

乔治白

# 职业装定制行业的领军者

合理价值区间：21.99 -26.23 元

**分析师**

程远  
SAC 执业证书编号:S1000511080001  
chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

丰婧  
SAC 执业证书编号: S1000511110006  
fengjing@mail.htlhsc.com.cn

张蕾  
SAC 执业证书编号: S1000511120001  
zhanglei9014@mail.htlhsc.com.cn

**募集资金投向**

项目名称	金额(万元)
营销网络建设项目	26785.05
西服、衬衫生产项目	7000
设计研发中心建设项目	1933.31
信息化建设项目	2331.69
合计	38050.05

**发行数据**

发行规模(万股): 2465 万股  
发行后总股本(万股): 9857 万股  
发行方式: 网下询价, 网上定价  
主承销商: 华泰联合证券  
主要股东: 池方燃、陈永霞、陈良仁

- **职业装领域的佼佼者:** 发行人主要从事“乔治白”品牌的职业装、男装及休闲服饰的生产和销售, 主要产品定位于职业装大规模定制市场。近几年, 公司主营业务快速发展, 已经成为职业装细分行业中的龙头企业。2011 年度公司实现销售收入 5.9 亿元, 实现净利润 9424 万元。
- **一体化的经营模式:** 公司采用上下游一体化的经营模式, 牢牢把握从生产到制造中的各个环节。生产方面以自产为主, 委托加工为辅; 销售方面分为职业装大规模定制业务和零售专卖业务, 职业装大规模定制业务以直销为主, 零售业务采用加盟与直营相结合的销售模式。
- **公司竞争优势:** (1) 公司独特的职业装营销中心为公司带来高效的市场开发能力; (2) 公司具备强大的研发设计能力、深厚的一线市场经验为未来的市场拓展提供了坚实的基础; (3) 公司具有较强的订单式生产优势以及严格的质量控制体系, 在生产环节形成了较强的竞争力; (4) 公司在大规模生产基础上提供定制化产品, 同时兼顾了规模化生产效率与个性化的市场需求。
- **募投项目提高职业装营销中心数量、扩大产能, 未来高成长可期:** (1) 营销网络建设项目: 公司拟建设 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, 此举将有效巩固公司在职业装行业的地位并扩大其在全国市场的覆盖面; (2) 西服、衬衫生产项目: 公司将建设年产 20 万套西服、100 万件衬衫生产项目, 项目选址位于河南省虞城县产业集聚区。目前此项目已经初步建成, 未来将陆续投产后有效降低生产成本, 同时可以缓解公司产能压力, 提高盈利能力。
- **盈利预测及估值区间:** 我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.24、1.46、1.94 元, 合理价值区间为 21.99 -26.23 元, 对应 2011 年市盈率(以发行后股本摊薄)为 22.9-27.3 倍, 对应 2012 年预测市盈率 17.7-21.2 倍。
- **风险提示:** 产品品种过于集中的风险; 产品销售季节性波动的风险; 代理商与加盟商的相关管理风险以及税收优惠变化的风险。

经营预测与估值	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	590	752	987	1296
(+/-%)	42%	28%	31%	31%
归属母公司净利润(百万元)	94	123	144	191
(+/-%)	30%	30%	17%	33%
EPS(元)	0.96	1.24	1.46	1.94
P/E(倍)	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

## 目 录

<b>1. 估值分析</b>	<b>5</b>
1.1 DCF 估值	5
1.2 相对估值	6
1.3 估值结果	6
<b>2. 公司概况</b>	<b>7</b>
2.1 职业装领域的佼佼者	7
2.2 运营模式分析：上下游一体化	8
2.3 股权结构较为集中	12
<b>3. 职业装行业潜力巨大</b>	<b>13</b>
3.1 服装行业处于景气周期，保持稳健高速增长	13
3.2 职业装市场潜力巨大	14
<b>4. 公司竞争优势</b>	<b>17</b>
4.1 广泛的渠道覆盖度带来高效的市场开发能力	17
4.2 强大的研发设计能力与深厚的市场经验	17
4.3 订单式生产优势及严格的质量控制体系	18
4.4 规模生产与个性化并行	18
<b>5. 公司财务特点分析</b>	<b>19</b>
5.1 管理费用率下降显著，费用控制良好	19
5.2 存货周转率保持稳定，应收账款周转率稳步提升	19
5.3 现金流量分析	20
<b>6. 募集资金投向分析</b>	<b>21</b>
6.1 营销网络建设	21
6.2 年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目	22
6.3 设计研发中心建设项目	22
6.4 信息化建设项目	22
<b>7. 盈利预测</b>	<b>22</b>
<b>8. 风险分析</b>	<b>23</b>
8.1 产品品种过于集中的风险	23
8.2 产品销售季节性波动的风险	24
8.3 代理商与加盟商的相关管理的风险	24

8.4 税收优惠变化的风险 ..... 24

## 图表目录

图 1:	公司报告期内主营业务收入与净利润.....	7
图 2:	公司营业收入构成.....	8
图 3:	职业装的一体化经营模式.....	9
图 4:	公司自主生产和委托加工的比重.....	10
图 5:	公司主要生产流程.....	10
图 6:	公司销售模式示意图.....	11
图 7:	公司自营职业装销售的集团客户数量及平均每家销售额.....	11
图 8:	报告期内直营店和加盟店数量.....	12
图 9:	报告期内直营店和加盟店销售收入(万元).....	12
图 10:	公司发行前股权结构图.....	12
图 11:	人均可支配收入水平(单位:元).....	13
图 12:	2004年-2011年限额以上服装类零售额.....	13
图 13:	职业装市场细分情况.....	14
图 14:	我国近年来城镇化进程持续推进.....	14
图 15:	我国城镇单位就业总人数情况.....	15
图 16:	第三产业发展态势良好.....	16
图 17:	第三产业占GDP比重.....	16
图 18:	在单位工作时需穿职业装的比例.....	17
图 19:	目前职业装中存在的问题.....	17
图 20:	乔治白销售费用率、管理费用率及财务费用率.....	19
图 21:	应收账款与占流动资产比例.....	20
图 22:	存货与占流动资产比重.....	20
图 23:	乔治白应收账款周转率与存货周转率.....	20
图 24:	乔治白现金流量分析.....	21
图 25:	应收账款与占流动资产比例.....	23
图 26:	存货与占流动资产比重.....	23
图 27:	应收账款与占流动资产比例.....	23
图 28:	存货与占流动资产比重.....	23
表格 1:	DCF 估值假设.....	5
表格 2:	DCF 估值结果.....	5
表格 3:	DCF 估值敏感性分析.....	6
表格 4:	国内可比上市公司估值比较.....	6
表格 5:	估值结果.....	6
表格 6:	服装行业运营模式比较.....	8
表格 7:	募投项目.....	21
表格 8:	新建店铺总体情况.....	21
表格 9:	收入预测.....	22
表格 10:	成本预测.....	23

## 1. 估值分析

我们分别使用 DCF 估值法和相对估值法对公司进行估值。结合公司财务报表和我们预测，公司 2011、2012、2013 年对应发行后总股本（9857 万股）的 EPS 为 0.96 元、1.24 元、1.46 元。根据 DCF 估值和相对估值结果，公司的合理估值区间为 21.99-26.23 元，对应 2011 年静态市盈率（以发行后股本摊薄）为 22.9-27.3 倍，对应 2012 年预测市盈率 17.7-21.2 倍。

### 1.1 DCF 估值

我们采用了 DCF 估值法对公司进行了估值，最终得出企业合理价值中枢为 22.45 亿元，对应发行后股本的每股价值为 22.77 元，合理估值区间为 19.61-27.26 元。

**表格 1：DCF 估值假设**

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
<b>贝塔值 (β)</b>	1.120	1.120
无风险利率 (%)	3.50%	3.50%
市场的预期收益率 (%)	6.00%	6.00%
股权资本成本 (Ke)	6.30%	6.30%
债务成本 Kd (%)	4.88%	4.88%
债务比率 D/(D+E) (%)	30.29%	30.29%
WACC	5.87%	5.87%

资料来源：华泰联合研究所

**表格 2：DCF 估值结果**

公司内在评估价值				企业价值（现值）		
公司核心评估价值	高速+永续折现	2,262.16	97.54%	公司核心现值 EV	勾稽计算	17.65
其中：显性价值	最近 3 年折现	199.30	8.59%			
其中：半显性价值	最近 3 年->高速增长阶段止折现	¥199.30	8.59%			
其中：永续增长价值	永续增长阶段折现	2,062.86	88.94%			
加：公司非核心评估价值	来自营运资本	57.15	2.46%			
公司评估总价值	勾稽计算	2,319.31		企业总价值现值	勾稽计算	74.80
减：债务价值	来自营运资本	74.80				
减：少数股东权益	来自资产负债表	0.00				
公司内在评估价值	勾稽计算	2,244.51		企业权益价值现值	总股本*收盘	0.00
估值日总股本(百万股)	来自目录	98.57				
每股内在价值(元)	内在评估价值/估值日总股本	22.77		评估日收盘价(元)	来自目录	0.00

资料来源：华泰联合研究所

以下，针对 WACC 和永续增长率的变化，对公司的每股内在价值进行敏感性分析。当公司的 WACC 在 5.27%-6.47%，永续增长率在 1.50%-3.50%，并以下表所示的区间进行分布时，每股内在价值区间为 19.98-26.54 元，价值中枢为 22.77 元。

**表格 3：DCF 估值敏感性分析**

		永续增长率				
		1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
WACC	5.27%	21.54	24.65	28.89	34.99	44.56
	5.57%	19.53	22.11	25.52	30.26	37.30
	5.87%	17.82	19.98	22.77	26.54	31.90
	6.17%	16.34	18.16	20.49	23.54	27.74
	6.47%	15.05	16.61	18.56	21.08	24.44

资料来源：华泰联合证券研究所

## 1.2 相对估值

已上市的品牌服装公司中，我们挑选了与公司产品、目标客户群相对接近的九牧王、七匹狼、报喜鸟、步森股份、凯撒股份、卡奴迪路等公司作为估值参考。

我们参考了类似上市公司的 PE 水平，通过以下数据可以看到，可比公司 2011 年平均市盈率为 27.54 倍，考虑到公司较强的成长性和一级市场的合理估值因素，我们认为，公司比较合理的对应 2011 年的 PE 为 26 倍。

我们根据 11 年的合理估值确定估值中枢。2011 年按照发行后股本摊薄 EPS 为 0.96 元，合理估值倍数为 26.0 倍，估值中枢为 24.96 元，对应 12、13 年的 PE 为 19.4、15.5 倍。按照 11 年 25.0-27.0 倍 PE 确定相对估值的区间为 24.00-25.92 元。

**表格 4：国内可比上市公司估值比较**

公司	平均价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
	2012/3/22-2012/5/9	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
九牧王	23.49	0.90	1.15	1.36	26.10	20.43	17.27
七匹狼	35.19	1.46	1.94	2.50	24.10	18.14	14.08
报喜鸟	12.64	0.63	0.90	1.21	20.06	14.04	10.45
步森股份	13.94	0.57	0.77	0.94	24.46	18.10	14.83
凯撒股份	8.86	0.27	0.32	0.36	32.81	27.69	24.61
卡奴迪路	41.09	1.09	1.56	2.12	37.70	26.34	19.38
平均	-	-	-	-	27.54	20.79	16.77

资料来源：WIND，华泰联合证券研究所整理

## 1.3 估值结果

我们将 DCF 估值和相对估值的结果归纳如下：

**表格 5：估值结果**

	估值中枢（元）	估值区间（元）	区间对应 2011PE	区间对应 2012PE
DCF 估值	23.44	19.98 -26.54	20.8-29.2 倍	16.1-21.4 倍

相对估值	26.0	24.00-25.92	25.0-27.0 倍	19.4-20.9 倍
合理投资价值区间	24.11	21.99-26.23	22.9-27.3 倍	17.7-21.2 倍

资料来源：华泰联合证券研究所

综合 DCF 估值和相对估值的结果，我们认为，公司的合理估值区间为 21.99-26.23 元，对应 2011 年静态市盈率（以发行后股本摊薄）为 22.9-27.3 倍，对应 2012 年预测市盈率 17.7-21.2 倍。估值中枢为 24.11 元，对应 2011、2012、2013 年市盈率为 25.1 倍、19.4 倍、16.5 倍。

## 2. 公司概况

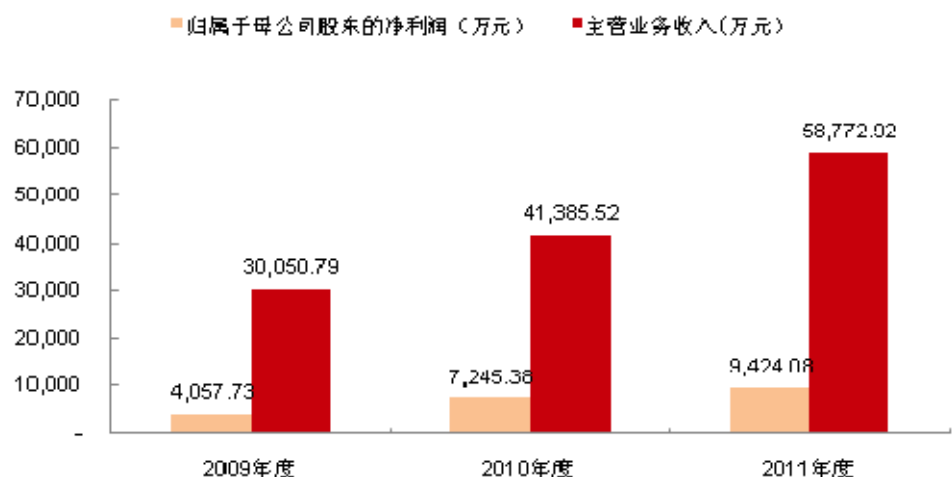
### 2.1 职业装领域的佼佼者

发行人主要从事“乔治白”品牌的职业装、男装及休闲服饰的生产和销售。公司主要产品定位于职业装大规模定制市场，倡导以“时尚职业装”、“职业更时尚”作为公司设计、生产职业装的理念。报告期内，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了职业装设计方案。

公司采取以自主生产为主、委托加工为辅的生产模式，以大规模定制为主、零售专卖为辅的销售模式，向目标客户提供专业的职业装设计和服务。职业装作为乔治白的主营业务，在市场上具有较强的竞争优势，盈利能力较强，是公司利润的最主要来源。

近年来公司快速增长。2009 年-2011 年公司营业收入分别为 3.02 亿元、4.16 亿元和 5.9 亿元，年均复合增长率为 40%；归属于母公司股东的净利润分别为 4057.73 万元、7245.38 万元和 9424.08 万元，年均复合增长率 52.4%。

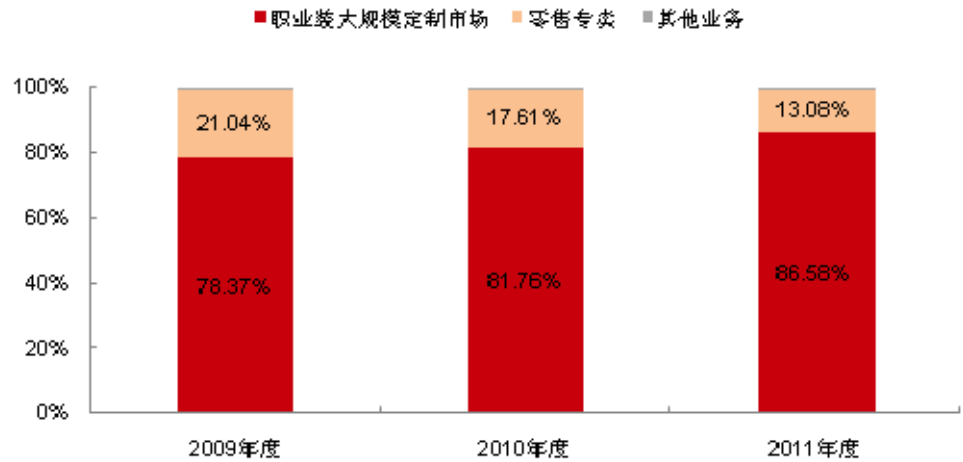
图 1：公司报告期内主营业务收入与净利润



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

公司的营业收入主要来自职业装大规模定制市场和零售专卖市场，报告期内，职业装大规模定制市场的销售收入占比持续提高，从 2009 年度的 78.37% 提升至 86.58%。

图 2： 公司营业收入构成



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

职业装细分行业具有交期短、质量要求高、尺码型号复杂多样等特点，因此上下游一体化并有效控制产业链的各个环节成为公司在行业中致胜的关键因素。经过十多年的耕耘，乔治白实现了从品牌运营、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。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司在全国 25 个省、自治区、直辖市总共设立了 13 家职业装营销中心，48 家零售直营店，引进了 6 家职业装代理商、156 家零售特许加盟商，初步形成了覆盖全国的营销网络。

## 2.2 运营模式分析：上下游一体化

服装行业的运营模式可以分为：前店后厂模式、贴牌加工模式、中间商模式、品牌商模式、贸易商模式以及一体化模式。

表格 6： 服装行业运营模式比较

模式	经营模式	目标市场	趋势
前店后厂模式	服装生产规模较小，一般采用单件生产方式，自产自销	有些选择低端市场，有些选择较小的高端市场	随着零售网络的扩张，最终可能演变为品牌经营模式
贴牌加工模式	生产加工能力较强，生产品种有限，一般采用生产流水线	有的是外向型，专为国外品牌加工；有内向型，专为国内品牌加工	由于这类企业为单纯的生产加工，一般难以转型
中间商模式	生产能力较强，品种丰富，并自成系列	通过批发渠道，将其产品推向市场。生产商很难知道自己的终端市场在哪里，市场控制能力较差，主要依赖中间商	由于其有限度地涉足了市场，有可能转化为品牌经营模式



		的市场开拓能力来维持或增加业务量	
品牌商模式	以营销业务为核心,生产部分外包,自身没有生产能力	发展大批零售加盟店,形成一个销售网络,直接面向终端消费者	以品牌和营销为重点,并实现对供应链的资源整合
贸易商模式	以贸易业务为核心的商业专业化模式,贸易商没有生产能力	公司以其接单能力、跟单能力为核心,获取长期稳定的大客户	对供应商、生产商进行整合
一体化模式	集品牌、生产、销售、贸易于一体的规模化经营模式。具有较强的品牌开发、市场开发、产品开发、生产开发的能力	直接面向终端消费者	形成以上各种价值链的组合,实现盈利模式的多样化,但要求资本实力强大,能够承担较大的市场风险

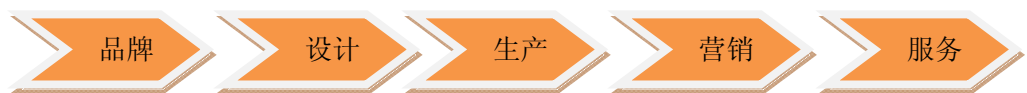
资料来源:招股书、华泰联合证券研究所

职业装不同于零售服装的特点在于其需要根据客户的体型进行定制生产,因此对产品质量的稳定性、售前售后服务的体贴性以及款式面料设计的专业性具有更高的要求。

职业装的产品质量控制是行业发展的关键环节,产品质量不仅影响客户当次采购的决策,还会直接影响生产厂商的品牌口碑和未来重复购买的决策。同时,对于职业装来说,客户服务因素亦是客户考虑的重要方面,这主要体现在前期的服装款式、面料选择、量体裁衣、以及后期的交货期、维修返工、增做、对客户要求的响应速度等方面,这些方面直接关系到客户的购买体验,进而影响到客户未来的重复购买决策。

因此,对于职业装生产企业来说,一方面要建立良好的设计和生产体系,保证产品质量,增强品牌营销的力度;另一方面为提高客户服务品质,需要在全国建立完善的营销和服务网络,为客户提供售前售后的一整套服务。未来职业装行业的发展趋势将是品牌、设计、生产、营销、服务完全一体化的经营模式。

图 3: 职业装的一体化经营模式



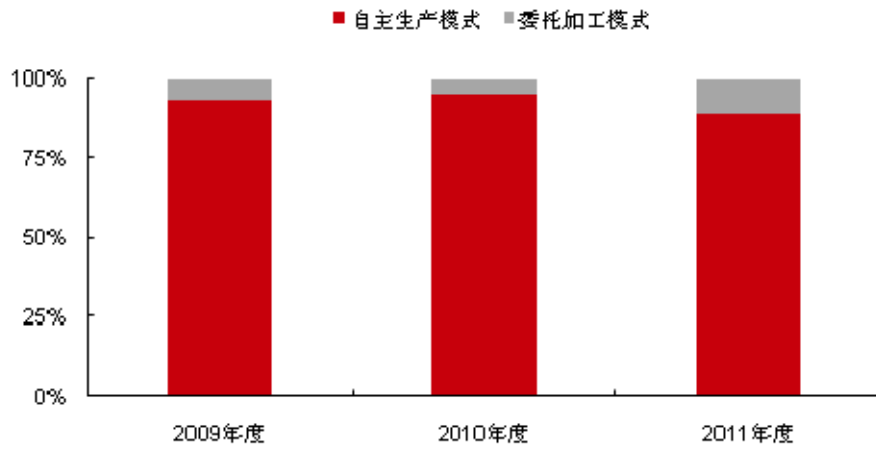
资料来源:招股书、华泰联合证券研究所

目前,公司在职业装采用一体化经营模式,该模式的特点是生产环节以自产为主,委托加工为辅;销售环节以直销为主。公司在零售业务采用加盟与直营相结合的销售模式。

### 2.2.1 自产为主、委托加工为辅的生产模式

为有效控制产品质量,公司职业装生产采取自主设计、自主生产为主的生产模式,委外加工只是在自有产能不能满足市场需求时的必要补充。

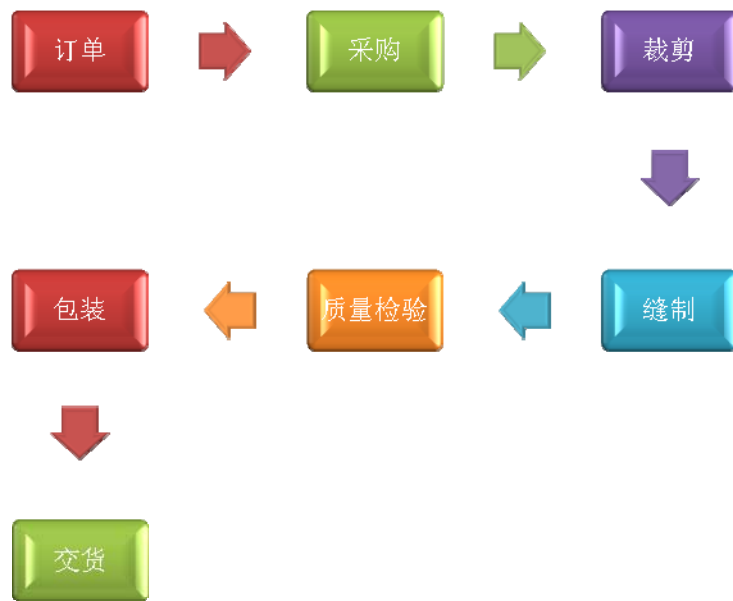
图 4：公司自主生产和委托加工的比重



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

公司的产品完全以订单为基础进行生产，因此在存货、应收账款方面的风险极小，在运营风险控制方面具有一定特殊的优势。

图 5：公司主要生产流程



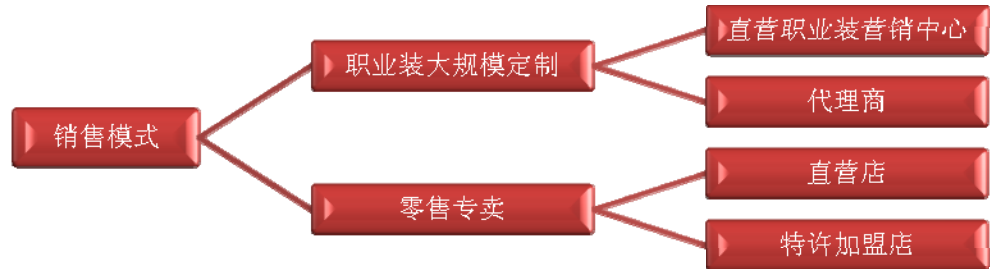
资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

### 2.2.2 销售模式

公司分别面对职业装大规模定制和零售专卖两个市场，因此针对两个市场，公司采取了不同的销售模式，并已经初步形成了覆盖全国的营销网络。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司在全国 25 个省、自治区、直辖市总共设立了 13 家职业装营销中心，48 家零售直营店，引进了 6 家职业装代理商、156 家零售特许商。

图 6： 公司销售模式示意图



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

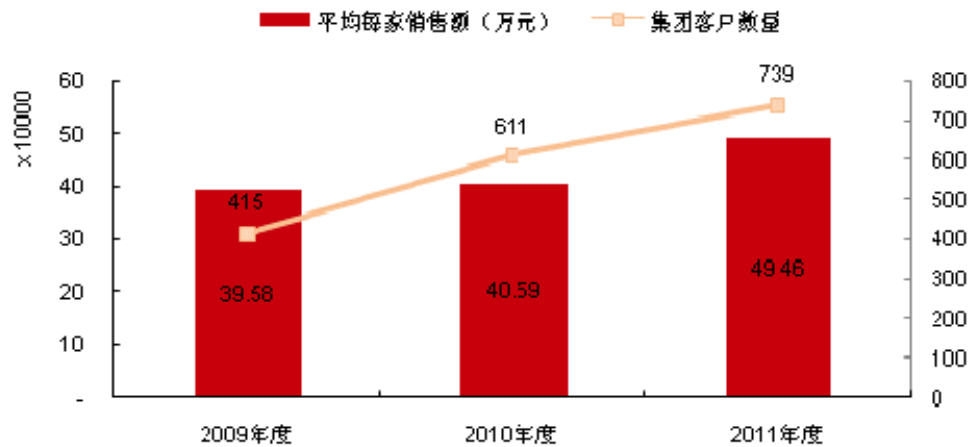
### 职业装大规模定制市场

公司在职业装大规模定制市场，采取以直营职业装营销中心为主、代理商销售为辅的销售模式。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司已经在全国 13 个省会城市或直辖市设立了直营职业装营销中心，总面积达 3923.04 平方米。

随着公司品牌形象以及品牌核心竞争力的提升，公司的客户结构有向大客户集中的趋势。

图 7： 公司自营职业装销售的集团客户数量及平均每家销售额



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

注：集团客户的统计口径：公司首先选择销售额在 5 万元以上的客户，再从中挑选含有下属分支机构的客户。

代理商销售模式是指在特定区域、特定时间内，由代理商负责“乔治白”职业装产品的销售。报告期内，公司分别在苏州、四川、福建、黑龙江、云南、广西 6 个地方设有代理商，总面积为 2351 平方米。

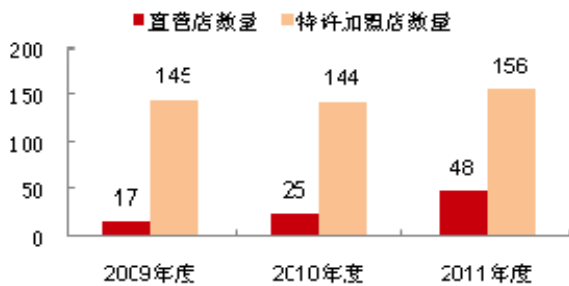
### 零售专卖市场

公司在零售专卖市场采取直营店和特许加盟店相结合的销售模式。

公司未来计划把直营店作为拓展零售专卖市场的主要销售模式之一，进一步加大资金的投入力度，预计未来直营店无论在数量上还是在规模上都将获得一定幅度的扩张。

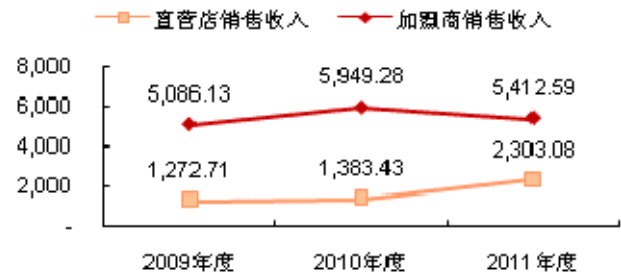
在加大直营店建设的同时，公司将继续扩大特许加盟商的规模，充分发挥特许加盟模式对公司在拓展零售市场方面的作用。

图 8: 报告期内直营店和加盟店数量



资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

图 9: 报告期内直营店和加盟店销售收入(万元)

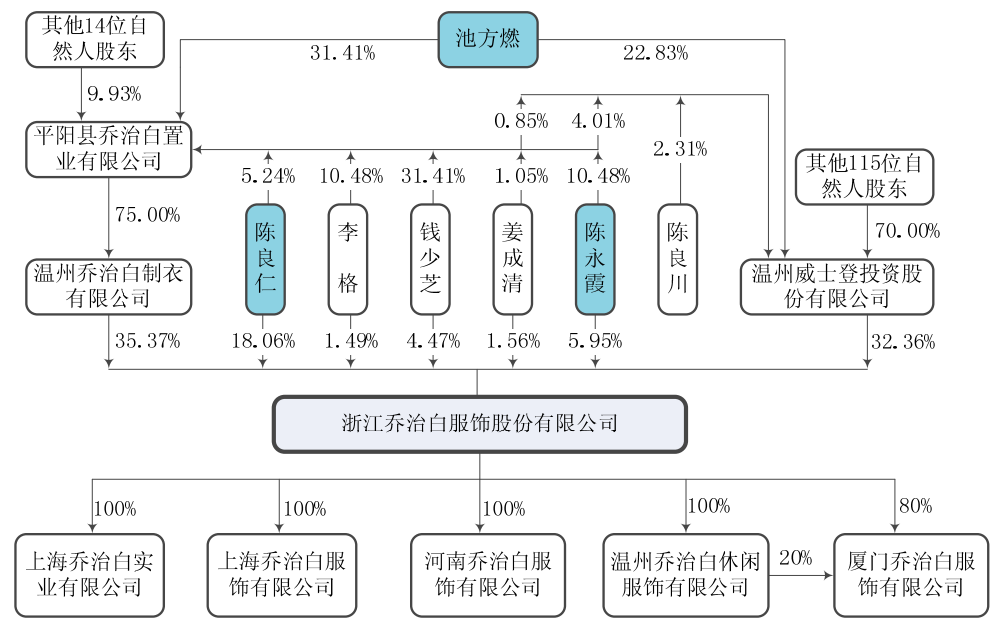


资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

### 2.3 股权结构较为集中

公司实际控制人为池方燃、陈永霞、陈良仁。池方燃先生与陈永霞女士为夫妻关系，陈良仁先生与陈永霞女士为兄妹关系。截至本次发行前，池方燃、陈永霞、陈良仁通过温州乔治白间接控制发行人 35.37%的股份；陈永霞与陈良仁直接持有发行人 24.01%的股份。因此，池方燃与其妻陈永霞、妻兄陈良仁通过直接和间接方式合计控制发行人 59.38%的股份。本次发行前公司总股本为 7392 万股，本次拟发行 2465 万股流通股，发行后总股本 9857 万股。

图 10: 公司发行前股权结构图



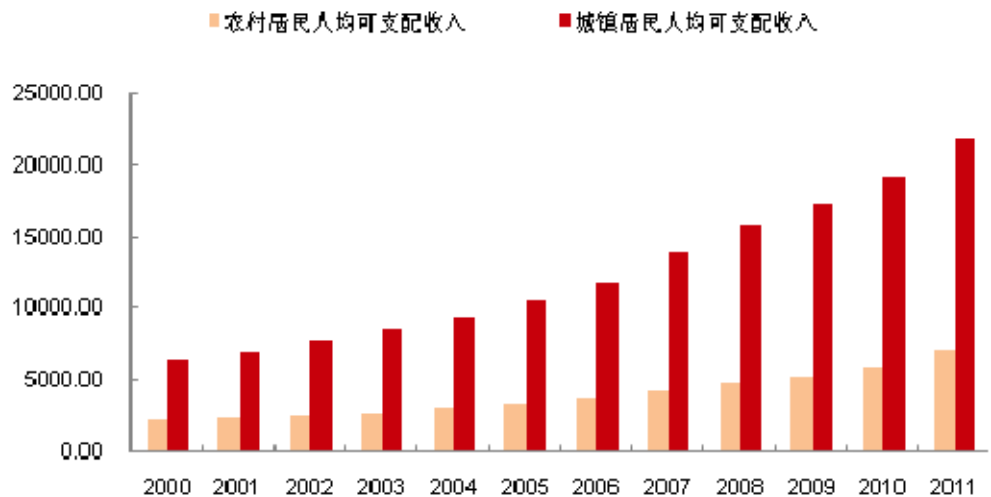
资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

### 3. 职业装行业潜力巨大

#### 3.1 服装行业处于景气周期，保持稳健高速增长

伴随着中国经济规模快速增长，我国居民人均可支配收入不断增加。国家统计局数据显示，2008-2010年，我国城镇居民人均可支配收入增幅分别为14.47%、8.83%、11.26%。

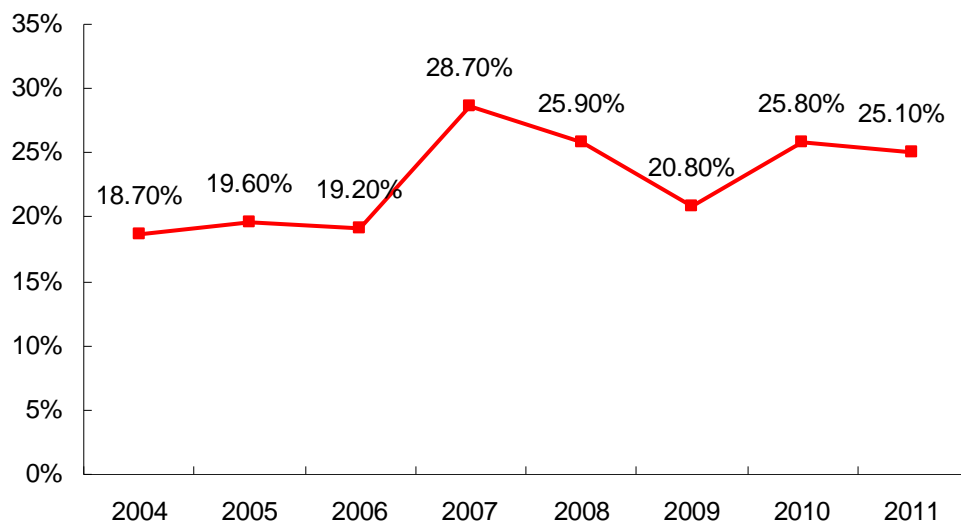
图 11： 人均可支配收入水平（单位：元）



资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所

随着城市化的发展和人均可支配收入的提高，我国服装行业销售额相应快速增长。自 2004 年至 2011 年，国内服饰市场一直保持快速增长。

图 12： 2004 年-2011 年限额以上服装类零售额同比增长率



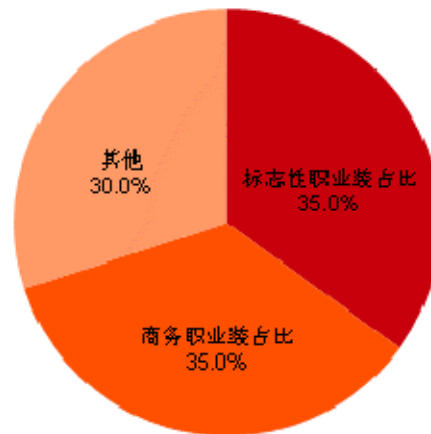
资料来源：Wind、华泰联合证券研究所

### 3.2 职业装市场潜力巨大

职业装是指从业人员工作时穿着的一种能表明其职业特征的专用服装。随着现代经济的不断发展，都市化进程的加快，职业装正在越来越为人们所重视，人们逐渐意识到，工作人员穿上统一制服，可以增加企业内部的凝聚力，增强责任心，有助于提高企业的整体风貌和文化形象，并间接反映出部门或行业的综合实力。因此，职业装的产品需求逐年递增，行业前景呈现一片广阔之势。

在我国，由国家规定统一穿职业装的行业逐步增多。近年来，从中小学校到国防力量，从金融机构到服务性行业，从科研单位到工矿企业，从政府机关到执法部门，后勤保障开始逐渐市场化，职业装市场开始扩容。按照我们测算的结果显示，国内职业装有 2000 亿元以上的市场容量，其中政府机关、执法部门等行政单位的市场占比约为 35%，金融机构、工矿企业以及服务性行业等商务职业装占比 35%，其他占比在 30%左右。

图 13： 职业装市场细分情况

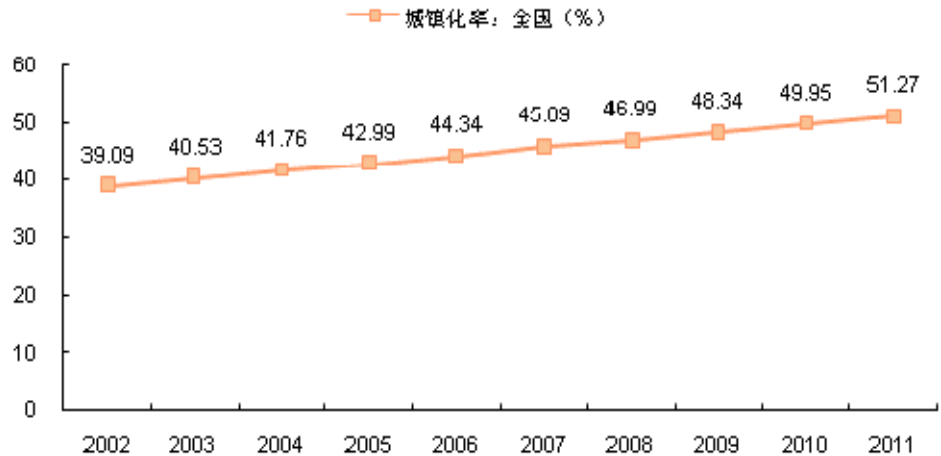


资料来源：华泰联合证券研究所整理

#### 3.2.1 我国城镇化进程持续推进，城镇单位就业人数稳步提升

我国城镇化进程持续推进，截止 2011 年年末，我国城镇化率已经达到 51.27%，未来并将进一步提升。

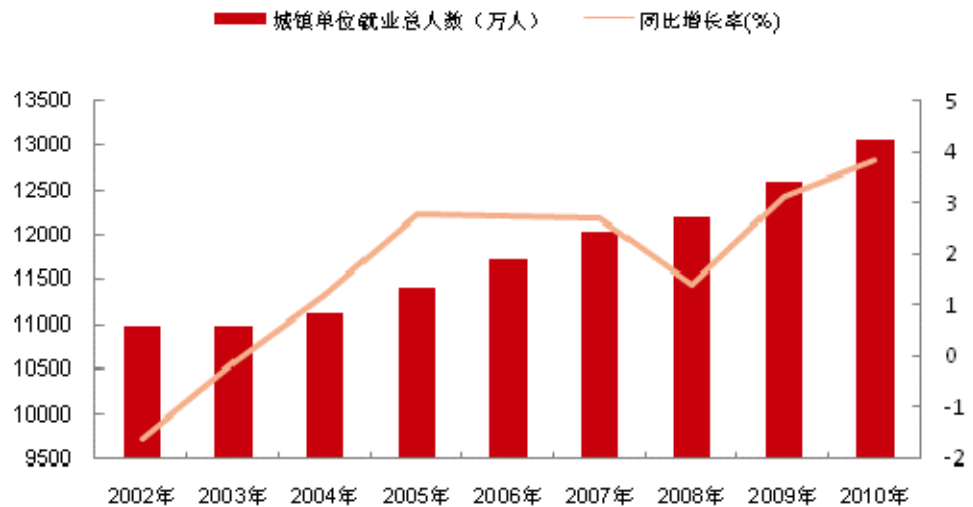
图 14： 我国近年来城镇化进程持续推进



资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所

随着城镇化进程的推进，我国城镇单位就业人数持续增加，并带动职业装市场的快速发展。根据中国国家统计局资料，截止 2010 年末，我国城镇单位就业总人数已达到 1.31 亿人，同比增速 3.8%，随着中国城镇化率的进一步提高，城镇单位就业总人数还将进一步提高。

图 15： 我国城镇单位就业总人数情况



资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所

### 3.2.2 强有力的政策支持

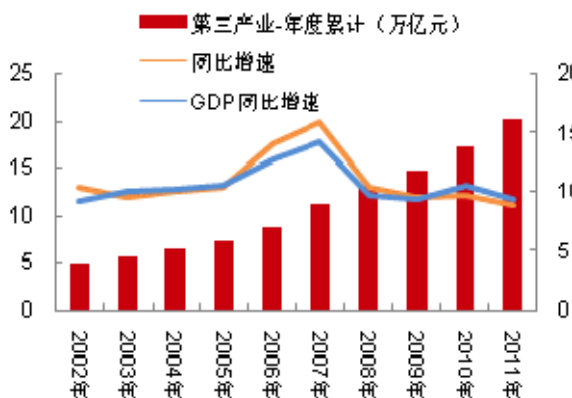
根据国务院办公厅颁发的一系列关于统一着装的通知，目前由国家规定需强制统一着装的国家机关工作人员有 19 类，包括公检法、海关、税务、工商等部门。此外，其他诸如金融、能源、通讯、电力、烟草等行业也有统一着装的需求与规定。近年来，各个机关团体、企事业单位后勤保障逐步社会化，这将释放出巨大的职业装市场需求，并刺激职业装市场的迅速扩大。故我国每年因各种统一着装规定所带来的职业装市场需求巨大。

### 3.2.3 第三产业稳步发展

对职业装需求较大的公司、企业主要是来自以服务业为主的第三产业，因此第三产业的稳步发展，会使该产业内的公司、企业增加对职业装的需求。

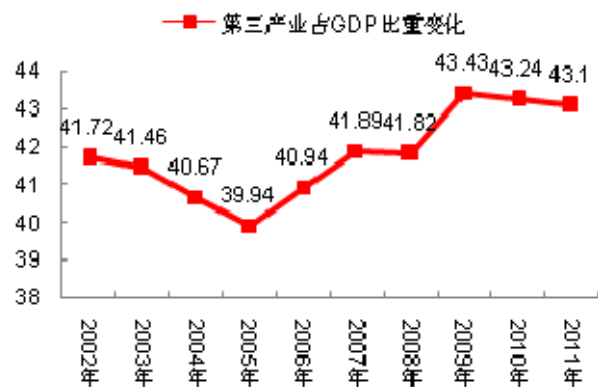
据统计，2009年和2010年我国第三产业的生产总值分别为147,642.1亿元和173,087亿元，同比分别增长了12.41%和17.23%；2009年第三产业的生产总值占当年GDP的比重为43.36%，2010年第三产业的生产总值占当年GDP的比重为43.14%，特别是在全球金融危机蔓延的2009年，我国第三产业的增长速度甚至超过了GDP的增长。第三产业良好的发展态势，有利于职业装行业的发展进步。

图 16： 第三产业发展态势良好



资料来源：Wind、华泰联合证券研究所

图 17： 第三产业占 GDP 比重



资料来源：Wind、华泰联合证券研究所

### 3.2.4 产业供应链趋于成熟

目前，我国许多大型服装企业利用计算机网络技术全面规划供应链中的商流、物流、信息流、资金流并对供应链各环节的活动加以协调和整合，使企业能以最快的速度将设计由概念变成产品，及时、高质量、低成本的满足用户需求，从而增强企业自身的供应能力和供应链整体竞争力建设，营造电子商务环境，增加新的业务能力，外包非主导业务，整合、延伸供应链，保证了服装行业的稳定发展。

### 3.2.5 未来职业装市场将更趋于集中化，市场化

欧美等发达国家的职业装市场集中度较高，欧洲最大的劳动防护用品供应商，独家掌控着年产值十几亿欧元的职业防护用品订单；美国军用被装只在相关几家大的垄断供应商那里采购；可口可乐全球工厂的职业服饰，高度集中在少数供应商手中。

而目前中国的职业装市场较为分散，厂家众多。据我们初步估算，中国商务职业装市场规模约为700亿元，生产职业装的企业达到2.5万家之多，乔治白做为职业装市场中的龙头，占比小于1%，因此处于成长期的职业装市场未来存在进一步整合的空间。

同时，随着中国改革开放的深入以及市场化进程的持续推进，中国企业的市场化进程也在深入推进，与之相伴的是中国职业装市场在招投标过程中将更加市场化、透明化。以前，各企业为获得订单，多在“人脉关系”上下功夫而忽视了职业装本身的设计研发、生产质量以及售后服务等。随着中国经济结构的转型以及企业市场化的深

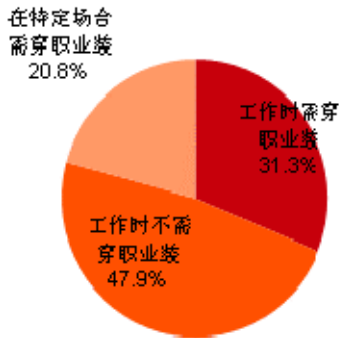


入推进，中国职业装市场的招投标过程中将更加注重投标企业的实力，也即公司的研发设计能力、品牌的知名度与影响力等。

### 3.2.6 公众对职业装关注度不断提高，时尚与档次需求成趋势

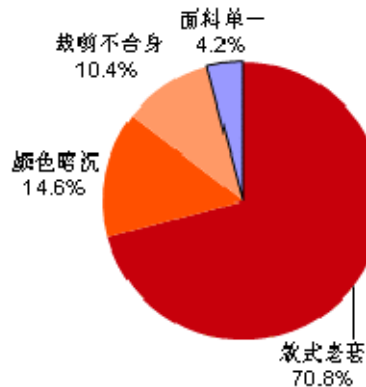
2010年8月，《时装时报》与中国服装网对职业装的市场状况进行了联合问卷调查。调查结果显示，相关行业确实存在对职业装的需求，但目前的职业装仍存在着不足和需要改进的地方，如果能让职业装满足人们档次上与时尚特点的需求，那么相信喜爱职业装的受众群体将会大大增加，同时也会使得中国的职业装产业更快更好的发展。

图 18： 在单位工作时需穿职业装的比例



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

图 19： 目前职业装中存在的问题



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

## 4. 公司竞争优势

### 4.1 广泛的渠道覆盖度带来高效的市场开发能力

职业装作为乔治白的主营业务，在市场上具有较强的竞争优势，盈利能力较强，是公司利润的最主要来源。在职业装销售渠道的建设上，公司主要通过各地的职业装营销中心为企业客户提供体贴的售前导购和售后服务，推行公司所倡导的时尚职业装理念。

职业装大规模定制业务方面，截至 2011 年 12 月 31 日，公司已有直营职业装营销中心 13 家，代理商 6 家，分布在 18 个省、直辖市、自治区。完善的销售网络为公司职业装业务的快速增长提供了强有力的支持。

零售专卖业务方面，截止 2011 年 12 月 31 日，公司拥有 48 家直营店（其中衬衫专卖店 30 家，系列店 18 家），156 家特许加盟店（其中衬衫专卖店 80 家，系列店 76 家）。

目前，公司已经初步形成了覆盖全国的营销网络，并借此提高公司品牌的知名度和影响力，成为公司未来成长的支撑点。

### 4.2 强大的研发设计能力与深厚的市场经验

由于职业装具有根据客户的行业和要求量身定制的特殊性，研发设计能力对于职业装生产企业具有特别重要的地位。基于公司资深的设计师队伍对时尚潮流及东方人

体特征的全面调查和理解，公司每年都开发上千种新款式来满足不同客户对职业装的需求。

公司在职业装市场深耕细作十余年，积累了丰富的市场一线经验，特别是公司在研发设计、生产以及售后服务环节。公司针对招标企业的每一位员工均量体裁衣，针对每一个员工的体型、高低、胖瘦来设计合适的号码。未来，公司将进一步细分相同公司里的职业装款式，在同一公司内部，针对员工级别的不同，职业装的款式和风格也会做出相应调整，以体现这种差别，比如高级管理层一种款式、中级管理人员一种款式，生产人员一种款式等，同时不同款式又通过共同的元素体现出团队的一致性。

随着职业装市场的市场化，企业在招投标过程中将更加看重投标企业的实力，即投标企业的研发设计能力，品牌的影响力和美誉度等。乔治白在职业装市场耕耘十余年，已经形成一套成熟的研发设计体系，品牌影响力也日益增强。随着公司的上市效应，未来乔治白在职业装市场的投标过程中将厚积薄发，显得更加得心应手，游刃有余，也成为支撑公司未来高速成长的看点。

#### 4.3 订单式生产优势及严格的质量控制体系

公司职业装采用量体裁衣的大规模定制式生产，每份订单所要求的面料和尺寸都不尽相同，需要裁剪车间按照每份订单的实际要求进行选料和裁剪工作。公司目前已采用计算机辅助设备按照每份订单的要求进行逐一裁剪，在保证裁剪更为精确的基础上，提高了裁剪的工作效率，以保证后续工作流程的顺利进行。

同时，公司制定了一套完善的质量检测制度，并通过了 ISO9001 质量管理体系认证。通过中间工序的选检、特别工序的重点检测以及成衣的全面检测，使公司产品的一次性合格率达 98% 以上。此外，公司重视对员工质量意识的培养，除进行日常宣传质量教育外，还将产品的质量与职工的奖金收入挂钩，从而进一步提高了职工对生产质量的重视程度。

#### 4.4 规模生产与个性化并行

职业装生产虽然款式一致，但是消费者体型的差异却很大，甚至会有许多特体尺寸，导致版型和号码繁多，不完全符合号型标准。

而随着商务职业装对形象的要求以及消费者对美的追求，千人一面的宽松职业装愈加不能满足消费者的需要，客户对合身裁剪以及个性化的要求越来越高，未来需要在职业装产品中添加个性、时尚化元素，使人们在工作之余也可以充分享受职业装所带来的生活乐趣。

乔治白针对不同的客户群体，充分考虑其所在行业，所处地域等因素，并根据每一位员工的体型、身高等量体裁衣，力争做到每一个员工一个版型和号码，同时适当加入个性化元素，充分体现乔治白“时尚职业装”、“职业更时尚”的理念。未来，公司还将针对公司内部不同级别的员工设计差异化的职业服，实现职业服在目标客户的全覆盖。这些差异化的服务将有力的提高乔治白职业服在市场中的竞争力。

在满足差异化、个性化需求的同时，公司在生产环节中通过自主研发的 FRP 系统以及丰富、成熟的管理经验实现了规模化、高效的生产流程，使得公司在交货期、产能利用效率、成本控制方面形成较强的优势。

## 5. 公司财务特点分析

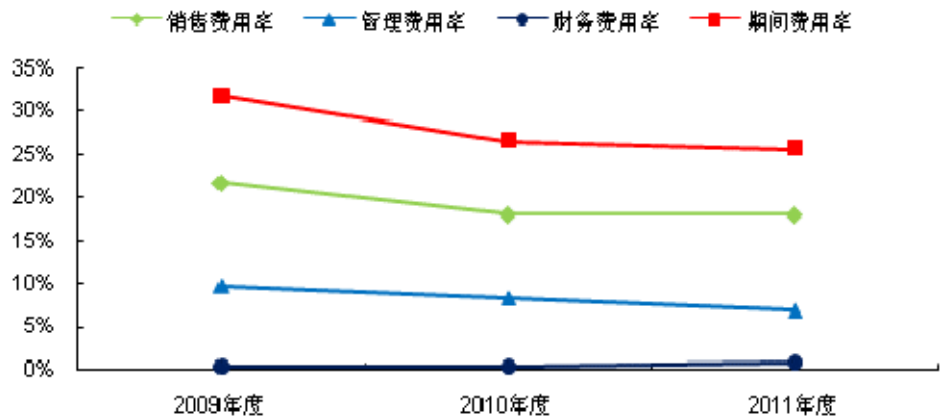
### 5.1 管理费用率下降显著，费用控制良好

报告期内，伴随着公司规模扩张，公司期间费用变化趋势与营业收入相同，占营业收入比重总体稳定。

销售费用率整体保持稳定，2009年度、2010年度和2011年度销售费用率分别为21.74%、17.97%和17.94%。

管理费用率整体下降趋势较为明显，由2009年度的9.73%下降至6.84%，显示了公司良好的费用控制能力。

图 20： 乔治白销售费用率、管理费用率及财务费用率



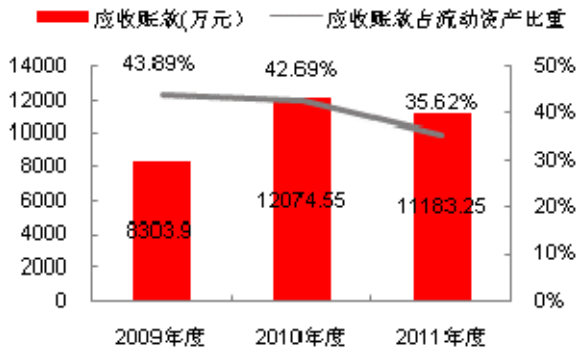
资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

总体而言，公司2009-2011年度期间费用率分别为31.92%、26.60%和25.64%，呈现出下降趋势，显示了公司良好的费用控制能力。

### 5.2 存货周转率保持稳定，应收账款周转率稳步提升

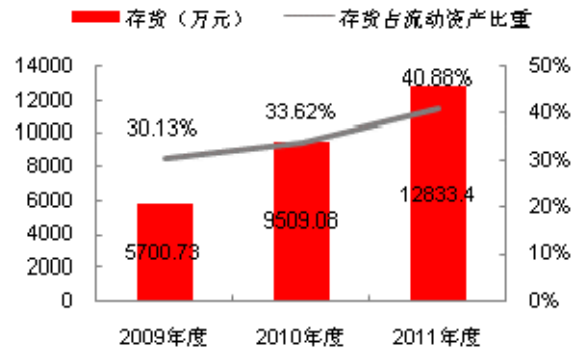
报告期内，公司应收账款周转率稳步提升。2009-2011年度，公司的应收账款周转率分别为3.96、4.09和5.07。同时，公司应收账款占流动资产的比重持续减少。2009-2011年度，应收账款占流动资产的比重分别为43.89%、42.69%和35.62%，显示出公司的应收账款管理能力逐步增强。

图 21： 应收账款与占流动资产比例



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

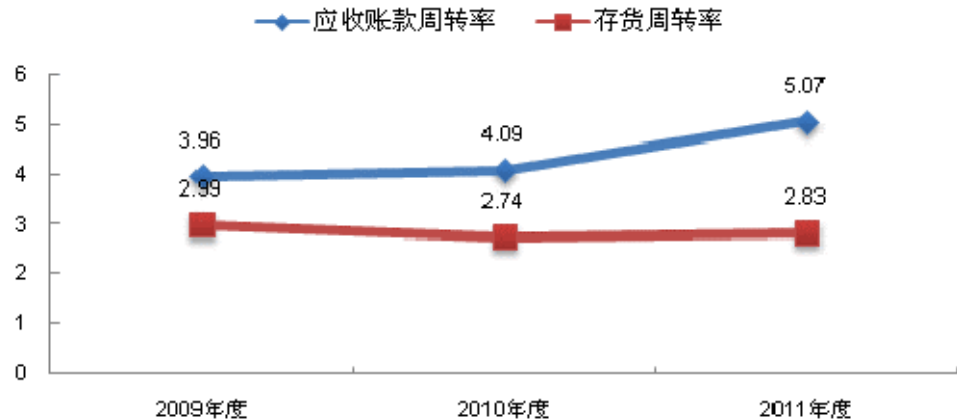
图 22： 存货与占流动资产比重



资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

报告期内，公司存货周转率保持稳定。2009-2011 年度，公司的存货周转率分别为 2.99, 2.74 和 2.83。另一方面，公司存货占流动资产的比重一直在增加。2009-2011 年度，存货占流动资产的比重分别为 30.13%，33.62%和 40.88%。这主要是由于随着公司不断扩张营销网络，增强公司的销售能力，公司客户数量增多，销售规模增大，公司需保持一定的原材料、库存商品的保有量，以应对大订单。

图 23： 乔治白应收账款周转率与存货周转率

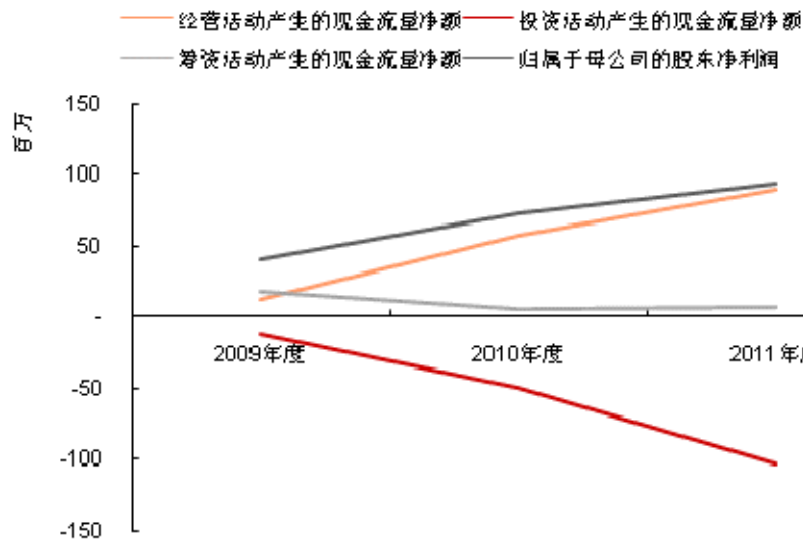


资料来源：招股书、华泰联合证券研究所

### 5.3 现金流量分析

报告期内，公司的净利润和经营活动产生的现金流量净额均呈现快速增长的态势，同时公司的投资活动产生的现金流出也大幅增长，表明公司目前正处于快速扩张期，未来成长空间较大。

图 24: 乔治白现金流量分析



资料来源: 招股书, 华泰联合证券研究所

## 6. 募集资金投向分析

本次发行股票募集资金按轻重缓急顺序投入以下四个项目:

表格 7: 募投项目

项目名称	具体内容	建设周期	募集资金投资总额 (单位: 万元)
营销网络建设项目	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	2 年	26785.05
年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目	主要用于建筑工程费、设备投入和土地购买	2 年	7000
设计研发中心建设项目	主要用于建筑工程费和设备购置费		1933.31
信息化建设项目	主要用于硬件好软件购置费以及相关人员的培训费用	2 年	2331.69

资料来源: 招股书, 华泰联合证券研究所

### 6.1 营销网络建设

根据发行人营销网络的现有基础条件和未来发展目标, 本项目拟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 7,400 平方米。

表格 8: 新建店铺总体情况

店铺类型	数量 (个)			面积		
	购置	租赁	合计	购置	租赁	合计
职业装营销中心	12	-	12	6,000	-	6,000
直营店	1	6	7	200	1,200	1,400
合计	13	6	19	6,200	1,200	7,400

资料来源: 招股书, 华泰联合证券研究所

通过本项目 12 家职业装营销中心的建设，公司职业装营销中心数量将由原 13 家达到 25 家，再加上原有的 6 家代理商，基本覆盖了全国市场；预计本项目实施完成后，公司的职业装年销售收入将提高近 2/3。

本项目实施后，公司在职业装和零售男装销售模式中的自营比例都将提高，一方面可提高公司整体销售毛利率水平；另一方面能够更加及时、准确的掌握市场信息和终端消费者的产品需求趋势，从而开发出更加适销对路的产品，扩大销售规模。

## 6.2 年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目

本项目预计总投资 7,000 万元，拟全部以本次公开发行人股票募集资金投入。本项目将由公司在河南组建的全资子公司河南乔治白负责具体实施，项目选址位于河南省虞城县产业集聚区。该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。

该项目将新建 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。

该项目预计建设进度约需 2 年，项目全面投产后将年产西服 20 万套、高档衬衫 100 万件。

## 6.3 设计研发中心建设项目

本项目将建设集职业装及衬衫的款式设计及版型设计、面料色彩及图案设计、面料辅料配伍研究、服装服饰搭配、样衣制作、工艺技术研发、面料及服装流行信息采集与分析、服装服饰文化研究、产品展示等设计、创意和研发多功能融合的中心。项目建成后，该中心将成为自主设计创意能力强，国内一流的职业装设计研发中心。

本项目总投资为 1,933.31 万元，全部是建设投资。

## 6.4 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。

## 7. 盈利预测

我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.24、1.46、1.94 元。

表格 9：收入预测

	2011	2012E	2013E	2014E
定制服装	472	604	797	1052
店面	118	149	190	243
合计	590	752	987	1296

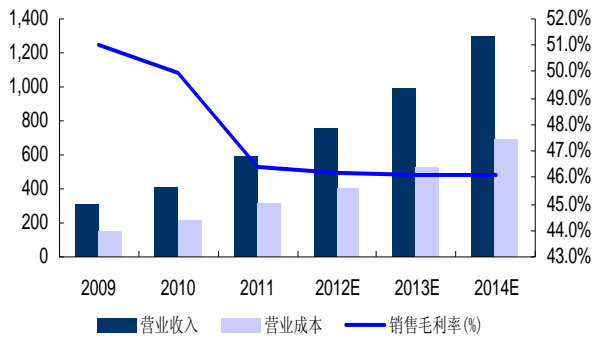
资料来源：华泰联合证券研究所

表格 10: 成本预测

	2011	2012E	2013E	2014E
定制服装	264	338	446	589
店面	52	67	86	110
合计	316	405	532	699

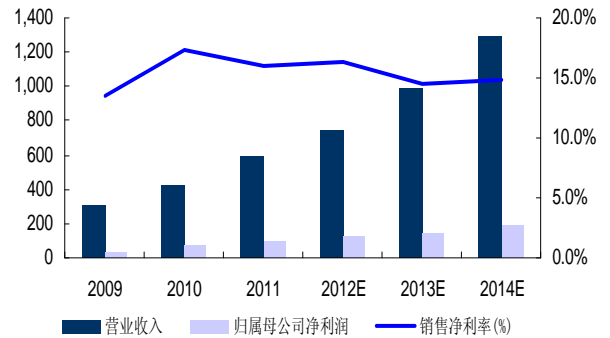
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 25: 应收账款与占流动资产比例



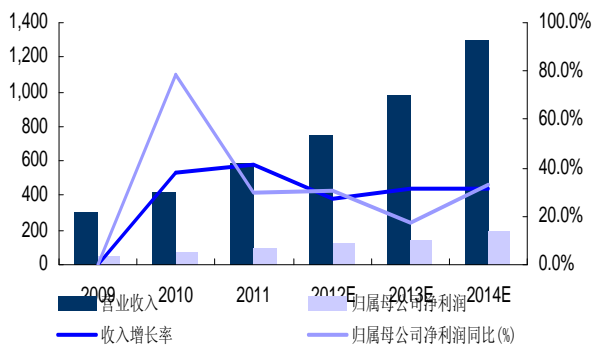
资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

图 26: 存货与占流动资产比重



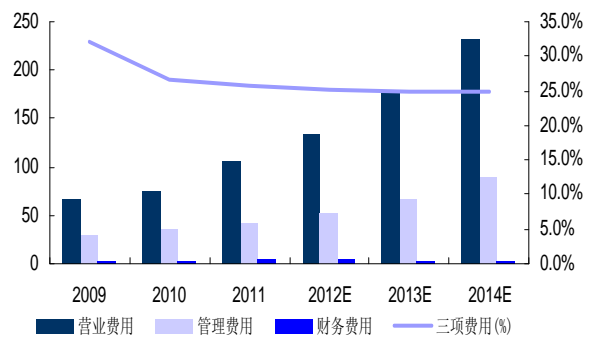
资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

图 27: 应收账款与占流动资产比例



资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

图 28: 存货与占流动资产比重



资料来源: 招股书、华泰联合证券研究所

## 8. 风险分析

### 8.1 产品品种过于集中的风险

公司目前主要从事职业装的生产与销售, 主营产品相对集中。2009 年、2010 年、2011 年职业装销售收入占主营业务收入的比例分别为 78.84%、82.28%、86.87%。若公司客户经营情况恶化、转移买家、或市场对职业装的需求降低, 则公司存在销售收入和利润减少的风险。

## 8.2 产品销售季节性波动的风险

由于企事业单位对职业装定货的周期一般集中在下半年，同时不同季节的服装价格具有较大的差异，因此职业装行业的销售具有一定的季节性规律。报告期内，公司 2009 年、2010 年、2011 年下半年实现的职业装营业收入占该产品当年总收入的比例分别为 72.71%、65.41%和 57.52%。公司主要产品销售的季节性波动导致公司的生产经营和销售收入亦呈现一定的季节性特征，由此并可能给公司经营业绩、现金流量的稳定性带来不利影响。

## 8.3 代理商与加盟商的相关管理的风险

公司职业装销售采取以直营职业装营销中心为主、代理商销售为辅的销售模式，零售专卖店采取直营店和特许加盟店相结合的销售模式。截至 2011 年 12 月 31 日，公司在全国 25 个省、自治区、直辖市共设立了 13 家直营职业装营销中心、48 家直营店，同时引进 6 家代理商、156 家特许加盟商。

公司分别与代理商、加盟商签订代理合同、特许经营合同，对代理商、加盟商各方面进行规范。但代理商、加盟商仅在业务上受公司控制，人、财、物均独立于公司，经营计划也根据其业务目标和对风险的偏好确定。若公司管理水平的提升无法跟上代理商及加盟商数量持续增加的速度，或部分代理商和加盟商的经营活动有悖于公司的品牌经营宗旨，将对公司的品牌形象和未来发展造成不利影响。

## 8.4 税收优惠变化的风险

根据《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》（1991 年 7 月 1 日起施行，2008 年 1 月 1 日起废止）第七条和第八条的规定，公司自 2007 年度开始享受企业所得税“两免三减半”优惠政策。根据《中华人民共和国企业所得税法》（2008 年 1 月 1 日起实施）及《国务院关于实施企业所得税过渡优惠政策的通知》（国发[2007]39 号）的规定，公司 2007 年度、2008 年度免征企业所得税，2009 年度、2010 年度及 2011 年度按照减半后 12.5%的税率缴纳企业所得税。自 2012 年起，公司将不再享受上述税收优惠，将会对公司的净利润产生一定影响。



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	31	464	591	774	<b>营业收入</b>	590	752	987	1296
现金	49	114	160	198	营业成本	316	405	532	699
应收账款	112	143	188	246	营业税金及附加	6	7	9	12
其他应收款	7	12	15	19	营业费用	106	135	177	232
预付账款	18	25	5	19	管理费用	40	51	67	88
存货	12	170	224	292	财务费用	5	3	2	2
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	8	10	10	10
<b>非流动资产</b>	30	340	377	411	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	16	225	272	311	<b>营业利润</b>	109	142	190	253
无形资产	51	51	51	51	营业外收入	3	4	4	4
其他非流动资产	83	63	54	49	营业外支出	1	1	3	2
<b>资产总计</b>	61	804	968	1185	<b>利润总额</b>	111	144	191	255
<b>流动负债</b>	26	304	361	430	所得税	17	22	48	64
短期借款	75	49	55	56	净利润	94	123	144	191
应付账款	24	43	53	68	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	16	212	253	305	归属母公司净利润	94	123	144	191
<b>非流动负债</b>	6	6	6	6	EBITDA	130	155	206	271
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.27	1.24	1.46	1.94
其他非流动负债	6	6	6	6					
<b>负债合计</b>	26	309	367	435	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	74	99	99	99	<b>成长能力</b>				
资本公积	110	110	110	110	营业收入	41.6%	27.6%	31.2%	31.2%
留存收益	16	286	393	541	营业利润	35.3%	29.9%	34.5%	33.1%
归属母公司股东权益	34	495	602	750	归属母公司净利润	30.1%	30.2%	17.0%	33.2%
<b>负债和股东权益</b>	61	804	968	1185	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	46.4%	46.2%	46.1%	46.1%
					净利率(%)				16.0%
					ROE(%)	27.1%	24.8%	23.9%	25.5%
					ROIC(%)	27.0%	29.6%	29.9%	32.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	43.5%	38.5%	37.9%	36.7%
					净负债比率(%)	28.02	15.86	15.07	12.97
					流动比率	1.20	1.53	1.64	1.80
					速动比率	0.71	0.97	1.02	1.12
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.06	1.06	1.11	1.20
					应收账款周转率	5	6	6	6
					应付账款周转率	12.38	12.14	11.08	11.51
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.96	1.24	1.46	1.94
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.22	1.30	1.34
					每股净资产(最新摊薄)	3.53	5.02	6.10	7.61
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0	0	0	0

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司