

三四线城市裤装产品和服务专家

百圆裤业 (002640.sz)

暂无评级

合理估值区间: 22.5-27.5

投资要点:

分析师



马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号:

S0130511020012

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

执业证书编号: S0130111081688

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2011.11.22

合理估值区间(元)	22.5-27.5
上证指数	2412
发行股数(万股)	1,667
发行后总股本(万股)	6,667
主承销商	光大证券

- **公司简介** 发行人以特许加盟与直营相结合的连锁经营模式, 专注产品设计和品牌推广, 外包生产物流, 通过“轻资产运营”为 25-55 中等收入消费者提供定价在 100-300 元之间的百圆品牌裤装(男女裤西裤、牛仔、休闲等)。2010 年, 公司营业收入 4.03 亿元, 归属于母公司所有者的净利润为 0.43 亿元。杨建新、樊梅花夫妇为公司实际控制人, 共持有公司 75% 的股份, 同时杨建新通过睿景、明昌公司间接持有百圆裤业 12.10% 的股份。
- **十余年经验的大众裤业专家** 公司从 1998 年开始, 以连锁经营的方式从事百圆裤装产品的销售, 通过十余年的努力, 公司在市场已经具备知名度和美誉度, 2008-2010 年公司各类裤装年销售量分别为 333 万件、472 万件、533 万件, 年均增长 26.5%。
- **渠道布局全面, 但外延空间仍然广阔** 截止 2011 年 6 月末, 直营和加盟共 1,597 家, 网络覆盖全国 27 个省、自治区、直辖市。但相对于全国 333 个地级行政区划; 2856 个县级行政区划; 40906 个乡级行政区划, 尚有大量空白, 未来 2-3 年外延式增长可期。
- **募投项目分析** 公司本次 IPO 拟发行不超过 1,667 万股, 发行后总股本为 6,667 万股。募投项目包括营销网络和信息系统建设, 将在八个省会城市开设直营旗舰店 58 家、标准店 162 家, 新建渠道填补部分市场空白点, 同时提升公司综合毛利率水平。信息系统建设将集成和优化升级现有信息化资源。
- **盈利预测和估值** 我们预计公司 2011/12/13 年摊薄后 EPS 为 0.94/1.25/1.72 元, 结合 A 股同类上市公司市盈率, 并考虑到公司的成长性, 我们给予公司 2012 年 18-22 倍市盈率, 对应的合理估值区间为 22.5-27.5 元, DCF 绝对估值为 23.23 元。
- **主要风险** 一二线品牌渠道下沉, 产品类型单一

主要财务指标

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	212	327	403	498	630	818
收入增长率%		53.9%	23.3%	23.5%	26.5%	30.0%
净利润(百万元)	21	29	43	63	84	115
净利润增长率%		35.8%	52.3%	44.2%	33.5%	37.4%
摊薄 EPS(元)	0.32	0.43	0.65	0.94	1.25	1.72
销售毛利率	31.6%	31.2%	34.5%	37.2%	38.7%	40.5%
ROE	76.7%	34.8%	33.2%	16.7%	13.4%	16.5%
ROIC	61.9%	35.5%	35.5%	28.9%	24.1%	25.5%

资料来源: 中国银河证券研究部

目 录

一、发行人概况与发行方案.....	1
(一) 发行人简介及发行前后股本结构变化	1
(二) 发行人主营业务介绍与分析.....	2
(三) 募集资金计划简介	2
二、关键假设及盈利预测.....	3
三、公司合理价值 22.5-27.5 元	4
(一) 相对估值: 合理价值 22.5-27.5 元.....	4
(二) 绝对估值: 合理价值 23.23 元.....	4
四、公司业务: 三四线城市裤装产品和服务专家.....	5
(一) “轻资产”运营模式	5
(二) 十余年经验的大众裤装专家.....	5
(二) 公司成长速度强劲.....	7
(三) 毛利率平稳中提升, 销售收入增速 2009 年快于 2010 年	8
五、区域优势明显, 空白区域提供广阔增长空间.....	10
(一) 二三四线城市数目众多, 尚有大量空白区域	10
(二) 裤装竞争呈差异化, 各自优势区域和空白区域明显.....	10
六、公司未来可发展空间大.....	12
(一) 渠道尚有大量空白	12
(二) 产品结构可持续优化升级	12
(三) 行业发展空间广阔	12
七、募集资金投向.....	13
(一) “营销网络建设项目” 开设直营店 220 家.....	13
(二) “信息系统建设项目”	13
八、风险分析.....	14
(一) 采购集中的风险.....	14
(二) 门店租金上涨的风险	14
(三) 产品单一的风险.....	14
附录:行业背景	14
插图目录	18
表格目录	18

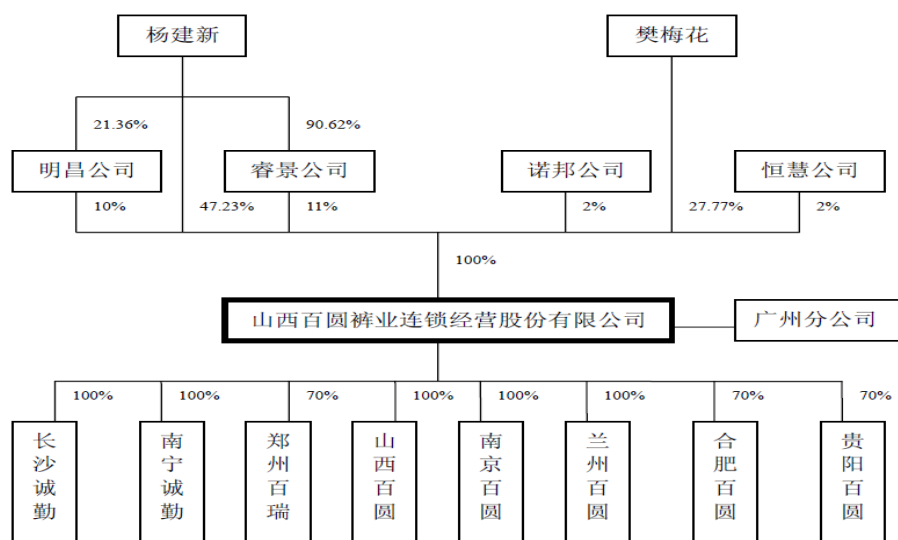
一、发行人概况与发行方案

(一) 发行人简介及发行前后股本结构变化

1、发行人控股股东及实际控制人介绍

发行前，杨建新、樊梅花夫妇直接持有公司 75%的股份，同时杨建新通过睿景公司、明昌公司间接持有百圆裤业 12.10%的股份，杨建新、樊梅花夫妇为百圆裤业实际控制人。

图 1 公司上市前股权结构



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

2、发行前后股本结构变化

表 1 上市前后公司股本结构

类别	发行前		发行后	
	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
一、有限售条件流通股				
杨建新	2,361.34	47.23%	2,361.34	35.42%
樊梅花	1,388.66	27.77%	1,388.66	20.83%
睿景公司	550.00	11.00%	550.00	8.25%
明昌公司	500.00	10.00%	500.00	7.50%
恒慧公司	100.00	2.00%	100.00	1.50%
诺邦公司	100.00	2.00%	100.00	1.50%
二、本次发行流通股				
合计	5,000.00	100.00%	6,667.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

(二) 发行人主营业务介绍与分析

公司主营业务通过以特许加盟与直营销售想结合的连锁经营模式,通过品牌推广、终端渠道建设、产品设计开发和供应链管理,组织公司自有品牌百圆裤装的批发和零售,致力于为目标消费者提供优质的产品和服务的裤装专家。

公司产品包括男女西裤、休闲裤、牛仔裤。2008-2010 年,各类裤装年销售量分别为 333 万件、472 万件、533 万件,年均增长率为 26.5%,2011 年上半年销售裤装 267 万件。

2008-2010 年,拥有直营和加盟店共计 1088 家、1292 家、1523 家,年均增长率为 18.3%。2011 年 6 月底,门店总数达 1597 家。

2010 年公司销售收入 4.03 亿元,净利润 0.43 亿元,毛利率 34.5%;2011 年 1-6 月,公司销售收入为 2.14 亿元,净利润为 0.25 亿元,毛利率为 38.3%。

(三) 募集资金计划简介

经公司 2011 年第一次临时股东大会审议通过,本次发行募集资金按轻重缓急顺序投入以下项目:

表 2 募投资金投向

	募投项目	总投资额(万元)	项目实施周期
1	营销网络建设	27,550.07	2 年
2	信息化系统建设项目	1,926.57	2 年
	合计	29,476.64	

资料来源:公司招股说明书,中国银河证券研究部

若募集资金不足时,由公司根据上述募集资金投资项目的重要性和紧迫性安排募集资金的具体使用,不足部分通过自筹方式解决;若募集资金超过上述项目需要投入的募集资金总额时,则超额部分用于补充公司流动资金。本次募集资金到位前,公司将根据实际需要,通过自有资金或银行贷款支持上述项目的实施。募集资金到位后,将以募集资金置换预先已投入募集资金投资项目的自有资金或偿还前期银行贷款。

二、关键假设及盈利预测

百圆裤业未来三年销售收入增长的两大驱动因素：（1）渠道外延增长：募投项目将开设 58 家旗舰店和 162 家标准店，同时加盟店保持稳步增长；（2）单店内生增长：包括销量的增加和提价。

1、关于开店速度

随着募集项目展开，未来 3 年渠道仍快速拓展。

我们假定在 2011-2013 年，（1）直营店数量为 82、172、312，年均复合增长率为 95.0%；（2）加盟店数量为 1616、1758、1938，年均复合增长率约 9.5%。

2、关于单店内生增长的假定

由于原材料和人工工资上涨，公司通过提价转嫁成本，同时近年来公司积极进行产品升级，从原来的 100 元单一价格提高到 100-300 元，公司产品单价逐年提升，单店销量也同比增长。我们假定在 2011-2013 年，直营渠道单店收入年均复合增长率为 10.0%，加盟店单店收入年均复合增长率为 10.0%。

3、关于综合毛利率的假定

由于公司目标群体为二三四线，20-55 岁，有一定品牌意识且注重性价比的消费群体，公司面对成本和费用的上涨有一定转嫁能力。故假设综合毛利率稳定增长，2011-2013 年分别为 37.2%、38.7%、40.5%。

根据以上假设，预计 2011/12/13 年，公司实现（1）营业收入 4.98/6.30/8.18 亿元；（2）归属于母公司所有者的净利润为 0.63/0.84/1.15 亿元；（3）EPS 为 0.94/1.25/1.72 元。

表 3 主要盈利预测假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率（YOY）		53.9%	23.3%	23.5%	26.5%	30.0%
营业成本 /营业收入	68.4%	68.8%	65.5%	62.8%	61.3%	59.5%
营业税率	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用 /营业收入	4.4%	7.3%	10.8%	11.5%	12.5%	13.0%
管理费用 /营业收入	11.3%	9.1%	7.1%	7.5%	7.6%	7.7%
实际税率	26.3%	29.1%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益/税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股利分配比例	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：中国银河证券研究部

三、公司合理价值 22.5-27.5 元

(一) 相对估值：合理价值 22.5-27.5 元

表 4 A 股品牌服装类上市公司估值对比

股票名称	股票代码	股价	总市值	EPS			PE (X)		
		(元)	(亿元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
美邦服饰	002269.SZ	28.890	350	0.76	1.21	1.65	37.9	23.9	17.5
森马服饰	002563.SZ	48.740	381	1.50	2.02	2.70	32.5	24.1	18.0
报喜鸟	002154.SZ	13.350	92	0.42	0.60	0.80	31.9	22.4	16.7
七匹狼	002029.SZ	40.050	109	0.97	1.42	1.86	41.4	28.3	21.6
星期六	002291.SZ	8.680	38	0.31	0.32	0.41	28.3	27.2	21.2
希努尔	002485.SZ	23.550	47	0.73	0.99	1.31	32.3	23.7	18.0
九牧王	601566.SH	26.500	153	0.63	0.89	1.18	42.1	29.6	22.4
	平均			0.76	1.06	1.41	35.18	25.60	19.36
百圆裤业				0.94	1.25	1.72			

资料来源：WIND, 中国银河证券研究部

A 股可比服装公司 2011 年平均 PE 为 25.60, 2012 年平均 PE 为 19.36。考虑到公司未来三年仍然有望实现 35.45% 的复合增长速度, 我们认为二级市场合理估值在 2012 年的 18-22 倍 PE。公司合理价格在 22.50-27.50 元之间。

(二) 绝对估值：合理价值 23.23 元

根据中国银河证券研究部绝对估值模型, 以 WACC=10.41%, G=2% 计算, 公司绝对估值每股价值为 23.23 元 (附表 3)。

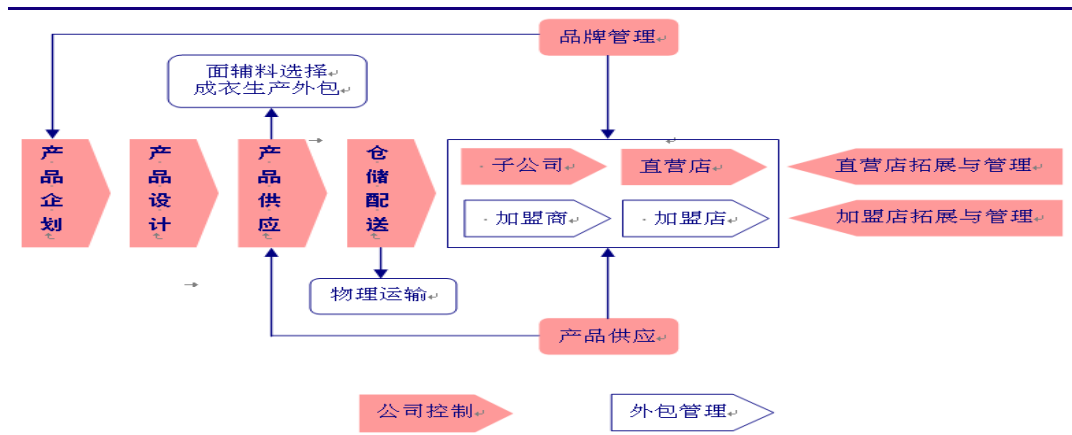
综合相对估值与绝对估值方法, 我们认为公司的合理估值区间在 22.50-27.50 元。

四、公司业务：三四线城市裤装产品和服务专家

（一）“轻资产”运营模式

公司实际控制人自 1998 年开始，以特许加盟和直营销销售相结合连锁经营模式，专注于产品设计、品牌推广等高附加值环节，将低附加值的生产、物流全部外包，通过整合供应链向国内二三四线城市中 25-55 岁中等收入消费群体提供中高品质、中档价位、主流、舒适的百圆品牌裤装产品。

图 2：公司运营流程图



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

表 5 公司业务模式运作情况

项目	业务模式
产品设计	设计师 40 人，其中男女裤设计师各 10 名，高级板型师 2 名，车板师 10 名，绣花工艺师 2 名。2010 年设计总款数为 1275，2011 年 1-6 月设计款数为 920 款
采购模式	成衣生产商负责采购面料，公司派跟单人员
生产模式	全部外包，合作成衣加工商 33 家，每款首批订货在 50%-80%，提前 45 天下单，后续补货提前 20-30 天
营销网络	2011 年 6 月底，直营店 80 家、加盟店 1517 家
订货方式	一年四季订货会，订货金额占全年收入的 70%。其中春季在 11 月，夏季 3 月，秋季 5 月，冬季 9 月
仓储与物流	全国 13 个配送中心，广州太原为直营配送中心，其余 11 个外包。物流采用自有和第三方结合模式，与 19 家物流公司合作
结算与信用	直营专卖店：产品出售后，以现金或 pos 机结算
政策	商超店：公司按照商场提供的结算单给商场开具发票，商场收到后将货款打入公司账户

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（二）十余年经验的大众裤装专家

公司从 1998 年开始，以连锁经营的方式从事百圆裤装产品的销售，通过十余年的努力，2008-2010 年公司各类裤装年销售量分别为 333 万件、472 万件、533 万件，年均增长 26.5%，2011 年上半年公司销售裤装 267 万件。截止 2011 年 6 月末，直营和加盟共 1,597 家，网络覆

盖全国 27 个省、自治区、直辖市。

经过 10 多年时间的检验，公司多次获得中国特许经营领域最高奖“中国特许奖”，还先后被认定中国驰名商标，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等多想荣誉。

表 6 百圆品牌定位及特点

分类	特点
目标群体	25-55 岁二三四线中等收入人群
主要产品	男女裤装，种类涵盖各种西裤、休闲裤、牛仔裤
产品价格	早期“百圆”系列统一定价 100 元/件，07 年后推出“天帛百圆”系列分 6 档，150-300 元/件不等，VIP 会员九折
品牌核心价值观	为目标消费者提供质量优良、价格合理、穿着舒适、款式主流的裤装产品

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部

图 3 百圆裤业门店



资料来源：百圆裤业官网，中国银河证券研究部

图 4 百圆样裤



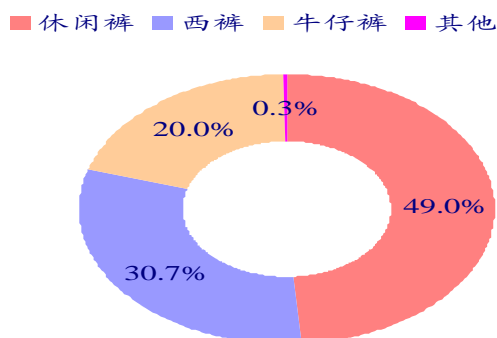
资料来源：百圆裤业官网，中国银河证券研究部

表 7 2008-2011.6 不同产品类型的销售收入及占比

产品类型	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年 1-6 月	
	销售收入 (万元)	占比 (%)	销售收入 (万元)	占比 (%)	销售收入 (万元)	占比 (%)	销售收入 (万元)	占比 (%)
休闲裤	9,715.67	47.62%	13,687.59	43.84%	18,916.37	48.98%	8,470.31	40.85%
西裤	6,680.50	32.74%	11,486.72	36.79%	11,858.79	30.70%	5,184.05	25.01%
牛仔裤	3,488.96	17.10%	5,804.27	18.59%	7,734.32	20.02%	6,920.25	33.38%
其他	517.40	2.54%	242.96	0.78%	114.74	0.30%	157.08	0.76%
合计	20,402.53	100.00%	31,221.55	100.00%	38,624.23	100.00%	20,731.69	100.00%

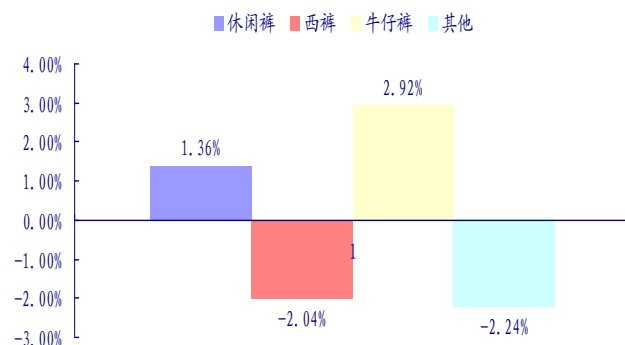
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 5 2010 年公司各产品类型销售收入占比



资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

图 6 2010 年与 2008 年相比产品类型占比变化

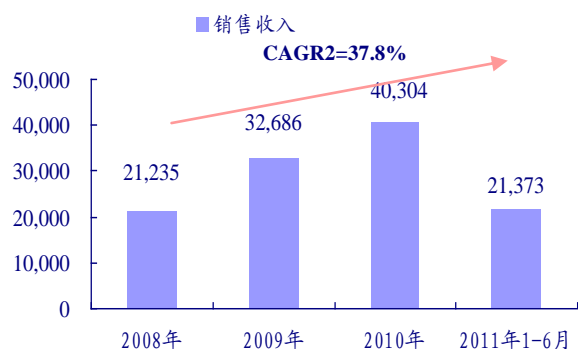


资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

(二) 公司成长速度强劲

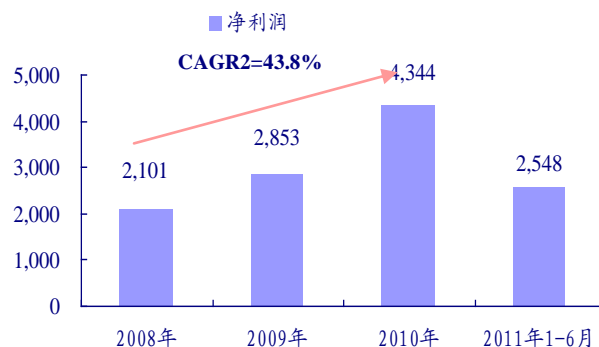
1、2008-2010 年销售收入 CAGR2=37.8%，净利润 CAGR2=43.8%

图 7 公司销售收入高速增长



资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

图 8 公司净利润高速增长

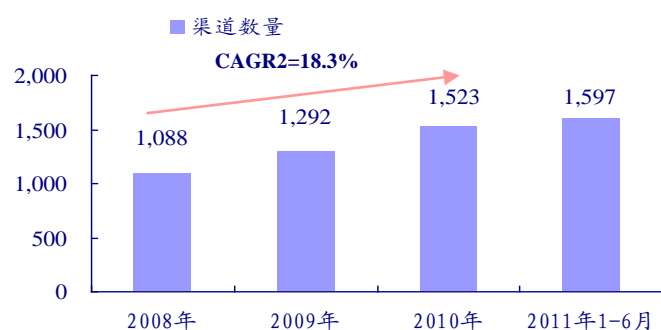


资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

2、2008-2010 年渠道数量 CAGR2=18.3%

2008-2010 年年均复合增长率为 18.3%，2011 年 6 月底，渠道数为 1,597 家。

图 9 公司渠道数量稳步增长



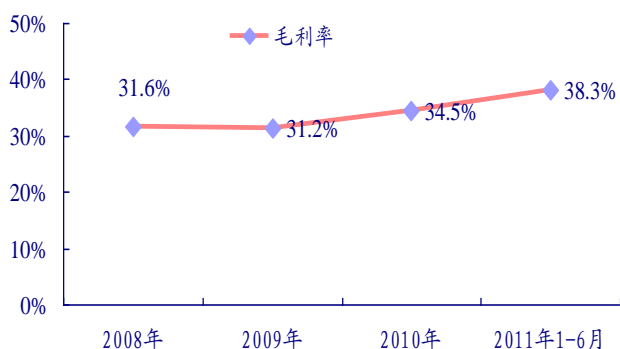
资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

(三) 毛利率平稳中提升，销售收入增速 2009 年快于 2010 年

1、毛利率平稳提高

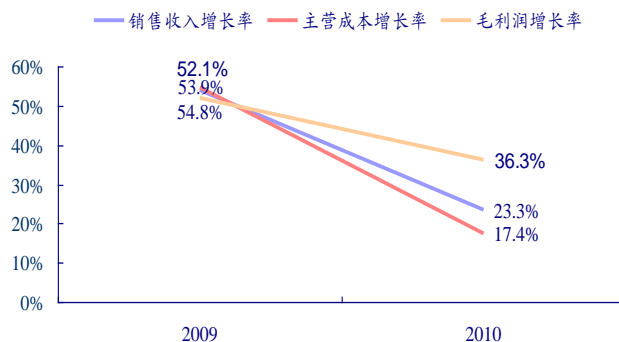
从 2008 年公司毛利率为 31.6%，2010 年公司毛利率为 34.5%，到 2011 年 1-6 月毛利率为 38.3%，从图 11 可以看出，在 2009 年销售收入、主营业务成本、毛利润的增长率均高于 2010 年，但 2010 年销售收入增长率高于主营业务成本增长率，因此毛利率提高。

图 10 2008-2011.1-6 公司毛利率逐年提高 (%)



资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

图 11 2008-2010 销售收入、主营业务成本、毛利润增长率 (%)

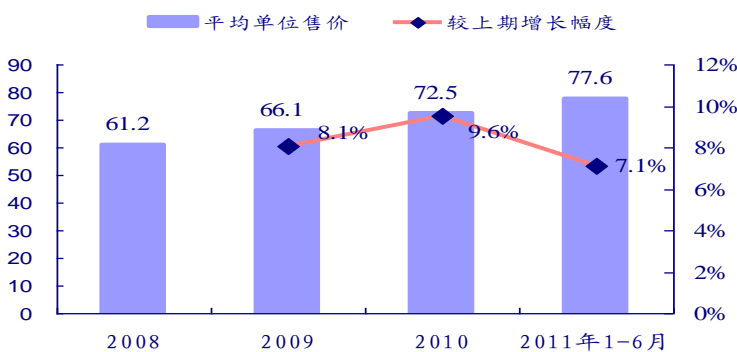


资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

面对成本的提升，公司在 2010 年能提高毛利率的原因是公司不断的调整产品结构，从 100 元/件的统一定价到“天帛百圆”的 150-300 元/件的 6 档定价，产品档次逐渐提升，使得毛利率提升。

从 2008 年到 2011 年上半年，公司产品平均单位售价呈稳步上升趋势，从 2008 年的 61.2 元/件，提高到 2011 年 6 月底的 77.6 元/件，单价提高幅度 26.8%。

图 12 2008-2011.1-6 平均单位售价及增幅 (元/件、%)

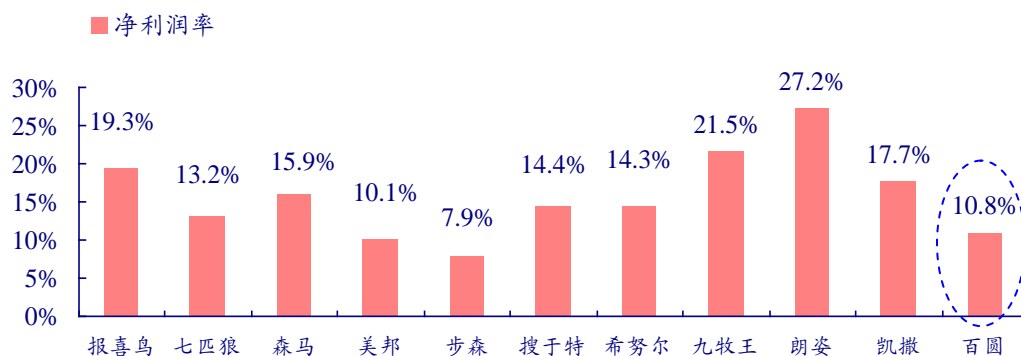


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

2、定位大众，净利率和毛利率对比同类公司略低

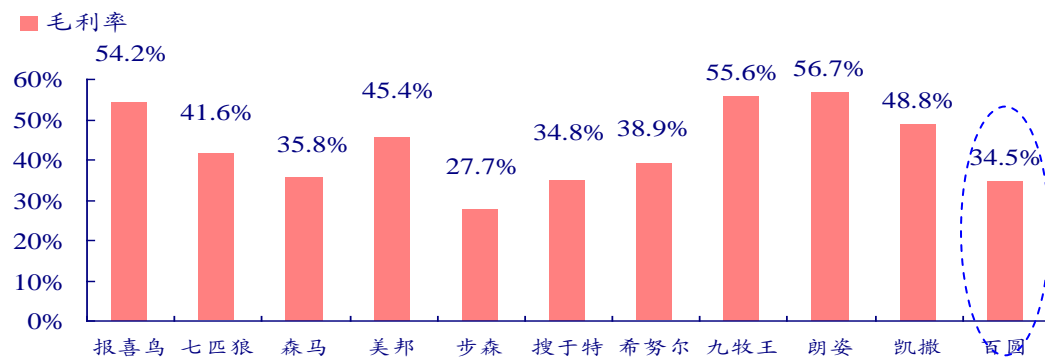
公司 2010 年净利率为 10.8%，仅高于步森股份和美邦服饰（美邦服饰 2010 年净利润率低的原因是费用控制不佳）；毛利率为 34.5%，仅高于步森服饰。对比同类上市公司，公司在净利率和毛利率较低，与公司定位中低，产品价格不高有关。

图 13 2010 年同类公司净利润率



资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

图 14 2010 年同类公司毛利率

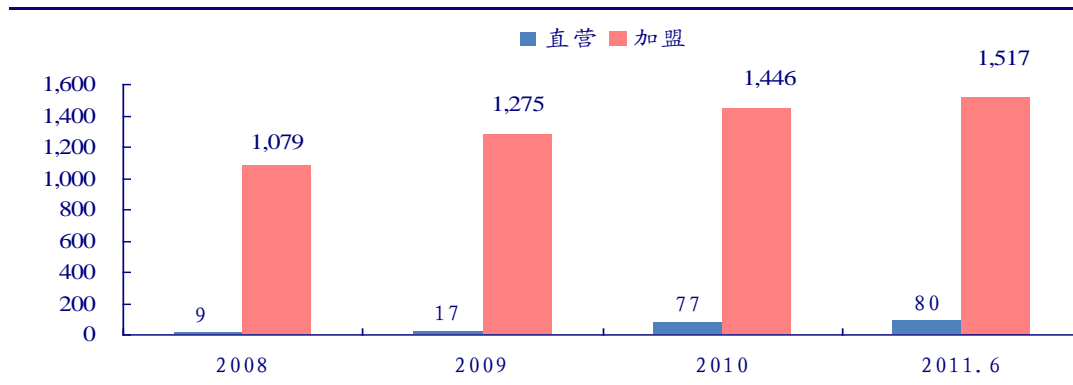


资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

五、区域优势明显，空白区域提供广阔增长空间

2008 年到 2011 上半年公司专卖店数量分别为 1,088 家、1,292 家、1,523 家和 1,597 家，覆盖了全国 27 个省、自治区、直辖市，其中直营渠道从 9 家增长到 80 家，加盟渠道从 1079 增长到 1517 家，均保持较快的增长。

图 15 2008-2011.6 公司渠道数量



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

(一) 二三四线城市数目众多，尚有大量空白区域

百圆裤业目标市场为国内二三四线城市 25-55 岁中等收入的人群，产品定价在 100-300 元。

截至 2010 年，我国省级行政区划有 34 个；地级行政区划有 333 个；县级行政区划有 2856 个；乡级行政区划更是有 40906 个之多。公司 11 年 6 月所开门店数为 1597 家门店，加盟商数量仅为 700 余人，平均开店为 2 家。一个县级城市 3-5 家同品牌专卖店的覆盖率较为理想，目前已有区域平均开店量尚未达到饱和。

因此，第一，公司在原有的强势区域可以对渠道进行加密，深度挖掘已有市场，充分抓住客户资源；第二，尚未开发的大量空白市场，给公司未来渠道增长提供了广阔的增长空间。我们认为对于百圆裤业这种定位大众，且产品为必需品的企业，目标市场巨大，现有的渠道远远未达到饱和，外延增长空间仍然广阔。

(二) 裤装竞争呈差异化，各自优势区域和空白区域明显

对比知名品牌可以看出，专业裤装品牌定位具有一定差异，例如价格方面九牧王较高端，价位在 450-650 元，而百圆仅为 100-300 元；专业方面，梦舒雅、万之冠主营女裤，九牧王男裤较强，其他几个品牌男女裤皆覆盖；强势区域方面，各品牌强势区域亦有差异，百圆裤业在北方为主，百斯盾以南方强势，万之冠则主要在华东，Mansate 在河北新疆等。

各个品牌在自己的强势区域经营很好，同时，因为不同品牌定位有差异，空白区域也为企业的发展提供了空间。

表 8 裤装知名品牌特点对比

品牌名称	企业所在地	风格	产品系列	目标人群	价格区间（元）	主要市场
 百图裤业 Bailuon Trousers	太原	主流、经典	男女裤装，包括休闲、牛仔、西裤	25-55 岁中等收入男女消费者	100-300	全国市场，以北方为主
 bestn 百斯盾	广州	主流、经典	男女裤装，包括休闲、牛仔、西裤	25-55 岁中等收入男女消费者	200-350	全国市场均有分布，以南方为主
 M·SUYA 梦舒雅	郑州	优雅、简洁	女裤	30-45 岁中等收入女性	200-400	主要集中在华中、华北、东北区域
 JOEONE	泉州	商务、休闲	中高档商务休闲男装系列产品	30-45 岁中等收入男性消费者	450-650	全国市场均有分布
 万之冠 COLLEGE	杭州	优雅、简洁	女裤	30-45 岁中等收入女性	200-400	以华东市场为主
 MANSATE	石家庄	主流、经典	男女裤装，包括西裤、休闲、牛仔	25-55 岁中等收入男女消费者	170-240	主要集中在河北、东北以及新疆区域

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

六、公司未来可发展空间大

（一）渠道尚有大量空白

截至 2011 年 6 月底，公司门店总计 1,597 家，主要在二三四线城市和县级城市为主，其中县级城市的店铺约占整体店数的 60%，因此，随着募投项目的进展，公司将覆盖更多的省会和一线城市，由于还存在大量的空白市场未被开发，我们认为大量渠道的空白为公司销售收入的增长提供了空间，

（二）产品结构可持续优化升级

公司最早产品统一单价 100 元/件，2007 年起对产品结构进行升级改造，推出“天帛百圆”系列，产品零售价格分 150-300 元不等，并逐年提高较高价位产品的采购和销售比重，因而公司裤装产品的销售平均价格和毛利率水平逐年上升。

未来公司如能有效的进行产品结构持续升级，将对公司总体盈利能力的提升具有有重要作用。

（三）行业发展空间广阔

2008 年，全国城市人均衣着类消费支出达 1,165.91 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，城市人均每年裤类消费支出至少为 300 余元。

最近十年城镇化平均每年提高约 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 1.5%时，城镇化带来的服装销售约 120 亿元/年，由此带来的服装销售增长率约 4%，因此，未来几年随着城镇化进程的逐步加快，城乡居民收入差距进一步缩小，更多农村人口在城镇落户就业等因素

七、募集资金投向

公司此次发行募集资金用于以下项目：（1）营销网络建设项目；（2）信息系统提升建设等。

表 9 募集项目

序号	项目名称	总投资额（万元）	项目实施周期	项目备案相关文件
1	营销网络建设	27,550.07	2 年	晋发改备案（2011）10 号
2	信息化系统建设	1,926.57	2 年	迎发改字（2010）14 号
合计		29,476.64		

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（一）“营销网络建设项目”开设直营店 220 家

营销网络项目拟在长沙、南京、太原、南宁、郑州、合肥、兰州、贵阳八个省会城市开设直营店 220 家，店铺类型分旗舰店和标准店。

表 10 营销网络建设

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

注：旗舰店-80 平米以上，省会城市一、二级商圈，最高级别的形象展示店，起到品牌辐射作用；

标准店-80 平米以下，省会、副省级、经济发达地区二三级及社区商圈，负责市场份额开拓

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

募投项目通过在八个省会城市新设 220 家直营店，进一步扩大公司在二、三线城市的营销网络规模，填补部分市场空白点，完善公司的营销网络体系，进一步提高公司产品市场占有率。预计项目完全达产后，年新增销售收入为 36,081.37 万元。

（二）“信息系统建设项目”

项目总投资为 1,926.57 万元，主要用于硬件和软件购置及相关人员的培训费用。拟建成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（POS）新建、商业智能（BI）新建、客户关系管理系统新建、企业资源管理系统（ERP）改进、办公自动化系统（OA）升级。

表 11 信息系统建设项目投资明细

序号	投资类别	投资金额	投资比例
1	建设投资		
1.1	硬件购置费	573.3	29.8%
1.2	软件购置费	1053.3	54.7%
2	培训费用	300.0	15.6%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

八、风险分析

（一）采购集中的风险

公司为保证采购的性并利用规模化来降低成本，缓解原材料上涨的压力，加大了对主要供应商的集中采购力度，2008 年至 2011 年 1-6 月各期，公司前五大供应商采购比例分别为 68.97%、59.51%、63.12%、56.74%，均在 50%以上。

较高的采购集中度表明公司对大供应商依存程度较高，会使得公司的生产受到个别供应商影响，也可能带来产品质量问题的风险，从而影响公司业绩。

（二）门店租金上涨的风险

公司门店主要位于三四线城市，本次募集资金项目在二三线城市的店铺数量也将大幅增加。近几年，随着我国房地产市场的升温，国内商铺租金总体呈上涨趋势。

租金的上涨不但对直营店运营产生压力，给加盟商也带来同样的压力。由于公司销售的产品价位相对中低端，毛利率较低，公司净利润对费用极为敏感，面对门店租金的持续上涨，公司和加盟商的收益都会收到影响。

（三）产品单一的风险

公司为裤装专家，虽然裤装产品丰富，但是品类单一。随着消费升级，消费者更倾向于一站式购物。因此，品类丰富的品牌服饰门店将更加能吸引消费者，消费者能在同一个店里进行上衣、裤子、茄克、背心、甚至鞋子进行搭配，同时满足不同的需求，或者促发即兴消费。

产品品类过于单一，对刺激消费作用较弱，随着品牌大店的建设，对公司业务产生冲击。

附录：行业背景

我国是裤业大国，但不是品牌强国，裤装品牌发展划分五个阶段，当前裤装产业正处于产品化运营阶段，品牌附加值低，品牌运营水平较低。裤装行业目前正努力尝试从产品运营阶段提升到品牌运营阶段，之后再品牌运营阶段上升到产业链整合阶段，再之后从产业链整合阶段走向资本化运营阶段，最终由资本化运营阶段走向国际化运营阶段。

表 12 裤业发展的商业模式

分类	模式	注解
一	单品专业模式	代表品牌：Be-Three 和 镰仓、J-brand、Levis
二	男女裤组合模型	代表品牌：百斯盾
三	品类组合模式	
四	女裤加饰品模型	
五	轻系列化模式	女装比例在 70%以上，裤子占 30%以下
六	系列化模型	代表品牌：九牧王、哥哥、虎都

资料来源：2011 年第二届中国裤业企业家理事会年会，中国银河证券研究部

附表 1 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	68	313	247	234	营业收入	403	498	630	818
应收票据	0	0	0	0	营业成本	264	312	386	487
应收账款	46	56	71	92	营业税金及附加	3	3	4	5
预付款项	31	53	66	83	销售费用	44	57	79	106
其他应收款	3	3	4	6	管理费用	29	37	48	63
存货	75	58	72	91	财务费用	6	1	-3	-2
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	3	4	6
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	44	179	261	330	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	营业利润	58	84	112	153
无形资产	12	24	37	28	营业外收支净额	0	0	0	0
长期待摊费用	1	11	17	20	税前利润	58	84	112	153
资产总计	295	711	790	899	减: 所得税	15	21	28	38
短期借款	72	0	0	0	净利润	43	63	84	115
应付票据	0	0	0	0	归属于母公司净利润	43	63	84	115
应付账款	10	26	32	40	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	22	50	63	82	基本每股收益	0.87	0.94	1.25	1.72
应付职工薪酬	3	3	4	5	稀释每股收益	0.65	0.94	1.25	1.72
应交税费	6	6	6	6	财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	9	9	9	9	成长性				
其他流动负债	0	0	0	0	营收增长率	23.3%	23.5%	26.5%	30.0%
长期借款	0	0	0	0	EBIT 增长率	38.9%	36.0%	29.4%	38.4%
预计负债	0	0	0	0	净利润增长率	52.3%	44.2%	33.5%	37.4%
负债合计	142	114	134	162	盈利性				
股东权益合计	154	598	656	737	销售毛利率	34.5%	37.2%	38.7%	40.5%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.8%	12.6%	13.3%	14.0%
净利润	43	63	84	115	ROE	33.2%	16.7%	13.4%	16.5%
折旧与摊销	0	29	50	67	ROIC	35.5%	28.9%	24.1%	25.5%
经营活动现金流	4	122	109	149	估值倍数				
投资活动现金流	-10	-187	-152	-130	PE				
融资活动现金流	24	309	-23	-32	P/S				
现金净变动	18	244	-65	-13	P/B				
期初现金余额	50	68	313	247	股息收益率				
期末现金余额	68	313	247	234	EV/EBITDA				

资料来源: 中国银河证券研究部

附表 2 财务分析和估值指标汇总

财务比率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
盈利能力						
ROA	19.6%	12.3%	16.0%	12.4%	11.1%	13.6%
ROE	76.7%	34.8%	33.2%	16.7%	13.4%	16.5%
ROCE	43.2%	23.3%	23.0%	15.2%	13.1%	16.4%
ROIC	61.9%	35.5%	35.5%	28.9%	24.1%	25.5%
销售毛利率	31.6%	31.2%	34.5%	37.2%	38.7%	40.5%
营业利润率	13.9%	12.7%	14.5%	16.8%	17.7%	18.7%
EBITDA 率	15.5%	14.2%	16.0%	23.5%	26.0%	27.4%
EBIT 率	15.5%	14.2%	16.0%	17.6%	18.0%	19.2%
销售净利率	9.9%	8.7%	10.8%	12.6%	13.3%	14.0%
增长能力						
营收增长率		53.9%	23.3%	23.5%	26.5%	30.0%
EBIT 增长率		40.6%	38.9%	36.0%	29.4%	38.4%
EBITDA 增长率		40.6%	38.9%	81.8%	39.7%	36.8%
净利润增长率		35.8%	52.3%	44.2%	33.5%	37.4%
营运能力						
存货周转天数	81.3	112.9	103.6	78.3	61.8	61.2
应收帐款周转天数	9.5	28.4	38.7	37.3	36.9	36.5
应付帐款周转天数	0.9	29.3	31.5	20.9	27.1	26.9
总资产周转率	2.0	1.4	1.5	1.0	0.8	1.0
固定资产周转率	8.6	6.9	9.1	4.5	2.9	2.8
偿债能力						
流动比率	0.9	1.5	1.6	4.3	3.4	3.1
速动比率	0.5	0.9	1.0	3.7	2.9	2.6
资产负债率	74.4%	56.0%	47.9%	16.0%	16.9%	18.0%

资料来源：中国银河证券研究部

附表3 绝对估值核心指标

万元	2011E	2012E	2013E		2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	8,762	11,335	15,692		18,130	19,941	21,907	23,488	25,199	27,055
所得税	2,190	2,834	3,923		4,533	4,985	5,477	5,872	6,300	6,764
NOPLAT	6,571	8,501	11,769		13,598	14,956	16,430	17,616	18,899	20,291
营运资金净变动	2,808	(2,207)	(3,058)		(1,776)	(1,224)	(1,318)	(1,213)	(1,306)	(1,409)
资本支出	(18,689)	(15,181)	(13,000)		(4,000)	(4,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
自由现金流	(6,360)	(3,859)	2,405		15,590	18,083	20,283	20,138	20,328	21,017
WACC	10.41%	Ke	13.00%	估值		g				
永续增长率	2.00%	Kd	0.08%			1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
终值	9,150	税率	25.00%	WACC	8.91%	27.00	28.32	29.82	31.56	33.59
企业价值	164,080	Rf	4.00%		9.41%	24.94	26.06	27.32	28.77	30.44
非核心资产价值	6,838	E(Rm)	10.00%		9.91%	23.12	24.07	25.15	26.36	27.76
债务价值	9,200	Rm-Rf	6.00%		10.41%	21.51	22.32	23.24	24.27	25.44
股权价值	154,880	D/A	4.40%		10.91%	20.06	20.77	21.56	22.44	23.43
股本	6,667	E/A	95.60%		11.41%	18.76	19.38	20.06	20.82	21.67
每股价值（元）	23.23	Beta	1.45		11.91%	17.59	18.13	18.72	19.38	20.11

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1 公司上市前股权结构.....	1
图 2: 公司运营流程图.....	5
图 3 百圆裤业门店	6
图 4 百圆样裤.....	6
图 5 2010 年公司各产品类型销售收入占比	7
图 6 2010 年与 2008 年相比产品类型占比变化.....	7
图 7 公司销售收入高速增长	7
图 8 公司净利润高速增长.....	7
图 9 公司渠道数量稳步增长	7
图 10 2008-2011.1-6 公司毛利率逐年提高.....	8
图 11 2008-2010 销售收入、主营业务成本、毛利润增长率.....	8
图 12 2008-2011.1-6 平均单位售价及增幅.....	8
图 13 2010 年同类公司净利润率	9
图 14 2010 年同类公司毛利率	9
图 15 2008-2011. 6 公司渠道数量	10

表格目录

表 1 上市前后公司股本结构	1
表 2 募投资金投向	2
表 3 主要盈利预测假设.....	3
表 4 A 股品牌服装类上市公司估值对比	4
表 5 公司业务模式运作情况	5
表 6 百圆品牌定位及特点	6
表 7 2008-2011.6 不同产品类型的销售收入及占比.....	6
表 8 裤装知名品牌特点对比	11
表 9 募集项目	13
表 10 营销网络建设	13
表 11 信息系统建设项目投资明细	13
表 12 裤业发展的商业模式	14
附表 1 公司财务报表预测.....	15
附表 2 财务分析和估值指标汇总	16
附表 3 绝对估值核心指标.....	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：宝姿（0589.HK）、中国利郎（1234.HK）、李宁（2331.HK）

A 股：雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、步森股份（002569.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn