

消费品及服务 - 纺织服装

2012 年 8 月 23 日

市场数据	2012 年 8 月 23 日
当前价格 (元)	7.43
52 周价格区间 (元)	7.14-13.49
总市值 (百万)	1547.52
流通市值 (百万)	1002.52
总股本 (百万股)	208.00
流通股 (百万股)	134.75
日均成交额 (百万)	14.72
近一月换手 (%)	6.84%
第一大股东	上海国骏投资有限公司
公司网址	http://www.challenge-21c.com

财务数据	FYE
毛利率	23.50%
净利润率	8.59%
净资产收益率	7.79%
总资产收益率	6.36%
资产负债率	17.98%
市盈率	21.26
市净率	1.64



相关报告

周宠

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，周宠，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

顶级户外面料提供商，长期看好

—嘉麟杰深度报告

评级：增持（首次评级）

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	856	1074	1321	1585
净利润 (百万元)	73	81	101	127
每股收益 (元)	0.35	0.39	0.49	0.61
净利润增长率 %	19.5%	10.8%	24.3%	25.5%
市盈率	21	19	15	12

资料来源：世纪证券研究所

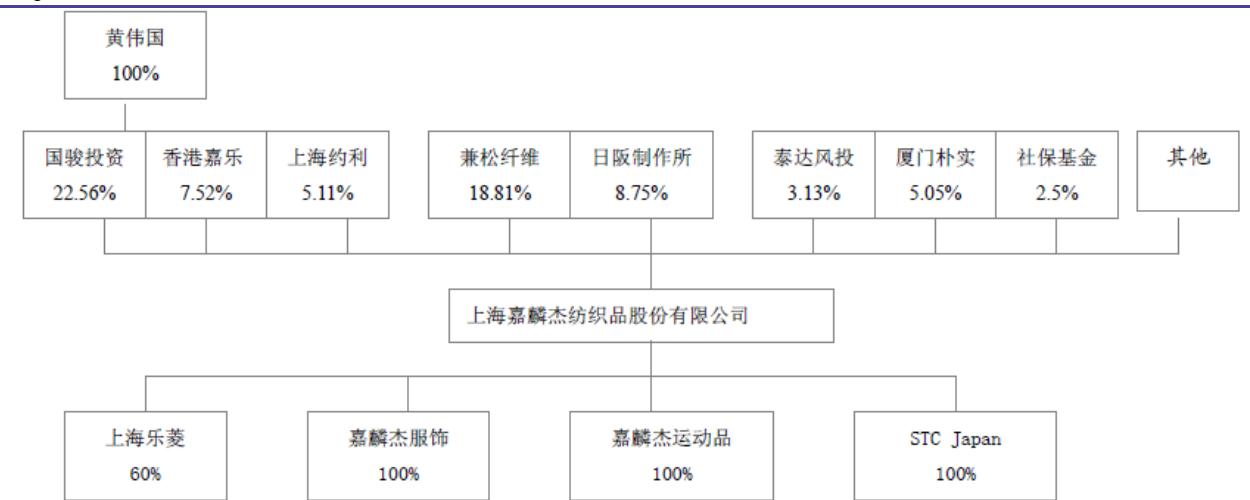
- **公司是多家全球知名户外运动品牌的指定供应商，主要生产纬编羊毛面料、起绒类面料和运动型功能面料以及相关成衣。**其中全球户外知名涤纶起绒面料品牌 Polartec 近 40% 的产品、户外知名羊毛运动品牌 Icebreaker90% 以上的产品均由公司提供。公司 98% 以上产品出口，日本地震以及欧债危机对日本和欧洲的出口产生负面影响，但出口美国的订单仍有增长。
- **户外运动行业在中国的增速将保持 40-50%。**根据 COCA 提供的数据，中国户外用品行业从 2000 年到 2011 年市场零售总额实现了年均 47.47% 的增长，我们预计，随着居民生活水平的提高以及对户外运动观念的改变，未来 3-5 年，我国户外行业仍将保持 40%-50% 的高速增长，行业容量将不断扩大。然而投资者的困惑在于——户外行业在国内的增长速度惊人，但是作为顶级户外面料提供商公司并没有分享这一高速成长的市场？这可能与公司定位于顶级品牌面料提供商有关，顶级品牌全球范围内增长速度并没有那么快，或许当更多大众品牌使用公司面料时，才是公司分享户外高增长的时间段。
- **公司业绩增长点短期在于产能提升，长期在于自有品牌在国内的推广。**公司原有产能 1200 万米，募股项目新增 680 万米，已于去年底投产，随着日本、欧洲经济好转，国外订单预计仍将保持增长，产能增加成为短期内利润增长的主要推力。另外，自有品牌 KR，预计两三年内可以达到盈亏平衡，成为远期的盈利增长点。
- **盈利与估值。**我们预测 12-14 年 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元、0.61 元。公司短期受海外市场不景气及子公司处于孕育期，业绩受到影响，但长期看好公司的高端定位、科技创新能力、优势的客户资源及两大自主品牌业务的长期发展空间。首次给与“增持”评级。
- **风险因素。**下游客户相对集中、出口市场复苏低于预期、品牌拓展进度低于预期。

公司概况

嘉麟杰主要从事功能性面料的生产和销售。公司的主要产品为自主研发的三大针织面料系列，起绒类面料系列、纬编羊毛面料系列和运动型功能面料系列。同时，根据客户的需求，公司还对部分面料做进一步加工，以成衣的形式向客户销售。公司上市前具备年生产织物面料 1200 万米、加工成衣 300 万件的生产能力（自产产能）。募投项目实施后，面料产能增加至 1880 万米。公司主要客户包括 Polartec、Icebreaker、Callaway、Adidas、Nike 等国际知名公司。公司是“毛针织纬编面料”国家标准起草单位，“针织摇粒绒（抓绒）”行业标准起草单位，在中国纺织工业协会评选的 08-09 年度针织行业竞争力 10 强中名列第 3 名。

公司是中日合资企业，控股股东是国骏投资，黄伟国先生是实际控制人。通过其 100%持股的国骏投资持有公司 22.56%的股份，同时和香港嘉乐和上海约利两家股东签订一致行动合约，对公司的控制力可达 36.19%。日本股东兼松纤维是和公司有部分业务往来的贸易性公司，持有公司 18.81%股权，其余主要股东均为股权投资机构。

Figure 1 股权结构



资料来源：WIND、世纪证券研究所

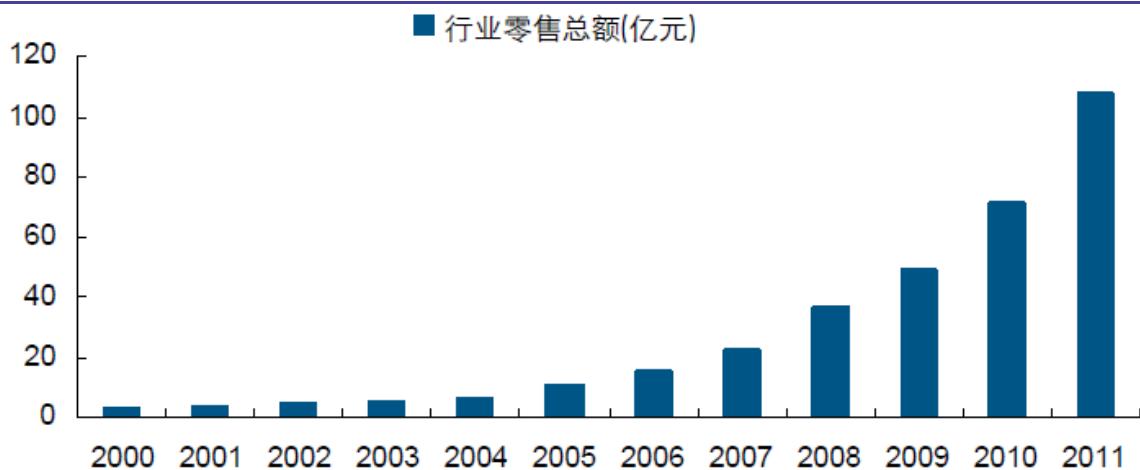
公司所处行业背景

公司产品定位高端针织面料，针织产品具有穿着舒适、实用、花色品种丰富新颖等特点，同时针织生产工艺流程短、原料适应性强、生产效率

高、能源消耗少、设备占地面积小，在品种调整上优势明显，具备灵活应对市场变化的能力。针织工业在世界范围内发展迅速。目前全世界针织产品耗用纤维量已占到整个纺织品纤维耗用量的三分之一以上。公司目前向全球 12 个知名户外运动品牌商、6 个高端大众运动品牌商提供拥有自主知识产权的针织面料，并根据部分客户的需求将生产的面料做进一步加工，以成衣的形式向客户销售。因此户外运动行业的空间一定程度上决定着公司未来的空间。

户外行业快速发展。在城镇化程度提高的过程中，随着城镇居民收入水平不断提高，城市空间的狭小、城市污染的加剧、工作压力等因素都促使人们渴望走到户外放松减压，从而带动户外用品市场的发展。根据 COCA 提供的数据，中国户外用品行业从 2000 年到 2011 年市场零售总额实现了年均 47.47% 的增长，出货总额年复合增长率为 45.16%；零售额和出货额增速最快的年份分别为 2006 年（69% 的增速）和 2011 年（69% 的增速）。2011 年，户外行业实现了 54.3 亿元的出货额和 107.6 亿元的零售总额，增速分别为 69.16% 和 50.91%。我们预计，未来 3-5 年，我国户外行业仍将保持 40%-50% 的高速增长，行业容量将不断扩大。

Figure 2 中国户外用品行业快速增长

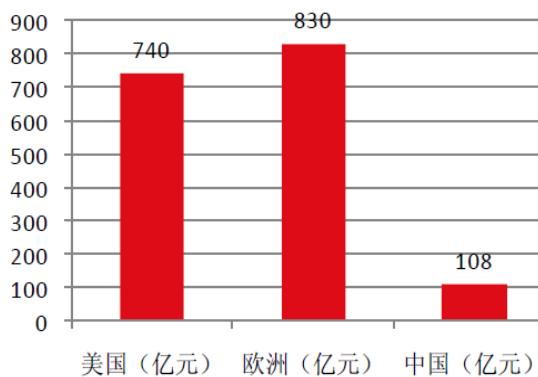


资料来源：WIND、COCA、世纪证券研究所

中国户外用品行业增长空间大。虽然近年来增长迅猛，但中国户外用品的市场容量，包括户外运动的参与率与进入成熟期的欧美相比还有很大差距。欧美国家经济较发达，人们有更多的机会到户外活动，加上良好的自然环境，人们对健康生活方式的向往，户外运动在欧美有相当广泛的群众基础。2011 年，中国户外行业市场容量仅有 108 亿元，而美国户外行业市场容量为 117 亿美元，合计人民币约 740 亿元，是中国市场的

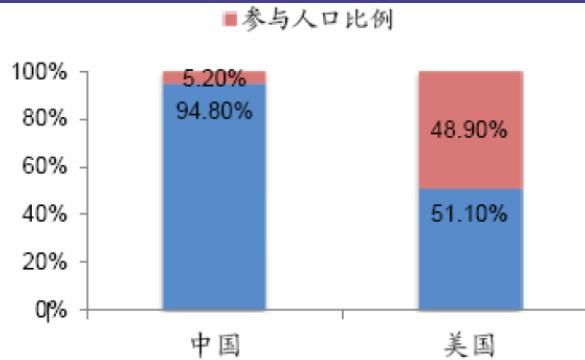
7倍左右。欧洲户外行业市场容量约为100亿欧元，合计人民币830亿元，是中国市场的8倍左右。如果从人均户外产品拥有量看，我国和欧美的差距更大。考虑到人口规模的因素以及户外行业向体育、休闲领域延伸的趋势，我们认为中国户外行业空间广阔。

Figure 3 2011年中美欧户外行业市场容量



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 2010年中美参与户外运动人口占比对比

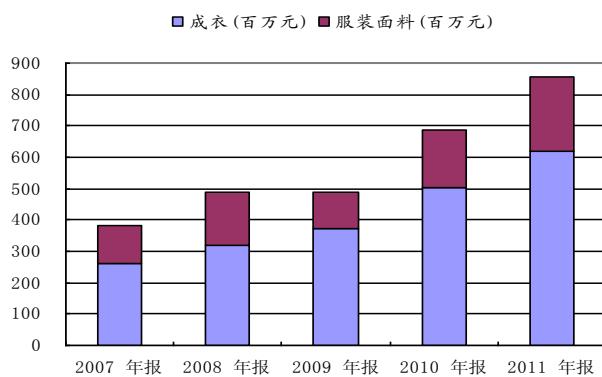


资料来源：WIND、世纪证券研究所

公司主营业务分析

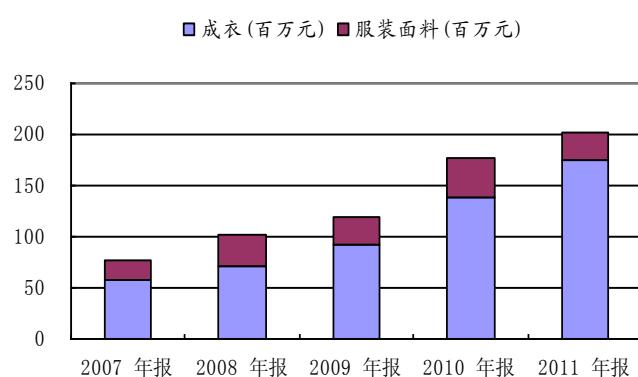
公司主要产品为高端面料，但最终产品以加工成成衣形式出口的占比超过70%。公司的面料产品包括三大类，即以高弹纤维形成高密挡风层服装面料为代表的起绒类面料系列、以薄型保暖弹性内衣面料为代表的纬编羊毛面料系列和以导湿保暖空气夹层服装面料为代表的运动型功能面料系列，其中纬编羊毛面料根据客户的需求全部加工成为成衣销售，起绒类产品主要以面料的方式对外销售，而运动型功能面料则主要以成衣方式对外销售。

Figure 5 主营收入构成



资料来源：WIND、世纪证券研究所

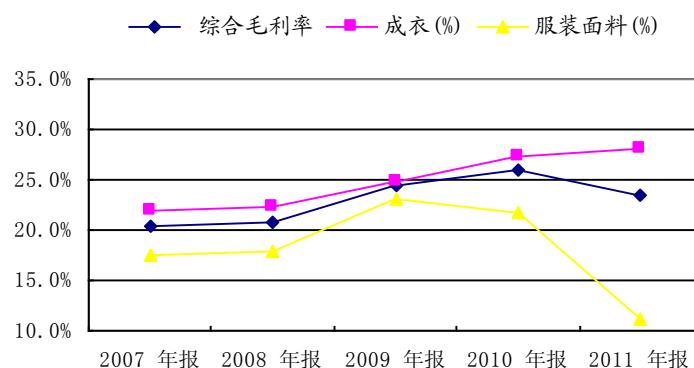
Figure 6 利润构成



资料来源：WIND、世纪证券研究所

面料毛利率 2011 年下降较为明显，预计随着国外经济的好转，2012年下半年盈利水平恢复。毛利率方面，09 年公司毛利率大幅上升，主要由于出口退税率上调，以及公司的起绒类面料和运动功能型面料毛利率大幅上升所致；进入 2011 年，由于户外用品终端客户的订单越来越强调产品交货的及时性，进而要求单一的面料供应商向一体化的品牌成衣供应商转变。产品价值链的延伸以及提价效益，成衣的毛利率仍能保持稳中有升的态势。面料方面，虽然公司于 2011 年六月同样对部分产品进行了提价，但由于其中部分份额已转化为成衣形式，且价格传导有其滞后性，劳动力成本和原材料价格的大幅上升短期内无法全部化解，造成了公司该部分产品的毛利率有明显下滑。

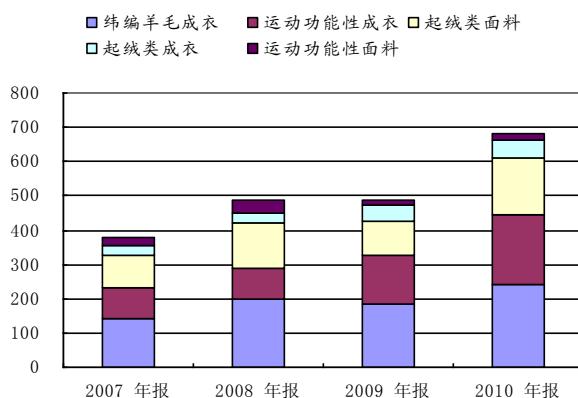
Figure 7 毛利率情况



资料来源：WIND、世纪证券研究所

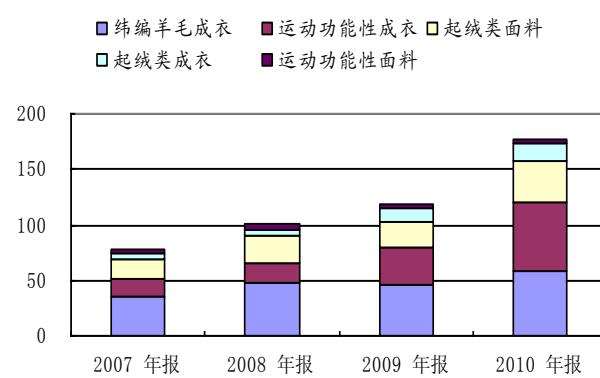
细分产品，公司三类面料三足鼎立。公司 2011 年年报起，统计口径发生变化，原来以面料为主的统计口径，改变成面料和成衣两类，我们认为公司自有品牌的推出意味着公司转型的开始，预计随着自己品牌成衣的销售，未来成衣的比例会更高。从 2010 年以前的数据来看，三大面料系列收入比重稳定，各约占约三分之一。

Figure 8 细分产品主营收入（单位：百万元）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 各产品对主营收入的贡献度 (%)

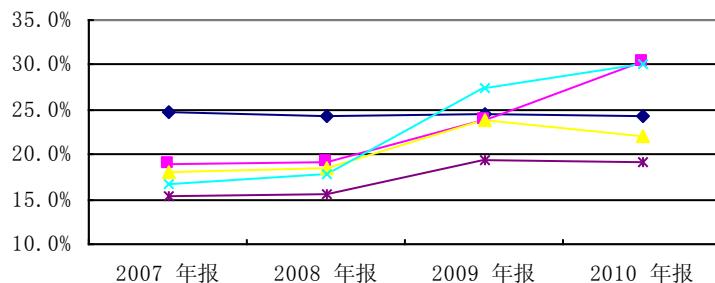


资料来源：WIND、世纪证券研究所

面料内纬编羊毛面料产品毛利率较高。细分产品来看，纬编羊毛面料产品毛利率一直稳定在25%的较高水平，起绒类面料和运动功能型面料毛利率则相对较低，成衣则由于近两年提价以及包含加工费，毛利率在30%左右。

Figure 10 各产品毛利率情况

—◆— 纬编羊毛成衣 —■— 运动功能性成衣 —▲— 起绒类面料
 —*— 起绒类成衣 —*— 运动功能性面料

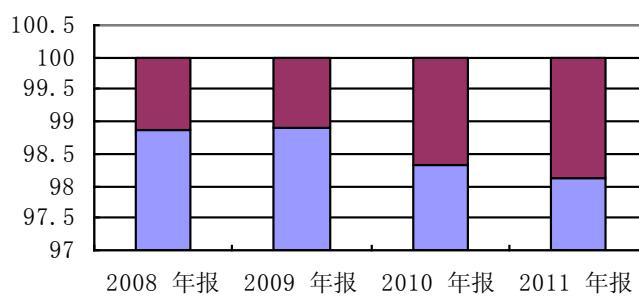


资料来源：WIND、世纪证券研究所

公司以出口比例在98%以上，但内销比例在增加。因发达国家户外运动产业发展成熟，市场需求稳定增长，且服装休闲化趋势明显，高档纬编针织面料的消费者主要集中在欧美发达国家，因此公司产品98%以上出口，不过，随着自有品牌的推广，内销比例有增加趋势。

Figure 11 公司产品内销比例在增加

■ 出口 (%) ■ 国内 (%)



资料来源：WIND、世纪证券研究所

业绩增长看点

产能扩张56.7%，未来订单有保障。公司募集资金投资项目已完全投产，公司产能扩张56.7%，年产各类针织面料达到1,880万米，其中，涤纶起绒类面料800万米，纬编羊毛面料380万米，运动型功能面料700万

米，销售服装 800 万件。公司和 Polartec 合作开发新型 Neoshell 等复合面料，将于 2012 年年中释放 200 万米年产能。公司起绒类面料主要客户是美国的 Polartec，由于美国国内劳工成本较高，公司计划将国内产能进一步向嘉麟杰转移，对公司双面绒面料需求将进一步增加。公司纬编羊毛面料的主要客户是 Icebreaker，未来 Icebreaker 的需求将保持年均 10%以上的增长速度，并计划在五年内扩大销售 100%，嘉麟杰将是首选供应商。同时，公司还与澳大利亚知名时装品牌 Country Road、Nike golf 高端系列和纬编羊毛产品系列达成供货协议。公司运动型功能面料主要客户是日本的 Adidas、Nike，随着公司产能的释放，未来将会承接 Nike、Adidas 全球其他区域订单。

国内市场自有品牌 KR 的推广，目前 28 家直营店，2012 将增加 40 家直营店。国际市场上“Super Natural”新品牌项目争取在 2-3 年内形成销售。公司于 2009 年 6 月设立子公司上海嘉麟杰运动品有限公司，利用自身功能型面料的生产优势，向下游延伸产业链，推出自有品牌 Kroceus 在国内和日本市场销售。Kroceus（科诺·修思）品牌取大地的原色之意，寻求户外环保自然之实，将高品质户外服装赋予享受户外的自然理念，追求自然和城市的平衡生活方式，拉近户外和城市之间的距离。产品分为 Challenge（酷爱专业级）、Enchant（爱好户外级）和 Ignite（向往自然级）三大系列，为专业驴友、爱好户外运动、追求时尚的消费者提供不同需求的贴身保护，在体验户外运动的同时，享受都市的时尚风情。嘉麟杰运动品在国内共拥有直营商场店铺 28 家，新开户外专业店铺 7 家，分布于北京、上海、西安、沈阳、杭州、成都、大连、哈尔滨等一线城市的黄金商圈或中高档商场。同时嘉麟杰运动品也借助赞助或参与“上海基金业库布齐沙漠徒步穿越”、“与珠峰守护者一起行动”等多项户外活动以及新媒体、互联网营销、产品体验及评测等多种传播手段，进一步提升了 Kroceus 在户外运动专业领域的品牌影响力，得到了越来越多专业人士的认可。同时面对国际市场，公司尝试启动了“Super Natural”新品牌项目，SN 采用天然纤维结合功能性的优质面料，致力于推广一种轻松舒适、自然环保的生活方式。可适用于户外、室内、跑步、瑜伽以及购物等多种休闲活动场合穿着的都市扮装；目前已发布了第一季产品，从今年的秋冬季开始在欧洲试销，取得经验后，拟 2-3 年内在欧洲以及美国推广和销售。

不过，对于自有品牌对利润的贡献，我们认为短期内难以体现，品牌的形成需要时间的积累，特别是公司在品牌推广已落后于国内其它品牌的

背景下，面料的优势如何转化为产品优势，从面料的大生产转化为服装设计、生产、销售，较大的跨度使投资者对公司能否成功转型心怀疑虑。

未来两三年内产能扩张情况。公司2012年7月公告，拟于湖北省咸宁市嘉鱼县经济技术开发区内投资新建高档织物面料及服装生产研发基地。项目建设总投资约为40116万元，将分两期进行建设，部分资金将通过公司自筹解决。项目全部建成投产后，上海嘉麟杰将新增面料产能1800万米/年，包括运动功能性面料、涤纶起绒类面料、羊毛混织面料和纯棉类面料；新增成衣加工产能600万件/年。项目从启动到全部建设完成所需时间约为36个月，其中第一期建设时间约为26个月，第二期约为10个月。项目建设实际进度视市场需求变化可能有所调整。

未来将考虑进入产业用布领域。中国产业用纺织品行业近几年正值快速发展期，并逐步成为跨纺织和新材料两个产业的新型现代化工业。由于其高技术含量、高附加值等特点。产业用布领域在国内较为空白，未来空间比较广阔，产业用纺织品已经成为中国纺织业新的经济增长点和产业调整升级中的重要领域，已被划定为“十二五”规划中重点扶持的新兴产业，“十二五”规划有望在近期出台。公司目前一直在进行对包括电子、医疗等领域在内的产业用途面料的调查和研究工作。对于部分已完成试样工作的非服饰类新面料产品，加快产品的性能和竞争力评估以及市场需求预测，在条件成熟时考虑进行合理资源配置，并分步骤进行投入。公司高端织物面料产品将更加丰富，有利于分散经营风险，预计高性能的涤纶超细纤维产品的毛利率将能达到50%左右，是现有服饰面料的两倍左右。目前，公司这一项目正处于多方考察阶段，尚未实际投入。

盈利预测

假设如下：

- 1、下半年随着欧美经济好转，公司出口好转。
- 2、假设2012年新增面料产能680万米，2013年新增200万米。
- 3、公司自有户外品牌Kroceus（科诺·修思）2011年共有28家直营门店，假设2012年将新增40家，同时随着门店扩张和品牌宣传推进，销售费用和管理费用将会提升。不过，由于公司品牌知名度还不高，仍处于品牌培育期，预计明后年将能实现盈亏平衡。
- 4、毛利率、所得税率基本不变。

Figure 12 盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入(百万元)	856	1074	1321	1585
营业成本(百万元)	655	823	1007	1197
营业税金及附加(百万元)	1	1	1	1
销售费用(百万元)	63	79	98	117
管理费用(百万元)	59	73	90	108
财务费用(百万元)	(8)	0	5	10
营业利润(百万元)	86	97	121	152
加: 营业外收支(百万元)	2	1	1	1
利润总额(百万元)	88	98	122	153
减: 所得税(百万元)	14	17	21	26
净利润(百万元)	73	81	101	127
每股收益: (元)	0.35	0.39	0.49	0.61

资料来源：世纪证券研究所

公司短期受海外市场不景气及子公司处于孕育期，业绩受到影响，但长期看好公司的高端定位、科技创新能力、优势的客户资源及两大自主品牌业务的长期发展空间。我们预测12-14年EPS分别为0.39元、0.49元、0.61元，公司主业属于纬编面料生产，虽然目前已经推出自有品牌服装业务，但考虑到短期内品牌业务难以有大幅增长，其估值水平应该低于品牌服饰企业，但是公司研发水平领先，在环保以及节能减排理念方面率先跟国际接轨，拥有稳定的高端户外品牌客户，属于制造企业中佼佼者，我们认为20倍PE较为合理。首次评级为“增持”。

Figure 13 估值对比

代码	简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE		
				2011	12E	13E	2011	12E	13E
002486	嘉麟杰	7.55	15.7	0.34	0.39	0.49	22	19	15
002494	华斯股份	14.54	16.5	0.59	0.71	0.93	25	20	16
002634	棒杰股份	9.89	9.89	0.44	0.57	0.67	23	17	15
300005	探路者	19.25	67.89	0.35	0.51	0.77	55	38	25
601718	际华集团	3.05	117.64	0.17	0.21	0.26	17	14	12

资料来源：WIND一致预测、世纪证券研究所

风险因素分析

下游客户相对集中；出口市场复苏低于预期；品牌拓展进度低于预期。公司的客户依存度高，特别是对于前两大客户Polartec和Icebreaker，其销售金额所占公司营业总收入的比重超过50%，如果未来这两大客户

的经营出现问题，将对公司产品的销售造成相当大的不利影响。

世纪证券投资评级标准:**股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.