

百圆裤业 (002640.SZ)

服装行业

评级: 买入 维持评级

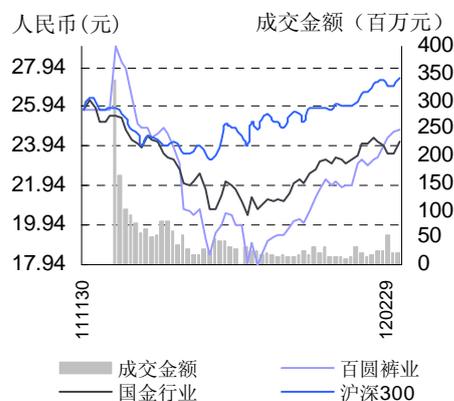
公司研究

市价(人民币): 24.78元
目标(人民币): 25.75-28.84元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	13.37
总市值(百万元)	1,652.08
年内股价最高最低(元)	29.00/17.94
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



核心竞争优势在于精细的终端营销服务

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.571	0.869	1.030	1.361	1.746
每股净资产(元)	2.18	3.05	9.47	10.75	12.49
每股经营性现金流(元)	0.14	0.08	0.74	0.81	1.26
市盈率(倍)	N/A	N/A	24.07	18.20	14.19
行业优化市盈率(倍)	26.15	26.61	26.41	26.41	26.41
净利润增长率(%)	35.76%	52.29%	58.02%	32.22%	28.23%
净资产收益率(%)	26.13%	28.47%	10.87%	12.67%	13.97%
总股本(百万股)	50.00	50.00	66.67	66.67	66.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是一家专注于裤装品牌建设的运营商,以特色化的终端零售定价,崛起为区域性的强势品牌,建立起了一定的品牌实力;公司谋求品牌知名度的进一步提升,在积累了丰富的渠道复制能力基础上,将在全国范围内布局终端渠道的建设。目前公司主要竞争对手为地区性裤装品牌,上市将为公司带来更为明显的竞争优势。公司盈利能力较为稳定,受益于产品结构持续优化、直营渠道体系的加速建设,未来盈利能力持续提升潜力较大。
- **公司的核心竞争优势在于精细的终端营销服务:**公司视“百圆裤业”是一个裤装品牌,更是一个服务品牌,公司最为核心的竞争力就在于精细的终端营销服务。品牌建设,不仅包括高品质的产品,同时包括更多的相关服务,公司自品牌创立之初,最重视客户关系的培养和管理,不仅仅将顾客的消费需求作为营销侧重点,更让顾客在自己的产品和服务上产生一种习惯和感情,从而将顾客锁定为自己的忠诚客户,并形成良好的口碑效应,实现客户价值最大化。
- **其他竞争优势:**1) **供应链管理体系健全**,公司专注于裤装细分行业,形成一套符合裤装行业持续发展的有效供应链管理体系,目前在生产、物流运输、销售等环节产生了一定的协同效应;2) **终端零售经验丰富**,为保证终端门店稳定、快速扩张,公司在选择并培养加盟商、打造终端形象、提供个性化服务、品牌营销等方面经验丰富,摸索出了适合公司发展的模式。
- **未来业绩增长点:**1) 借助上市红利,促进品牌实力的提升,加快外延式扩张;2) 产品价格中枢随品牌实力的增强而顺利提高,提升公司盈利水平。

投资建议

- 公司核心竞争优势在于精细的终端营销能力,在此基础上,上市所带来的红利使公司的竞争优势更加明显,我们看好公司未来在外延式扩张方面的空间、产品结构优化调整潜力,预计公司在2011-2013年将实现净利润6865万元、9077万元和1.16亿元,EPS分别为1.030元、1.361元和1.746元,分别同比增长58.03%、32.23%和28.24%。
- 选取A股市场上8家可比零售企业,以其2011年平均PE为参考标准,给予公司未来6-12个月25.75-28.84元目标价位,对应2011年25-28倍PE水平,维持买入建议。

风险提示

- 区域性竞争加剧的风险、管理能力无法快速跟进的风险、三四线城市门店租金持续上涨的风险、产品结构单一的风险。

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

焦娟 联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

内容目录

裤装行业：从单品走向系列化发展	2
裤装行业产业集群特征明显.....	3
发展趋势：由单品向系列化发展道路转型.....	3
公司谋求全国性渠道布局，竞争对手为地区性裤装品牌	4
专注于裤装品牌的终端运营.....	4
区域性强势品牌谋求全国性布局.....	5
竞争对手主要是地区性的裤装品牌.....	6
稳定的盈利能力，未来仍具备提升空间.....	7
公司的核心竞争力在于精细化的终端营销服务	8
核心竞争力：精细化的终端营销服务.....	8
其他竞争优势：供应链管理体系健全，终端零售经验丰富.....	9
未来业绩增长源于外延式扩张及盈利能力提升	10
借助上市红利，促进品牌实力的提升，加快外延式扩张.....	10
产品价格中枢随品牌实力的增强而顺利提高，提升公司盈利水平.....	11
投资建议	11
风险提示	13
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

图表 1：公司品牌定位分析.....	4
图表 2：各类产品历年的收入占比.....	5
图表 3：各类档次裤装历年的收入占比.....	5
图表 4：营业收入主要来源于加盟渠道.....	5
图表 5：历年收入、利润总额、净利润及增速.....	5
图表 6：历年加盟商、加盟店数量及增速.....	6
图表 7：2011 年中期各区域直营及加盟店铺的数量.....	6
图表 8：国内裤装企业的竞争格局.....	7
图表 9：与竞争对手对比.....	7
图表 10：各类产品的毛利率水平不断提升.....	8
图表 11：公司盈利能力逐年改善.....	8
图表 12：行业内主要公司历年的毛利率水平对比.....	8
图表 13：行业内主要公司历年的净利率水平对比.....	8
图表 14：业务拆分.....	12
图表 15：可比公司估值水平.....	12
图表 16：销售预测.....	13

裤装行业：从单品走向系列化发展

裤装行业产业集群特征明显

- **以裤装单品为起步点：**裤装行业诞生于上世纪 70 年代末，先后形成了以裤装单品作为发展路线的西柳、郑州、新塘、泉州等产业集群。进入 80 年代之后的裤装产业呈现出更加饱满的样子，这一时期的裤装经营者从手工作坊形式，到注册公司，生产和经营实现双重升级，如 1982 年创立的海丰龙达服装厂（百斯盾前身）。
- **确立专卖体系，行业进入成熟发展阶段：**裤装产业的发展带动了面辅料、拉链纽扣、水洗工艺等相关产业的发展，使产业链日趋成熟，而这种成熟的产业链更大地带动了裤装产业的进一步发展。同时，企业开始萌生差异化意识，开始注重设计研发、制版，一切以产品为重中之重，倾力打造产品核心竞争力。至此，裤装品牌开始出现，如“百斯盾”等，品牌意识开始苏醒，实力雄厚的企业开始聘请形象代言人。裤装产业在 21 世纪之后，逐渐进入了成熟阶段，专业流通场所开始形成，专卖体系确立。
- **产业集群特征明显：**目前裤装产业主要集中在广东广州、福建泉州和河南郑州，三地合计占中国裤装市场近 80% 的份额。
 - **广州男女裤装均衡发展：**广州时尚信息快捷丰富、产业链发达、劳动力和人才相对集中，凭借靠近香港的优越地理位置、浓厚的商业氛围、花色品种丰富的面辅料配套，广州的裤装一直引领全国裤装市场的潮流。与郑州、泉州相比，广州整体实力较强，机器设备、加工工艺、产品开发和设计优势突出，男女裤装发展均衡。
 - **泉州以男裤为重心：**泉州最初以西裤为突破口，目前形成了休闲裤与西裤并存的发展模式，在产品分类上，男裤优势明显，女裤实力弱。泉州内的优势企业从单品优势，目前已转型成功为系列化品牌优势，如九牧王、虎都等。
 - **郑州在女裤领域处于领头羊的位置：**2000 年左右，在广州女裤集体转型做水洗休闲类产品，而把化纤产品放弃时，郑州女裤盯准了这个市场的空白和机会，迅速积累了自己的实力。郑州裤装产业的快速发展，还要得益于作为国家四大重点纺织城市之一，郑州棉纱及面料生产能力在国内位居前列，为郑州服装产业提供了强大支撑；同时郑州本地的中原工学院、郑州轻工业学院、河南纺专等高等院校，也为郑州女裤产业发展培养和输送了一批高素质专业人才。

发展趋势：由单品向系列化发展道路转型

- 在市场竞争日渐加剧的背景下，各裤装企业纷纷转型发展，从裤装单品类逐渐走向系列化发展的道路，其中，横向系列化是在裤装产品结构的范畴之内，丰富面料、款式或拓展男（女）裤到男女裤兼具的结构；纵向系列化则超出了单品裤装的范畴，如向上装延伸。
 - 走横向系列化的裤装企业，直接目的是拓宽产品定位，通过丰富产品类型，扩大市场占有率；通过增加男裤或女裤，增加终端形象的层次感。横向系列化又分为两种类型，一种是重新注册新品牌，另辟渠道，另一种则是在原有品牌的基础上横向系列化，如百斯盾、百圆裤业等。
 - 单品裤装企业转型至纵向系列化，是企业规模、实力达到一定程度后，出于转型的需要，如女裤企业增加女装，男裤企业增加男装，成为一个真正的服装品牌。纵向系列化并不是对原有单品裤装的单纯改变或丰富，而是在外延和内涵上要对原有商品的扩展和延伸，如九牧王、虎都等。
- 百圆裤业在产品延伸方面，采用男女裤组合的模式，属于横向系列化的范畴，公司目前以男裤产品为主，搭配女裤产品，以提高店铺产品的丰富度。

公司谋求全国性渠道布局，竞争对手为地区性裤装品牌

专注于裤装品牌的终端运营

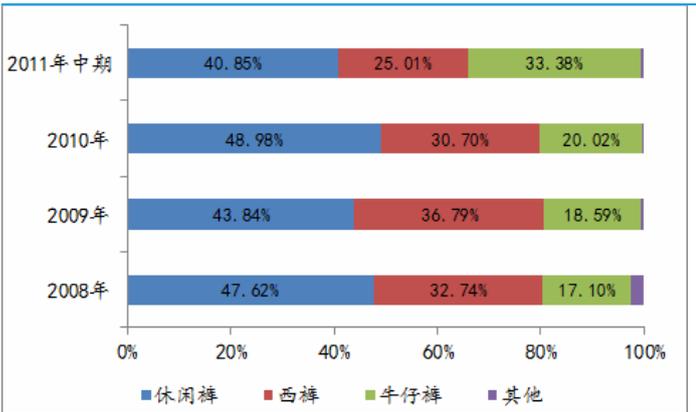
- 公司产品以男裤为主，以加盟为主要渠道模式，通过特色化的定价策略，专注于裤装产品的终端零售。公司重点运营品牌推广、终端渠道建设、产品设计开发、供应链管理，生产（100%）及物流配送（80%）基本以外包为主。2008年-2010年，公司收入、净利润复合增速分别为37.77%、43.10%、43.79%；根据2011年业绩快报，公司实现营业收入、利润总额、净利润分别为4.87亿元、9293万元、6872万元。
 - **产品以男裤为主：**以年龄在30-45岁的三四线城市中等收入消费者为核心目标群，公司产品涉及商务休闲裤、牛仔裤、西裤，2011年中期收入占比分别为40.86%、33.38%、25.01%；产品以男裤为主，收入占比约为70%，其中，150元、180元两个价位的产品销售比重最高，分别约为39%、37%；90%以上的销售收入来源于加盟渠道。
 - **特色化定价策略：**公司采用特色化的定价策略，初始以100元/条的“百圆”裤装系列来强调产品定价，向消费者展示其产品的高性价比。目前产品价位顺利提升到100、150、180、200、230、260和300元7档，公司以鲜明的定价来标识产品的差异，符合裤装行业的特性：1）裤装时尚性较上装弱，以标准款为主，消费者对性价比的要求更高，对功能和品质需求通常高于款式要求；2）不同年龄和收入消费层之间的裤装需求之间的界限弱于上装。

图表1：公司品牌定位分析

	特 点
品牌定位	成为高性价比的裤装行业专家
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
产品范围	中低档男女裤装，产品包括男女西裤、休闲裤、牛仔裤，男裤比例约70%
目标群体	25-55岁二三四线中等收入人群
核心目标群	30-45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
定价策略	统一定价与永不打折的品牌策略，除VIP客户享受9折优惠外，即使促销、换季，也不允许额外折扣
产品价格	“百圆”系列产品在全国统一定价为100元/件 “天帛百圆”系列：产品共分6档，零售价格分别定价为150元/件、180元/件、200元/件、230元/件、260元/件、300元/件

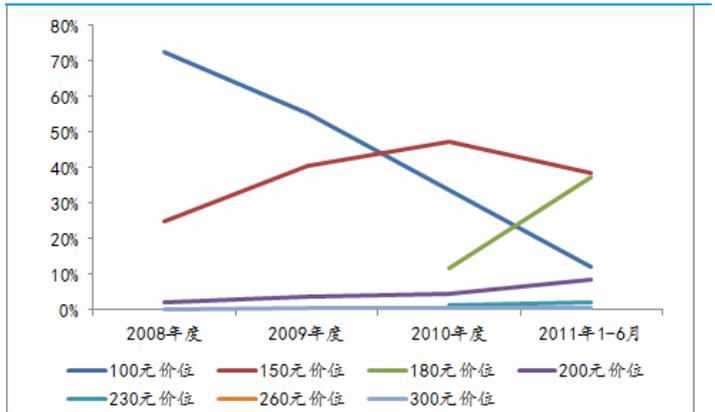
来源：国金证券研究所、公司招股说明书

图表2: 各类产品历年的收入占比



来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

图表3: 各类档次裤装历年的收入占比

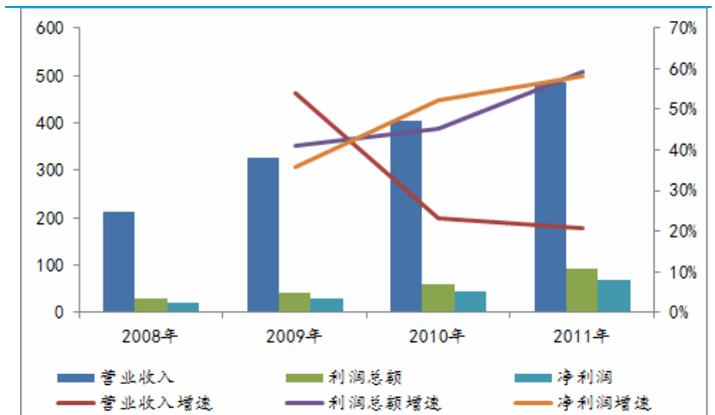


图表4: 营业收入主要来源于加盟渠道



来源: 国金证券研究所、公司招股说明书、2011年收入等来源于业绩快报

图表5: 历年收入、利润总额、净利润及增速



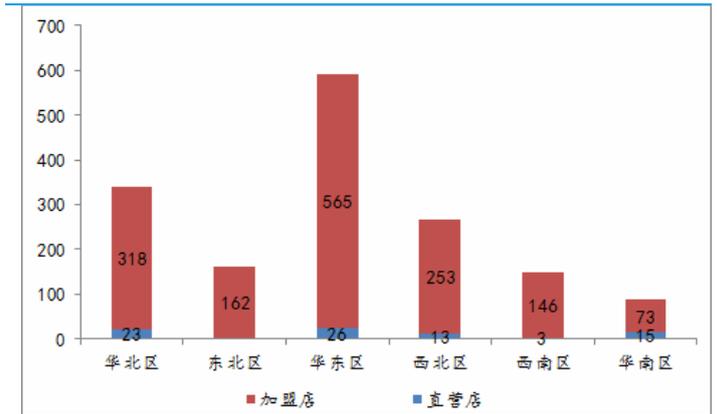
区域性强势品牌谋求全国性布局

- **区域性强势品牌:** 公司渠道以加盟为主, 截至 2011 年中期, 终端门店共计 1597 家, 其中加盟店 1517 家, 加盟商 720 位; 公司现有终端渠道布局以北方区域为主, 其中门店数量最多的四个省份分别为山东、河南、山西、陕西; 公司未来将发挥现有的精细化终端管理经验, 以尽快实现盈利为目标, 快速推进全国性外延式扩张。
- **渠道扩张以加盟为主, 区域性显著:** 2008-2010 年门店复合增速为 21.24%, 增速较快; 公司现有终端渠道布局以北方区域为主, 其中门店数量最多的四个省份分别为山东、河南、山西、陕西, 店铺数量分别为 181 个、159 个、154 个、121 个。
- **共享精细化管理经验:** 公司具备外延式扩张的管理经验, 在品牌经验、营销网络布局, 尤其是供应链管理、设计研发、人才储备等方面积累了较多经验, 未来将有助于外延式扩张过程中资源的共享。
- **未来将推进外延式扩张:** 公司作为区域性的强势品牌, 未来谋求品牌知名度的提升, 推进全国性的渠道布局是关键; 终端店铺的建设是巩固并扩大市场份额的关键, 布局广泛的终端网络不仅决定了企业的销售规模和利润水平, 同时也肩负着品牌与消费者之间沟通的桥梁, 传递产品定位, 提高品牌知名度; 此外, 终端渠道具备贴近市场的优势, 能够及时反馈市场需求信息, 为企业调整经营决策提供情报辅助。

图表6: 历年加盟商、加盟店数量及增速



图表7: 2011年中期各区域直营及加盟店铺的数量



来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

竞争对手主要是地区性的裤装品牌

- 公司品牌定位为裤装专业品牌，在中低端价位上，目前国内市场并无全国性的裤装知名品牌。公司在外延式扩张中，面对的主要是地区性的品牌。成功上市带来的资金及品牌优势，使得公司在面对地区性品牌的竞争中，相对优势更加明显。
 - 竞争对手主要是地区性的裤装品牌：裤装作为刚性需求产品，消费者数量众多；我国区域性生活习惯差异较大，地区之间的收入水平和消费观念差距较大，裤装消费需求差异化明显。国内各类裤装企业主要通过定位不同细分消费群体，提供不同风格的产品；并根据不同年龄段的消费群体，在不同经济水平的区域，推出价位不同的产品。在中低端价位上，目前尚未出现全国性的裤装专业品牌，公司的竞争对手主要是地区性的裤装品牌。
 - 与竞争对手对比：公司目前的主要竞争对手有百斯盾、梦舒雅、九牧王、万之冠、曼洒特等裤装品牌，除定位中高端的九牧王具备全国性的品牌知名度外，其他品牌均为区域性强势品牌；公司在产品价格方面，相对于百斯盾具备竞争优势，较之于曼洒特则具备更为广泛的终端网络及规模优势。

图表8: 国内裤装企业的竞争格局

	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市
划分依据	京、沪、深、穗	部分直辖市、计划单列城市、副省级城市、省会城市	经济欠发达地区的省会城市、大多数地级市	县级市、县城
品牌竞争意识	强	较强	较弱	弱
消费能力	高	较高	中等	较低
价格敏感度	低	较低	较高	高
时尚敏感度	高	较高	中等	较低
主导品牌	国际一二线品牌、九牧王、雅戈尔等	国际二线品牌、九牧王、雅戈尔、百圆、百斯盾等	百圆、百斯盾、梦舒雅、曼洒特等	百圆、百斯盾、梦舒雅、曼洒特等
销售模式	以商场与专卖店为主	以商场与专卖店为主	以专卖店、精品店、超市为主	以专卖店、精品店为主

来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

图表9: 与竞争对手对比

	企业所在地	风格	产品系列	目标人群	价格区间(元)	主要市场
百圆裤业	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	150-300	全国市场, 以北方为主
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
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、华北和东北区域
九牧王	泉州	商务、休闲	中高档商务休闲男装系列产品	30-45岁中高等收入男性消费者	450-650	全国市场均有分布
万之冠	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
曼洒特	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

来源: 国金证券研究所、公司招股说明书

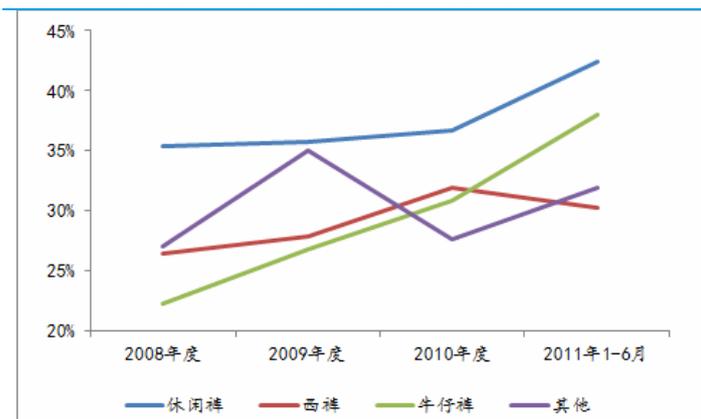
稳定的盈利能力, 未来仍具备提升空间

- **公司作为裤装企业, 盈利能力相对稳定:** 1) 裤装产品作为日用品, 刚性需求特性明显, 受宏观经济形势的波动影响较小; 2) 与其它服装产品相比, 裤装, 尤其是男裤, 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, 对企业而言, 库存消化能力普遍要高于传统服装零售企业; 3) 裤装产品虽然也受季节的影响, 面料厚度影响产品价格水平, 相对于其他服装产品价格差异性相对较小; 4) 公司产品价位特色显著, 共有 100 元、150 元、180 元、200 元、230 元、260 元、300 元 7 个价位, 公司对产品价位的控制能力较强。
- **盈利能力持续改善, 综合毛利率逐年提高:** 公司盈利能力不断提升, 各类产品毛利率不断提高, 盈利能力的改善主要来源于, 1) 产品结构的优化调整, 拉动终端零售价格中枢的提高, 进而提高产品的毛利率水平; 2) 直营店铺数量的持续增加, 直营收入占比不断提高, 拉升公司综合毛利率; 3) 严格控制采购成本, 通过集中采购, 发挥规模效应, 降低成本。
- **产品结构不断优化, 零售价格中枢提升:** 公司推出“天帛百圆”系列产品进行产品结构的优化, 从而顺利提升终端价格中枢, 从公司七大系列产品的销售占比看, 2008-2010 年产品平均售价保持年均 8.82% 的复合提价速度, 100 元价位产品占比已经从 2008 年的 72.58% 降到

2010年的33.88%，150元价位产品由2008年的25.0%提升到2010年的38.45%。

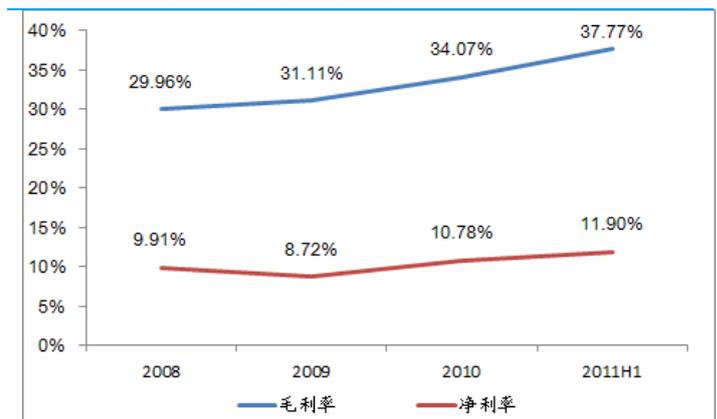
- **直营收入占比提高：**公司直营收入占比由2008年的0.17%提升到2010年的4.13%，2010年直营毛利率为61.25%，在一定程度上也拉高了公司综合毛利率。
- **发挥规模效应，控制成本：**公司与上游33家实力较强的供应商合作，采取“少量多批、灵活调整”的下单策略，首单率控制在50%-80%以内，后续补单根据市场终端的销售情况反馈灵活安排，以此控制成本。2008-2010年期间产品平均成本年均提高5.58%，公司综合毛利率稳步提升，2008-2011年中期，产品综合毛利率持续提升，分别为29.96%、31.11%、34.07%、37.77%。

图表10：各类产品的毛利率水平不断提升



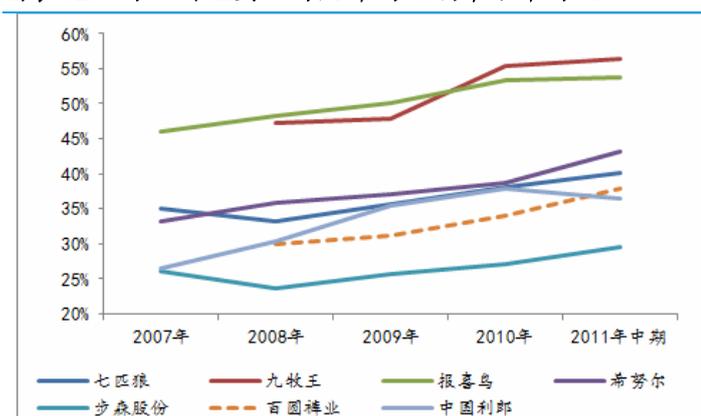
来源：国金证券研究所、公司招股说明书

图表11：公司盈利能力逐年改善



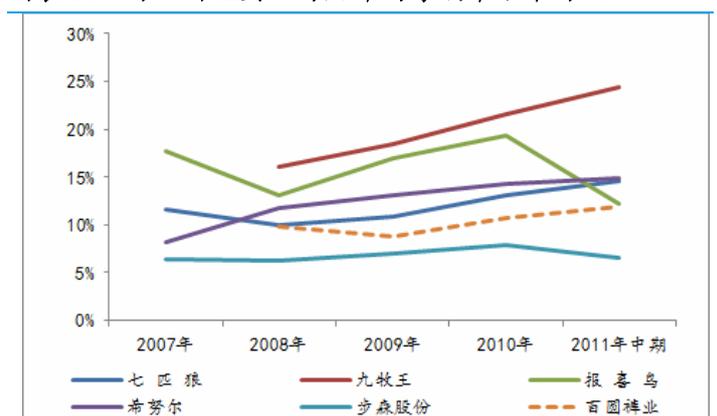
- **未来盈利能力提升空间相对较大：**公司近几年不断推动产品结构的优化，加大高价格产品的比重，加之直营门店收入占比的不断增加，近几年公司综合毛利率稳步提升；公司产品定位中低端，且采用加盟为主的外延式扩张模式，公司盈利水平明显低于行业内其他公司，未来随着公司品牌实力的提升、直营收入占比的增加，盈利能力具备较大的提升空间。

图表12：行业内主要公司历年的毛利率水平对比



来源：国金证券研究所、公司招股说明书

图表13：行业内主要公司历年的净利率水平对比



公司的核心竞争力在于精细的终端营销服务

核心竞争力：精细的终端营销服务

- **品牌建设，不仅包括高品质的产品，同时包括更多相关服务：**零售终端的建设核心，是建立以客户关系管理为目的的系列化运营，公司自品牌创立之初，最重视客户关系的培养和管理，以使公司和客户不仅有交易关

系，更要建立客户对公司和产品的了解认同基础上的伙伴关系、情感关系和朋友关系，以培养顾客的忠诚度作为主要诉求点，不仅仅将顾客的消费需求作为营销侧重点，更让顾客在自己的产品和服务上产生一种习惯和感情，从而将顾客锁定为自己的忠诚客户，并形成良好的口碑效应，实现客户价值最大化。

- **精细的终端营销服务，提升客户忠诚度：**公司视“百圆裤业”是一个裤装品牌，更是一个服务品牌，在个性化服务方面具备特色，公司最为核心的竞争力就在于精细的终端营销服务。
 - 公司加大品牌的售后等服务力度，以服务来加强消费粘性，公司鼓励各门店针对区域具体情况，给顾客提供多方位的服务，以树立起体贴、关爱、便捷的购物印象。
 - 公司从成立至今一直坚持“特体裤定做、免费熨烫撩边、无因退货”等个性化服务，并不断加强门店的服务态度理念化和服务技巧流程化，积累良好口碑。
 - 公司的免费熨烫撩边不仅针对百圆的产品，还包括消费者从其他品牌渠道购买的产品，该策略很好的提升了消费者进店率，从终端渠道执行该策略的反馈情况看，进店率提高后，也带动了百圆产品的销售，而从熨烫撩边的成本看，每条裤子服务的成本在 0.1 元以下，从数据上看，公司终端回头客在销售中的占比达到 25-30%，部分门店甚至达到 35-40%。

其他竞争优势：供应链管理体系健全，终端零售经验丰富

- **供应链管理体系健全：**公司是国内最早进入连锁经营领域的服装销售企业之一，建立起了一定的品牌知名度，目前公司利用销售网络优势和供应链管理优势，专注于产品设计和品牌推广等高附加值环节。公司专注于裤装细分行业，经过多年耕耘，已经形成一套符合裤装行业持续发展的有效供应链管理体系，目前在生产、物流运输、销售等环节产生了一定的协同效应。
 - **品牌运营涉及产品企划、设计、定价、终端零售、售后服务及反馈等环节：**1) 在产品企划方面，公司提前 8 个月开始策划产品，组织相关负责人首先进行市场调研，分析过往的销售情况、现有的流行趋势、供应商的建议、终端客户的反馈等，最终形成下季的产品企划；2) 在产品设计方面，裤装作为功能性较强、较为标准化产品，公司重点在合体、舒适上下功夫，同时辅之以时尚潮流，在沿袭公司设计风格沉稳、大气的基础上，汲取适当的流行元素；3) 在产品定价方面，公司沿袭过往的“统一售价”的定价模式，即终端价统一、对加盟商的批发价统一；除 VIP 客户可在终端门店享受 9 折购物优惠外，即使在促销和换季之际，也不允许加盟商打破 9 折的折扣底线，以此秉承公司品牌在消费者心目中值得信赖的形象。
 - **受益于裤装产品标准化、流行趋势性较为不显著的特性，公司采购外包生产的产品：**公司一直采用生产外包的模式，与 33 家成衣加工商达成长期合作的协议，采用少量、多批的下单策略，根据终端销售情况灵活调整订单；公司提前 45 天下单，首批订货比例控制在 50%-80%，补货时间在 20-30 天之间，在外包模式下，兼顾了终端反馈的需求信息。
 - **考虑到区域性运营的管理难度、物流系统的巨额资金投入压力，公司在仓储运输环节以外包为主：**1) 配送中心方面，公司目前共有 13 个配送中心，除广州、太原的配送中心为公司自有外，其余 11 个均外包给当地加盟商管理；2) 在物流体系方面，公司采用自有物流运输与第三方物流运输相结合的方式，通过公路和铁路的运输方式，搭建物流体系，其中，公司自有运输网络为短途运输，主要是从配送中心至第三方物流发货点的城市短途运输，其余运输环节公司外包给 19 家第三方物流公司。

- **零售经验丰富：**公司在营销网络建设、管理等方面具备丰富的经验。为保证终端门店稳定、快速扩张，公司在选择并培养加盟商、打造终端形象、品牌营销等方面摸索出适合公司发展的模式。
 - **完善加盟体系：**1) 公司建立了包括加盟店选址、内部装修、货品陈列、导购培训、加盟商订货、物流配送、督导跟踪等一系列通过经验摸索出来的管理体系；2) 针对加盟商拓展店铺，公司首先会依据已有的效益评估体系，对加盟商的经济实力、经营能力进行考核，确保加盟商开设新店能够保证一定的经济效益；3) 后续针对加盟商的经营情况，持续跟踪并通过培训、持续督导、信用支持等手段，及时修正经营中的缺漏，保证新开门店的经营效益。
 - **终端门店装修统一，不断升级：**作为产品直接面向消费者的终端，公司对终端门店的管理严格，要求统一，1) 在硬件方面，公司积极引导加盟商更新门店形象，推广第五代空间形象，实现品牌形象的进一步提升；2) 在软件方面，公司系统化指导加盟商在产品陈列、服务用语、肢体语言等方面的完善，针对不同类型的店面，提出针对性的空间和货架分配建议，并引导加盟商在丰富店堂道具、店面温馨化布置等方面不断提升；3) 在零售产业相对欠发达的三四线市场，不断升级的终端形象对消费者的吸引力较强，有利于树立起较好的品牌形象。
 - **较为完善的终端促销网络：**1) 针对不同消费倾向的客户，公司有效将之分类为品种服务型、亲善型、价值方便型，根据这三类顾客不同的基本特性，公司在推广策略方面表现出一定的差异性；2) 在整体层面上统一营销宣传方案，以季度为单位，向加盟商发放主题海报等宣传资料；3) 发挥协同效应，根据累积经验，公司派专员指导加盟商制定节日促销方案，并针对促销活动培训内部员工等系列指导活动。

未来业绩增长源于外延式扩张及盈利能力提升

借助上市红利，促进品牌实力的提升，加快外延式扩张

- **上市为公司带来品牌知名度的提升：**公司未来将加大广告投放力度，强化消费者的品牌意识，提升品牌知名度。
- **公司产品定位于三四线市场收入中等的中年人群，目标人群广泛，目前终端渠道以北方区域为主，外延式空间仍然较大。公司将利用上市后的资金优势，加快推进外延式扩张，覆盖更为广泛的消费群体：**公司门店主要在二三四线城市和县级城市，其中县级城市的店铺约占整体店数的 60%，随着募投项目的进展，公司将继续外延式扩张，一方面在经济条件较好的地区增加门店密集度，另一方面，公司将利用资金优势及上市带来的品牌号召力，推动加盟商渠道的扩大，加速空白市场的外延式扩张，这将为公司未来的业绩增长提供更为广阔的空间。
 - **目标消费群具有以下几个特点：**1) 人群范围广；2) 拥有较成熟的消费理念与稳定的消费能力；3) 对于品牌的忠诚度相对较高。
 - **定位大众，产品刚性需求强，目标市场巨大，现有的渠道远未达到饱和，外延增长空间仍然广阔：**1) 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，而公司对应的终端门店数为 1597 家门店，按照一个县级城市 3-5 家同品牌专卖店的覆盖率来看，公司未来外延式扩张的空间巨大；2) 从成熟市场的店铺密集度来看，目前已有区域平均开店数量尚未达到饱和，公司渠道布局与区域的经济条件及人口数量有关，按照普通县城 3-4 个店铺、地级市 7-10 个店铺来估算，以公司强势销售区域、店铺数量最多的山东省 17 个地级市、31 个县级市、60 个县为例，公司在山东现有的 181 个店铺，覆盖率约在 30%-40% 之间，未来空间较大；3) 从空白地区的开拓来看，公司目前在广东、广西、浙江、青海、云南等地的终端门店数量仅为个位数。

产品价格中枢随品牌实力的增强而顺利提高，提升公司盈利水平

- 公司最早的产品单价，统一为 100 元，2007 年起经过消费者敏感性测试，公司对产品结构顺利进行升级改造，推出“天帛百圆”系列，产品零售价格分 150-300 元不等，成功突破公司以产品定价命名的品牌障碍。此后公司以“小步快走”的节奏，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。
- 目前终端销售的主力产品为 200-230 元，未来公司将继续保持产品提价的节奏，受益于居民收入水平的提高及三四线城镇居民对品牌产品的诉求，公司的提价过程将以较大的概率被消费者接受，这将对公司总体盈利能力的提升具有重要作用。

投资建议

■ 盈利预测假设

- 根据募集资金项目及公司未来的规划，我们预计 2011-2013 年直营店数量分别达到 87、162、227 家；加盟店数量分别达到 1576、1876、2126 家。
- 在单店销量方面，我们预计 2010 年的新增直营店经过一年的培育期，2012 年开始贡献销量，2011 年的新增店铺也将于 2013 年发力，预计 2011-2013 年直营店的单店销量分别为 1500、1800、2000 条；加盟门店成熟期较短，预计加盟门店的单店销量基本平稳，考虑到通胀对需求的抑制影响，我们保守预计 2011-2013 年加盟店单店销量分别为 3000、2750、2500 条。
- 在产品单价方面，公司未来将继续优化产品结构，调整高价产品的结构占比，考虑到公司直营门店将建设在经济较为发达的地区，消费者购买力较强，我们预计 2011-2013 年直营店产品单价均值分别为 160、180、190 元，提升幅度相对较高；公司未来将依托加盟体系拓展空白市场，保守预计加盟店产品单价均值分别为 95、115、135 元。
- 在毛利率方面，考虑到公司上市后的品牌效应凸显，规模效应愈发显著，我们预计 2011-2013 年直营店毛利率分别为 65%、65%、65%；考虑到公司未来将重点拓展终端渠道，更加重视市场占有率的提高及外延扩张的增速，从而让利于加盟商，我们预计加盟店毛利率分别为 36.2%、35.5%、34.5%。
- 预计 2011-2013 年销售费用率分别为 10.5%、10.5%、10.5%；管理费用率分别为 8%、8%、8%。

图表14: 业务拆分

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
直营店						
新增数量		12	60	10	75	65
直营店终端 (个)	9	17	77	87	162	227
同比增长		88.89%	352.94%	12.99%	86.21%	40.12%
单店年销量	363	2509	1663	1500	1800	2000
同比增长		591.45%	-33.74%	-9.78%	20.00%	11.11%
平均单价	103.74	118.68	124.50	160.00	180.00	190.00
同比增长		14.40%	4.90%	28.51%	12.50%	5.56%
销售收入 (百万元)	0.34	5.06	15.94	20.88	52.49	86.26
同比增长		1394.16%	214.86%	31.00%	151.38%	64.34%
毛利率	58.56%	60.80%	61.25%	65.00%	65.00%	65.00%
毛利额 (百万元)	0.20	3.08	9.76	13.57	34.12	56.07
加盟店						
新增数量		196	171	130	280	350
加盟店终端 (个)	1079	1275	1446	1576	1856	2206
同比增长		18.16%	13.41%	8.99%	17.77%	18.86%
单店年销量	3087	3669	3598	3000	2750	2500
同比增长		18.85%	-1.94%	-16.62%	-8.33%	-9.09%
平均单价	61.16	65.66	71.18	95.00	115.00	135.00
同比增长		7.36%	8.41%	33.47%	21.05%	17.39%
销售收入 (百万元)	203.72	307.15	370.32	449.16	586.96	744.53
同比增长		50.77%	20.57%	21.29%	30.68%	26.84%
毛利率	29.91%	30.62%	32.90%	36.20%	35.50%	34.50%
毛利额	60.93	94.05	121.84	162.60	208.37	256.86

来源: 国金证券研究所

- 公司核心竞争优势在于精细的终端营销能力, 在此基础上, 上市所带来的红利使公司的竞争优势更加明显, 我们看好公司未来在外延式扩张方面的空间、产品结构优化调整潜力, 预计公司在 2011-2013 年将实现净利润 6865 万元、9077 万元和 1.16 亿元, EPS 分别为 1.030 元、1.361 元和 1.746 元, 分别同比增长 58.03%、32.23%和 28.24%。
- 选取 A 股市场上 8 家可比零售企业, 以其 2011 年平均 PE 为参考标准, 给予公司未来 6-12 个月 25.75-28.84 元目标价位, 对应 2011 年 25-28 倍 PE 水平, 维持买入建议。

图表15: 可比公司估值水平

	股价	市值	EPS			PE		
	(元)	(亿元)	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
七匹狼	36.90	105.24	1.42	1.94	2.61	25.99	19.02	14.14
报喜鸟	12.68	76.01	0.58	0.82	1.02	21.77	15.52	12.48
希努尔	21.38	43.08	0.92	1.18	1.51	23.35	18.11	14.17
九牧王	23.38	133.95	0.88	1.20	1.61	26.44	19.52	14.52
朗姿股份	32.40	67.60	0.97	1.35	1.84	33.52	23.95	17.65
罗莱家纺	71.59	106.56	1.45	2.09	2.97	49.30	34.20	24.14
富安娜	46.00	61.46	2.60	3.84	5.63	17.68	11.99	8.17
梦洁家纺	23.22	36.89	0.93	1.31	1.76	24.89	17.78	13.16
平均估值						27.87	20.01	14.80

来源: 国金证券研究所、同花顺、股价为 3 月 2 日收盘价

风险提示

- **区域性竞争加剧的风险：**公司未来外延式扩张过程，尤其是对空白市场的渠道布局，将面临区域性强势品牌的竞争压力，公司通过加盟商，弥补新市场开拓过程中人脉及当地商业环境认识不足的弱点，若面对强势的区域性竞争，可能影响新开店铺的盈利水平，或拉长盈亏平衡的周期。
- **管理能力无法快速跟进的风险：**快速的外延式扩张要求公司的管理能力快速跟进，若在培训加盟商、品牌运营等方面管理能力无法跟进，会造成巨大的经营风险及对品牌造成伤害的风险。
- **三四线城市门店租金持续上涨的风险：**国内商铺租金持续上涨，公司门店主要位于三四线城市，本次募集资金项目也将着力于渠道建设，租金上涨不仅为直营店运营带来成本压力，同时也将影响加盟商的开店速度，影响公司及加盟渠道的盈利性。
- **产品结构单一的风险：**公司未来将继续打造裤装专业品牌的现象，虽然裤装产品丰富，但是品类单一，未来随着品牌大店的建设，产品结构单一可能会对公司业务产生冲击。

图表16：销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
直营业务						
销售收入（百万元）	0.34	5.06	15.94	20.88	52.49	86.26
增长率（YOY）		1394.16%	214.86%	31.00%	151.38%	64.34%
毛利率	58.56%	60.80%	61.25%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	0.14	1.98	6.18	7.31	18.37	30.19
增长率（YOY）		1313.39%	211.24%	18.33%	151.38%	64.34%
毛利（百万元）	0.20	3.08	9.76	13.57	34.12	56.07
增长率（YOY）		1451.31%	217.19%	39.02%	151.38%	64.34%
占总销售额比重	0.17%	1.62%	4.13%	4.44%	8.21%	10.38%
占主营业务利润比重	0.32%	3.17%	7.42%	7.70%	14.07%	17.92%
加盟业务						
销售收入（百万元）	203.72	307.15	370.32	449.16	586.96	744.53
增长率（YOY）		50.77%	20.57%	21.29%	30.68%	26.84%
毛利率	29.91%	30.62%	32.90%	36.20%	35.50%	34.50%
销售成本（百万元）	142.78	213.10	248.49	286.56	378.59	487.66
增长率（YOY）		49.25%	16.61%	15.32%	32.11%	28.81%
毛利（百万元）	60.93	94.05	121.84	162.60	208.37	256.86
增长率（YOY）		54.35%	29.55%	33.46%	28.15%	23.27%
占总销售额比重	99.83%	98.38%	95.87%	95.56%	91.79%	89.62%
占主营业务利润比重	99.68%	96.83%	92.58%	92.30%	85.93%	82.08%
销售总收入（百万元）	204.05	312.21	386.26	470.04	639.45	830.79
销售总成本（百万元）	142.92	215.08	254.66	293.87	396.96	517.85
毛利（百万元）	61.13	97.13	131.60	176.17	242.49	312.93
平均毛利率	29.96%	31.11%	34.07%	37.48%	37.92%	37.67%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	212	327	403	470	639	831	货币资金	24	50	68	433	478	559
增长率		53.9%	23.3%	16.6%	36.0%	29.9%	应收款项	28	43	48	63	85	111
主营业务成本	-145	-225	-264	-294	-397	-518	存货	65	74	75	101	139	184
%销售收入	68.4%	68.8%	65.5%	62.5%	62.1%	62.3%	其他流动资产	26	9	31	37	50	64
毛利	67	102	139	176	242	313	流动资产	142	177	224	633	752	918
%销售收入	31.6%	31.2%	34.5%	37.5%	37.9%	37.7%	%总资产	66.4%	71.3%	75.7%	89.4%	90.9%	92.4%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-3	-4	-5	长期投资	10	13	14	15	14	14
%销售收入	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	49	45	44	37	28	19
营业费用	-9	-24	-44	-49	-67	-87	%总资产	22.9%	18.3%	14.8%	5.2%	3.4%	1.9%
%销售收入	4.4%	7.3%	10.8%	10.5%	10.5%	10.5%	无形资产	12	12	13	21	31	40
管理费用	-24	-30	-29	-38	-51	-66	非流动资产	72	71	72	75	75	75
%销售收入	11.3%	9.1%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	33.6%	28.7%	24.3%	10.6%	9.1%	7.6%
息税前利润 (EBIT)	33	46	64	86	120	154	资产总计	214	248	295	709	827	993
%销售收入	15.5%	14.2%	16.0%	18.3%	18.8%	18.5%	短期借款	58	41	92	0	0	0
财务费用	-4	-5	-6	-2	1	2	应付款项	95	67	41	59	86	121
%销售收入	1.9%	1.6%	1.4%	0.4%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	7	11	9	17	23	30
资产减值损失	1	0	0	-1	0	0	流动负债	160	119	142	76	110	151
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	20	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	8
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	160	139	142	76	110	159
营业利润	29	42	58	84	121	155	普通股股东权益	55	109	153	631	716	833
营业利润率	13.9%	12.7%	14.5%	17.8%	18.9%	18.7%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
营业外收支	-1	-1	0	8	0	0	负债股东权益合计	214	248	295	709	827	993
税前利润	29	40	58	92	121	155							
利润率	13.4%	12.3%	14.5%	19.5%	18.9%	18.7%							
所得税	-8	-12	-15	-23	-30	-39							
所得税率	26.3%	29.1%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	21	29	43	69	91	116							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净	21	29	43	69	91	116							
净利率	9.9%	8.7%	10.8%	14.6%	14.2%	14.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	21	29	43	69	91	116	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.700	0.571	0.869	1.030	1.361	1.746
非现金支出	2	3	4	4	3	3	每股净资产	1.826	2.183	3.052	9.472	10.746	12.492
非经营收益	5	5	5	-5	0	8	每股经营现金净流	0.075	0.142	0.081	0.740	0.809	1.256
营运资金变动	-26	-30	-48	-18	-40	-44	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	2	7	4	49	54	84	回报率						
资本开支	-8	-3	-10	1	-3	-3	净资产收益率	38.37%	26.13%	28.47%	10.87%	12.67%	13.97%
投资	-9	0	0	-1	0	0	总资产收益率	9.81%	11.49%	14.71%	9.68%	10.97%	11.72%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	21.60%	19.34%	19.49%	10.22%	12.55%	13.71%
投资活动现金净流	-17	-3	-10	0	-3	-3	增长率						
股权募资	0	25	1	410	-6	0	主营业务收入增长率	N/A	53.93%	23.30%	16.62%	36.04%	29.92%
债权募资	20	3	31	-92	0	0	EBIT增长率	N/A	40.60%	38.87%	33.80%	39.32%	28.16%
其他	-5	-5	-8	-2	0	0	净利润增长率	N/A	35.76%	52.29%	58.02%	32.22%	28.23%
筹资活动现金净流	15	23	24	316	-6	0	总资产增长率	N/A	15.84%	19.00%	139.96%	16.71%	20.07%
现金净流量	1	27	18	365	45	81	资产管理能力						
							应收账款周转天数	9.5	28.4	38.7	45.0	45.0	45.0
							存货周转天数	81.3	112.9	103.6	125.0	128.0	130.0
							应付账款周转天数	0.9	29.3	31.5	30.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	84.5	50.6	39.5	27.7	15.5	8.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	62.41%	9.86%	15.36%	-68.45%	-66.64%	-67.02%
							EBIT利息保障倍数	8.1	8.8	11.1	46.7	-106.1	-102.4
							资产负债率	74.44%	56.03%	47.94%	10.74%	13.25%	16.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B