

# 差异化竞争定位初显优势

## 买入首次

目标价格：32.75 元

### 投资要点：

- 📖 报告期内业绩稳定增长，毛利率同比有所提高。
- 📖 加强终端零售管理，同店增长显著，品牌影响力不断扩大。
- 📖 产品差异化定位，聚焦目标群体，未来业绩增长可期。

### 报告摘要：

- **中报业绩稳定增长。**2011年上半年，公司共实现营业收入48,371.56万元，同比增长22.04%，实现利润总额8,486.24万元，同比增长33.14%；实现归属于上市公司股东的净利润7,190.91万元，同比增长32.73%。每股收益为0.36元。公司总体经营水平稳步增长。
- **毛利率有所提升，财务费用下降。**报告期内公司毛利率为43.08%，同比上升2.57%，主要源于公司调整产品结构，高毛利产品占比增加，且产品价位整体上扬。公司财务费用同比大幅下降了123.45%，主要是由于募集资金带来的存款利息。
- **产品差异化定位，提升品牌形象。**公司上市后立足于差异化产品定位，在款式设计方面，相继推出了经典、时尚、婚庆三大系列产品，“希努尔”与“新郎装”的联系率强。公司通过冠名赞助世乒赛和CCTV-2《今日观察》节目，进一步提升了公司品牌知名度和影响力。
- **加强内部调整，为外延扩张夯实基础。**上半年公司加强面料开发，优化产品结构，改善终端形象，提升店效，6.7亿元超募资金用于加强渠道建设，而对于直营店开店较为谨慎。目前公司渠道扩张低于预期，但是缩小了盈利的季节性波动，为2012年的外延扩张加速奠定了基础。另外公司高新技术企业获批，10年和11年执行的所得税率由25%下调至15%，促进了公司净利润的提升。

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	849.82	1,002.85	1,228.00	1,529.63	1,867.25
增长率(%)	-4.31	18.01	22.55	24.56	22.07
净利润(百万元)	111.01	143.64	196.91	262.55	331.23
增长率(%)	6.20	29.40	37.09	33.34	26.16
每股收益-摊薄	0.74	0.72	0.98	1.31	1.66
市盈率	37.67	38.43	24.18	18.09	14.28

### 中小市值上市公司研究组

#### 纺织服装行业

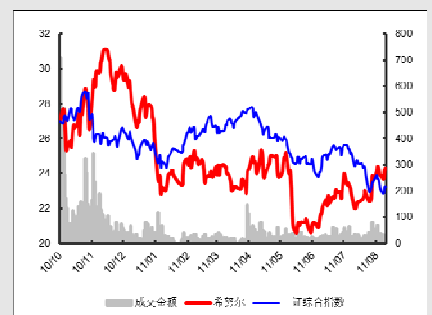
#### 高级分析师：

**王风华 (S1180511010001)**

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

### 市场表现



数据来源：Wind

### 公司 2011 中报数据

基本每股收益(元)	0.36
摊薄每股收益(元)	0.36
每股净资产(元)	9.15
净资产收益率	3.93%
净利润增长率	32.72%
总股本(百万)	200.00
流通股本(百万)	50.00
8月24日收盘价(元)	23.70

数据来源：Wind

## 风险提示

公司海外订单有不确定性。

渠道扩张低于预期。

公司募集资金增加直营店投入，其终端管理水平受到考验。

## 主营业务收入分析

2011年上半年，公司实现营业收入4.84亿元，同比增加22.04%。收入增长贡献主要来自：（1）调整产品结构，逐渐淘汰低价位产品，实现由低价位向中高价位的过渡，提升产品的附加值。（2）公司加强终端建设，加大直营店建设力度。报告期内公司购置店铺11家，其中已开业3家；新招直营店经理30名，为终端建设提供了人才支持；整体提升店面形象，提升装修风格，报告期内已装修完成店面10家，正在装修中12家。（3）强化设计研发能力，开发了9个不同档次与要求的面料，在款式设计方面，相继推出了经典、时尚、婚庆三大系列产品。（4）通过冠名赞助“直通鹿特丹”2011年世界乒乓球锦标赛中国乒乓球队选拔赛和CCTV-2《今日观察》栏目，提升了公司品牌知名度和影响力。

从产品结构来看，毛利率第二高的棉服夹克营业收入同比大增329.25%，毛利率同比增加14.47%，为公司销售毛利率提高贡献了重要力量。衬衫与针织衫的销售收入也有较大增幅。从地域构成来看，内销占到81%，同比增加24%，外销占到19%，铜鼻子鞣家19%。考虑到公司2011年上半年店铺数量仅同比增加4%，从2010年底的596家增加了13家。在公司外延扩张缓慢的背景下，收入的增长主要来源于老店的内生增长。而内销产品提价约20%，提价作用对收入增加有显著影响。

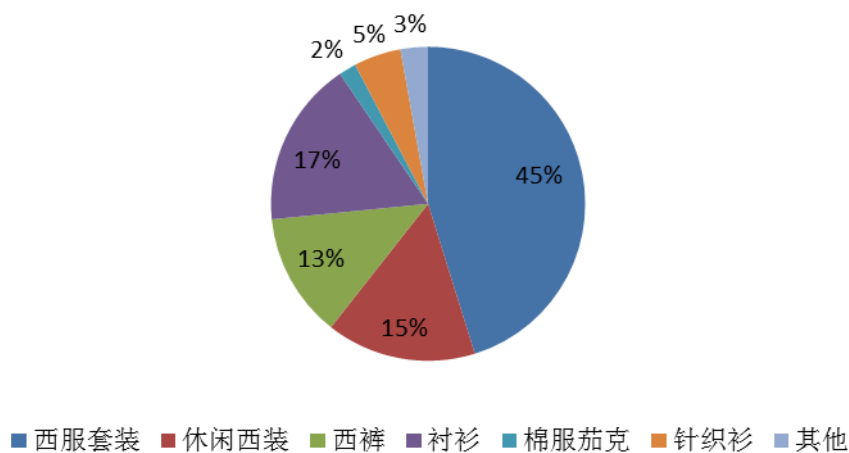
**表 1: 公司 2011 年上半年分产品经营情况**

分产品	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
西服套装	21,828.99	11,344.71	48.03%	13.75%	15.70%	减少 0.88 个百分点
休闲西装	7,452.40	5,172.85	30.59%	11.30%	9.79%	增加 0.96 个百分点
西裤	6,189.22	4,359.32	29.57%	23.78%	9.81%	增加 8.96 个百分点
衬衫	8,256.88	3,962.13	52.01%	70.67%	66.79%	增加 1.12 个百分点
棉服茄克	865.29	430.50	50.25%	329.25%	232.52%	增加 14.47 个百分点
针织衫	2,347.54	1,246.67	46.89%	46.43%	27.35%	增加 7.95 个百分点
其他	1,367.88	983.78	28.08%	-22.62%	-23.37%	增加 0.71 个百分点
合计	48,308.19	27,499.96	43.07%	22.93%	18.25%	增加 2.25 个百分点

资料来源：公司半年报 宏源证券

图 1: 营业收入分产品构成

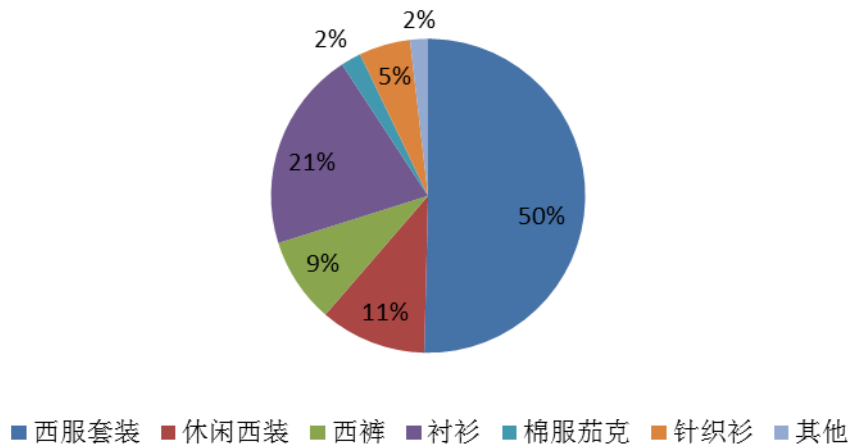
### 营业收入构成



资料来源: 宏源证券 公司中报

图 2: 营业利润分产品构成

### 营业利润构成



资料来源: 宏源证券 公司中报

## 公司近三年成长和盈利情况分析

报告期内公司实现主营业务收入 4.84 亿元，同比增长 22.04%，主营业务收入增速一直保持增长。实现净利润 0.72 亿元，同比增加 50.63%。公司在店铺整改完成前控制开店速度，导致上半年外延扩张缓慢，1-6 月共购置直营店铺 11 家（其中，已开业 3 家，设计装修中 8 家）、开设加盟店 7 家，7-8 月又购置了 4 家直营门店，在谈判的加盟店也有 7-8 家，比 10 年新增门店 19 家已有所提速。公司已经在为未来加速扩张进行准备，新招直营店经理 30 名，并举办了第一期直营店经理培训，为终端建设提供了人才支持。下半年，公司计划继续加强尚未充分开发的重点一线城市旗舰店建设，拓展二三线城市的直营店网络。预计在店铺整改完，公司会加大加盟商招商，2012 年会加快加盟店扩展，给公司创造更多的收益。

公司上半年销售毛利率为 43.08%，同比提升了 2.57%。这主要得益于公司增强产品设计研发，优化调整产品价位结构，高毛利的衬衫和夹克占比提高，并且产品价位也整体上扬。然而二季度毛利率同比环比均有所下滑（同比下降近 7 个百分点，环比下滑近 5 个百分点），主要是由于今年一季度公司接了多个高毛利的国内企业团购订单，而二季度收入构成中有占收入 21% 的低毛利的军服常规服。预计下半年毛利率会略有提升，一是下半年有高毛利的军服礼服订单，二是原材料成本下滑有利于毛利率提高。

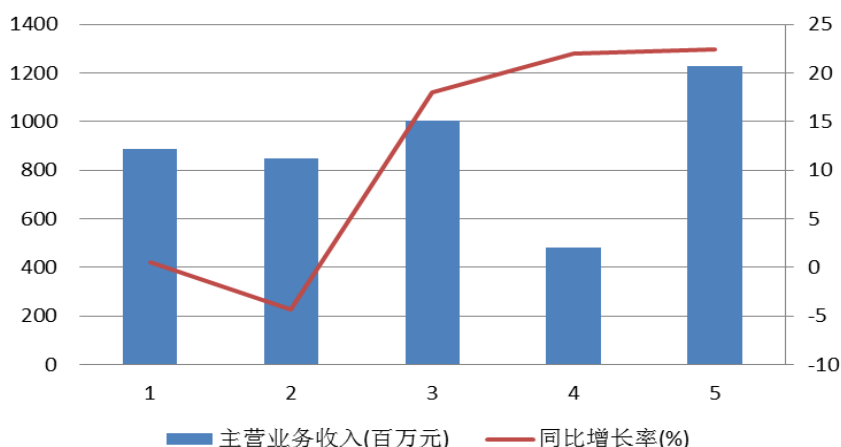
公司的销售期间费用率同比略有增加，为 14.87%，其中销售费用率为 17.65%，同比增加 1.74%，主要是由于装修费、工资薪酬、广告费与租金增长所致。管理费用率为 5.43%，同比增加 0.25%，主要是由于工资福利费用增长所致。财务费用率为 -0.02%，同比减少 195%，主要是由于公司募集资金存款利息同比增长所致。

**表 2: 近三年主要财务指标**

	2008A	2009A	2010A	2011 中期	2011E
主营业务收入(百万元)	888.10	849.82	1,002.85	483.72	1,228.00
同比增长率(%)	0.58	-4.31	18.01	22.04	22.45
净利润(百万元)	104.53	111.01	143.64	71.91	196.91
同比增长率(%)	45.14	6.20	29.40	50.63	37.09
销售毛利率(%)	35.97	37.38	38.88	43.08	NA
销售净利率(%)	11.77	13.06	14.32	14.87	NA

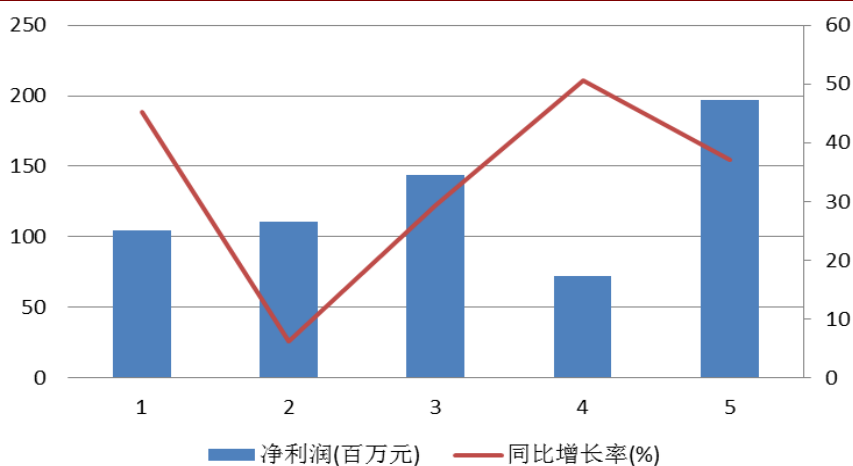
资料来源：宏源证券 Wind

图 3: 近三年主营业务收入及增长情况



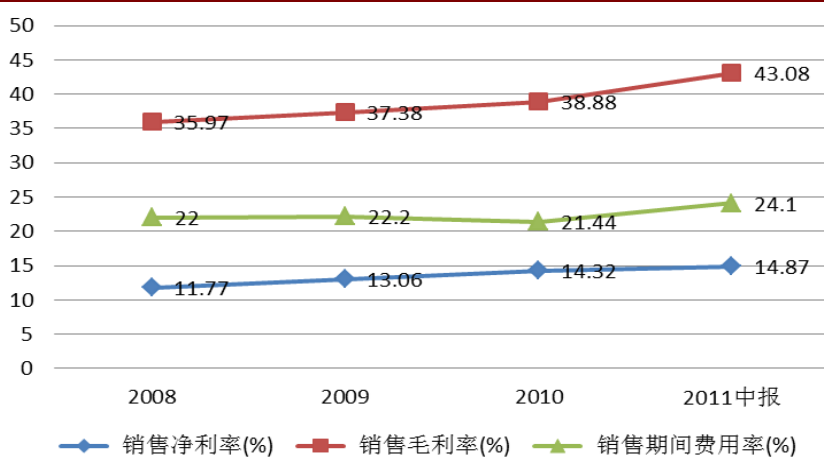
资料来源: 宏源证券 Wind

图 4: 近三年净利润及增长情况



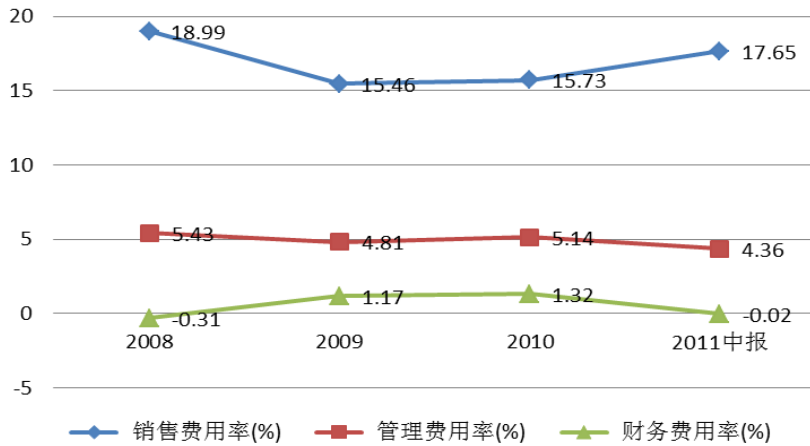
资料来源: 宏源证券 Wind

图 5: 销售毛利率、净利率与期间费用率



资料来源: 宏源证券 Wind

图 6: 销售费用率、管理费用率与财务费用率



资料来源: 宏源证券 Wind

### 盈利预测与估值

根据我们的业绩估值模型, 预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.98 元、1.31 元、1.66 元; 按 8 月 24 日的公司收盘价为 23.70 元计算, 对应的市盈率分别为 24.18 倍、18.09 倍、14.28 倍; 目前公司股价低于发行价 26.6 元, 根据历史 PE/PB 估值区间分析, 按 2012 年 25 倍市盈率估值, 未来 6 个月的目标价格为 32.75 元, 给予“买入”评级。

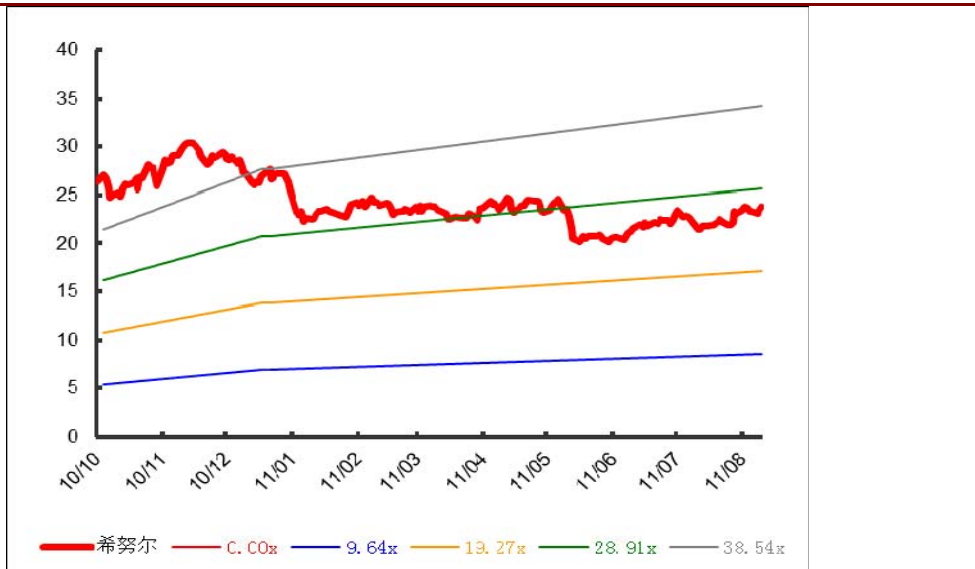
表 3: 盈利预测

盈利预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	849.82	1,002.85	1,228.00	1,529.63	1,867.25
增长率(%)	-4.31	18.01	22.45	24.56	22.07
归属母公司股东的净利润(百万元)	111.01	143.64	196.91	262.55	331.23
增长率(%)	6.2	29.4	37.08	33.34	26.16
市盈率	42	38.43	24.18	18.09	14.28
每股收益-摊薄(元)	0.74	0.72	0.98	1.31	1.66

资料来源: Wind 宏源证券

公司的历史 PE 估值区间

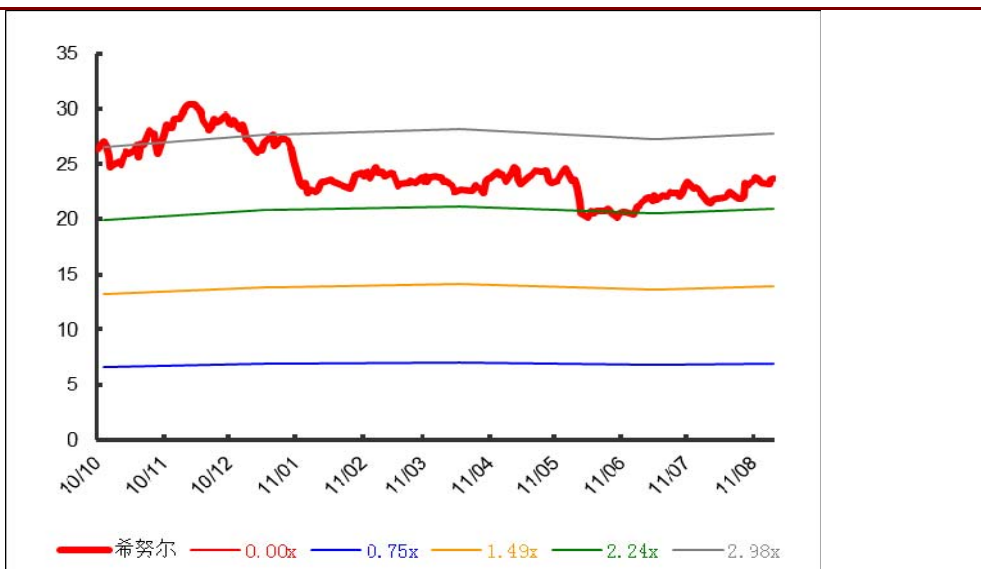
图 7: PE-Bands



资料来源: 宏源证券 Wind

公司的历史 PB 估值区间

图 8: PB-Bands



资料来源: 宏源证券 Wind

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、航民股份等。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责声明:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。