

# 产业链一体化，致力于营销网络建设

## 乔治白新股分析报告

上市首日定价区间:

18.00 - 20.00 元

报告日期: 2012-07-01

### 报告关键点:

- 📖 公司实现了职业装的产业链一体化
- 📖 公司主要客户为集团客户，订单通过招标方式取得
- 📖 公司募投项目主要投入到营销网络建设和产能扩张上
- 📖 我们认为公司合理定价区间为18.0-20.0元

### 报告摘要:

- **乔治白的主要业务是定制职业装的生产与销售。**公司主要产品为西服、西裤、衬衫等。公司是较典型的家族式企业，并实现了主要高管和核心员工的持股。
- **公司实现了产业链的一体化。**职业装的定制对产品的质量稳定性、售前售后的服务的体贴性、款式面料设计的专业性有更高的要求。产品质量控制是职业装市场竞争中的关键环节。公司拥有设计研发、生产制造、零售纵向一体化的产业链，在职业装市场拥有较高的知名度。产品近90%为自产，有利于控制产品质量。2011年85%的销售收入通过直营渠道实现，公司销售渠道的控制力强，有利于提高服务质量和提高盈利能力，公司毛利率在45-50%之间，在业内是领先的。
- **公司的主要客户为集团客户，订单主要通过招标方式取得。**公司的主要客户集中在金融、电力、烟草、能源、通讯、教育等领域。客户资信较好，销售回款有保障，且一般为客户下单后进行原料采购和生产，成本可控，周转和现金流状况较好，坏账和存货风险相对较低。订单主要通过招标的方式取得，客户的主要决策者为中高级管理人员。职业装市场容量相对比较稳定。
- **公司募投项目主要投入到营销网络建设和产能扩张上。**公司拟通过购置和租赁的方式建设12个职业装营销中心和7个直营形象店，来初步形成全国性的营销网络。通过在中部地区建设新的生产线来实现产能的扩张。
- **我们认为公司合理定价区间18.0-20.0元。**我们预计公司2012-2014年营业收入分别为6.85、8.91、11.49亿元，对应的增长率为16.1%、30.1%、28.9%，归属于母公司的净利润分别为1.11、1.30、1.67亿元，对应的增长率为18.2%、16.5%和28.7%，全面摊薄后EPS分别为1.13、1.32和1.70元。考虑到同类公司的估值水平，给予公司2012年16-17倍的市盈率，我们认为公司合理定价区间为18.0-20.0元。
- **风险提示:** (1) 客户开发成本高，职业装受宏观经济影响大。(2) 零售专卖品牌号召力有待提高。(3) 募投项目不达预期。

### 发行数据

总股本(万股)	7,392
发行数量(万股)	2,465
网下发行(万股)	1,233
网上发行(万股)	1,233
保荐机构	华泰联合证券有限责任公司
发行日期	2012-07-04
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

温州乔治白制衣有限公司	35.37%
温州威士登投资股份有限公司	32.36%
陈良仁	18.06%
陈永霞	5.95%
钱少芝	4.47%
姜成清	1.56%
李格	1.49%
陈良川	.74%

赵志成  
021-68765859  
执业证书编号

首席行业分析师  
zhaozc@essence.com.cn  
S1450511020029

### 财务和估值数据摘要

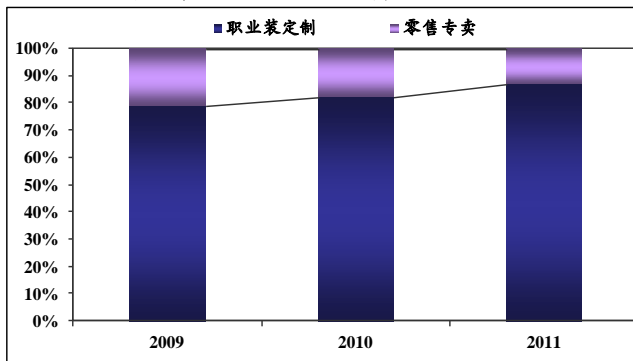
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	416.5	589.7	684.9	890.8	1,148.7
Growth(%)	37.8%	41.6%	16.1%	30.1%	28.9%
净利润	72.5	94.2	111.4	129.8	167.0
Growth(%)	78.6%	30.1%	18.2%	16.5%	28.7%
毛利率(%)	49.9%	46.4%	46.0%	45.1%	44.1%
净利润率(%)	17.4%	16.0%	16.3%	14.6%	14.5%
每股收益(元)	0.98	1.27	1.13	1.32	1.69
每股净资产(元)	3.81	4.70	8.68	9.73	11.09
净资产收益率(%)	25.8%	27.1%	13.0%	13.5%	15.3%
ROIC(%)	27.6%	27.8%	20.8%	25.8%	28.6%

敬请阅读本报告正文后各项声明

## 1. 公司简介

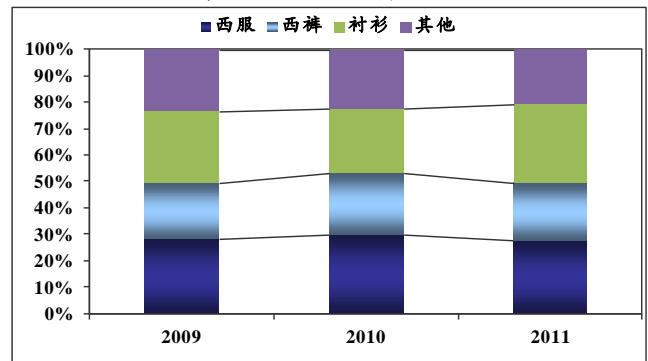
浙江乔治白服饰股份有限公司（以下简称“乔治白”或公司）主要从事“乔治白”品牌的职业装、男装及休闲服饰的生产和销售，主要产品为西服、西裤、衬衫等。公司以职业装的定制销售为主，2011年职业装定制的主营业务收入占比为86.9%。公司主要客户集中在金融、电力、电信、邮政、物流等行业。公司主导产品西装、西裤、衬衫的主力销售价位约在400-500元、230-300元、100-150元之间，西服套装价格预计与希努尔类似。

图 1 公司销售途径的主营业务收入构成



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

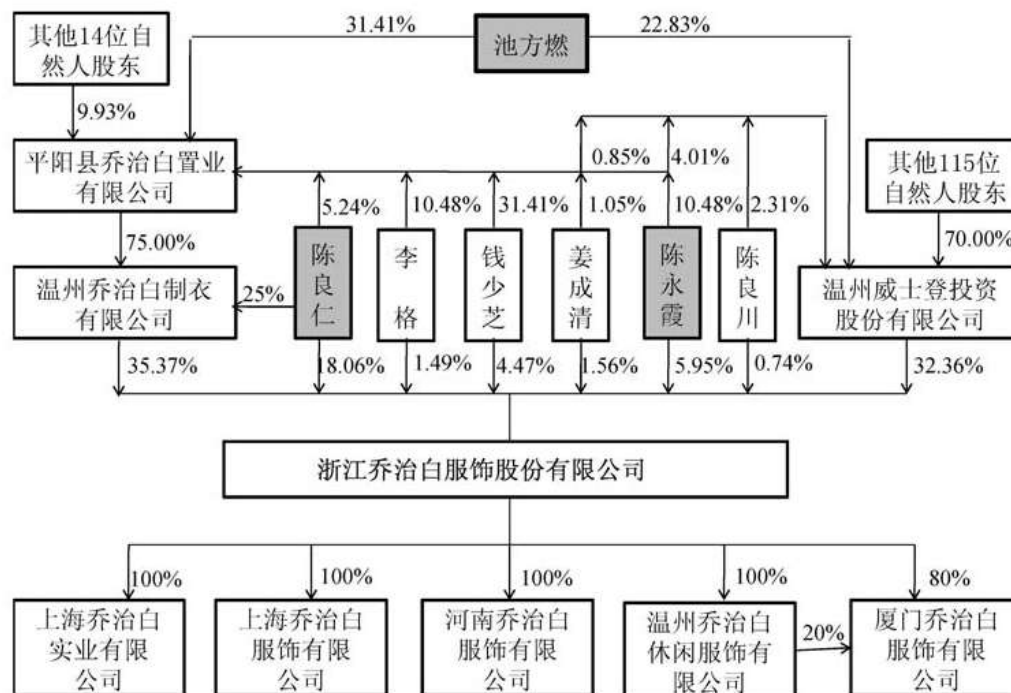
图 2 公司主要产品的主营业务收入构成



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司是较典型的家族式企业，并实现了主要高管和核心员工的持股。主要股东、实际控制人、高管、核心骨干均为家族人员。其中，高管和核心骨干均通过威士登公司间接持有公司股权，实现了上市前的股权激励。公司的实际控制人为池方燃、陈永霞和陈良仁，并签署了《一致行动协议》。池方燃（公司董事长兼总经理）、陈永霞（公司董事兼商务总监，池方燃之妻）、陈良仁（陈永霞之兄，外资股东）通过温州乔治白间接控制公司 35.37%的股份，陈永霞和陈良仁直接持有公司 24.01%的股份。本次拟公开发行 2465 万股，占发行后股本总额的 25.008%。

图 3 公司 IPO 前的股权结构图



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

表 1 公司发行年后的股本变化

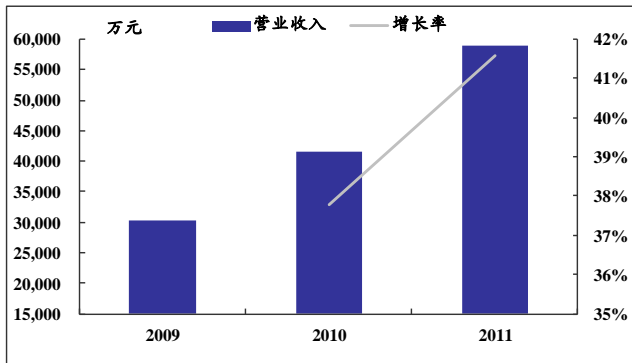
股东	发行前		发行后	
	股份数(万股)	股份比例	股份数(万股)	股份比例
温州乔治白	2,614.50	35.37%	2,614.50	26.52%
威士登	2,392.00	32.36%	2,392.00	24.27%
陈良仁(外方)	1,335.00	18.06%	1,335.00	13.54%
陈永霞	440.00	5.95%	440.00	4.46%
钱少芝	330.00	4.47%	330.00	3.35%
姜成清	115.50	1.56%	115.50	1.17%
李格	110.00	1.49%	110.00	1.12%
陈良川	55.00	0.74%	55.00	0.56%
社会公众股	-	-	2,465.00	25.01%
合计	7,392.00	100.00%	9,857.00	100.00%

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

## 2. 公司致力于发展职业装定制业务

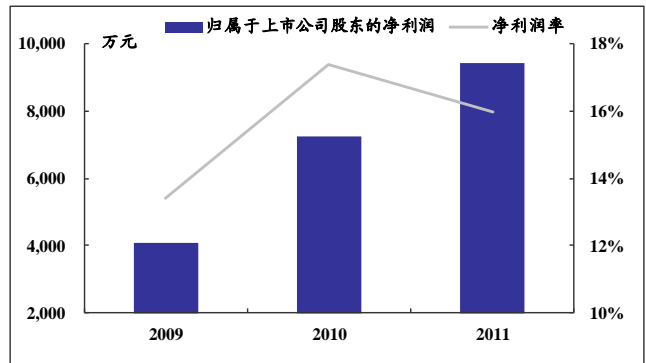
近两年公司的收入和利润较快增长。2009、2010、2011 年公司营业收入分别为 3.02、4.16、5.90 亿元，近两年的增长率为 37.8%、41.6%，近三年净利润为 4058、7245、9424 万元，近两年增长率为 78.6%、30.1%。

图 4 公司的营业收入及增长率



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

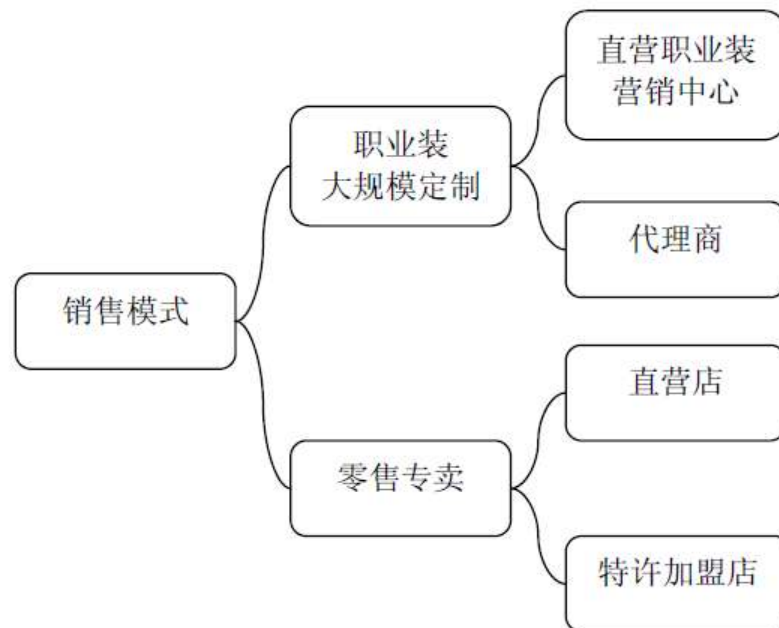
图 5 公司的净利润及净利润率



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司的销售主要集中在职业装的大规模定制。公司业务主要集中在职业装的大规模定制和零售专卖两个领域，其中职业装定制的收入占比在近 90%的水平，主导了公司的业务。职业装定制主要通过公司直营的职业装营销中心和代理商完成销售，其中直营的职业装营销中心完成的销售占职业装销售收入的比重在 92%以上。零售专卖的销售收入中 70%以上是通过特许加盟商实现的。

图 6 公司的销售模式



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

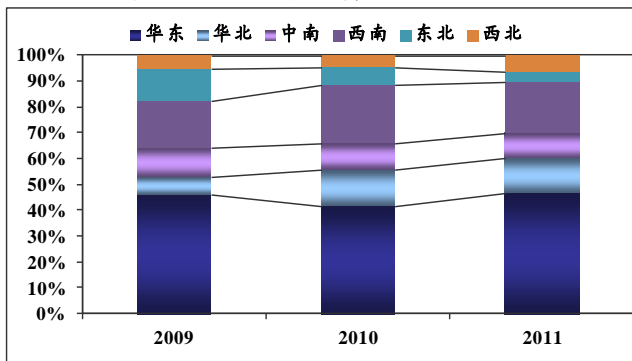
公司实现了产业链的一体化。职业装的定制对产品的质量稳定性、售前售后的服务的体贴性、款式面料设计的专业性有更高的要求。产品质量控制是职业装市场竞争中的关键环节。公司拥有设计研发、生产制造、零售纵向一体化的产业链，在职业装市场拥有较高的知名度。产品近 90%为自产，有利于控制产品质量。2011 年 85%的销售收入通过直营渠道实现，公司销售渠道的控制力强，有利于提高服务质量和提高盈利能力，公司毛利率在 45-50%之间，在业内是领先的。

公司营销网络覆盖发达经济地区，便于客户开拓和维护。截至 2011 年 12 月 31 日，公司已经在全国 13 个省（自治区、直辖市）设立了职业装营销中心，重点覆盖江浙、北京等发达地区，并通过代理商在西南开拓了 6 个地区，贴近客户，便于集团客户开拓和服务。随着募集资金项目实施，公司还将在全国 12 个空白省份（重点城市）设

立营销中心，全国性的销售网络将初步建立。公司目前的收入主要集中在华东、西南等地区。

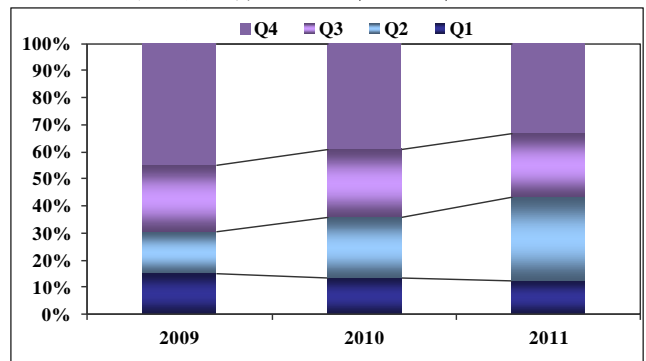
公司的主要客户为集团客户，订单主要通过招标方式取得。公司的主要客户集中在金融、电力、烟草、能源、通讯、教育等领域，从行业构成来看，主要是在以国有大中型企业占主导地位的行业中进行客户的争取。客户资信较好，销售回款有保障，且一般为客户下单后进行原料采购和生产，成本可控，周转和现金流状况较好，坏账和存货风险相对较低。订单主要通过招标的方式取得，客户的主要决策者为中高级管理人员。职业装市场容量相对比较稳定。

图 7 公司按地区的主营业务收入构成



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 8 公司主营业务收入的季度分布



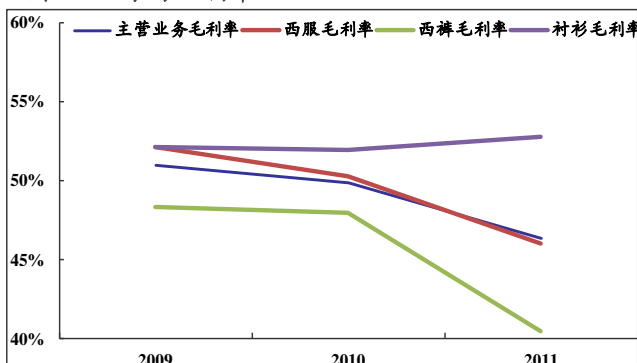
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司的销售收入存在季节性。从 2009、2010、2011 年的数据来看，公司一季度是淡季，四季度是旺季，而这种季节性主要是有职业装定制的销售季节性引起的。

公司的零售专卖业务出现较大发展仍尚需时日。截止 2011 年底，公司共有零售专卖直营店 48 家（其中衬衫专卖店 30 家），零售专卖特许加盟店 156 家（其中衬衫专卖店 80 家）。从招股书公布的数据来看，近两年公司零售专卖业务增长远远落后于职业装定制业务。

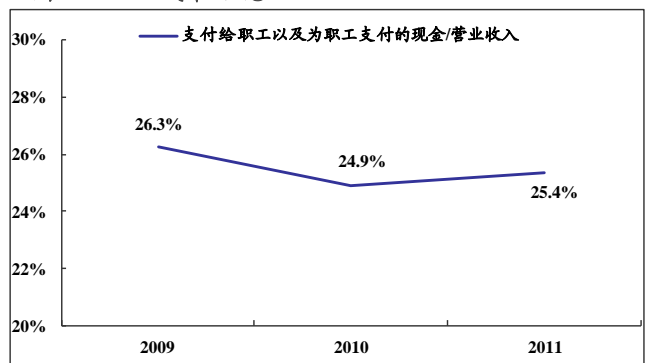
公司的盈利能力较高，人工成本可能会对公司产生压力。公司以自产和直营销售为主，毛利率水平较高，在 45-50%之间，处于业内较好水平。由于属于劳动密集型行业，人工成本的占比较高，在劳动力成本不断上涨的趋势中，公司未来可能会面临这方面的压力。

图 9 公司的毛利率



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 10 人工成本示意



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

公司募投项目主要投入到营销网络建设和产能扩张上。公司拟通过购置和租赁的方式建设 12 个职业装营销中心和 7 个直营形象店，来初步形成全国性的营销网络。通过在中部地区建设新的生产线来实现产能的扩张。



表 1 募投项目

序号	项目名称	募集资金投资总额 (万元)	建设期(年)
1	营销网络建设项目	26785.05	2
2	年产 20 万套西服、100 万件 高档衬衫生产项目	7000	2
3	设计研发中心建设项目	1933.31	2
4	信息化建设项目	2331.69	2
合计		38050.05	

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

### 3. 盈利预测、估值和投资建议

公司合理定价区间为 18.0-20.0 元。我们预计公司 2012-2014 年营业收入分别为 6.85、8.91、11.49 亿元，对应的增长率为 16.1%、30.1%、28.9%，归属于母公司的净利润分别为 1.11、1.30、1.67 亿元，对应的增长率为 18.2%、16.5%和 28.7%，全面摊薄后 EPS 分别为 1.13、1.32 和 1.70 元。考虑到同类公司的估值水平，给予公司 2012 年 16-17 倍的市盈率，我们认为公司合理定价区间为 18.0-20.0 元。

表 3 类似公司估值表

证券简称	股价(元) (6月28日)	EPS(元)		PE	
		2012E	2013E	2012E	2013E
七匹狼	27.65	1.10	1.43	25.14	19.34
报喜鸟	13.41	0.83	1.08	16.16	12.42
希努尔	11.30	0.80	1.04	14.13	10.87
步森股份	12.86	0.72	0.89	17.86	14.45
九牧王	27.72	1.17	1.41	23.69	19.66
百圆裤业	24.58	1.34	1.84	18.34	13.36
均值				19.22	15.01

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

**风险提示。**(1) 客户开发成本高，职业装受宏观经济影响大。(2) 零售专卖品牌号召力有待提高。(3) 募投项目不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-06-28		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	416.5	589.7	684.9	890.8	1,148.7	营业收入增长率	37.8%	41.6%	16.1%	30.1%	28.9%
减: 营业成本	208.5	315.9	369.5	489.5	642.7	营业利润增长率	70.1%	35.3%	20.3%	16.5%	28.7%
营业税费	3.5	5.7	6.6	8.6	11.0	净利润增长率	78.6%	30.1%	18.2%	16.5%	28.7%
销售费用	74.8	105.8	131.7	170.5	211.9	EBITDA 增长率	55.5%	34.8%	20.9%	12.7%	25.4%
管理费用	34.5	40.3	51.3	69.2	84.8	EBIT 增长率	68.4%	39.1%	11.8%	14.6%	29.6%
财务费用	1.5	5.1	-3.5	-6.5	-7.1	NOPLAT 增长率	76.3%	34.4%	9.1%	14.6%	29.6%
资产减值损失	13.2	8.0	-1.7	6.9	8.9	投资资本增长率	33.8%	38.6%	32.1%	17.1%	17.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	18.7%	23.5%	146.2%	12.1%	13.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
<b>营业利润</b>	<b>80.5</b>	<b>109.0</b>	<b>131.0</b>	<b>152.7</b>	<b>196.5</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	3.1	2.0	-	-	-	毛利率	49.9%	46.4%	46.0%	45.1%	44.1%
<b>利润总额</b>	<b>83.7</b>	<b>111.0</b>	<b>131.0</b>	<b>152.7</b>	<b>196.5</b>	营业利润率	19.3%	18.5%	19.1%	17.1%	17.1%
减: 所得税	11.2	16.7	19.7	22.9	29.5	净利润率	17.4%	16.0%	16.3%	14.6%	14.5%
<b>净利润</b>	<b>72.5</b>	<b>94.2</b>	<b>111.4</b>	<b>129.8</b>	<b>167.0</b>	EBITDA/营业收入	23.1%	22.0%	22.9%	19.8%	19.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
货币资金	44.4	49.0	414.7	449.4	499.5	固定资产周转天数	105	88	115	111	88
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	44	44	62	79	89
应收账款	128.9	118.4	142.1	184.8	240.2	流动资产周转天数	204	182	269	312	287
应收票据	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	88	71	65	62	63
预付帐款	14.4	18.2	21.8	28.4	36.9	存货周转天数	82	83	81	72	72
存货	95.1	128.3	131.0	170.2	220.9	总资产周转天数	371	338	438	452	398
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	199	191	222	211	192
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	25.8%	27.1%	13.0%	13.5%	15.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	14.7%	15.3%	10.6%	10.9%	12.3%
投资性房地产	8.7	8.2	10.0	12.0	14.0	ROIC	37.6%	37.8%	29.8%	25.8%	28.6%
固定资产	122.9	165.8	271.2	278.0	282.1	<b>费用率</b>					
在建工程	33.5	64.3	-	-	-	销售费用率	18.0%	17.9%	19.2%	19.1%	18.5%
无形资产	37.0	51.4	50.2	49.1	47.9	管理费用率	8.3%	6.8%	7.5%	7.8%	7.4%
其他非流动资产	8.7	10.8	12.3	13.6	15.4	财务费用率	0.4%	0.9%	-0.5%	-0.7%	-0.6%
<b>资产总额</b>	<b>493.5</b>	<b>614.5</b>	<b>1,053.4</b>	<b>1,185.5</b>	<b>1,356.9</b>	三费/营业收入	26.6%	25.6%	26.2%	26.2%	25.2%
短期债务	35.0	74.8	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	28.2	34.4	36.0	38.8	44.6	资产负债率	43.0%	43.5%	18.8%	19.1%	19.4%
应付票据	39.6	44.6	51.2	58.9	67.8	负债权益比	75.4%	76.8%	23.1%	23.6%	24.1%
其他流动负债	104.0	107.1	104.4	122.2	145.4	流动比率	1.37	1.20	3.70	3.78	3.87
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.80	0.62	2.90	2.87	2.86
其他非流动负债	5.4	6.0	6.0	6.0	6.0	利息保障倍数	55.47	22.39	-36.68	-22.56	-26.62
<b>负债总额</b>	<b>212.2</b>	<b>267.0</b>	<b>197.7</b>	<b>226.1</b>	<b>263.9</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	DPS(元)	-	0.38	0.23	0.26	0.34
股本	73.9	73.9	98.6	98.6	98.6	分红比率	0.0%	29.8%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	207.4	273.5	757.0	860.8	994.5	股息收益率					
<b>股东权益</b>	<b>281.3</b>	<b>347.5</b>	<b>855.6</b>	<b>959.4</b>	<b>1,093.1</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	72.5	94.2	111.4	129.8	167.0	EPS(元)	0.98	1.27	1.13	1.32	1.69
加: 折旧和摊销	14.1	16.3	29.0	30.4	32.0	BVPS(元)	3.81	4.70	8.68	9.73	11.09
资产减值准备	13.2	8.0	-1.7	6.9	8.9	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	1.4	5.0	-3.5	-6.5	-7.1	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-44.0	-32.5	-24.2	-68.4	-87.5	CAGR(%)	21.4%	21.0%	20.9%	23.1%	17.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>57.0</b>	<b>90.2</b>	<b>111.1</b>	<b>92.1</b>	<b>113.4</b>	PEG	-	-	-	-	-
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-49.8</b>	<b>-103.1</b>	<b>-69.0</b>	<b>-36.0</b>	<b>-35.0</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>5.5</b>	<b>6.8</b>	<b>325.5</b>	<b>-19.5</b>	<b>-26.3</b>	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。8年证券行业研究经历。2007年4月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034