

评级：强烈推荐（上调）

纺织服装

公司调研简报

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话：0755-82485024

邮件：lvlihua@fcsc.cn

百圆裤业(002640)：网络扩张快速、终端营销精细**事件：**

近日，我们实地调研了百圆裤业，就公司经营状况、品牌经营、渠道建设、未来规划等方面与公司相关人员进行了交流。主要观点如下：

点评：**● 品牌定位明晰，专注于裤装销售**

- 裤装行业属于服装业的细分行业，与其他服装产品相比，其受流行趋势等因素的影响相对更小，因而其产品生命周期较长，库存消费能力普遍高于传统服装零售企业。
- 国内裤装产业群主要集中在广东广州、福建泉州、河南郑州及长三角等地，公司竞争对手亦主要来自于上述地区的区域性品牌，例如百斯盾、梦舒雅、曼洒特等。
- 公司自1998年创立至今一直专注于裤装产品的销售，定位于省会及省会以下城市、25~55岁的中等收入人群，主要产品为男女裤（男、女裤销售额占比为70%、30%），种类涵盖各类西裤、休闲裤和牛仔裤。

● 营销网络构建快速，但关店率较高

- 公司计划每年发展200~300家门店，今年上半年净增门店101家，截止2012年6月30日共计拥有门店1797家，其中，加盟店1658家、直营店139家。
- 公司直营店主要布局省会城市，公司IPO募集项目“营销网络建设项目”为2013年底前完成在长沙、郑州、合肥、南京、南宁、贵州、兰州等省会城市220家直营店的建设；加盟店外延以三、四线城市为主，其中县级城市是重点。目前全国有300多个地级市，公司已进入约100多个县300、400家店；全国2000多个县，目前也才布局1000多家店，空白市场开发空间广阔。
- 受商圈转移、拆迁、房租上涨、合作到期等因素，公司去年关闭100多家门店，今年上半年约有80多家。

● 产品结构升级，拉动毛利率大幅提升

- 公司裤装产品自创始至今，实行全国统一售价，其包括所有直营、加盟终端售价的统一，除VIP客户享受9折优惠外，即使促销、换季，也不允许额外折扣。
- 公司裤装产品价格逐年上升，2011年提价幅度约13%~14%，今年提价低于10%。目前主销款全国统一售价为220元/条、230元/条、260元/条这三档价位，占总销售收入比约60%~70%。
- 2012年上半年毛利率同比升6.9个百分点至45.15%，主要原因是公司增加高价位的牛仔



裤销售，其占比提升了 4.64 百分点，毛利率同比提升了 6.34 个百分点至 44.59%。

● 第五代门店形象，进一步展示裤装经营理念

- 在门店形象方面，公司一般三年会推出一代形象。公司目前正推进第五代空间形象，与第四代空间形象相比，第五代空间形象是从消费者的兴趣与需求出发，打造更为舒适、轻松而娱乐的购物环境，进一步表现公司对裤装单品独特的理念展示。
- 公司今年新开门店均以第五代空间形象展示，截至目前第五代门店约有 500 家，不到总店数的 1/3，公司计划于明年年底前完成全部更新改造。
- 通过对 30 家样本店考察，更新后的第五代门店较改造前的销售增长约 20%~30%。而且，改造工程极为短暂，闭店仅 10 余天，对销售基本无影响。

● 终端营销精细，培养顾客忠诚度

- 公司自品牌创立之初，最重视客户关系的培养和管理，公司将日常终端顾客分为三类，分别为品种服务型、亲善型和价值方便型，针对其各自不同的基本特性，公司制定了相应的推广策略，利用广告、销售促进、公共关系以及人员促销等手段，培养客户忠诚度。
- 公司从成立至今一直坚持“特体裤定做、免费熨烫撩边、无因退货”等个性化服务，尤其是“免费熨烫撩边”不限任何品牌，此举很好的提升了消费者的进店率，进而提高成交率；另外公司还在门店设立休憩区，进行免费擦鞋、提供常用药品和指甲油等之类的贴心服务。今年 7.15~8.15 期间，公司进行了以旧换购活动，即购买百圆新裤可以拿任何品牌的旧裤抵 50 元，公司将换购来的旧裤清洗干净并熨烫归袋后，将捐赠于贫困地区。
- 公司 IPO 募投项目之一“信息化系统建设项目”于今年年底前完成后，总部将通过开通 400 客服呼叫中心、24 小时人工接受顾客投诉和咨询，拉近与顾客的心理距离，促进公司整体改进客户服务质量。

● 员工和加盟商持股，激励机制到位

- 公司员工分别通过睿景公司和明昌公司持有公司股份，部分加盟商亦分别通过恒慧商务、诺邦商务持有公司股份。
- 公司控股直营店由公司和合作加盟商共同开设；公司在全国有 14 家物流配送中心，除太原和广州属于直营模式外，其余配送中心则外包给当地加盟商负责管理，由公司支付仓储费（仓储服务费 2.7 元/条）。此举有助于增强公司渠道控制力。

● 估值偏低，上调“强烈推荐”投资评级

- 预测 2012 年~2014 年 EPS 分别为 0.61、0.72、0.84 元，当前股价对应下的 2012 年 PE 为 16.9 倍，估值偏低，且虑及外延及内生的增长空间存有较大弹性，业绩维系稳定增长可期，上调“强烈推荐”投资评级。

● 风险提示：终端消费低迷、市场竞争加剧、门店租金持续上涨等风险。



Figure 1 国内裤装竞争格局

项目	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市
划分依据	京、沪、深、穗	部分直辖市、计划单列城市、副省级城市、省会城市	经济欠发达地区的省会城市、大多数地级市	县级市、县城
品牌竞争意识	强	较强	较弱	弱
消费能力	高	较高	中等	较低
价格敏感度	低	较低	较高	高
时尚敏感度	高	较高	中等	较低
主导品牌	国际一二线品牌、九牧王、雅戈尔等	国际二线品牌、九牧王、雅戈尔、百圆、百斯盾等	百圆、百斯盾、梦舒雅、曼洒特等	百圆、百斯盾、梦舒雅、曼洒特等
销售模式	以商场与专卖店为主	以商场与专卖店为主	以专卖店、精品店、超市为主	以专卖店、精品店为主

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 2 同行业代表性企业具体比较

品牌名称	企业所在地	风格	产品系列	目标人群	价格区间（元）	主要市场
百圆裤业	太原	主流、经典	男女裤装，包括休闲、牛仔、西裤	25-55岁中等收入男女消费者	150-300	全国市场，以北方为主
百斯盾	广州	主流、经典	男女裤装，包括休闲、牛仔、西裤	25-55岁中等收入男女消费者	200-350	全国市场均有分布，以南方为主
梦舒雅	郑州	优雅、简洁	女裤	30-45岁中等收入女性	200-400	主要集中在华中、华北和东北区域
九牧王	泉州	商务、休闲	中高档商务休闲男装系列产品	30-45岁中等收入男性消费者	450-650	全国市场均有分布
万之冠	杭州	优雅、简洁	女裤	30-45岁中等收入女性	200-400	以华东市场为主
曼洒特	石家庄	主流、经典	男女裤装，包括西裤、休闲、牛仔	25-55岁中等收入男女消费者	170-240	主要集中在河北、东北以及新疆区域

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



Figure 3 营业收入及毛利、毛利率预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
门店总量	1,088	1,292	1,523	1,696	1,986	2,276	2,556
新增		204	231	173	290	290	280
直营店	9	17	77	114	224	334	434
新增		8	60	37	110	110	100
销售收入	0.34	5.06	15.94	42.72	64.08	83.3	108.3
yoy		1388.24%	215.02%	168.01%	50.00%	30.00%	30.00%
销售收入占比	0.16%	1.55%	3.96%	8.77%	11.73%	13.57%	15.66%
销售毛利	0.2	3.08	9.76	27.9	42.16	54.98	71.47
毛利率	58.56%	60.80%	61.25%	65.30%	65.80%	66.00%	66.00%
加盟店	1,079	1,275	1,446	1,582	1,762	1,942	2,122
新增		196	171	136	180	180	180
销售收入	203.69	307.15	370.3	430.5	482.16	530.38	583.41
yoy		50.79%	20.56%	16.26%	12.00%	10.00%	10.00%
销售收入占比	95.92%	93.97%	91.88%	88.41%	88.27%	86.43%	84.34%
销售毛利	60.92	94.05	121.83	152.48	173.58	196.24	215.86
毛利率	29.91%	30.62%	32.90%	35.42%	36.00%	37.00%	37.00%
销售收入合计	204.03	312.21	386.24	473.22	546.24	613.68	691.71
销售毛利合计	61.12	97.13	131.59	180.38	215.74	251.22	287.34
主营毛利率	29.96%	31.11%	34.07%	38.12%	39.50%	40.94%	41.54%
其他业务收入	8.32	14.65	16.79	13.7	14.39	15.1	15.86
yoy		76.08%	14.61%	-18.40%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务毛利	6	4.96	7.54	7.52	7.91	8.31	8.72
其他业务毛利率	72.12%	33.86%	44.91%	54.89%	55.00%	55.00%	55.00%
营业收入	212.35	326.86	403.03	486.92	560.63	628.78	707.57
yoy		53.93%	23.30%	20.81%	15.14%	12.16%	12.53%
营业毛利	67.12	102.09	139.13	187.9	223.65	259.53	296.06
综合毛利率	31.61%	31.23%	34.52%	38.59%	39.89%	41.27%	41.84%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	716	821	918	1031
现金	510	588	659	742
应收账款	84	96	108	122
其他应收款	5	6	7	8
预付账款	38	43	47	53
存货	78	88	96	107
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	78	76	74	72
长期投资	0	0	0	0
固定资产	38	36	33	30
无形资产	11	10	9	8
其他非流动资产	29	30	32	34
资产总计	794	897	992	1103
流动负债	170	199	205	214
短期借款	98	122	123	127
应付账款	11	13	14	15
其他流动负债	61	64	68	72
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	170	199	205	214
少数股东权益	0	-0	-0	-0
股本	67	133	133	133
资本公积	433	366	366	366
留存收益	124	199	288	390
归属母公司股东权益	624	699	787	889
负债和股东权益	794	897	992	1103

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	50	56	73	82
净利润	69	81	97	111
折旧摊销	5	4	4	4
财务费用	8	-4	-5	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-32	-25	-23	-28
其他经营现金流	1	1	1	1
投资活动现金流	-6	-0	-0	-0
资本支出	13	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	7	-0	-0	-0
筹资活动现金流	398	22	-2	1
短期借款	26	24	1	4
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	17	67	0	0
资本公积增加	385	-67	0	0
其他筹资现金流	-29	-2	-3	-3
现金净增加额	442	77	71	83

资料来源: 天软估值模型、第一创业证券研究所

利润表

单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	487	561	629	708
营业成本	299	337	369	412
营业税金及附加	4	6	6	7
营业费用	5	67	75	85
管理费用	44	56	63	71
财务费用	8	-4	-5	-7
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	82	97	118	138
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	93	108	129	148
所得税	24	27	32	37
净利润	69	81	97	111
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	69	81	97	111
EBITDA	95	97	117	135
EPS (元)	1.03	0.61	0.72	0.84

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	20.8%	15.1%	12.2%	12.5%
营业利润	41.2%	18.0%	21.6%	16.8%
归属于母公司净利润	58.2%	17.7%	19.4%	15.4%
获利能力				
毛利率(%)	38.6%	39.9%	41.3%	41.8%
净利率(%)	14.1%	14.4%	15.4%	15.8%
ROE(%)	11.0%	11.6%	12.3%	12.5%
ROIC(%)	34.9%	32.5%	36.1%	38.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	21.4%	22.2%	20.6%	19.4%
净负债比率(%)	57.67%	61.24%	60.08%	59.13%
流动比率	4.22	4.13	4.48	4.82
速动比率	3.76	3.69	4.01	4.32
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.66	0.67	0.68
应收账款周转率	7	6	6	6
应付账款周转率	27.89	28.14	27.77	27.99
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.61	0.72	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.42	0.55	0.61
每股净资产(最新摊薄)	4.68	5.24	5.90	6.67
估值比率				
P/E	19.89	16.89	14.15	12.26
P/B	2.19	1.96	1.74	1.54
EV/EBITDA	10	10	8	7



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135