

职业装定制龙头企业

——乔治白（002687）新股定价报告

2012年7月4日

建议申购

乔治白

新股定价

摘要:

- **公司是一家拥有三个分公司和五个控股子公司的大型服装企业。**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，主要产品包括男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、夹克、风衣等。公司产品定位于“时尚的职业装”，能够兼顾穿衣人的职业所需、舒适程度和潮流追求，并遵循大规模度身定制的服务特色，满足不同行业客户的全方位需求。
- **贯穿上下游一体化的运营模式。**公司运营涉及从设计、生产、营销、终端销售的一体化运营，目前自产比例 89%；终端销售中，直营店 48 家，特许加盟店 156 家，并且已在全国 13 个省座城市或直辖市设立了直营职业装营销中心。
- **募集资金主要用于营销网络建设。**此次拟发行 2465 万股，募集资金中 26,785 万元将用于 12 个职业装营销中心和 7 个直营形象店的建设，新增店铺面积 7,400 平方米。营销体系构建有利于升级品牌形象、抢占核心渠道资源及锤炼供应链内功，将有效强化公司先发优势和领先地位。
- **盈利预测及投资建议：**预计公司 2012-2014 年净利润分别为 1.20、1.47 和 1.66 亿元，同比增长 27.63%、21.95% 和 13.50%，复合增速 21%，对应 EPS 分别为 1.22、1.49 和 1.69 元，考虑到公司为成衣制造企业，参照品牌服饰板块 22 倍左右的估值中枢并给予一定折价，15-18 倍市盈率下，建议询价区间在 18.3 -22.0 元。

财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	416.49	589.71	751.30	891.65
营业收入增长率	37.77%	41.59%	27.40%	18.68%
EBITDA（百万元）	96.10	129.54	173.75	215.16
EBITDA 增长率	55.46%	34.80%	34.12%	23.83%
净利润（百万元）	72.45	94.24	120.28	146.68
净利润增长率	78.56%	30.07%	27.63%	21.95%
ROE	25.76%	27.12%	13.01%	14.08%
EPS（元）	0.98	1.27	1.22	1.49

谭可

执业证书编号：S1480510120013

纺织服装行业分析师

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

询价区间

18.3-22.0

上市首日定价区间

发行上市资料

总股本（万股）	9857
发行量（万股）	2465
发行日期	2012-6-25
发行方式	公开发行
保荐机构	华泰联合
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	4.70
净资产收益率（%）	25.76
资产负债率（%）	43.45

主要股东和持股比例（%）

温州乔治白	26.52
威士登	24.27
陈良仁	13.54
陈永霞	4.46
钱少芝	3.35
姜成清	1.17
李格	1.12
陈良川	0.56

目 录

1. 公司概况.....	4
2. 公司市场定位.....	5
2.1 定位中高端时尚职业装.....	5
2.2 目标市场容量巨大 增速可观.....	6
2.3 职业装市场份额领先.....	7
3. 公司运营模式特征.....	8
3.1 上下游一体化的业务模式.....	8
3.2 自主生产为主、委托加工为辅的生产模式.....	8
3.3 立体的营销模式.....	9
4. 募集资金项目.....	11
4.1 营销网络建设.....	11
4.2 年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目.....	12
4.3 设计研发中心建设项目.....	13
4.4 信息化建设项目.....	14
5. 盈利预测与估值.....	15

表格目录

表 1: 公司上市前后股权结构变化.....	4
表 2: 公司主要竞争对手情况 (单位: 万元)	7
表 2: 公司自主生产与委托加工生产产量与占比 (单位: 件)	9
表 3: 公司不同营销方式的收入情况 (单位: 万元)	10
表 4: 公司募投项目拟投资金额.....	11
表 5: 营销网络建设项目概况.....	11
表 6: 项目建设投资概况.....	12
表 7: 营销网络系统建设进度安排.....	12
表 8: 项目建设投资概况.....	13
表 9: 设计研发中心建设项目概况.....	14
表 10: 项目建设投资概况.....	14
表 11: 项目建设进度安排.....	15
表 12: 业绩预测表.....	15
表 13: 盈利预测表.....	17

插图目录

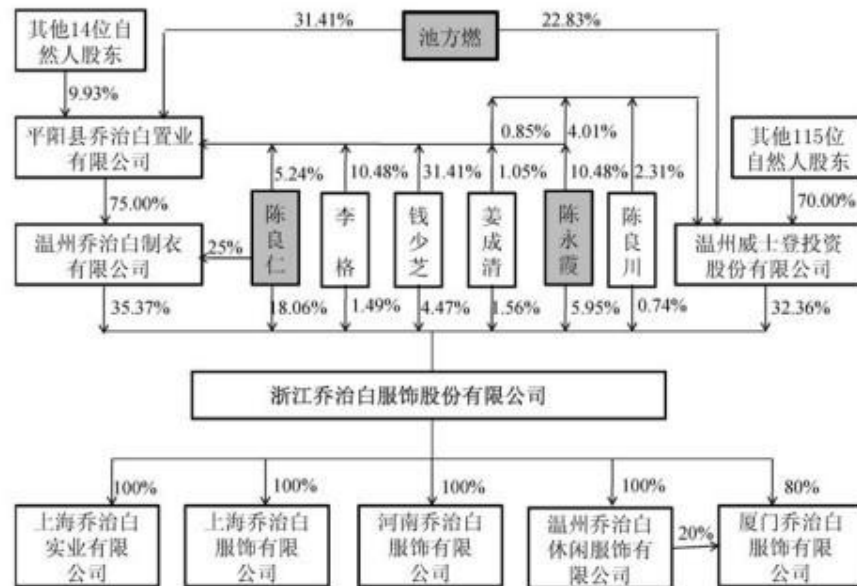
图 1: 公司上市前股权结构图.....	4
图 3: 公司主要产品产能变化图.....	5
图 4: 公司主要产品系列展示图.....	6
图 5: 2008-2010 年我国居民人均服装类消费性支出	6
图 6: 公司自主生产过程示意图.....	9
图 7: 公司营销模式示意图.....	9
图 8: 设计研发中心业务流程示意图.....	13
图 9: 设计研发中心建设内容.....	14

1. 公司概况

浙江乔治白服饰股份有限公司是一家拥有三个分公司和五个控股子公司的大型服装企业，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。主要产品包括男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、夹克、风衣等。公司产品定位于“时尚的职业装”，能够兼顾穿衣人的职业所需、舒适程度和潮流追求，并遵循大规模度身定制的服务特色，满足不同行业客户的全方位需求。

公司于2001年正式设立，注册资本为2,500万元。通过三次增资及2007年的股权转让，公司形成上市前最终的股权结构，实际控制人为池方燃、陈永霞、陈良仁。其中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。截至招股说明书签署日，池方燃、陈永霞、陈良仁通过温州乔治白间接控制发行人35.7%的股份；陈永霞与陈良仁直接持有发行人24.01%的股份。

图 1：公司上市前股权结构图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

公司上市发行前总股本为7,392万股，上市后公司总股本将增至9,857万股，主要股东持股比例相应下降，如表1所示：

表 1：公司上市前后股权结构变化

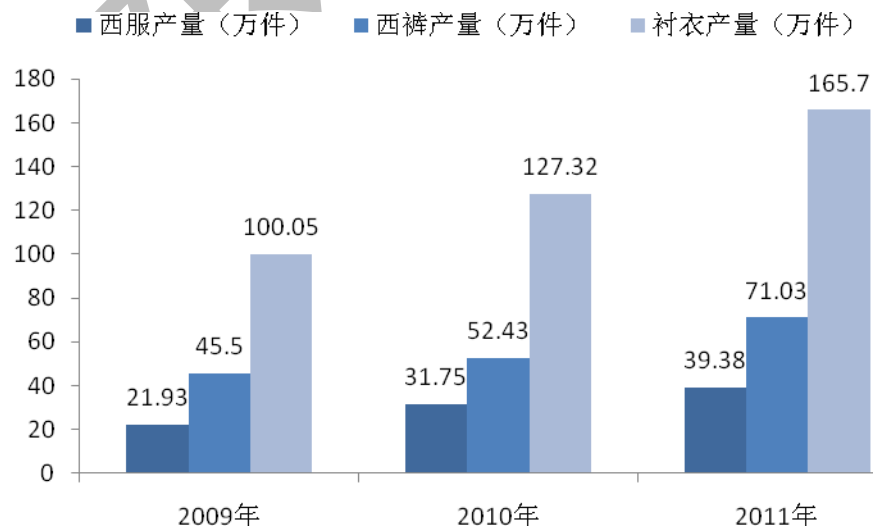
	股份数（股）	股份比例（%）	股份数（股）	股份比例（%）
一、有限售条件的流通股	73,900,000	100.00	73,900,000	74.99
温州乔治白	26,145,000	35.37	26,145,000	26.52

威士登	23,920,000	32.36	23,920,000	24.27
陈良仁（外方）	13,350,000	18.06	13,350,000	13.54
陈永霞	4,400,000	5.95	4,400,000	4.46
钱少芝	3,300,000	4.47	3,300,000	3.35
姜成清	1,155,000	1.56	1,155,000	1.17
李格	1,100,000	1.49	1,100,000	1.12
陈良川	55,000	0.74	55,000	0.56
二、本次发行流通股	-	-	24,650,000	25.01
合计	73,900,000	100.00	98,570,000	100.00

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

报告期内，公司主要产品产能始终处于增长趋势，产销率均在 80%以上。

图 3：公司主要产品产能变化图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 公司市场定位

2.1 定位中高端时尚职业装

公司设立初期主要以生产“乔治白”品牌衬衫和职业装为主。公司生产的服装在汲取意大利服装工艺的基础上，兼顾东方人的体形特征及审美情趣，形成了精致独特、优雅自然的特色，逐渐被市场认可，生产规模日益扩大。

随着国内经济尤其是以服务业为主的第三产业的快速发展，职业装市场快速增长，公司顺应市场需求，在保留衬衫生产的基础上，把生产和市场开拓的重点转移到职业装上来，目前“乔治白”已成为职业装行业内的知名品牌，公司生产的职业装赢得了众多客户的认同。公司每年为来自金融、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。通过多年的品牌运营，公司已积淀了职业装高品质的形象，其主要产品系列如下图：

图 4：公司主要产品系列展示图

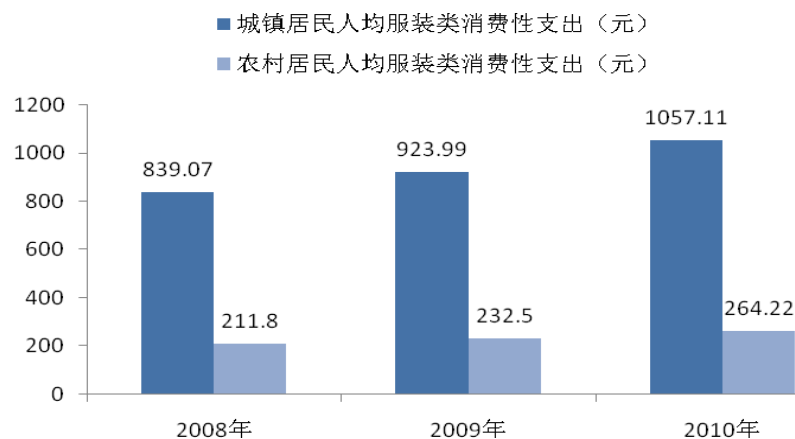


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.2 目标市场容量巨大 增速可观

首先，居民收入提高带来服装需求的增长。中国是拥有十三亿人口的大国，是全世界最大的服装消费国和生产国。随着经济的快速增长，人民生活水平不断提高，居民生活质量进一步改善，人均消费性支出中服装、衣着类的支出也出现了逐年增长的趋势。

图 5：2008-2010 年我国居民人均服装类消费性支出



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

因而，在我国人均收入持续增加、人均消费水平不断提高的环境下，作为世界最大的服装消费市场，我国服装行业的市场需求还会出现较大规模的扩张，我国服装企业的未来仍具有巨大的发展潜力。

其次，作为服装行业的一个分支，职业装市场发展潜力巨大。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。但是目前，我国职业装市场还处在初级阶段，部分职业装生产企业主要还靠低价竞争和低成本规模的扩张，尚未进入品牌营销的阶段。据统计，目前我国职业装行业内中小企业占整个行业比重的 80%，数量多，规模小，经营较为粗放。由于职业装行业在品牌创新方面力度较弱，因而职业装行业内品牌数量少，品牌影响力小，知名品牌较少。但是随着我国经济的快速发展，职业人士对衣着的品味要求越来越高，品牌化将是职业装发展的一个趋势。

2.3 职业装市场份额领先

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，其竞争对手为国内生产同类产品的品牌服装企业，如雅戈尔、报喜鸟、希努尔、杉杉、凯撒、罗蒙、利郎等。

表 2：公司主要竞争对手情况（单位：万元）

企业名称	所在地	主要服装产品	主要销售区	2010 年销售收入
雅戈尔	浙江宁波	西装、衬衫、夹克、T恤、领带、毛衫、皮革等	华东地区	603,850.07
报喜鸟	浙江温州	西装、衬衫等男士系列服饰	华东、东北地区	119,104.82
希努尔	山东诸城	西装、衬衫等男士系列服饰	北方市场	99,607.54
杉杉	浙江宁波	以西装为主，兼有衬衫、休闲服等	南方地区	152,802.04
凯撒	广东汕头	男装、女装、皮类产品	华南、华东、香港	37,410.58
罗蒙	浙江宁波	西服及系列服饰产品		
利郎	福建晋江	上衣、裤类、西服套装、配件等男士系列服饰	华东、中南地区	205,300.00
美尔雅	湖北黄石	西服系列产品以及少量女装	日本、国内部分地区	28,939.75
红豆	江苏无锡	西装、衬衫、休闲服，兼营T恤、羊毛衫等服饰	华东地区	56,050.44
凯诺科技	江苏江阴	西服、职业服等服饰	南方地区	80,380.04
大杨创世	辽宁大连	西服、女时装、运动装、职业装、学生装等	海外市场	106,963.04
乔治白	浙江温州	西服、西裤、衬衫等职业装	华东、西南、中南	58,970.89

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

上述品牌服装企业的产品线均包含西服、衬衫等，其业务体系中含有部分职业装业务或尚未进入职业装市场，是公司现时或未来潜在的市场竞争对手。上述企业除罗蒙以外均为已上市公司，依托资本市场的力量成功建立了自身的规模优势。和上述企业相比，乔治白目前的生产和销售规模相对偏小；在业务构成上集中于职业装的生产销售，毛利率水平略高于行业平均水平。

在品牌服装行业中，乔治白属于中等规模企业；在职业装细分行业中，目前尚无权威统计的市场占有率数据，从品牌影响力、收入利润规模、客户数量和行业覆盖度等各方面而言，乔治白都处于我国职业装行业的领先地位。

3. 公司运营模式特征

3.1 上下游一体化的业务模式

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、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。

乔治白定位于品牌职业装的生产，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，并在全国 18 个省、直辖市、自治区设立了职业装营销网络，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。

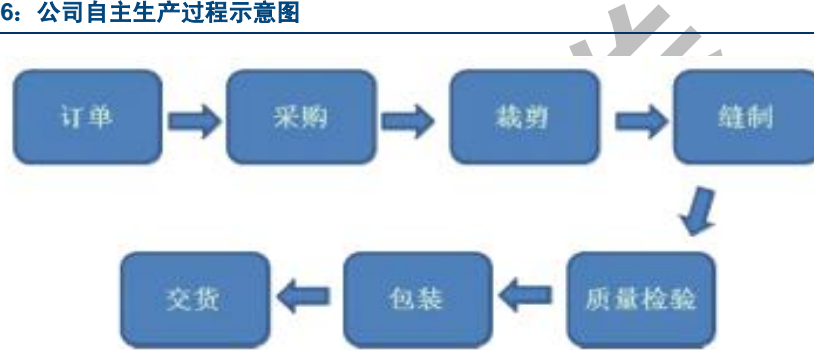
3.2 自主生产为主、委托加工为辅的生产模式

在品牌服装企业中，乔治白属于专注于职业装设计、生产和销售的公司。职业装属于大规模定制产品，相对于普通零售品牌服装，对产品质量的稳定性、交货时间的确定性具有更高的要求。

根据职业装的上述特点，公司采取以自主生产为主、委托加工为辅的生产模式：在现有产能能够满足客户对产品交期要求的前提下，对职业装系列产品采用自产模式进行生产；在订单下单较多、现有产能无法满足交期要求的情况下，对服装款式、生产工艺相对简单的产品（如西裤等）通过委托加工方式进行生产，同时公司派出技术人员和管理人员对委托加工企业的生产过程进行指导和监督。

首先，公司的职业装系列产品对面料、设计、裁剪等技术的要求较高、生产工艺和流程较复杂，因此这部分产品的生产主要以公司的自主生产为主。为了满足职业装系列产品的生产，公司引进了国内外先进的服装生产流水线、一线的生产员工拥有多年的服装生产经验、具备熟练的生产技术，并进行严格的生产质量控制，为职业装系列产品提供了严格的质量保障。其主要生产过程如下：

图 6：公司自主生产过程示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

其次，公司职业装订单下单的时间分布并不均匀，往往出现个别月份订单集中下单而造成现有产能无法完全满足客户对产品交期要求的情况。通过委托加工方式，发行人一方面解决了受限于自有产能和交期要求而无法接单的问题，能够灵活利用外部产能作为自有产能的有益补充；另一方面，通过技术支持和现场管理，公司能够对委托加工的产品质量进行有效控制，从而在满足交期条件的同时保证了产品质量。

报告期内公司自主生产的产量占总产量的比例保持在 90%-95%左右。公司通过自主生产和委托加工生产的服装产品产量及占比情况如下表所示：

表 2：公司自主生产与委托加工生产产量与占比（单位：件）

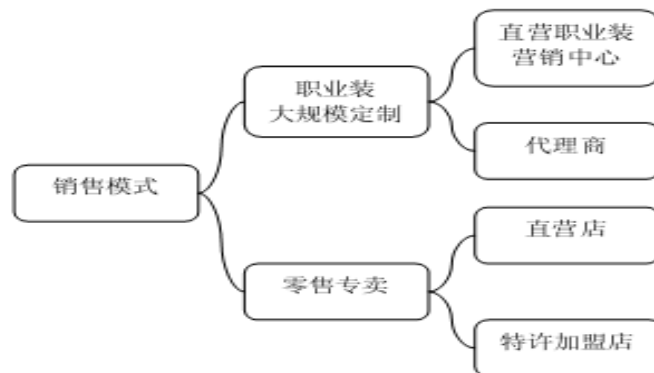
生产模式	2011 年度		2010 年度		2009 年度	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比
自主生产	2,827,696	89.28%	2,609,849	95.45%	2,045,322	93.62%
委托加工	339,667	10.72%	124,470	4.55%	139,446	6.38%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.3 立体的营销模式

由于公司分别面对职业装大规模定制和零售专卖两个市场，因此公司针对这两个市场分别采取了不同的销售模式。

图 7：公司营销模式示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

一方面，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。直营职业装营销中心是指公司在省会及以上城市设立的销售办事处，由公司派出经理负责办事处的日常经营活动。设立直营职业装营销中心可以充分展示公司形象，通过高级职业装陈列厅的展示，客户能够更直观地感受到公司在职业装领域设计、生产和销售的专业化程度，从而加深客户对公司以及产品的了解；可以为客户提供更加全面、周到的售后服务，增强了客户的满意度，巩固、增进与客户建立起的长期、稳定的合作关系。直营职业装营销中心的设立有效地减少代理商等中间环节，在拓展利润空间的同时，以更低廉的价格吸引客户。截至 2011 年 12 月 31 日，公司已在全国 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 3,923.04 平方米。

代理商销售模式是指在特定地域、特定时间内，由代理商负责“乔治白”职业装产品的销售。代理商依据获得的职业装购买意向向公司下单采购，公司根据当时的面料价格以及产品工艺的难易程度向代理商报价，并与代理商签订销售合同，代理商自行负责产品的最终销售，此类代理商的利润来自其向乔治白采购和向最终客户销售职业装的差价。代理商模式在公司发展初期向市场推广“乔治白”品牌职业装时，发挥了重要的作用，帮助公司在资金有限的情况下，迅速扩展了业务范围，增加了客户资源，为公司迅速开拓职业装市场奠定了基础。

另一方面，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。直营店主要是指公司直接租赁城市中规模大、影响力强的商业中心、购物广场等大型零售商场的专柜或店中店，用于专门展示和经营“乔治白”品牌的西服、衬衫等产品。直营店由公司委派专人进行管理，所有权归公司所有，公司自负盈亏。公司的直营店实行规范化管理，既体现了公司的企业文化，又向消费者展示了公司的品牌形象，而且取得了良好的经济效益。截至 2011 年 12 月 31 日，公司在国内共设立了 48 家直营店，其中，衬衫专卖店 30 家，系列店 18 家。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。公司预计未来直营店不论在数量还是在规模上都将获得一定幅度的扩张。

特许加盟是在加盟商达到公司的加盟资质并通过公司的评估后，公司与加盟方签订特许经营合同，允许其在店内销售“乔治白”品牌服装的行为。目前，特许加盟店包括衬衫专卖店和系列店两种形式，由加盟商负责店铺的经营管理，所有权归加盟商所有，经营风险由加盟商承担。特许加盟店是公司零售专卖市场销售网络中重要的组成部分，在公司的零售专卖市场长期发展战略中居于重要地位。截至 2011 年 12 月 31 日，公司的特许加盟店有 156 家，其中衬衫专卖店 80 家，系列店 76 家。

报告期内，公司各种销售模式的收入占比情况如下：

表 3：公司不同营销方式的收入情况（单位：万元）

项目	2011 年度		2010 年度		2009 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
1、职业装大规模定制市场	51,057.25	86.58%	34,052.80	81.76%	23,691.95	78.37%

职业装营销中心	47,855.51	81.15%	31,891.34	76.57%	21,943.62	72.59%
代理商	3,201.74	5.43%	2,161.46	5.19%	1,748.33	5.78%
2、零售专卖	7,715.67	13.08%	7,332.71	17.61%	6,358.85	21.04%
直营店	2,303.08	3.91%	1,383.43	3.32%	1,272.71	4.21%
特许加盟商	5,412.59	9.18%	5,949.28	14.28%	5,086.13	16.82%
主营业务收入合计	58,772.92	99.66%	41,385.51	99.37%	30,050.80	99.41%
其他业务收入	197.97	0.34%	263.16	0.63%	178.91	0.59%
营业收入合计	58,970.89	100.00%	41,648.67	100.00%	30,229.71	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4. 募集资金项目

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股（A股）不超过 2465 万股，占发行后总股本不超过 25.01%。

表 4：公司募投项目拟投资金额

项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
营销网络建设	26,785.05	26,785.05
年产 20 万套西服、100 万件高档衬衫生产项目	7,000.00	7,000.00
设计研发中心建设项目	1,933.31	1,933.31
信息化建设项目	2,331.69	2,331.69
合计	38,050.05	38,050.05

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.1 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 5：营销网络建设项目概况

店铺类型	数量（个）			面积（平方米）		
	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：招股说明书，东兴证券研究所

截至 2011 年 12 月 31 日，公司拥有 13 家职业装营销中心和 48 家直营店，其中，直营店总面积约 2,474.19 平方米。通过本项目的实施，公司职业装营销中心数量将增加 92.31%，专卖店数量将增加 14.58%，职业装营销中心总面积将增加

152.94%，直营店总面积将增加 56.58%。由于本项目拟建设的 19 个终端全部采取直营模式，将使公司的直营终端由现有的 61 个增加至 80 个，增幅达 23.75%。

本项目预算总投资 26,785.05 万元，其中项目建设投资 22,388.87 万元，流动资金 4,396.18 万元，具体如下：

表 6：项目建设投资概况

投资类别	金额（万元）	所占比例
店铺购置费	18,714.00	83.59%
设备购置费	395.00	1.76%
店铺装修费	1,480.00	6.61%
工程建设其他费用	733.73	3.28%
基本预备费	1,066.14	4.76%
合计	22,388.87	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 7：营销网络系统建设进度安排

	第一年						第二年					
	2	4	6	8	10	12	2	4	6	8	10	12
店铺选址				-								
购买/租赁店铺												
设备采购												
店铺装修												
设备安装												
人员培训												
店铺验收												

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.2 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。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。

项目总投资为 7,000 万元，其中建设投资 5,963 万元，流动资金 1,037 万元。建设投资具体构成见下表：

表 8：项目投资概况

投资类别	金额（万元）
建筑工程	3,340.00
设备投入	2,333.00
土地	290.00
合计	5,963.73

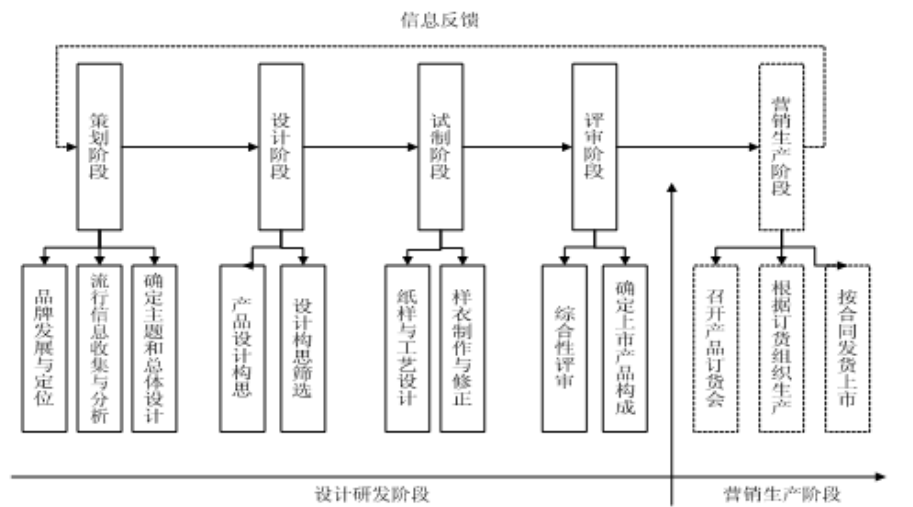
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

假设该项目达产后的主要产品能够通过公司已有销售网络和拟建设的销售网络完全销售，则综合来看，该项目建成后，公司将新增 20 万套西服和 100 万件衬衫的销售，由于该项目的产品定位更加高端，假设西服销售价格为 700 元/套，衬衫销售价格为 110 元/套，则该项目将为公司每年新增销售收入 25,000 万元。

4.3 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。本项目建成后，主要的业务流程如下图所示：

图 8：设计研发中心业务流程示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

本项目总投资为 1,933.31 万元，全部是建设投资。

表 9：设计研发中心建设项目概况

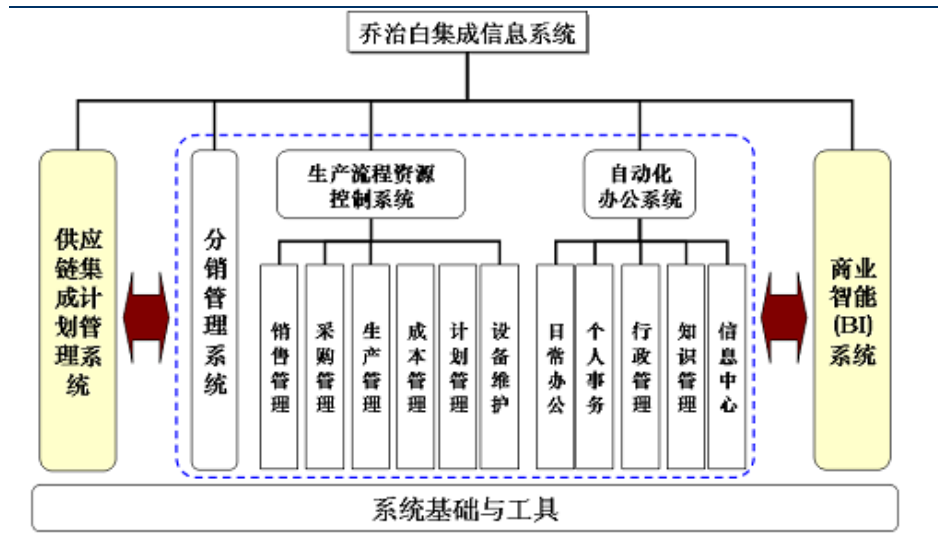
工程或费用名称	估算值（万元）				占建设投资的比例（%）	
	建筑工程费	设备购置费	安装工程费	其他费用		
第一部分工程费用	615.91	1,099.57			1,715.48	88.73%
其中：设备及软件		1,099.57			1,099.57	
设计装修费用	615.91				615.91	
第二部分工程建设及其他费用				42.08	42.08	2.18%
其中：建设单位管理费				30.88	30.88	
职工培训费				5.00	5.00	
办公及生活家具购置费				6.20	6.20	
基本预备费				175.76	175.76	9.09%
建设投资合计	615.91	1,099.57		217.84	1,933.31	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4.4 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。

图 9：设计研发中心建设内容



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

本项目总投资为 2,331.69 万元，全部为建设投资。

表 10：项目建设投资概况

投资类别	金额（万元）	所占比例
------	--------	------

工程费用	1,843.00	79.04%
其中：IT 机房建设费	16.80	0.72%
硬件购置费	956.21	41.01%
软件购置费	870.00	37.31%
其他费用	377.65	16.20%
基本预备费	111.03	4.76%
合计	2,331.69	100.00%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

本项目预计实施期为 2 年。

表 11：项目建设进度安排

	第一年												第二年											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
项目立项																								
设备招投标																								
机房装修																								
设备安装调试																								
店面终端设备																								
FRP 系统部署																								
OA 系统部署																								
分销管理部署																								
BI 系统部署																								
信息化试运行																								
项目验收																								

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

预计公司 2012-2014 年净利润分别为 1.20、1.47 和 1.66 亿元，同比增长 27.63%、21.95%和 13.50%，复合增速 21%，对应 EPS 分别为 1.22、1.49 和 1.69 元，考虑到公司为成衣制造企业，参照品牌服饰板块 22 倍左右的估值中枢并给予一定折价，15-18 倍市盈率下，建议询价区间在 18.3 -22.0 元。

表 12：业绩预测表

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	416	590	751	892	1,060
(+/-)%	37.77%	41.59%	27.40%	18.68%	18.90%
经营利润 (EBIT)	96	130	174	215	246

(+/-)%	55.46%	34.80%	34.12%	23.83%	14.19%
净利润	72	94	120	147	166
(+/-)%	78.56%	30.07%	27.63%	21.95%	13.50%
每股净收益 (元)	0.98	1.27	1.22	1.49	1.69

资料来源：东兴证券研究所

表 13: 盈利预测表

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	416.49	589.71	751.30	27.40%	891.65	18.68%	1,060.13	18.90%
营业成本	208.51	315.89	405.70	28.43%	481.49	18.68%	583.07	21.10%
营业费用	74.83	105.77	135.23	27.85%	160.50	18.68%	190.82	18.90%
管理费用	34.47	40.33	52.59	30.41%	62.42	18.68%	74.21	18.90%
财务费用	1.48	5.09	1.51	-70.45%	-1.35	N/A	-1.38	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	80.51	108.96	139.51	28.04%	170.57	22.26%	193.86	13.66%
利润总额	83.66	110.98	141.51	27.50%	172.57	21.95%	195.86	13.50%
所得税	11.21	16.74	21.23	26.79%	25.89	21.95%	29.38	13.50%
净利润	72.45	94.24	120.28	27.63%	146.68	21.95%	166.48	13.50%
归属母公司所有者的净利润	72.45	94.24	120.28	27.63%	146.68	21.95%	166.48	13.50%
NOPLAT	71.01	96.85	119.86	23.76%	143.84	20.01%	163.61	13.75%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	44.39	48.96	443.63	806.10%	453.98	2.33%	465.06	2.44%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	120.75	111.83	142.48	27.40%	169.09	18.68%	201.04	18.90%
预付款项	14.43	18.21	23.06	26.67%	28.82	24.99%	35.80	24.21%
存货	95.09	128.33	164.82	28.43%	195.61	18.68%	236.88	21.10%
流动资产合计	282.81	313.94	782.45	149.23%	857.55	9.60%	950.73	10.87%
非流动资产	210.70	300.52	352.45	17.28%	416.51	18.18%	484.32	16.28%
资产总计	493.51	614.46	1,134.90	84.70%	1,274.06	12.26%	1,435.04	12.64%
短期借款	35.00	74.80	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	27.21	23.80	30.15	26.67%	35.78	18.68%	43.33	21.10%
预收款项	53.29	49.52	49.52	0.00%	49.52	0.00%	49.52	0.00%
流动负债合计	206.84	261.04	210.23	-19.47%	232.09	10.40%	259.92	11.99%
非流动负债	5.36	5.95	0.30	-94.94%	0.27	-11.22%	0.23	-15.17%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	281.31	347.46	924.36	166.03%	1,041.71	12.69%	1,174.90	12.79%
净营运资本	75.97	52.90	572.22	981.75%	625.46	9.31%	690.80	10.45%
投入资本 IC	263.26	365.11	480.74	31.67%	587.73	22.26%	709.84	20.78%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	72.45	94.24	120.28	27.63%	146.68	21.95%	166.48	13.50%
折旧摊销	14.11	15.49	0.00	N/A	45.93	N/A	53.19	15.80%
净营运资金增加	9.69	-23.08	519.32	N/A	53.25	-89.75%	65.34	22.71%

经营活动产生现金流	57.03	90.21	121.98	35.21%	158.38	29.84%	174.04	9.89%
投资活动产生现金流	-49.84	-103.06	-101.81	N/A	-120.00	N/A	-131.00	N/A
融资活动产生现金流	5.55	6.83	374.50	5384.66%	-28.02	N/A	-31.96	N/A
现金净增(减)	12.74	-6.02	394.67	N/A	10.35	-97.38%	11.08	7.01%

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。