股)	5000
发行数量(万股)	1667
流通股比例(%)	25
主要股东	杨建新
主要股东持股(%)	47.23

基础数据(2011H1)

每股收益(元)	0.51
每股净资产(元)	3.56
综合毛利(%)	37.77
净资产收益率(%)	14.22

发行后股本结构

股东	万股	(%)
杨建新	2314.34	35.42
樊梅花	1388.66	20.83
睿景管理	550	11.0
明昌管理	500	10.0
恒慧商务	100	2.0
诺邦商务	100	2.0

行业研究员	侯佳林
SAC 执业证书	S0820511030002
电话	021-32229888*3509
邮箱	houjialin@ajzq.com

相关报告

一. 公司介绍

1.1 公司基本情况

公司是由原山西百缘物流配送有限公司整体变更设立而来，是目前国内最早从事连锁经营的服装销售企业之一。其主营产品为裤装类，而经营模式为特许加盟与直营销售相结合的连锁经营模式。

公司百圆裤装品牌意为百事百圆，创立于1998年，经历了十余年的市场检验，百圆品牌曾多次获得中国特许经营领域的最高奖项中国特许奖，是国内服装行业中唯一获此奖项的企业，该奖项自设立以来，仅有肯德基、全聚德、华联超市等9家知名品牌获此荣誉。此外公司还先后被认定为中国驰名商标并获得中国裤业2010年度责任大奖、中国裤装市场售后服务满意第一品牌、中国优秀特许品牌、山西省著名商标等多项称号。截止到今年上半年，公司自有品牌的裤装销售总量分别达333.41万件、472.03万件、533.04万件和267.08万件，各类门店合计达1597家，销售网络覆盖全国28个省、自治区、直辖市，并在全国设有13个物流配送中心。

1.2 公司股权情况

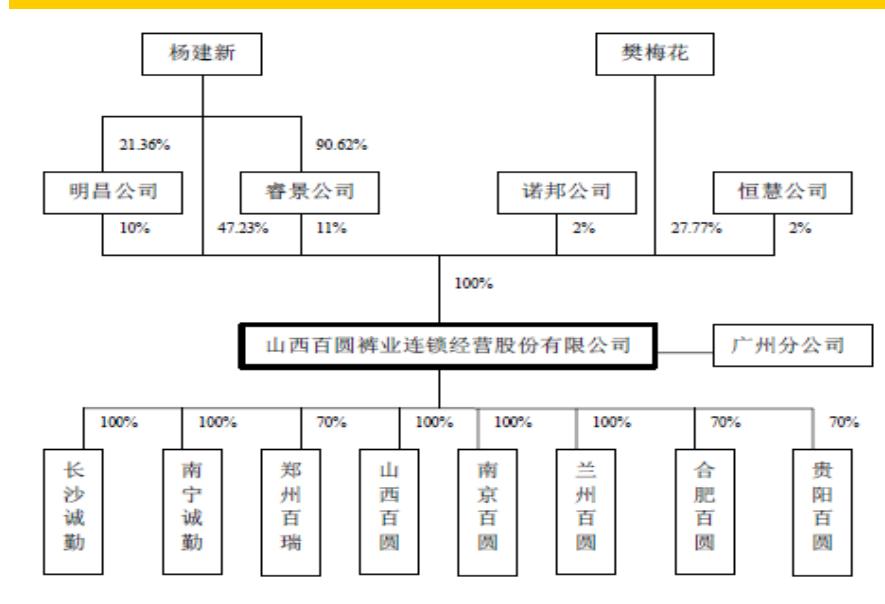
近三年公司实际控制人一直为杨建新、樊梅花夫妇，其二人直接持有公司3525万股，占发行前总股本的75%，而睿景管理、明昌管理、恒惠商务和诺邦商务这四家公司分别持有11%、10%、2%及2%的股份，合计占总股本的25%。通过本次发行，公司的总股本也将由先前的5000万股上升至6667万股，拟公开发行的不超过1667万股，将占发行后总股本的25%；同时公开发行后，杨建新夫妇的直接持股比重也将下降至56.25%，仍是公司的实际控制人。

表1 公司股权结构前后变化

序号	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
		持股数量(万股)	持股比例(%)	持股数量(万股)	持股比例(%)
1	杨建新	2361.34	47.23	2361.34	35.42
2	樊梅花	1388.66	27.77	1388.66	20.83
3	睿景公司	550	11	550	8.25
4	明昌公司	500	10	500	7.5
5	恒慧公司	100	2	100	1.5
6	诺邦公司	100	2	100	1.5
7	本次发行对象	-	-	1667	25
	合计	5000	100	6667	100

数据来源：公司招股说明书，爰建证券研发部

图 1 公司股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

二. 我国裤装行业特点

2.1 市场容量大，城镇化率提高将进一步扩需求

我国拥有十多亿庞大的人口，每人都存在对裤装产品的需求。改革开放以来，随着国内经济的持续发展，国内居民收入水平的不断提高，百姓在衣着类方面的支出也逐年提升，2008 年，全国城市人均衣着类消费支出已达 1165.91 元，根据统计分析，裤装类产品消费占百姓衣着支出的比例在 30%左右，按此测算，城市人均每年裤装类消费支出至少为 300 余元。

未来几年，随着我国经济的持续增长，城镇化率的进一步提高，预计国内包括裤装在内的各类服装消费支出将继续保持较快的增长态势。目前我国城乡居民之间服装消费差距较为明显，2008 年全国城市人均衣着类消费支出为 1165.91 元，农村仅为 211.80 元，城市人均衣着类支出约占消费性支出的 10.37%，而农村仅占 5.79%。2009 年我国城镇化率为 46.60%，最近十年来城镇化率平均每年提高约 1.23%，预计 2020 年前后将达到 60%。历史数据显示，当每年城镇化增速约为 1.50% 时，城市化带来的服装销售约为 120 亿元每年，由此带来的服装销售增长率约为 4%，因此，未来随着我国城镇化进程的逐步加快，城乡居民收入差距的进一步缩小，更多的农村人口在城镇落户就业等因素，将继续带动我国服装销售的快速增长。

2.2 裤装企业数量多，业务类型和渠道多元化特征明显

我国裤装企业产业集群特征明显且数量众多，目前全国约有近万家专业生产或销售裤装的企业，同时其业务特点和销售渠道也各不相同。从业务类型上看，目前裤装行业主要包括直营制、特许加盟制、区域代理制和代理加盟制四种，其主要运营特点见下表。

表 2 行业不同业务类型情况比较

业务类型	优点	缺点
代理加盟制	1、以省或地区划分区域，进行品牌授权，由代理商在授权区域内选择加盟商进行销售，节约公司管理成本 2、大多数采用订货的产品运营模式，对公司库存和资金压力较轻	1、终端管理基本依赖代理商，公司对终端控制不足 2、品牌推广与维护依赖代理商和加盟商 3、代理商赚取中间流转环节的部分利润导致零售价格偏高
特许加盟制	1、由公司统一管理，公司与终端沟通便捷，终端执行能力较强 2、模式易复制，可以快速拓展市场 3、品牌形象统一，品牌效果好	1、管理能力直接影响营销网络的规模 2、对人才储备要求较高 3、对加盟商的管理与服务质量的要求高
区域代理制	1、全国以省或地区划分区域，进行品牌授权，由代理商进行终端开发和维护，节约公司总部管理成本 2、终端形式多样，有专卖店、商超、商场和专业专场，代理商可大可小，较为灵活	1、最为传统的服装渠道模式，品牌拥有者以生产和开发为主，与终端的销售管理基本脱离 2、品牌形象推广维护受代理商制约较大
直营制	1、终端形象较佳，易在区域内形成强势状态 2、直接面对终端销售，省去中间环节，利润率高 3、公司指令可直达门店，市场讯息可迅速回馈至公司	1、公司存货压力和资金压力较大 2、单店投入成本高，不容易扩张和复制

资料来源：爰建证券研发部

从销售渠道看，国内裤装企业主要通过专卖店、商场、批发市场、超市和网络等途径来销售产品，各种销售渠道的对比情况见下表。

表 3 行业不同渠道类型情况比较

项目	专卖店	商场	批发市场	超市	网络销售
价格	价格差异大明码标价	价格高明码标价	价格较低不透明	价格较低明码标价	价格较低明码标价
购物环境	较为舒适	较为舒适	较差	一般	—
产品质量	有保障	有保障	无保障	有保障	无保障
品牌形象	好	好	无	无	无
客户偏好	性价比高有一定品牌知名度	品牌知名度高	性价比高对品牌无要求	性价比高对品牌无要求	性价比高款式新颖

资料来源：爰建证券研发部

2.3 行业受季节变化影响大，受经济波动影响较小

裤装产品属于日常生活消费品，受宏观经济形势的波动影响较小，同时与其它服装产品相比，其受流行趋势等因素的影响相对更小，因而其产品生命周期较长，裤装企业的库存消化能力普遍要高于传统服装零售企业。另一方面，随着季节更替，裤装消费者对裤装色彩、面料厚度等要求会相应变化，因此裤装销售中一般会被划分为春夏和秋冬两季，即每年3月至6月和10月至次年农历新年为销售旺季。且下半年的销售通常要好于上半年，此外五一、中秋、国庆、元旦、春节等节假日也通常为销售旺季，双休日的销售也一般好于工作日，裤装销售的季节性特征，决定了裤装企业财务状况也呈较明显的季节性波动。

三、公司主业经营分析

3.1 主要产品及定位

公司的主营产品为男女裤装，其种类涵盖了各类西裤、休闲裤和牛仔裤，而旗下主要品牌为百圆裤业，目标市场主要为二三四线城市，定位人群主要为25-55岁的中等收入人群，未来发展目标是要把公司打造成为具有较高规模与品牌影响力的裤装专家。截止到今年6月，公司加盟与直营门店合计为1597家，销售网络覆盖全国28个省、自治区、直辖市，并在全国设有13个配送中心。

图2 公司门店产品实景情况



资料来源：公司招股说明书，爰建证券研发部

3.2 主营收入情况

近年来公司营业收入呈稳定增长态势，其增长主要来自于主营业务收入的快速扩张，公司主营业务收入主要为各类裤装产品产生的收入，2008–2011年上半年其销售比重分别为96.08%、95.52%、95.83%、97%，总体较为稳定，而公司其他业务收入主要是公司对加盟商的品牌使用费收入和货架销售收入等，其占营业收入比重相对较低。

分销售渠道来看，公司收入主要来源于向各加盟店的裤装销售，2008–2011年上半年占比分别为99.83%、98.38%、95.87%和91.41%，加盟业务的销售比重逐年降低。通过以特许加盟方式开设专卖店，可使公司在自有资金规模不大的情况下，借助各地加盟商的力量和其贴近当地市场的优势，实现公司营销网络的快速复制和品牌的迅速推广。近几年，随着公司销售规模的不断扩大，公司资金实力有所增强，同时随着公司对产品结构的升级改造，公司高价位产品的比重逐年增加，在此背景下，公司逐步增加了直营门店的开设数量，2008–2011年上半年公司直营门店分别为9家、17家、77家和80家，直营销销比重逐年增加，在募集资金投资项目实施后，公司直营门店的销售比重预计将进一歩提高。

图3 公司近年营业收入情况

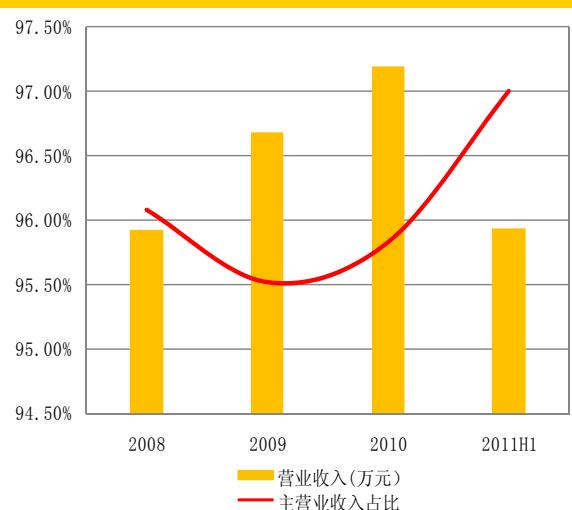
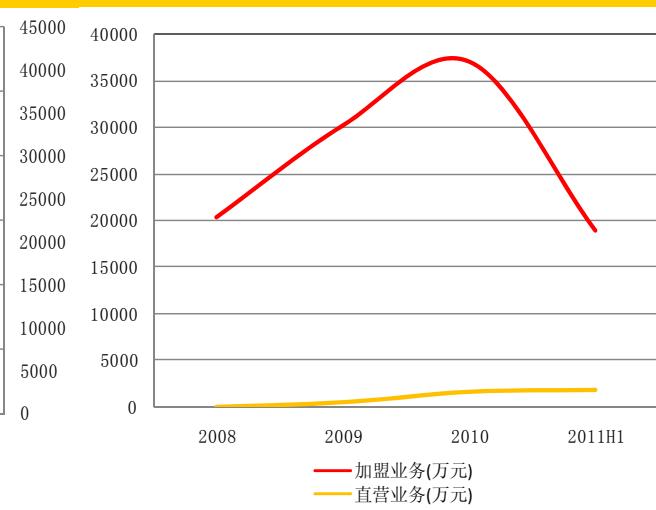


图4 公司不同渠道收入情况



数据来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

表4 公司分产品收入情况

项目	2011年1-6月		2010年		2009年		2008年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
休闲裤	8470.31	40.85%	18916.37	48.98%	13687.59	43.84%	9715.67	47.62%
西裤	5184.05	25.01%	11858.79	30.70%	11486.72	36.79%	6680.50	32.74%
牛仔裤	6920.25	33.38%	7734.32	20.02%	5804.27	18.59%	3488.96	17.10%
其它	157.08	0.76%	114.74	0.30%	242.96	0.78%	517.4	2.54%
合计	20731.69	100.00%	38624.23	100.00%	31221.55	100.00%	20402.53	100.00%

数据来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

3.3 盈利能力情况

公司利润主要源于裤装产品销售产生的主营业务毛利，从产品构成来看，公司休闲裤的毛利比重相对较高，约占 50%，其次分别为西裤和牛仔裤，两类裤装的毛利比重合计约占 50%。从销售类型看，公司利润主要源于向加盟店的销售，但随着近几年公司直营店数量的增加，加盟店销售毛利比重呈逐年降低趋势，而直营业务的毛利比重则逐年增加。

2008-2011 年上半年公司综合毛利率分别为 29.96%、31.11%、34.07%、37.77%，呈逐年上升态势，公司综合毛利率上升的原因主要在于公司近几年一直在积极推动产品结构的升级，不断提高高价位产品的销售比重，同时公司直营门店数量的逐年增多，带动了直营销售规模及销售比重的增加，推动了公司综合毛利率水平的提高。

图 5 公司近年营业毛利情况

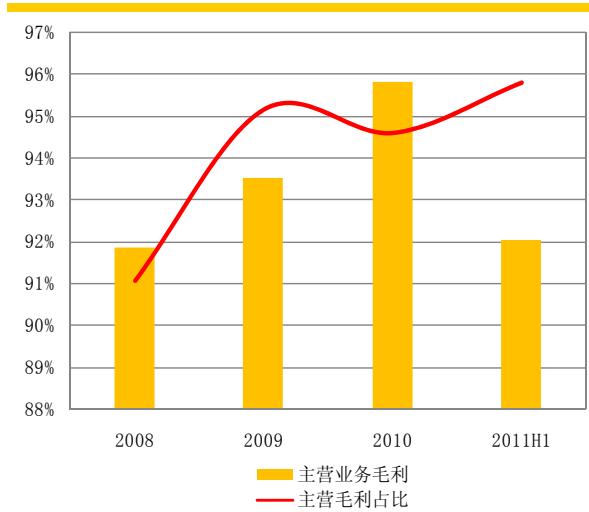
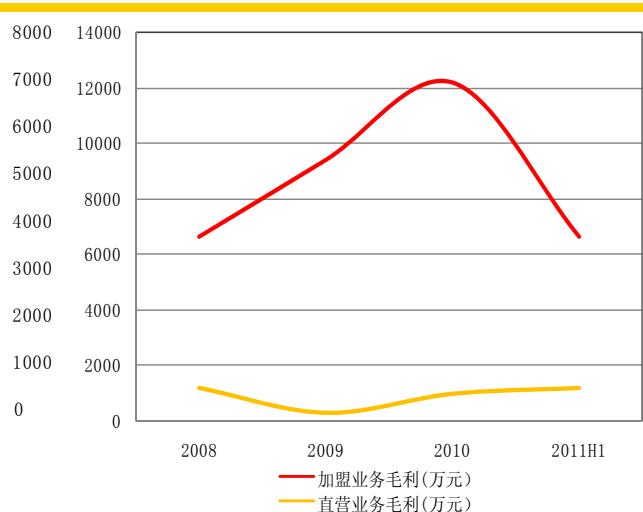


图 6 公司不同渠道毛利情况



数据来源：公司招股说明书，爰建证券研发部

表 5 公司分产品毛利情况

项目	2011 年 1-6 月		2010 年		2009 年		2008 年	
	毛利率	毛利占比	毛利率	毛利占比	毛利率	毛利占比	毛利率	毛利占比
休闲裤	42.35%	45.81%	36.73%	52.81%	35.67%	50.28%	35.32%	56.14%
西裤	30.21%	20.00%	31.96%	28.80%	27.79%	32.87%	26.41%	28.86%
牛仔裤	37.96%	33.55%	30.87%	18.14%	26.74%	15.98%	22.28%	12.71%
其他	31.93%	0.64%	27.65%	0.24%	35.06%	0.88%	27.03%	2.29%
合计	37.77%	100.00%	34.07%	100.00%	31.11%	100.00%	29.96%	100.00%

数据来源：公司招股说明书，爰建证券研发部

四、公司竞争优势分析

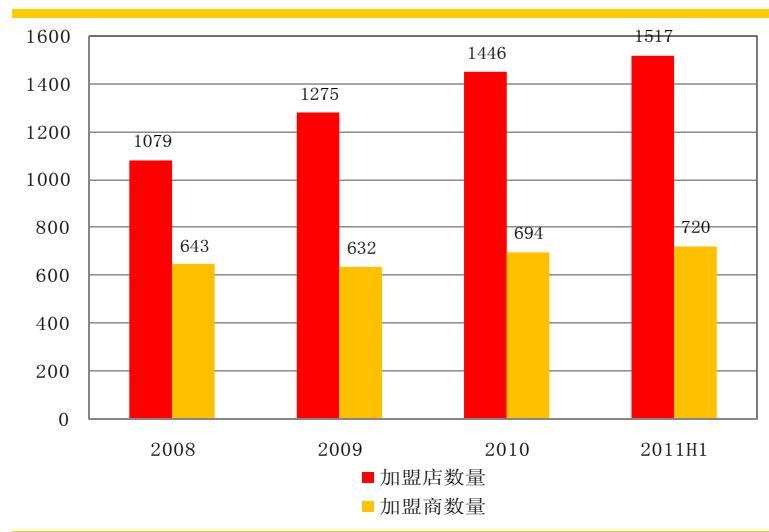
4.1 拥有裤装品牌营销经验

公司是国内最早进入连锁经营领域的服装销售企业之一，百圆裤业品牌自1998年创立至今，已有十余年的历史，近年来公司多次获得了中国特许经营领域的最高奖项中国特许奖，是国内服装行业中唯一获得该奖项的企业，该奖项设立以来，仅有肯德基、全聚德、华联超市等9家知名品牌获此荣誉。此外，百圆裤业品牌还先后被认定中国驰名商标，并获得了中国裤业2010年度责任大奖、中国裤装市场售后服务满意第一品牌、中国优秀特许品牌、中国特许经营加盟商满意奖、山西省著名商标等多项荣誉。

4.2 拥有稳定的加盟商队伍

门店数量的稳定和拓展，直接关系到服装企业的经营效益和品牌传播，因此公司也极为重视与加盟商的沟通，并对企业发展、合作细则、商业模式、行业趋势等重大问题，通过各种形式的加盟商会议、培训会议，与其保持着密切交流。此外，公司通过稳专业有效的特许经营服务体系，鼓励加盟商在同一市场开展多店规模化经营，充分发挥系统化、集约化优势，与公司共同成长。多年来，公司在商品运作、加盟店辅导、加盟店配货指导等各方面形成了一套成熟的执行体系，给加盟商提供了长期深入的指导和服务，提高了加盟商数量的稳定性。2006年以来，公司加盟商中先后有5人/次被中国连锁经营协会评选为零售领域优秀加盟商。

图7 公司加盟渠道拓展情况

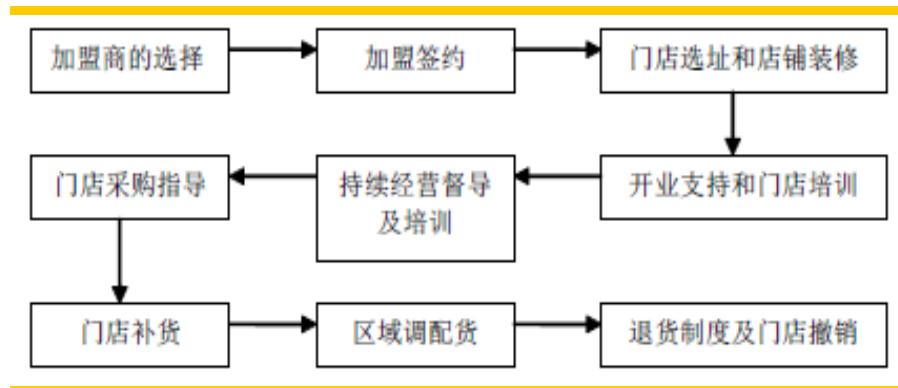


数据来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

4.3 拥有较强的营销网络复制能力

公司借助多年的营销网络建设和管理经验，建立了包括加盟商店铺选址、店铺装修、货品陈列、店员培训、客户订货、货品配送、督导跟踪等在内的一套标准化、流程化管理体系，其中对加盟商的拟新开店铺，公司建有严格的效益评估体系，并根据已开店铺的运营情况实时修正，同时通过后续培训、持续督导和信用支持等手段，与加盟商建立了长期的合作伙伴关系，也保障了门店开业的稳定性。

图 8 公司加盟渠道拓展流程



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

4.4 拥有较好的供应链管理与研发团队

公司是国内服装行业中较早对裤装细分行业进行专注研究的企业之一，经过多年努力，公司已形成了一套符合业务发展的供应链管理体系，为供应链各方构建了一个统一的资源信息平台，实现了供应链上信息流、物流和资金流的结合与同步，可使各方在生产、物流运输和销售等环节能产生协同效应。

此外，通过多年的不断摸索和积累，公司现已逐步建立起了一支经验丰富的產品设计团队，设计骨干一直较为稳定。未来几年，公司将通过不断完善营销网络体系，加快升级改造店铺信息管理系统，不断提升公司对目标市场的研究和分析能力，及时了解目标消费群在消费习惯、产品特征偏好和流行时尚趋势的变化情况。同时，公司也将借助即将升级的信息管理系统，对产品设计流程进一步优化，保持公司裤装设计水平在国内同行业中的领先地位。

五、募集资金项目分析

本次公司上市所募集的资金将主要用于营销网络建设和信息化系统建设两个项目，拟投入的总资金共计2.95亿元。具体的公司募集资金使用安排如下：

表 6 公司本次募投项目情况

序号	募集资金投向	总投资金额(万元)	项目实施周期
1	营销网络建设项目	27550.07	2 年
2	信息化系统建设项目	1926.57	2 年
	合计	29476.64	—

资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

5.1 营销网络建设项目

根据公司营销网络的现有布局和未来发展规划，项目拟在长沙、南京、太原、南宁、郑州、合肥、兰州和贵阳八个省会城市开设直营店220家，店铺类型包括旗舰店和标准店两种，项目建成后公司直营销售的比重将大幅增加，公司的综合毛利率水平也将得到提升。

表 7 公司营销网络建设情况

门店类型	数量			面积(M2)		
	租赁数	购买数	合计	租赁面积	购买面积	合计
旗舰店	42	16	58	4145	2330	6475
标准店	162	0	162	8858	0	8858
合计	204	16	220	13003	2330	15333

数据来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

表 8 公司两类型门店的特点

类型	店铺面积(平方米)	功能介绍	城市级别	商圈级别
旗舰店	80 平方米及以上	最高级别的品牌形象展示店，处于重点城市的主要商业地段，能够在区域甚至全国范围内起到品牌辐射作用	省会城市	一、二级商圈
标准店	80 平方米以下	处于重点开发市场中的二、三类商圈，负责品牌在当地市场份额的拓展，提升终端影响力	省会城市、副省级城市、经济发达地级市	二、三级及社区商圈

资料来源：公司招股说明书，爱建证券研发部

5.2 信息化系统建设项目

本项目总投资为1926.57万元，主要用于硬件和软件购置及相关人员的培训费用。相关的拟完成的建设包括人力资源管理系统新建、供应链管理系统新建、门店零售系统新建、商业智能新建、客户关系管理系统新建、企业资源管理系统改进、办公自动化系统升级。本项目将通过对公司现有信息化资源的集成和优化升级，实现公司物流、资金流、信息流的同步，为公司管理层的决策分析提供更为科学准确的信息，提高公司上下游业务的协同能力，加强公司内部各业务流程的整合，从而提高公司的运营效率，提升公司的核心竞争力。

六、盈利预测及估值

6.1 盈利预测

表 9 公司主要财务数据预测

单位(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	403	490	615	787
营业成本	264	313	384	501
营业税金	2	3	5	7
销售费用	44	55	76	97
管理费用	29	35	45	56
财务费用	6	7	5	4
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	58	77	100	120
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	58	77	100	122
所得税	15	19	25	30
净利润	43	58	75	92
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	43	58	75	92
每股收益(元)	0.65	0.86	1.12	1.37

数据来源: Wind & 爰建证券预测 注:2011-2013 年的 EPS 为摊薄值

6.2 合理价值区间约 21.50-25.80 元

公司主营为裤装类的连锁经营，目前A股市场上没有业务模式完全可比的公司。在选取可比公司时，我们重点参考了业务与本公司相类似的有关上市企业，这三家公司2011-13年的平均估值水平为30、22、17，同时考虑到目前中小板的估值水平要低于创业板，我们认为给予百圆裤业2011年25-30倍的动态市盈率较为合理，对应的合理股价区间为21.50-25.80元，其区间中值为23.65元。

表 10 可比类公司对比情况

代码	简称	EPS(元)				PE			
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
002345	九牧王	0.63	0.94	1.20	1.40	42.10	29.62	22.29	18.17
600612	搜于特	0.57	1.02	1.54	1.90	65.20	36.95	23.31	16.11
600655	希努尔	0.72	0.99	1.32	1.70	32.45	24.08	19.18	15.23
-	均值	-	-	-	-	46.58	30.22	21.59	16.50
002640	百圆裤业	0.65	0.86	1.12	1.37	-	-	-	-

数据来源: 爰建证券预测 注: PE 值的计算参照值为上市公司的 2011 年 11 月 23 日收盘价

风险提示

- 1) 公司直营销销售比重较低，存在管理与运营控制的风险。
- 2) 公司的裤装产品生产全部通过外包给成衣加工商完成，因而存在生产与服务外包的风险。
- 3) 公司的主要产品为裤装系列，市场竞争比较激烈，存在产品单一的风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

投资评级说明

报告发布日后的 6 个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 15%以上

推荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 5%~15%

中性：预期未来 6 个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来 6 个月内，个股相对大盘跌幅 5%以上

行业评级

强于大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅 5%以上

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘跌幅 5%以上

重要声明

爰建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爰建证券有限责任公司（以下简称“爰建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爰建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爰建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爰建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爰建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爰建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。