

## 专业的全国性职业服定制龙头

乔治白 (002687.SZ)

暂无评级

合理估值区间:

### 投资要点:

### 分析师



马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130210060022

特此鸣谢

李佳嘉: (8610) 6656 8098

(lijiajia@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

### 市场数据

时间 2012.06.25

合理估值区间(元)	20-25
上证指数	2,224
发行股数(万股)	2,465
发行后总股本(万股)	9,857
主承销商	华泰联合

- **乔治白 80%的收入来源于职业服定制 (自主接单), 是 A 股唯一一家职业服定制上市公司, 模式与已上市品牌型、生产型企业均不同。公司 2011 年收入 5.9 亿, 毛利率 46.4%, 净利润 0.94 亿, 销售净利润率 15.9%。公司自 2001 年成立, 除 2009 年政府采购缩减外, 职业服定制业务基本每年保持 30% 以上增长; 公司未来发展与政府是否缩减开支有很大的关系, 这主要与公司客户结构有关—客户主要来自于金融、保险行业、政府机构。**
- **和品牌型、生产型企业不同, 公司业绩驱动力: 订单+产能驱动, 零售为辅; 因此营销人员数量和水平直接决定了公司接单量情况, 而产能是制约公司接单的另一大因素, 毕竟职业服定制依靠的是良好的口碑, 自产既能保证质量、又能保证及时交付。乔治白作为全国性的职业服定制企业, 优势就在于两方面, 一是品质(自产决定), 二是营销水平, 主要体现在接单水平方面, 基于行业内良好口碑、设计、技术及售后等, 公司参与招标胜率较高。**
- **与直营店为主的服饰品牌比较, 基于定制的性质, 公司具有典型特征: 一是公司根据投标情况进行生产---因此低库存, 所谓的库存主要是原材料等; 二是应收账款占营业收入比例较小。**
- **募投项目分析及盈利预测。公司本次 IPO 拟发行不超过 2,465 万股, 发行后总股本为 9,857 万股。募投项目包括营销网络项目、信息系统建设项目。项目建成后将大大提高公司的综合竞争力。我们预计公司 2012/13/14 年摊薄后 EPS 为 1.25、1.61、2.05 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 18-20 倍市盈率, 对应的合理估值 22-25 元。**
- **主要风险: 政府如缩减开支, 将直接对公司接单产生不利影响; 如果公司在税收减免方面没有采取有效措施, 将对公司未来业绩产生重要影响。**

### 主要财务指标

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
销售收入(百万元)	302.3	416.5	589.7	747.1	953.5
EBITDA(百万元)	70.9	109.3	138.3	171.1	214.2
净利润(百万元)	40.6	72.5	94.2	123.2	158.6
摊薄 EPS(元)	0.41	0.74	0.96	1.25	1.61
ROIC	49.5%	35.9%	33.0%	29.4%	28.4%
总资产周转率	1.66	0.97	1.06	0.82	0.74

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) 募集资金计划简介 .....	3
二、公司业务：专业的职业装一体化经营者.....	4
(一) 公司客户结构相对稳定，接单优势显著.....	4
(二) 公司主要竞争对手：报喜鸟、雅戈尔、希努尔等.....	4
(三) 毛利率净利率高于行业水平.....	5
二、公司未来增长主要取决于三方面.....	7
(一) 政府采购支出 .....	7
(二) 公司营销网络的开拓 .....	7
(三) 公司产能扩张 .....	7
四、募集资金投向.....	9
(一) 营销网络建设项目 .....	9
(二) 年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目 .....	9
(三) 设计研发中心建设项目 .....	9
(四) 信息化建设项目 .....	10
五、财务指标分析.....	11
(一) 期间费用分析 .....	11
(二) 应收账款周转率和预收账款周转率分析.....	11
六、关键假设及盈利预测.....	12
(一) 关键假设.....	12
(二) 盈利预测.....	13
七、风险分析.....	13
(一) 政府采购支出缩减.....	13
(二) 税收优惠变化的风险.....	13
八、公司合理价值 22-25 元 .....	14

## 一、发行人概况与发行方案

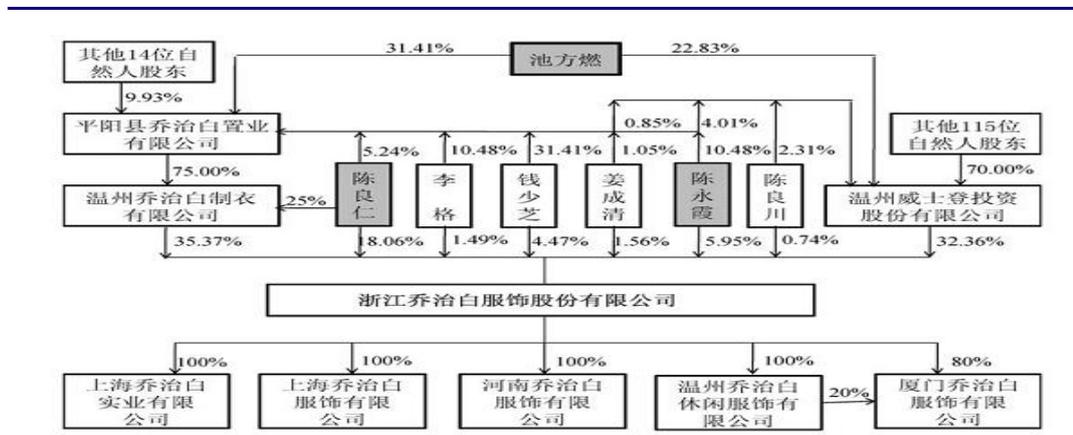
### (一) 发行人简介及发行前后股本结构变化

#### 1、发行人控股股东及实际控制人介绍

公司实际控制人为池方燃、陈永霞和陈良仁。陈永霞与陈良仁直接持有发行人 24.01% 的股份，池方燃、陈永霞与陈良仁通过温州乔治白间接控制发行人 35.37% 的股份，因此，池方燃、陈永霞、陈良仁三人通过直接或间接的方式合计控制发行人 59.38% 的股份。

池方燃现任公司董事长和总经理，陈永霞现任公司董事和商务总监。

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 (%)
<b>一、有限售条件流通股</b>	7,392	100%	7,392	74.99%
温州乔治白	2,615	35.37%	2,615	26.52%
威士登	2,392	32.36%	2,392	24.27%
陈良仁 (外方)	1,335	18.06%	1,335	13.54%
陈永霞	440	5.95%	440	4.46%
钱少芝	330	4.47%	330	3.35%
姜成清	116	1.56%	116	1.17%
李格	110	1.49%	110	1.12%
陈良川	55	0.74%	55	0.56%
<b>二、本次发行流通股</b>	-	-	2,465	25.01%
<b>合计</b>	7,392	100%	9,857	100%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

### 3、公司业务模式及产品结构

公司收入主要来源于职业服定制和部分零售业务，针对两种业务的不同特点，公司采用不同的销售模式，职业服业务采取职业装营销中心为主、代理商销售为辅的销售模式，零售业务采取直营店和特许加盟店相结合的销售模式。

表 2 公司各种销售模式收入占比

项目	2009 年度		2010 年度		2011 年度	
	收入 (百万)	占比	收入 (百万)	占比	收入 (百万)	占比
<b>1、职业装大规模定制市场</b>	237	78%	341	82%	511	87%
其中：职业装营销中心	219	73%	319	77%	479	81%
代理商	17	6%	22	5%	32	5%
<b>2、零售专卖</b>	64	21%	73	18%	77	13%
其中：直营店	13	4%	14	3%	23	4%
特许加盟商	51	17%	59	14%	54	9%
主营业务收入合计	301	99%	414	99%	588	100%
其他业务收入	2	1%	3	1%	2	0%
<b>营业收入合计</b>	<b>302</b>	<b>100%</b>	<b>416</b>	<b>100%</b>	<b>590</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司招股说明书, 中国银河证券研究部

公司主要产品为自有品牌的职业装，具体包括西服、西裤和衬衫等，在公司销售收入中的比重达 70% 以上。

表 3 公司主要产品 (销量: 万件; 收入: 百万元)

主要产品	2009 年			2010 年			2011 年		
	销量	收入	收入占比	销量	收入	收入占比	销量	收入	收入占比
职业装	-	237	79%	-	341	82%	-	511	87%
西服	17.4	79	26%	28.2	119	29%	35.9	155	26%
衬衫	65.9	56	19%	86.4	76	18%	150.6	140	24%
西裤	36.1	61	20%	48.3	93	23%	64.4	127	22%
其他	-	41	14%	-	53	13%	-	89	15%
零售男装	-	64	21%	-	73	18%	-	77	13%
西服	1.4	6	2%	1.1	5	1%	1.2	7	1%
衬衫	24.1	26	9%	23.8	26	6%	28.9	34	6%
西裤	0.7	2	1%	1.4	4	1%	0.7	2	0%
其他	-	29	10%	-	39	9%	-	33	6%
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>301</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>414</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>588</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司招股说明书, 中国银河证券研究部

## (二) 募集资金计划简介

本次发行募集资金拟投入以下四个项目：

表 4 募投资金投向

序号	项目名称	募集资金投资总额 (万元)	项目核准文号
1	营销网络建设项目	26,785	平发改投资[2011]32号
2	年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目	7,000	虞发改外经科技[2011]3号
3	设计研发中心建设项目	1,933	闽发改产核[2011]48号
4	信息化建设项目	2,332	平发改投资[2011]31号
	合计	38,050	

资料来源：公司招股说明书, 中国银河证券研究部

若本次发行募资资金净额小于上述投资项目的资金需求，资金缺口由公司自筹方式解决；本次募集资金到位后，将按项目的实施进度及轻重缓急安排使用；如本次募集资金到位时间与项目进度要求不一致，则根据实际情况需要以其他资金先行投入，募集资金到位后予以置换。

## 二、公司业务：专业的职业装一体化经营者

公司主要从事“乔治白”品牌的职业装、男装及休闲服饰的生产和销售。通过多年的品牌运营树立了“乔治白”的品牌形象，建立了稳定的职业装生产和质量控制体系，实现了从品牌运营、产品设计到生产营销、售后服务上下游一体化的职业装运营模式。

### （一）公司客户结构相对稳定，接单优势显著

#### 1、公司客户结构以企事业单位为主

职业装不同于零售服装的特点在于其对产品质量的稳定性、服务的体贴性以及产品设计及功能的专业性具有更高的要求，其目标客户群体主要为企事业单位客户。乔治白主要客户为来自金融、电力、电信、邮政、物流、钢铁、煤炭、有色等行业的上千家单位，该类客户主要特征：招投标为主、订单较为稳定，因此公司的客户具有一定的延续性和稳定性。公司每年订单平均 40%-50%来自于老客户，高的时候甚至 70%-80%来自于老客户。公司上市后渠道网络将进一步覆盖全国，品牌化效应将带来更多的客户资源。

#### 2、乔治白接单优势显著

公司所对应的客户订单往往是招投标的方式，招投标的依据，主要是资质、产品设计、技术、售后服务以及行业内良好的口碑等。

根据公司统计，基本 80%的招投标都能成功；这主要有赖于以下几方面，一是资质，公司是职业装标准制定者，在该领域专业性的口碑较高；二是公司研发，公司通过和东华大学的长期合作走职业服时尚化和高端化路线，个性化设计满足客户需求；三是公司广泛的营销网络能够为客户提供较好的售后服务。

### （二）公司主要竞争对手：报喜鸟、雅戈尔、希努尔等

#### 1、乔治白是专业性职业服定制企业

乔治白全国性的竞争对手主要有宝鸟和雅戈尔等。其中，宝鸟（报喜鸟旗下职业服定制品牌）主要从事职业服定制业务，近年来的收入保持稳定增长，2011 年因工厂搬迁盈利大幅下滑；雅戈尔品牌服饰销售部分约 10%来自于团购业务，近年来相对平稳。

除此以外，区域性竞争对手较多，主要包括两类，一类是正装出口为主的企业，如大杨创世；第二类是西服面料生产企业，如凯诺科技、江苏阳光、南山等等。

与零售兼做定制、面料企业延伸职业服定制、出口企业兼做定制等不同，乔治白是专业的职业服定制企业。以出口为主企业遇到的主要问题是营销水平，而零售兼做定制遇到的最大问题是定价策略、品牌维护。

**表 5: 主要职业服定制企业规模 (单位: 万元)**

公司名称	2009 年收入	2010 年收入	2011 年收入	2009 年净利润	2010 年净利润	2011 年净利润
乔治白	23,692	34,053	51,057	4,058	7,245	9,424
宝鸟	32,389	37,151	44,601	2,308	1,592	356
雅戈尔			41,936			
大杨创世			11,000*			
江苏阳光			8,000*			
凯诺科技	55,210	67,775	89,864			
希努尔			16,000*			

资料来源: 各公司公告 中国银河证券研究部

\*为估算值, 乔治白净利润为公司全部业务净利润

**表 6: 主要职业服定制企业职业装营销中心数量及单店收入**

公 司 比 较	2009 年	2010 年	2011 年	
乔治白*	营销中心数量	18	19	19
	单店收入 (万元)	1,316	1,792	2,687
凯诺科技	营销中心数量		55	68
	单店收入 (万元)		1,232	1,322

资料来源: 各公司公告 中国银河证券研究部

\*乔治白职业装营销中心含代理店

## 2、职业服定制加价率、零售品牌加价率比较

由于市场一直担忧现有的正装零售品牌介入职业服定制领域, 我们认为这种担忧是不必要的, 主要基于加价率的不同。以零售为主的公司转做职业服定制会遇到许多问题, 最大的问题是定价、品牌损伤, 如雅戈尔基于对零售市场重视、以及维护高端品牌形象, 逐步缩减团购市场。

我们将乔治白和同样具有职业装业务的报喜鸟进行对比, 报喜鸟产品加价率和毛利率水平远远高于乔治白职业装定制业务。

**表 7: 乔治白和报喜鸟产品加价率对比**

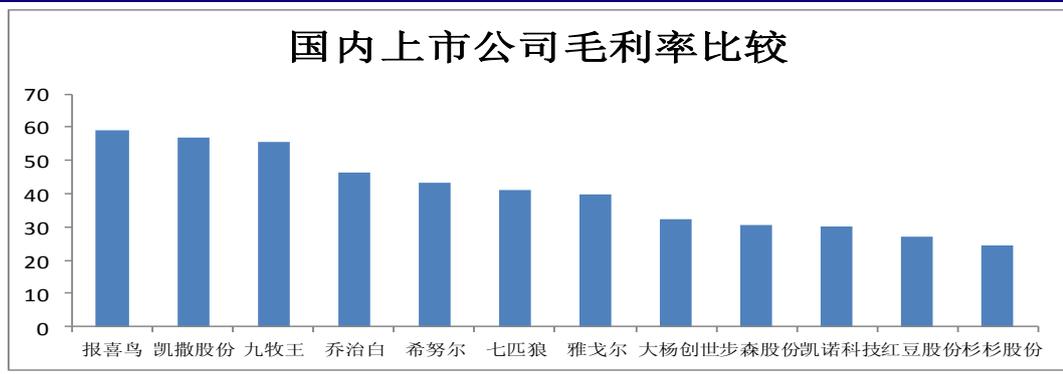
	倍率	毛利率	--销售费用率	--乔治白管理费用率
乔治白定制	2.15	45.7%	17.66%	6.84%
	倍率	毛利率	--销售费用率	--报喜鸟管理费用率
报喜鸟零售	8-10	60%	17.94%	15.14%

资料来源: 中国银河证券研究部

### (三) 毛利率净利率高于行业水平

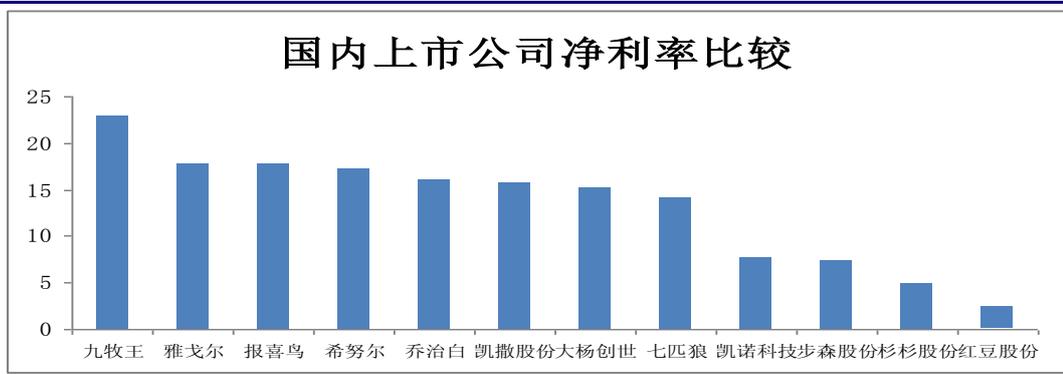
目前的品牌服装上市公司中, 尚无以职业装为主导服装产品的企业, 但这些企业的业务体系中含有部分职业装业务或生产的西服和衬衫等产品具有替代性功能, 是公司现在或未来潜在的市场竞争对手。和这些企业相比, 乔治白目前的生产和销售规模相对偏小, 但毛利率和净利率水平略高于行业平均水平。

图2 2011年同类公司毛利率比较



资料来源: 招股说明书 中国银河证券研究部

图3 2011年同类公司净利率



资料来源: 招股说明书 中国银河证券研究部

### 三、公司未来增长主要取决于三方面

#### (一) 政府采购支出

公司每年均为来自金融、电力、电信、邮政、物流、钢铁、煤炭、有色等行业的上千家单位提供职业装设计方案，公司上市后的品牌化效应将带来更多地客户资源。

从公司客户结构看，公司面向的客户主要是各大公司和企事业单位，政府采购支出对公司业绩具有重要影响。政府机构和各大企业开始注重改变和提升形象，将带来公司未来业绩的迅速增长。

#### (二) 公司营销网络的开拓

公司业绩直接驱动是接单，而接单情况和营销网点覆盖面、营销人员数相关。由于每个营销网络的覆盖性是有限的，公司虽然是全国性的职业装定制企业，但仅有 13 家职业装营销中心和 6 家职业装代理商，在零售店方面拥有 48 家零售直营店和 156 家零售特许加盟店，营销网络主要覆盖华东地区。

图 4 公司营销网络区域分布



资料来源：公司招股说明书,中国银河证券研究部

公司计划在未来两年内建设 12 个职业装营销中心和 7 个直营形象店,使公司职业装的销售网络基本覆盖全国市场。随着公司职业装营销中心数量的提升和覆盖范围的扩大,采购单位对公司品牌的认知度将得以显著提升,有助于扩大公司在客户层面的影响力,进一步巩固公司在职业装领域的行业地位。

#### (三) 公司产能扩张

从公司历史产能、产量、业绩增速之间关系看,产能是公司业绩的另一大驱动力。公司的主要产品包括西服、西裤和衬衫,在公司营业收入的占比达 80%以上。乔治白采取自主生产为主的生产模式,过去数年中公司业绩增长的主要驱动力来源于产能的扩张,西服在平均售价下滑的情况下仍然保持快速增长。随着公司未来订单的增长,公司目前的产能已成为公司发展的瓶颈。

**表 8: 乔治白历史产能、产量和收入对比**

产品类别	年份	产能 (万件)	产量 (万件)	外协产量 (万件)	销量 (万件)	单价 (元)	收入 (万元)
西服	2009 年	27	21.9	3.6	18.8	457	8573
	2010 年	31	31.8	2.9	29.3	422	12362
	2011 年	35	39.4	6.5	37.1	437	16224
西裤	2009 年	43	45.5	5.5	36.8	170	6270
	2010 年	45	52.4	6.1	49.8	195	9708
	2011 年	59	71	14.9	64.4	201	12909
衬衫	2009 年	101	100	3.8	90	91	8191
	2010 年	132	127.3	2.4	110.2	92	10145
	2011 年	170	165.7	7.3	150.6	116	17431

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

河南年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目已投入试运行, 新增产能可以帮助公司缓解目前的生产压力, 扩大公司的生产规模, 提高盈利能力; 此外, 工厂向中部地区转移有助于降低生产成本, 提高公司在职业装市场的竞争能力。

## 四、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）年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目；（3）设计研发中心建设项目；（4）信息化建设项目。

表 9 募投资金投向

序号	项目名称	募集资金投资总额 (万元)	项目核准文号
1	营销网络建设项目	26,785	平发改投资[2011]32 号
2	年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目	7,000	虞发改外经科技[2011]3 号
3	设计研发中心建设项目	1,933	闵发改产核[2011]48 号
4	信息化建设项目	2,332	平发改投资[2011]31 号
	合计	38,050	

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

该项目的预计总投资额为 26785.05 万元，其中：建设投资 22388.87 万元，流动资金 4396.18 万元。通过购置和租赁方式共建设 12 个职业装营销中心和 7 个直营形象店，新增店铺面积 7400 平方米。

表 10 营销网络建设（收入：万元）

项目	2009		2010		2011		2012E		2013E	
	数量	收入	数量	收入	数量	收入	数量	收入	数量	收入
职业装营销中心	12	21,944	13	31,891	13	47,856	19	59,819	25	73,578
直营店	17	1,273	25	1,383	48	2,303	52	2,860	55	3,300
合计	29	23,216	38	33,275	61	50,159	71	62,679	80	76,878

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

营销网络是公司形象的展示中心和服务中心，对区域有辐射作用，营销网络的数量和收入具有正相关性。随着公司职业装营销中心数量的提升和覆盖范围的扩大，团购单位对公司品牌的认知度将得以显著提升，从而扩大公司在客户层面的影响力，进一步巩固公司在职业装领域的行业地位。

### （二）年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目

该项目总投资为 7000 万元，其中：建设投资 5,963 万元，流动资金 1,037 万元。项目将采用国内外先进的服装生产流水线，生产西服、高档衬衫。项目将新建 4 幢车间，厂房面积 21,120 平方米；配套设施包括办公楼 1 幢，建筑面积 4,437 平方米；宿舍 1 幢，建筑面积 10,940 平方米。

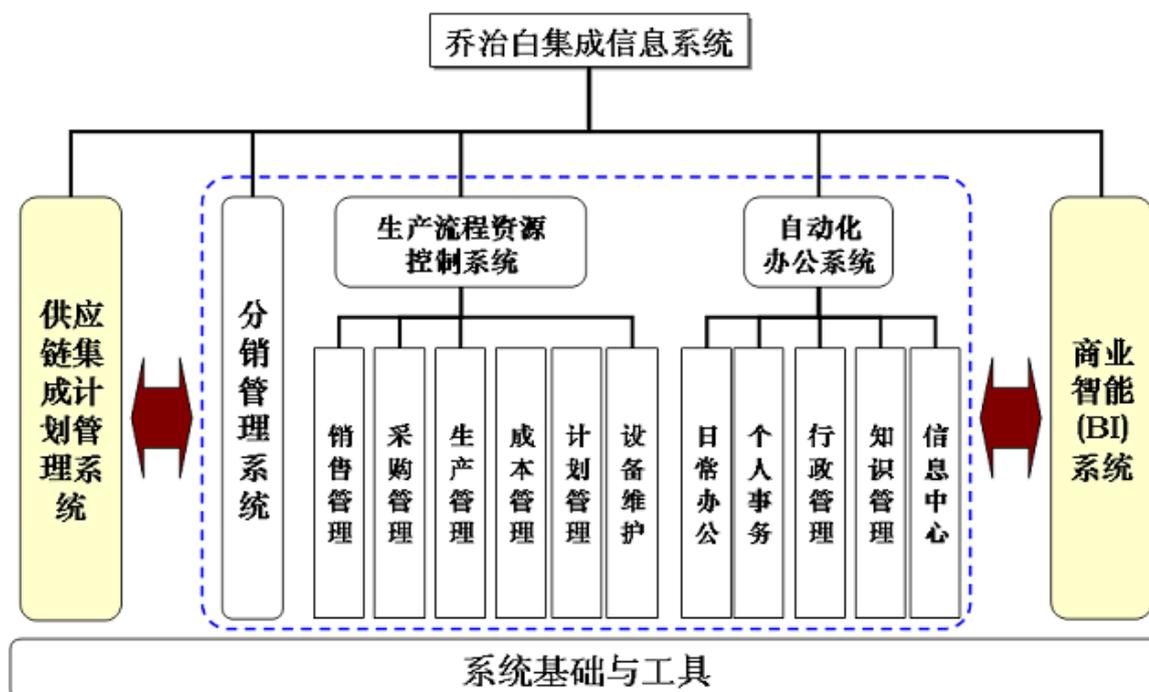
### （三）设计研发中心建设项目

该项目总投资为 1,933.31 万元，全部是建设投资。职业装企业采用大规模定制的生产模式，是职业装发展的必然趋势。服装设计研发平台的建设能够缩短与欧美服装设计研发水平的距离，加强国际流行信息的搜集、学习和应用、加快培训专业的设计队伍；可以提升公司的设计研发水平，保持与同类竞争对手的优势，进一步提高公司的核心竞争力。

#### （四）信息化建设项目

本项目主要完成以下建设内容：供应链集成计划管理系统、企业分销管理系统、生产流程资源控制系统（FRP）、自动化办公（OA）、商业智能（BI）以及网络环境、硬件配置条件升级。本项目总投资为 2,331.69 万元，全部为建设投资。

图 5 信息化项目示意图



资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

项目的实施将全面改善乔治白供应链管理水平和整合业务体系，优化业务流程，降低运营成本，缩短运营周期，有效提高客户服务水平，进一步提升管理层决策能力，为企业创造更高的利润和价值。

## 五、财务指标分析

### (一) 期间费用分析

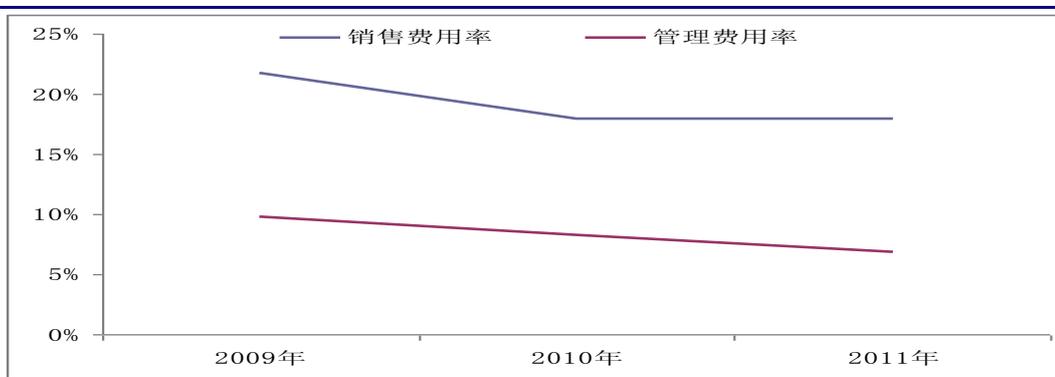
公司期间费用以销售费用和管理费用为主。2009-2011年，公司销售费用分别为6,573万元、7,483万元和10,577万元，销售费用的逐年上升主要是随着公司销售规模的扩大，销售人员工资及福利费用显著增加，以及广告费用保持增长。另一方面，销售费用占营业收入的比例分别为21.74%、17.97%和17.94%，呈逐步下降趋势，主要是因为公司营业收入增速快于费用增速。

公司未来两年将加大职业装营销中心和销售直营店的开拓力度，我们认为短期内公司购买和租赁店铺带来的销售费用增长会高于销售收入的增长。我们预计2012-2014年，销售费用率为18.59%、19.24%和18.61%。

公司管理费用主要由薪酬、折旧费、办公及差旅费、无形资产摊销、劳动保险费等组成。2009年至2011年，管理费用占营业收入的比例分别为9.73%、8.28%和6.84%，呈逐步下降趋势。

我们预计随着公司产能的增长，公司规模效应显现，管理费用率将进一步下降。我们预期2012-2014年，管理费用率为6.78%、6.63%和6.44%。

图6 公司管理费用率和销售费用率变化



资料来源：中国银河证券研究部

### (二) 应收账款周转率和预收账款周转率分析

2009年-2011年乔治白应收账款周转率保持稳步上升，但各年度水平低于同行业上市公司的平均水平，其主要原因是业务和客户的结构性差异导致收款政策的差异。公司主要客户为大型企业和企事业单位，内部财务审批程序较为复杂、付款周期较长，公司对这些客户的回款周期控制在9个月以内。由于公司的营业收入大部分来自职业装市场，因此应收账款平均回收周期要长于以零售市场为主的品牌服装企业。

表 11 同行业上市公司应收账款周转率对比

公司名称	2009年	2010年	2011年
七匹狼	11.14	7.8	8.84
报喜鸟	9.01	6.51	4.13
希努尔	12.14	14.54	11.19
凯诺科技	10.62	10.48	11.76
平均值	10.73	9.83	8.98
乔治白	3.96	4.09	5.07

资料来源：中国银河证券研究部

公司的存货周转速度高于同行业上市公司的平均水平,这主要是作为公司主营业务的职业装属于大规模定制的产品,实行“按需采购、以销定产”的采购模式和生产组织模式,因此公司存货中的职业装生产所需的原材料和完工的产成品均为按照合同采购和生产,待相关批次产品完工后即以客户为单位统一发货,不存在产品积压的问题。

表 12 同行业上市公司存货周转率对比

公司名称	2009年	2010年	2011年
七匹狼	2.05	2.57	2.31
报喜鸟	1.80	1.74	1.91
希努尔	2.05	2.57	2.31
凯诺科技	3.79	4.08	3.55
平均值	2.42	2.7	2.52
乔治白	2.99	2.74	2.83

资料来源：中国银河证券研究部

## 六、关键假设及盈利预测

### (一) 关键假设

随着乔治白上市带来品牌知名度逐步提升,公司成长的两大驱动因素:(1)接单量稳步提升,职业服定制营业中心接单部分假定 2012、2013、2014 年增速分别为 30%、30%、25%;(2)产能稳步扩张。我们对公司 2012-2014 年盈利假设如下:

(1) 随着公司职业装营销中心渠道的扩张,公司销售人员数量迅速增加,接单量也将稳步提升。我们假定 2012 年和 2013 年公司营销中心人均接单基本保持稳定,收入增长的驱动力主要来源于新的职业装营销渠道对区域的辐射以及新的销售人员接单量的增加。我们预计 2012-2014 年公司营销中心增长率分别为 30%、30%和 25%。

(2) 产能扩张方面,假定公司河南乔治白产能扩张项目顺利运行,2012 年项目发挥全部产能的 60%,2013 年产能达到设计能力,西裤产销量与西服和衬衫的比例稳定。我们预计 2012 和 2013 年公司西服产能分别为 47 和 55 万件(同比分别增 34%、17%);衬衫产能分别为 230 和 270 万件,同比分别增 35%、17%。

(3) 综合毛利率假设:2011 年基于定制业务占比提升、劳动力成本上涨,公司毛利率有所下降。我们假定,乔治白生产项目的建成,将提高公司产品资产比例,降低生产成本;但是,

职业服定制业务占公司业务的比重将进一步上升，从而降低毛利率水平。因此，我们假定公司毛利率水平将小幅度下滑。

(4) 所得税优惠假设：乔治白在 2007 年至 2011 年作为外资企业所得税享受两免三减半优惠政策，该优惠政策在今年到期。公司正在积极申请认证高新技术企业，并有极大可能性通过认证。我们假定公司能够获得高新技术企业认证，所得税税率减按 15% 征收。

**表 13 主要盈利预测假设**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入增长率 (YOY)	39.85%	37.77%	41.59%	26.70%	27.62%	23.22%
营业成本 /营业收入	49.00%	50.06%	53.57%	54.00%	54.00%	54.00%
营业税率	0.41%	0.84%	0.96%	1.00%	1.00%	1.00%
销售费用 /营业收入	21.74%	17.97%	17.94%	18.59%	19.24%	18.61%
管理费用 /营业收入	9.73%	8.28%	6.84%	6.78%	6.63%	6.44%
实际税率	15.90%	13.40%	15.08%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比例	0.00%	0.00%	26.14%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：中国银河证券研究部

## (二) 盈利预测

根据以上假设，预计 2012/13/14 年，公司实现 (1) 营业收入 7.5、9.5、11.7 亿元；(2) 归属于母公司所有者的净利润为 1.23、1.58、2.02 亿元；(3) EPS 为 1.25、1.61、2.05 元。

## 七、风险分析

### (一) 政府采购支出缩减

与其它服装公司不同的是，职业装的主要客户是企事业单位，政府采购支出对职业装的需求产生重要影响。2008 年金融危机期间政府缩减开支，职业装的需求数量明显减少，使公司职业装业务受到打击。宏观经济的波动可能迫使政府缩减对职业装的采购，从而对公司业绩产生较大影响。

### (二) 税收优惠变化的风险

由于成立时为中外合资企业，乔治白在 2009 年至 2011 年享受减半后 12.5% 的企业所得税优惠，该优惠在今年到期。公司正在申请认证高新技术企业，我们假定公司能够获得高新技术企业认证，所得税税率按 15% 的优惠税率征收。

在所得税减免政策停止后，如果公司在税收减免方面没有采取有效措施，预计净利润将因此减少，对公司未来业绩产生重要影响。

## 八、公司合理价值 22-25 元

表 14 A 股服装品牌上市公司估值对比

股票名称	股票代码	股价	总市值	EPS			PE (X)		
		(元)	(亿元)	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
报喜鸟	002154.SZ	12.71	75.47	0.63	0.83	1.08	20.17	15.4	11.8
希努尔	002485.SZ	11.96	38.27	0.62	0.8	1.04	11.96	14.86	11.55
大杨创世	600233.SH	11.79	19.45	0.71	0.78	0.91	16.64	15.2	13.02
	平均			0.65	0.8	1.01	16.26	15.15	12.12
乔治白				0.96	1.25	1.61			

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部,

雅戈尔业务方向多元化, 与其他上市公司估值不具有可比性, 故未列入表中

A 股服装品牌上市公司 2011 年平均 PE 为 16.26, 2012 年平均 PE 为 15.15。考虑到公司未来三年有望实现 25% 以上的复合增长速度, 结合 A 股同行业上市公司的估值, 我们认为二级市场合理估值在 2012 年的 18-20 倍 PE, 公司合理价位为 22-25 元。

附表 1 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	49.0	432.0	434.4	545.4	营业收入	589.7	747.1	953.5	1174.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	315.9	403.5	514.9	634.4
应收账款	111.8	174.7	191.0	259.7	营业税金及附加	5.7	7.5	9.5	11.7
预付款项	18.2	23.3	29.7	36.6	销售费用	105.8	138.9	183.5	218.7
其他应收款	6.6	8.4	10.7	13.2	管理费用	40.3	50.7	63.3	75.7
存货	128.3	159.1	207.7	244.2	财务费用	5.1	-6.3	-15.1	-17.1
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	8.0	10.1	12.9	15.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	165.8	276.1	380.0	378.5	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	64.3	64.3	64.3	64.3	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	109.0	142.9	184.5	235.5
无形资产	51.4	56.1	59.8	57.7	营业外收支净额	2.0	2.0	2.0	2.0
长期待摊费用	0.7	0.4	0.0	0.0	税前利润	111.0	144.9	186.5	237.6
资产总计	614.5	1,202.5	1,385.7	1,607.7	减: 所得税	16.7	21.7	28.0	35.6
短期借款	74.8	0.0	0.0	0.0	净利润	94.2	123.2	158.6	201.9
应付票据	44.6	56.9	72.6	89.5	归属于母公司净利润	94.2	123.2	158.6	201.9
应付账款	23.8	30.0	38.3	47.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	49.5	117.1	149.5	184.2	基本每股收益	0.96	1.25	1.61	2.05
应付职工薪酬	20.3	20.3	20.3	20.3	稀释每股收益	0.96	1.25	1.61	2.05
应交税费	37.3	37.3	37.3	37.3	<b>财务指标</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他应付款	10.6	10.6	10.6	10.6	<b>成长性</b>				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	41.6%	26.7%	27.6%	23.2%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	28.2%	20.2%	24.3%	28.5%
预计负债	5.6	5.6	5.6	5.6	净利润增长率	30.1%	30.7%	28.8%	27.3%
负债合计	267.0	278.3	334.7	395.1	<b>盈利性</b>				
股东权益合计	347.5	924.2	1,051.1	1,212.6	销售毛利率	46.4%	46.0%	46.0%	46.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	16.0%	16.5%	16.6%	17.2%
净利润	94.2	123.2	158.6	201.9	ROE	30.0%	19.4%	16.1%	17.8%
折旧与摊销	16.3	24.5	31.9	39.6	ROIC	33.0%	29.4%	28.4%	31.4%
经营活动现金流	90.2	134.1	158.1	170.3	<b>估值倍数</b>				
投资活动现金流	-103.1	-139.1	-139.1	-36.0	PE				
融资活动现金流	17.4	385.1	-16.6	-23.2	P/S				
现金净变动	4.6	380.1	2.4	111.1	P/B				
期初现金余额	44.4	49.0	432.0	434.4	股息收益率				
期末现金余额	49.0	429.1	434.4	545.4	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	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>						
ROA	22.2%	16.9%	17.0%	13.6%	12.3%	13.5%
ROE	34.2%	28.0%	30.0%	19.4%	16.1%	17.8%
ROCE	41.0%	29.8%	28.1%	18.5%	15.7%	17.6%
ROIC	49.5%	35.9%	33.0%	29.4%	28.4%	31.4%
销售毛利率	51.0%	49.9%	46.4%	46.0%	46.0%	46.0%
营业利润率	15.7%	19.3%	18.5%	19.1%	19.4%	20.0%
EBITDA 率	23.5%	26.2%	23.5%	22.9%	22.5%	23.3%
EBIT 率	19.1%	22.9%	20.7%	19.6%	19.1%	19.9%
销售净利率	13.4%	17.4%	16.0%	16.5%	16.6%	17.2%
<b>增长能力</b>						
营收增长率		37.8%	41.6%	26.7%	27.6%	23.2%
EBIT 增长率		64.7%	28.2%	20.2%	24.3%	28.5%
EBITDA 增长率		54.2%	26.5%	23.7%	25.2%	27.9%
净利润增长率		78.6%	30.1%	30.7%	28.8%	27.3%
<b>营运能力</b>						
存货周转天数		133.1	129.1	130.0	70.2	133.1
应收帐款周转天数		89.3	72.0	70.0	50.1	89.3
应付帐款周转天数		43.1	29.5	23.8	27.1	43.1
总资产周转率		1.0	1.1	1.0	1.7	1.0
固定资产周转率		3.4	4.1	3.5	5.0	3.4
<b>偿债能力</b>						
流动比率	1.54	1.37	1.20	2.93	2.66	2.82
速动比率	1.08	0.91	0.71	2.34	2.03	2.20
资产负债率	35.1%	43.0%	43.5%	23.1%	24.2%	24.6%

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 2011 年同类公司毛利率比较.....	6
图 3 2011 年同类公司净利率.....	6
图 4 公司营销网络区域分布.....	7
图 5 信息化项目示意图.....	10
图 6 公司管理费用率和销售费用率变化.....	11

## 表格目录

表 1 上市前后公司股本结构.....	1
表 2 公司各种销售模式收入占比.....	2
表 3 公司主要产品（销量：万件；收入：百万元）.....	2
表 4 募投资金投向.....	3
表 5: 主要职业服定制企业规模（单位：万元）.....	5
表 6: 主要职业服定制企业职业装营销中心数量及单店收入.....	5
表 7: 乔治白和报喜鸟产品加价率对比.....	5
表 8: 乔治白历史产能、产量和收入对比.....	8
表 9 募投资金投向.....	9
表 10 营销网络建设（收入：万元）.....	9
表 11 同行业上市公司应收账款周转率对比.....	11
表 12 同行业上市公司存货周转率对比.....	12
表 13 主要盈利预测假设.....	13
表 14 A 股服装品牌上市公司估值对比.....	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

## 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：

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)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.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。

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

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

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

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

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

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)