

品牌升级、直营扩张将带动新一轮成长

——百圆裤业(002640)调研简报

核心观点

1、植根二三四线城市 分享升级需求 公司专注男女裤装产品，目标市场为二三四线城市，渠道主要分布于华北、华东、西北等地。城镇化进程中，这一部分市场的消费需求得到极大释放，人均GDP和零售消费增速明显高于一线城市，农村人均衣着消费支出仅为城镇人口的18%，提升空间巨大，裤装品牌在这一层次市场集中度较低，尚未形成若干强势品牌，公司上市后将加快步伐，受益消费升级，拉开与竞争者差距。

2、性价比优势+贴心服务 双重价值铸就口碑 公司在初创阶段以价格数字作为品牌，这一直观标识能够迅速吸引注重性价比的消费群体，将价格透明度和品牌信誉度联系在一起，得以有效切入目标市场。为摆脱同类数字化品牌竞争，公司不断提升产品品质、提供无障碍退货、免费熨烫锁边等延伸服务，这些贴心服务拉近了与客户的距离，塑造了百圆品牌平价亲民的形象，客户重复购买率较高，尤其在社区门店，通过口碑相传，积累了一批稳定的客户群体，我们认为二三四线城市口碑营销更易贴近消费者，以服务赢得客户已是百圆差异化竞争的核心优势之一。

3、逐渐淡化“数字化品牌”印记，内涵升级正逢其时 为适应市场需求变化，提高对年轻消费者吸引力，2007年开始积极推动产品结构升级，不断增加高附加值产品销售比重，运用更多新面料和设计突破的天帛系列产品取得良好反响。2011年牛仔裤销售收入增长186%，销售占比从19%提升至38%，毛利率提高7.98%，传统的西裤产品占比从29%降至21%。主力价格带集中在150-180元，将逐步推广200-230元区间产品，适当增加300元产品以及配饰产品，低价款数将维持较低水平。

4、加强营销手段运用，门店升级效果显著 为提升品牌形象，公司已经完成四次门店专卖店形象更新，完成第五代门店形象更新的专卖店达到40%，通过实地对比，新一代设计凸显时尚感和精致感，形象明显强于周边品牌，消费者获得更好的购物体验。同时公司今年增加以旧换新、节日促销及爱心捐赠等营销手段，扩大了品牌影响，客户吸引力增强。

投资评级：直营店建设将围绕省会展开，我们认同公司品牌升级战略，对长期加盟商及业务骨干的持股安排，将使业务链条更为紧密并增强凝聚力。公司定位二三四线城市，时尚度追求低于一线城市，同公司产品定位吻合，且尚未覆盖区域大，同城开店的增长潜力很大，公司实力增强后市场占有率将不断提高，2012-2013年EPS为1.33元和1.79元，PE分别为19倍、14倍。给予公司“短期_推荐，长期_A”的评级。

风险提示：服装需求下降、品牌服装竞争加剧

财务数据与估值

	2010A	2011A	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	403.04	486.91	655.48	830.37
同比增速(%)	23.30	20.81%	34.62%	26.68%
净利润(百万)	43.44	68.71	88.48	119.49
同比增速(%)	52.29	58.16%	28.78%	35.04%
EPS(元)	0.87	1.37	1.33	1.79
P/E		18	19	14

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	6667.00
流通A股(万股)	1667.00
52周内股价区间(元)	17.8-30.0
总市值(亿元)	17.00
总资产(亿元)	7.94
每股净资产(元)	9.34
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员：李韵

电话：010-84183225

Email: liyun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120006

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测:

表 1: 门店数量及收入预测 (万元):

	2009	2010	2011	2012E	2013E
直营店	17	77	114	182	306
直营收入	506.22	1,594.00	3,581.25	7,400.00	15,494.00
加盟店	1275	1446	1582	1752	1907
加盟收入	30,715.00	37,030.00	43,754.60	56,678.00	65,862.00
其他收入	1,464.86	1,679.33	1,370.00	1,489.18	1,704.01
收入合计	32,686.08	40,303.33	48,705.85	65,567.18	83,060.01
增速	53.92%	23.30%	20.85%	34.62%	26.68%
毛利率	31.23%	34.52%	38.59%	39.05%	39.12%

数据来源: 国都证券研究所

表 2: 2012 - 2013 盈利预测 (百万元)

会计年度	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	403.04	486.91	655.48	830.37
营业成本	263.92	299.01	399.52	505.53
营业税金及附加	2.58	3.76	4.55	5.83
营业费用	43.61	47.82	65.22	82.95
管理费用	28.50	44.01	59.78	68.75
财务费用	5.79	8.03	6.50	5.20
资产减值损失	0.37	2.02	0.86	1.76
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	58.27	82.26	119.06	160.34
营业外收入	1.59	11.16	0.00	0.00
营业外支出	1.48	0.50	1.09	1.02
利润总额	58.39	92.92	117.98	159.32
所得税	14.97	24.29	29.49	39.83
净利润	43.42	68.63	88.48	119.49
少数股东损益	-0.02	-0.08	0.00	0.00
归属母公司净利润	43.44	68.71	88.48	119.49
EBITDA	66.19	93.21	122.03	163.38
EPS (摊薄)	0.87	1.37	1.33	1.79

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
刘洵	IT	liuyun@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			