

由内秀而外强，因成长而超越

买入首次评级

目标价格： 50 元

投资逻辑：

- **中国高级男装子行业犹如一块悄无声息的宝藏，可挖掘潜力巨大。**
 - ◇ 我国高级男装行业近年来以年均 20% 以上增速快速成长，市场容量达到约千亿规模，犹如一块悄无声息的宝藏，蕴藏着我国高收入阶层的强大购买力及各类商务、社交活动对高端服饰产品的旺盛需求。
 - ◇ 我们判断，未来高级男装行业增速明显高于男装及服装行业的趋势仍将持续。
- **公司依托快速渠道扩张及较强的品牌运营管理水平，有望持续高成长，并逐步拉开与竞争对手距离，争当行业龙头。**
 - ◇ **由内秀而外强：**公司采用轻资产运营模式，在品牌运营、精细化管理、供应链资源整合等方面走在国内前列，并向国外一线品牌看齐；凭借扎实内功及上市后资金实力，公司外延式扩张速度将提升至 30%，成为驱动公司业绩较快增长的核心因素。
 - ◇ **因成长而超越：**当前我国高级男装行业集中度尚低，行业前五品牌在产品、渠道、品牌力等方面实力接近，公司未来凭借较快的外延扩张速度，辅之以稳健提升的内生质量，有望逐步超越同档次竞争对手，抢占行业龙头地位。
- **盈利预测及投资建议**
 - ◇ 我们预计公司 2012~2014 年净利润增长率分别为 45.15%、36.95%、35.19%；实现 EPS 分别为 1.59 元、2.17 元、2.94 元。
 - ◇ 公司未来的成长路径将以外延式扩张为主，以内生性增长为辅，并通过较快的外延扩张扩大品牌覆盖度及影响力，进而再带动内生增长，业绩受宏观经济的影响程度较低，增长的确定性较强，综合考虑，我们首次给予公司“买入”评级，给予半年目标价 50 元，对应 32*12PE，23*13PE。
- **风险提示：**经济下滑，渠道扩张速度低于预期，费用超预算。

纺织服装行业研究组

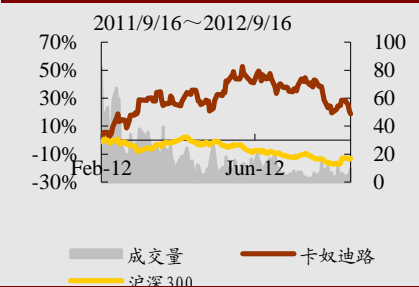
分析师：

李振亚 (S1180512080002)

电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

市场表现



单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	337.07	461.47	628.89	848.77	1105.90
增长率	35.42%	36.91%	36.28%	34.96%	30.29%
净利润	65.20	109.35	158.73	217.38	293.89
增长率	62.45%	67.72%	45.15%	36.95%	35.19%
每股收益	0.652	1.094	1.587	2.174	2.939
PE	58.0	34.6	23.8	17.4	12.9

目录

我们对卡奴迪路投资价值的核心观点.....	4
我国高级男装行业犹如一块悄无声息的宝藏.....	5
我国高级男装市场容量并未受到上下挤压，相反，行业增速明显高于男装及服装行业.....	5
“消费升级”及“主流消费群崛起”是驱动高级男装行业快速发展的根本动力	6
高级男装行业未来成长性值得长期看好	8
公司以外延式扩张驱动高速增长，内外兼修争当行业龙头.....	10
品牌精准定位，夯实基础厚积薄发	10
外延式扩张提速，是未来增长核心驱动因素	13
内涵稳健提升，以精细化管理打造龙头地位	15
盈利预测与投资建议	17
盈利预测的假设说明	17
业绩预测的基本摘要	18
股票估值与定价	18
风险提示	18

插图

图 1: 国内男装市场品牌竞争格局.....	5
图 2: 中国服装市场销售额增速约在 10%以上.....	6
图 3: 中国男装市场销售额增速约在 15%以上.....	6
图 4: 中国高级男装市场销售额增速约在 20%以上.....	6
图 5: 高级男装在服装及男装行业中所占市场份额均呈较快上升趋势.....	6
图 6: 我国城镇居民人均可支配收入呈持续增长趋势.....	7
图 7: 我国城市家庭消费增长中有一半来源于消费升级行为.....	7
图 8: 中国的中高收入消费群呈崛起趋势.....	8
图 9: 收入水平越高, 消费者对于服饰的消费比例越高.....	8
图 10: 国内高级男装品牌相较国外一线品牌及国内中档品牌的竞争优势.....	9
图 11: 国内高级男装品牌的终端渠道数量明显多于国外一线品牌(2011).....	9
图 12: 公司上装价格中枢介于国外一线与国内中端男装品牌之间.....	10
图 13: 公司裤装价格中枢介于国外一线与国内中端男装品牌之间.....	10
图 14: 公司商旅系列产品风格.....	11
图 15: 公司商旅系列门店形象.....	11
图 16: 公司假日系列产品风格.....	11
图 17: 公司假日系列门店形象.....	11
图 18: 公司收入、利润呈现较快增长趋势.....	11
图 19: 公司通过高端品牌定位及较高的直营销售比例获得较高的毛利率.....	11
图 20: 公司品牌运营模式.....	12
图 21: 公司采用“价值定价”法, 倍率介于国外一线品牌与国内中档品牌之间.....	12
图 22: 公司订货会流程图.....	13
图 23: 公司未来两年终端渠道增速有望维持在 25%以上.....	13
图 24: 我国高级男装行业增速明显快于男装及服装行业.....	14
图 25: 我国高级男装市场集中度低, 发展空间大.....	14
图 26: 公司在高端商场中销售表现较好.....	14
图 27: 公司除传统商场渠道外, 约 30%终端门店分布在购物中心、机场、酒店等.....	15
图 28: 公司平效表现较好(以财报口径计算).....	15
图 29: 公司单店收入水平较高(以财报口径计算).....	15
图 30: 公司直营终端数量占比在国内男装行业处于较高水平(2011).....	16
图 31: 公司加盟店平效稳定性不及直营店(以财报口径计算).....	16
图 32: 公司加盟店单店收入稳定性不及直营(以财报口径计算).....	16
图 33: 公司分渠道收入预测.....	17
公司财务报表预测(百万元).....	19

我们对卡奴迪路投资价值的核心观点

- **中国高级男装子行业犹如一块悄无声息的宝藏，可挖掘潜力巨大。**
 - ◆ 提及我国高级男装行业，似乎既无国外一线奢侈品男装的较高关注度，亦无国内中低档男装的广泛知名度，因而相对较少获得大众关注。
 - ◆ 然而事实上，我国高级男装行业近年来以年均 20% 以上增速快速成长，市场容量达到约千亿规模，犹如一块悄无声息的宝藏，蕴藏着我国高收入阶层的强大购买力及各类商务、社交活动对高端服饰产品的旺盛需求。
 - ◆ 我们判断，未来高级男装行业增速明显高于男装及服装行业的趋势仍将持续。
- **公司依托快速渠道扩张及较强的品牌运营管理水平，有望持续高成长态势，并逐步拉开与竞争对手距离，争当行业龙头。**
 - ◆ 较快的外延式扩张，是公司未来业绩高增长的核心驱动因素。公司凭借上市资金优势及自身品牌资源，12-13 年有望年均新增零售终端 100 家以上，终端渠道增速达到约 30%。
 - ◆ 较强的品牌运营管理水平，是保证公司扩大市场份额，提升品牌核心竞争力，争当行业龙头的关键因素。我们认为公司在高端渠道资源布局、品牌精细化运营及市场先发优势等方面拥有较强优势，未来有望进一步提升品牌竞争力。
- **我们区别与大众的认识：**
 - ◆ 有别于大众对我国高级男装市场的理解，我们认为，行业受到国外一线男装品牌及国内中档男装品牌的冲击并不大，相反，在消费升级及主流消费群崛起等因素带动下，未来高级男装行业增速明显高于男装及服装行业的趋势仍将持续。
 - ◆ 有别于大众对公司产品定价偏高及洋味偏重的担忧，我们认为，公司恰当把握了当下国内高端消费群追求时尚精致生活及精品男装的心理诉求，品牌定位准确，且在商品企划、供应链资源整合、产品质量管控、终端门店展示、店员激励及终端营销服务等方面形成了一整套标准化模式，管理运营水平较高，结合未来较快的外延式扩张速度，公司成长性值得看好。

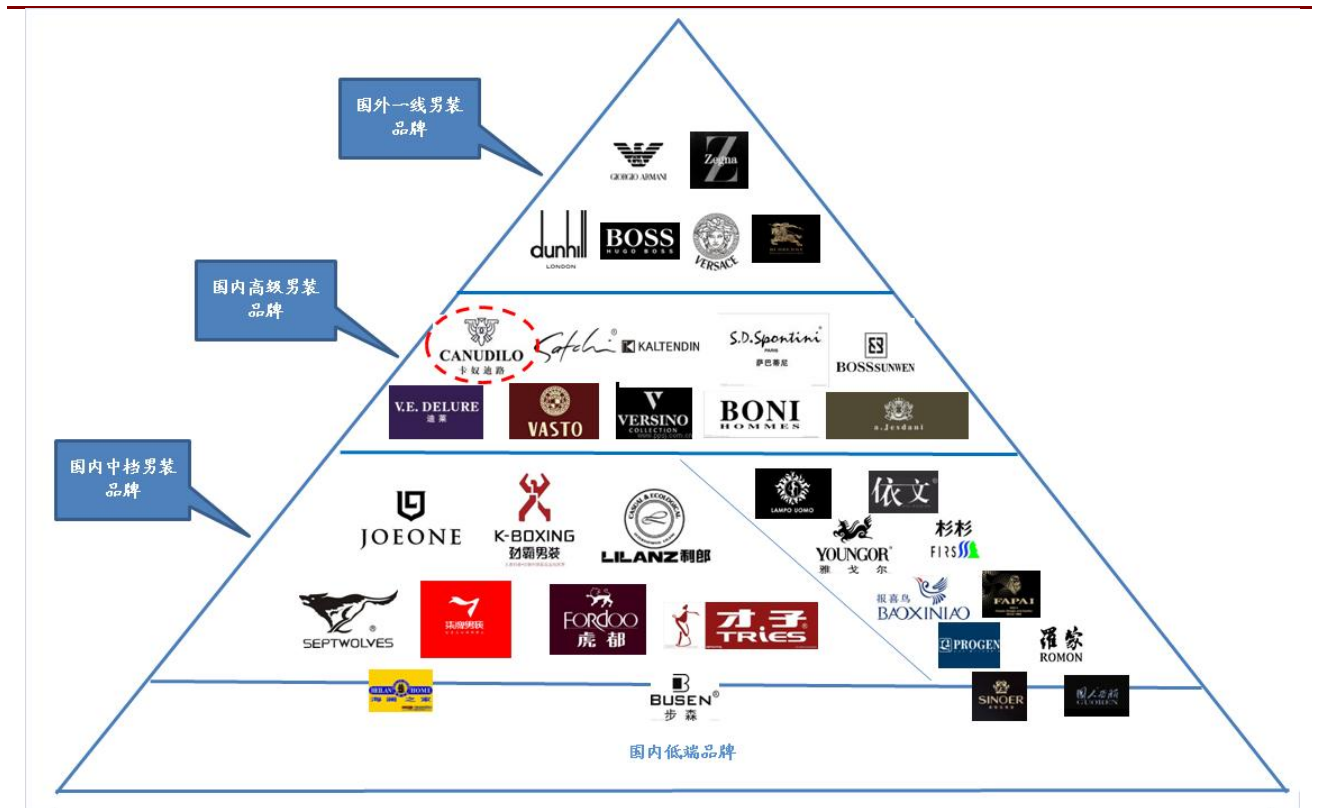
我国高级男装行业犹如一块悄无声息的宝藏

- 有别于大众对我国高级男装市场的理解，我们认为，行业受到国外一线男装品牌及国内中档男装品牌的冲击并不大，相反，在消费升级及主流消费群崛起等因素带动下，未来高级男装行业增速明显高于男装及服装行业的趋势仍将持续。

我国高级男装市场容量并未受到上下挤压，相反，行业增速明显高于男装及服装行业

- 在当前男装消费市场的品牌格局中，我国高级男装行业看似处于“上下围堵”的微妙处境中：
 - ◆ 国外一线奢侈品男装凭借高昂的价格、精湛的做工及丰富的品牌内涵获得国内消费者的持续追捧；
 - ◆ 国内中档男装以高性价比、高强度广告及广泛渠道渗透，亦获得较高品牌知名度；
 - ◆ 相比较而言，我国高级男装品牌受到的大众关注及理解程度要逊色一些。

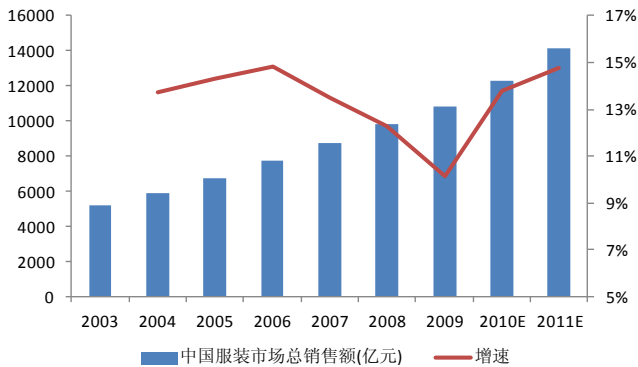
图 1：国内男装市场品牌竞争格局



资料来源：宏源证券研究所

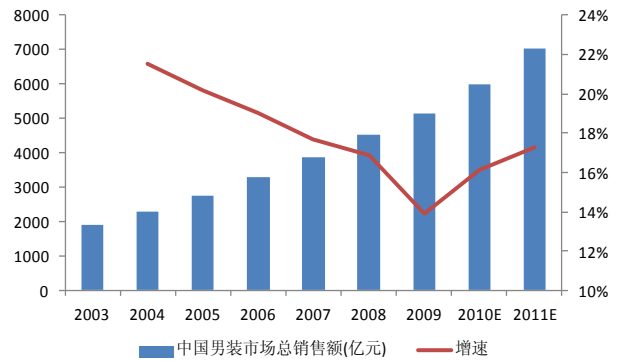
- 然而事实上，根据 Euromonitor 的研究结论，近年来我国高级男装市场容量以年均 20% 以上增速快速成长，行业增速较之男装行业高出约 5 个百分点，较之服装行业高出约 10 个百分点，发展速度可与家纺、户外等新兴行业相提并论。

图 2: 中国服装市场销售额增速约在 10%以上



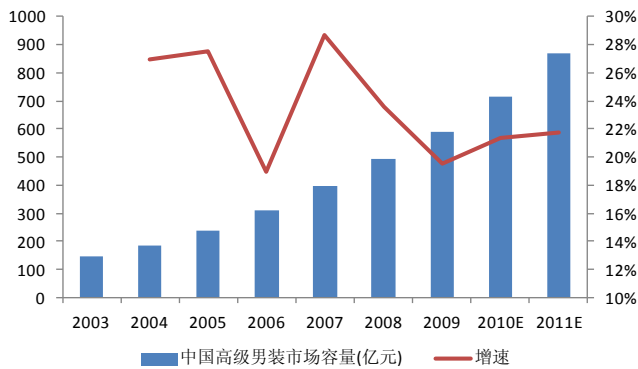
资料来源: Euromonitor、宏源证券研究所

图 3: 中国男装市场销售额增速约在 15%以上



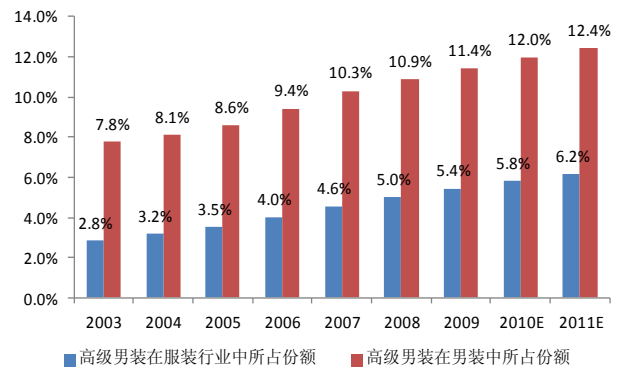
资料来源: Euromonitor、宏源证券研究所

图 4: 中国高级男装市场销售额增速约在 20%以上



资料来源: Euromonitor、宏源证券研究所

图 5: 高级男装在服装及男装行业中所占市场份额均呈较快上升趋势

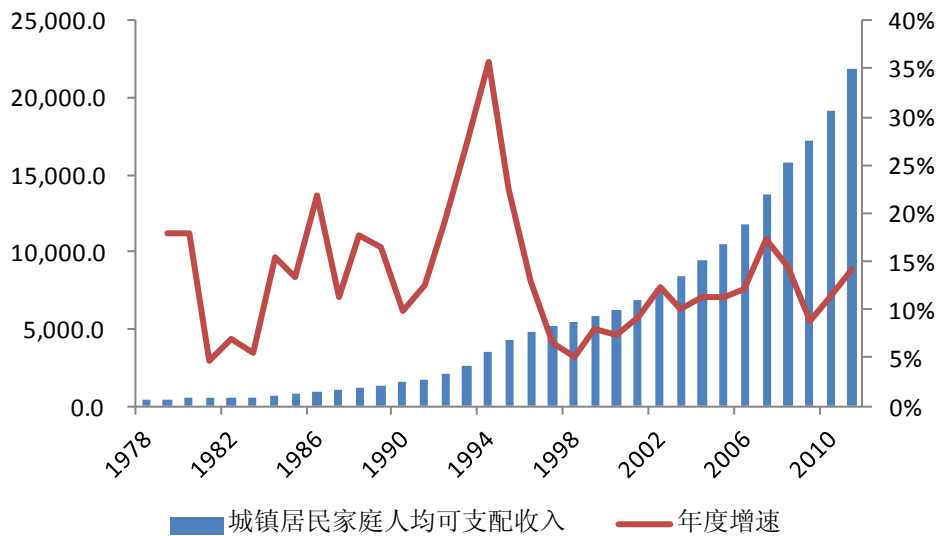


资料来源: Euromonitor、宏源证券研究所

“消费升级”及“主流消费群崛起”是驱动高级男装行业快速发展的根本动力

- 总体而言，高级男装行业之所以能保持如此快速的增长，主要源于以下两点：
 - ◆ 宏观驱动因素方面，伴随着消费者可支配收入的提升，消费升级成为一种必然倾向；
 - ◆ 进一步按照消费水平划分消费群，则我国中高收入之主流消费群呈崛起之势，这将成为刺激高级男装需求快速增长的直接因素。

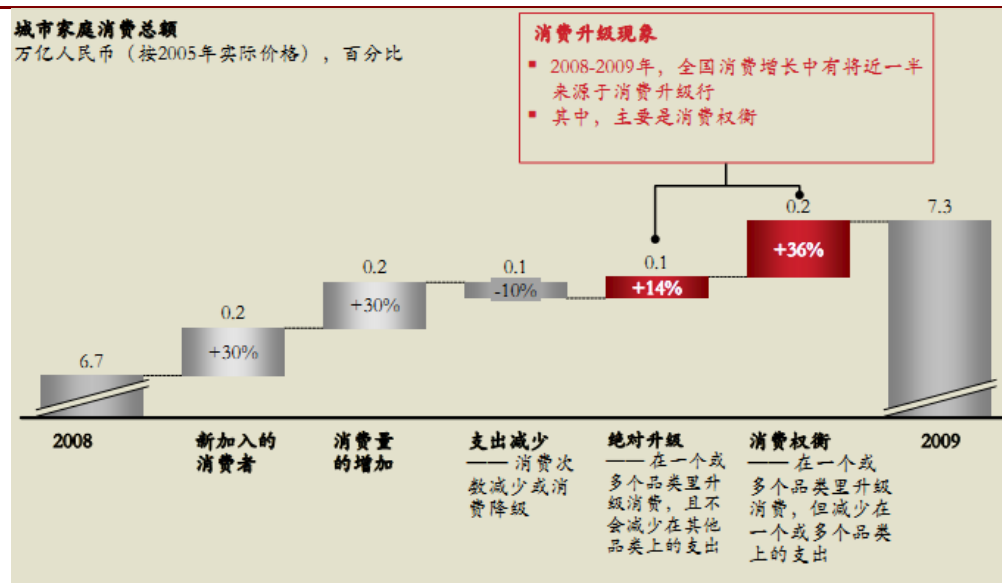
图 6: 我国城镇居民人均可支配收入呈持续增长趋势 (元/年)



资料来源: WIND、宏源证券研究所

- 根据麦肯锡 2010 年年度调查数据, 中国消费者购买更多、更好产品的倾向十分明显, 其中 2009 年我国的消费增长中有约一半来源于消费升级。

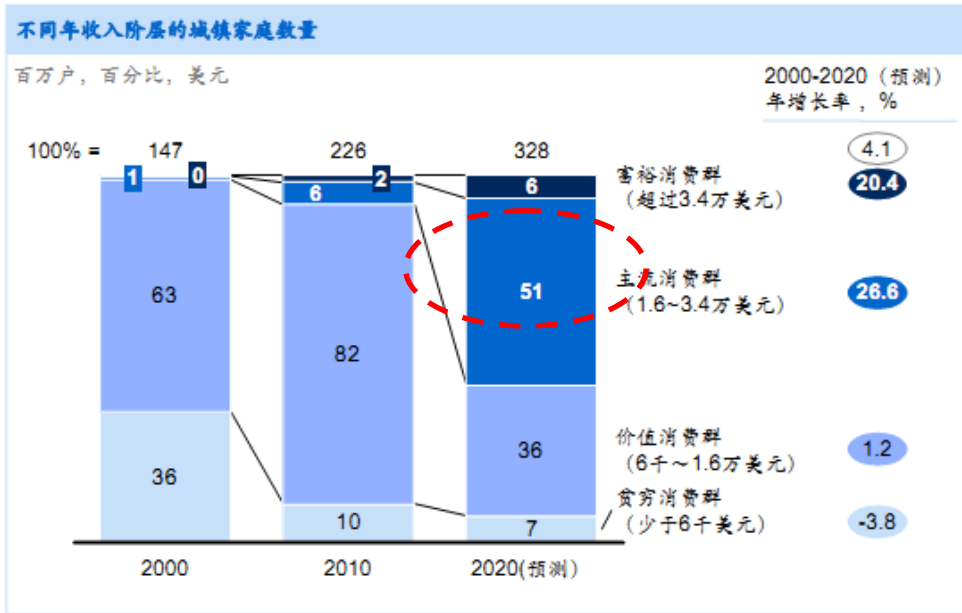
图 7: 我国城市家庭消费增长中有一半来源于消费升级行为



资料来源: 麦肯锡中国消费者年度调查、宏源证券研究所

- 此外, 代表不同收入水平的消费群分布也在发生巨大变化, 其中, 中高收入消费群的快速增长壮大是驱动高级男装需求快速增长的直接原因(高级男装的目标消费群体为年收入 12 万元以上的各界精英人士)。

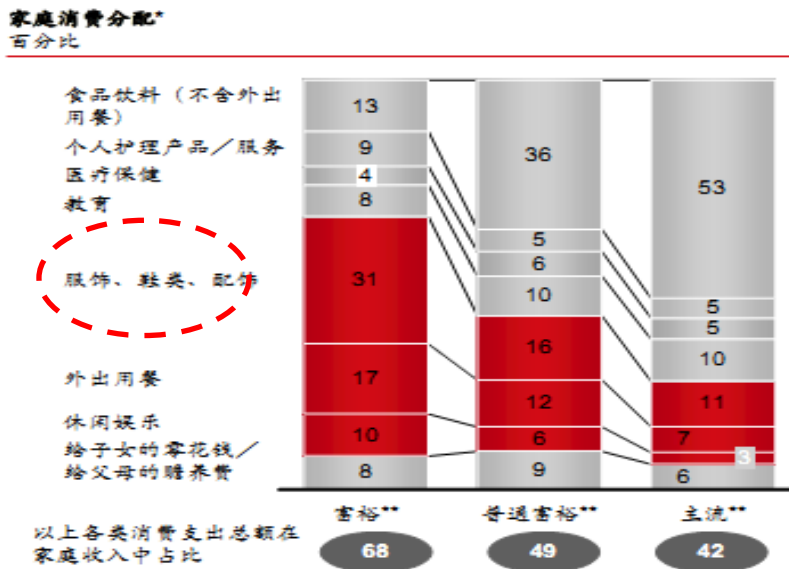
图 8: 中国的中高收入消费群呈崛起趋势



资料来源: 麦肯锡中国消费者年度调查、宏源证券研究所

- 不同收入水平的消费者, 消费行为的差异也十分明显, 其中越富裕的消费者对于食品饮料等方面的支出比例越低, 而对于服饰类的消费支出比例越高。未来伴随着消费者收入水平提升及主流消费群崛起, 将有越来越多的高收入消费者加大在高级男装领域的开支, 这也是我们看好男装行业发展前景的内在逻辑。

图 9: 收入水平越高, 消费者对于服饰的消费比例越高



资料来源: 麦肯锡中国消费者年度调查、宏源证券研究所

高级男装行业未来成长性值得长期看好

- 我们认为，我国高级男装品牌在学习国外先进设计理念及品牌运营经验的同时，凭借自身较强的渠道拓展能力及对本国消费者的了解，扎根国内，洋为中用，未来发展前景值得长期看好。

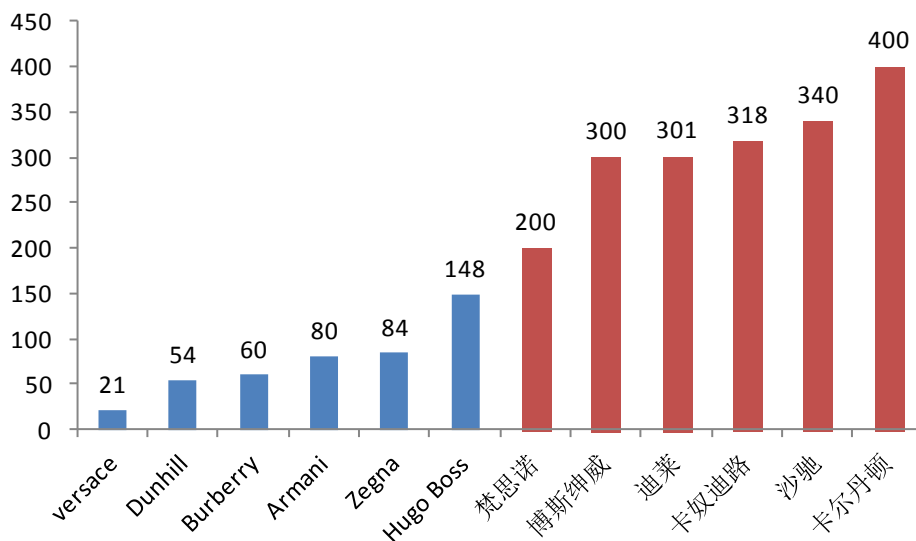
图 10: 国内高级男装品牌相较国外一线品牌及国内中档品牌的竞争优势

产品	渠道	品牌	
国外一线品牌	对国内消费者需求的研究挖掘力度不强； 价格昂贵、品类偏少、版型未必适合中国人身型	渠道拓展经验不足； 基本位于一二线城市顶级百货商场、机场，范围较窄	定位高端奢华，目标消费群窄
国内高级男装品牌	学习国外设计及品牌管理经验，结合本国国情，致力于满足国内消费者需求； 面料及工艺讲究、品类众多、版型合身； 兼顾性价比优势	通晓国情，渠道拓展经验丰富； 一二三线城市高级百货、高端购物中心、机场、星级酒店等，注重客户体验式消费，终端服务好	定位中高档消费群，基本满足社会各界精英人士需求
国内中档男装品牌	与国际流行时尚的结合度不高 材质普通，档次不高、次品率较高	主要位于中高级百货商场及步行街，购物环境及终端服务一般	大众化品牌定位，难以满足消费者日益旺盛的高层次审美需求

资料来源：宏源证券研究所

- 国内高级男装品牌相较国外一线品牌的优势在于：更了解国内消费者需求；更丰富的社会资源及更强的渠道拓展能力；可以通过更精细化的品牌运营及终端客户服务，更丰富的产品品类及更合适中国人身材的版型来弥补品牌力及设计感上的不足。

图 11: 国内高级男装品牌的终端渠道数量明显多于国外一线品牌(2011)



资料来源：麦肯锡中国消费者年度调查、公司公告、宏源证券研究所

- ◆ 国内高级男装品牌相较国内中档品牌的优势在于：市场需求呈更快的发展速度；对品牌运营的管理水平要求高，行业进入壁垒较高；轻资产运营模式能强化其在设计、品牌、渠道等环节的核心竞争力。

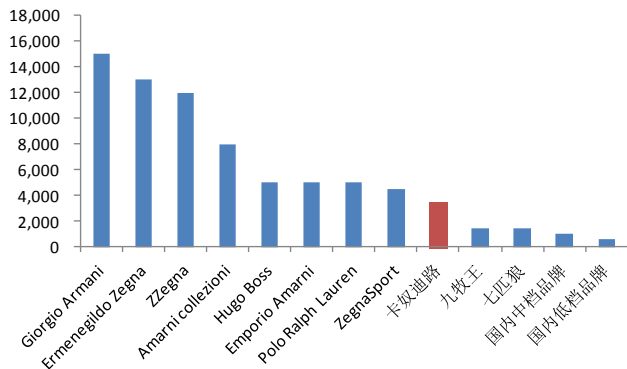
公司以外延式扩张驱动高速增长，内外兼修争当行业龙头

- 有别于大众对公司产品定价偏高及洋味偏重的担忧，我们认为，公司恰当把握了当下国内高端消费群追求时尚精致生活及精品男装的诉求，品牌定位准确，且在商品企划、供应链资源整合、产品质量管控、终端门店展示、店员激励及终端营销服务等方面形成了一整套标准化模式，管理运营水平较高，结合未来较快的外延式扩张速度，公司成长性值得看好。

品牌精准定位，夯实基础厚积薄发

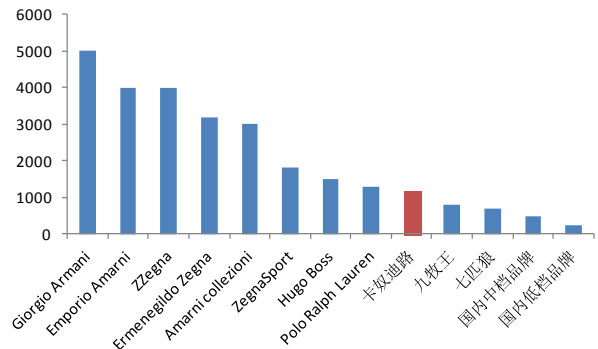
- 公司品牌定位于高端男装服饰，以“精致、简约、品质”为核心设计理念，采用杰尼亚、维达莱等高级品牌面料，在版型裁剪上将欧洲前端设计文化与东方人体型特征相融合，并通过终端店铺、产品陈列、季度广告画、VIP会员管理等形式表达品牌主张，将年收入12万元以上的各界精英人士作为自己的核心目标客户。

图 12: 公司上装价格中枢介于国外一线与国内中端男装品牌之间 (元)



资料来源：调研数据、宏源证券研究所

图 13: 公司裤装价格中枢介于国外一线与国内中端男装品牌之间 (元)



资料来源：调研数据、宏源证券研究所

- 公司产品包含“商旅”和“假日”两大系列，其中，“商旅”系列适用于日常公务、商务旅行等场合，在设计及面料选择上突出精致与品质，体现穿着者的身份与价值；“假日”系列适用于都市精英假日聚会、休闲等场合，突出简约与时尚风格，表达穿着者的优雅与时尚。

图 14: 公司商旅系列产品风格



资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

图 15: 公司商旅系列门店形象



资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

图 16: 公司假日系列产品风格



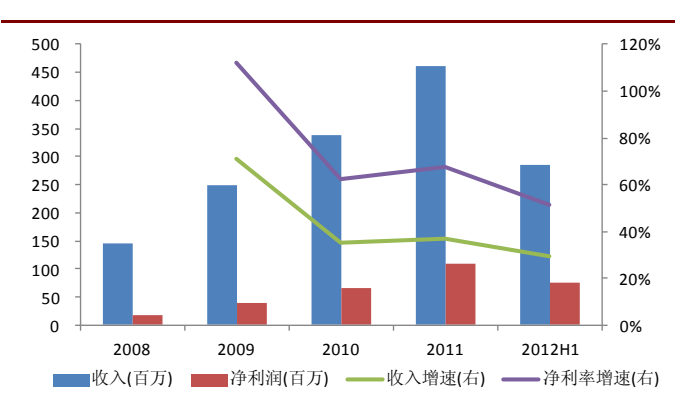
资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

图 17: 公司假日系列门店形象



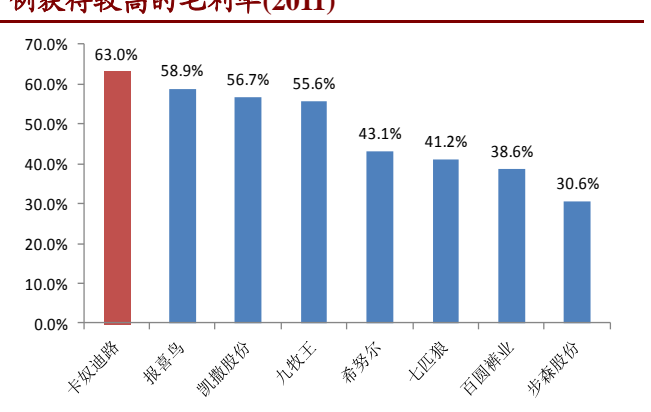
资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

图 18: 公司收入、利润呈现较快增长趋势



资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

图 19: 公司通过高端品牌定位及较高的直营销售比例获得较高的毛利率(2011)

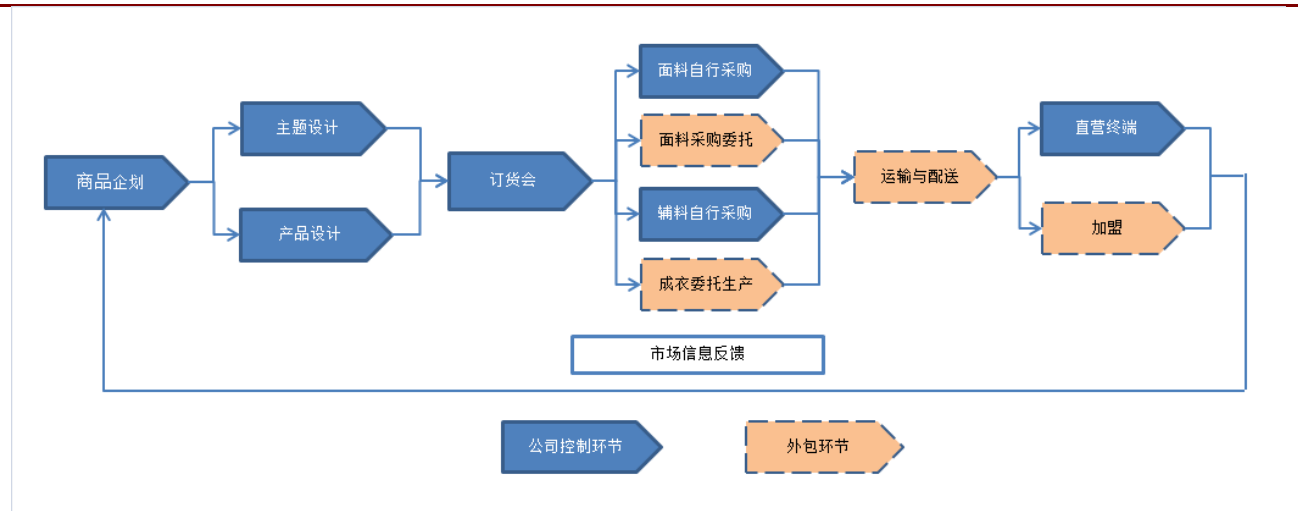


资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

- 与公司高端品牌定位相匹配,公司形成了从商品企划、主题及产品设计、订货会、委外加工到终端销售等一整套较为完备的运营模式,此模式将生产、配送等环节外包,使公司得以更专注于产品设计、品牌推广和终端销售等核心环节,具有较明显的轻资产特征,我们认为公司在该体系下所建立起来的运营管理经验及整合

上下游资源的能力是其核心竞争优势。

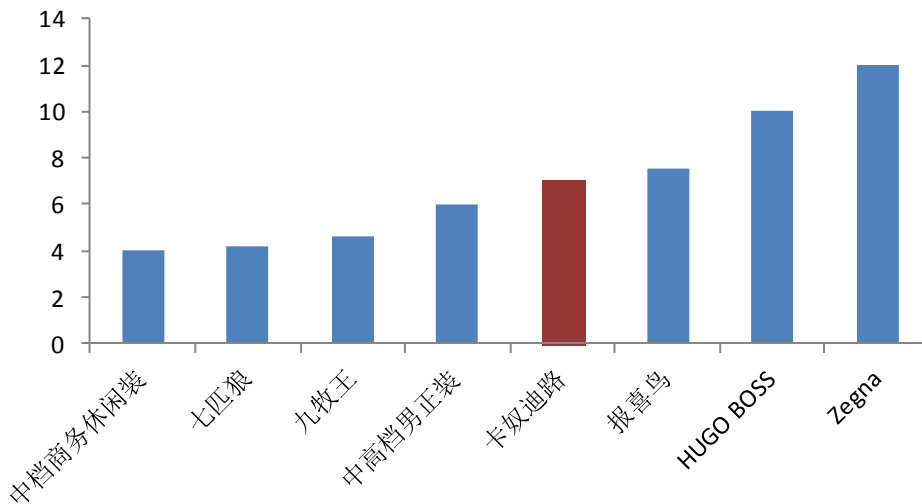
图 20: 公司品牌运营模式



资料来源: 公司招股书, 宏源证券研究所

- ◆ 公司对商品企划及产品设计环节的重视和投入程度明显高于中档男装品牌, 企划部门通过收集海外(主要是欧洲)流行资讯和时尚潮流, 结合自身品牌定位及目标消费群需求, 制定下一季商品规划并进行产品及主题设计, 为接下来的订货、原材料采购、成本核算等环节打下重要基础。

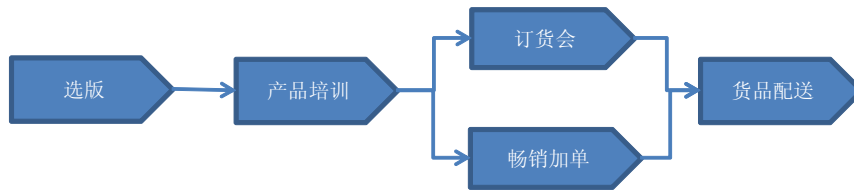
图 21: 公司采用“价值定价”法, 倍率介于国外一线品牌与国内中档品牌之间



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

- ◆ 公司在订货环节的特色在于直营店长与加盟商共同参加订货会的模式, 实行直营店长买手制, 能够充分反映终端需求, 提高订货的准确度, 这对于适应中国消费者较大的需求差异, 提升终端售罄率, 降低库存风险等将起到积极作用。

图 22: 公司订货会流程图



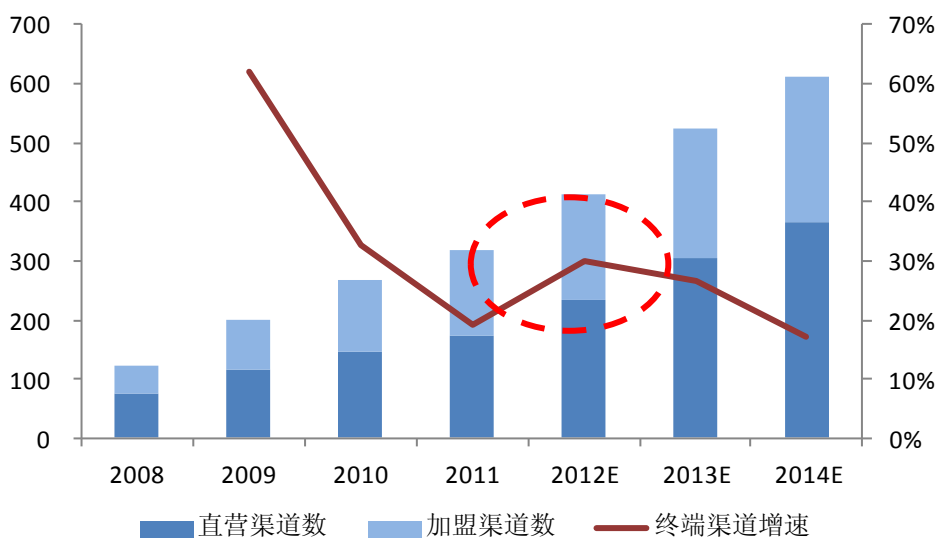
资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

- ◆ **采购、生产环节**, 公司始终将**保证产品品质放在首位**, 通过对供应商进行分级考核保证产品质量并控制成本, 并大量采用高档进口品牌面料来提升产品品味。
- ◆ **品牌推广及终端营销环节**, 更强调**通过提升终端店面形象、产品展示效果及导购服务质量来提升客户终端消费体验**, 注重 VIP 会员管理; 此外, 南航杂志等平面媒体及高级百货大型走秀活动亦是适合品牌定位的推广方式。
- ◆ **季末库存处理环节**, 公司采用三种方式有效降低库存风险: 在保证 70% 当季售罄率基础上, 1) 将剩下 10% 码数齐全的货品配送到新店、大店继续销售, 以加大提成比例的方式刺激店员的销售积极性; 2) 15% 通过奥特莱斯店继续促销; 3) 剩下约 5% 货品在大型重点百货商场的年度促销活动中消化。

外延式扩张提速, 是未来增长核心驱动因素

- 我们预计未来两年, 公司将以年均新增零售终端 100 家以上, 每年终端渠道增速达 30%, 外延式扩张将成为未来驱动公司业绩较快增长的核心因素。

图 23: 公司未来两年终端渠道增速有望维持在 25% 以上

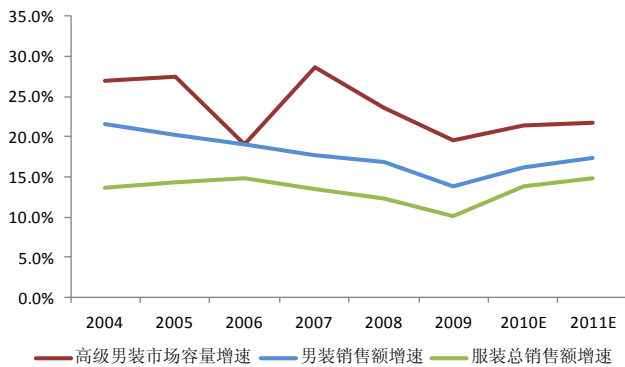


资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

- 之所以我们判断上述快速渠道扩张能够实现, 主要是基于以下三方面考虑:

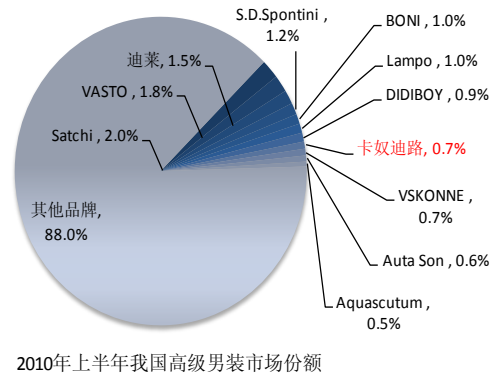
- ◆ 理由 1: 行业处于快速成长期, 且领先品牌之间的规模相差不大, 市场集中度低, 公司可拓展的空间较大。

图 24: 我国高级男装行业增速明显快于男装及服装行业



资料来源: Euromonitor、宏源证券研究所

图 25: 我国高级男装市场集中度低, 发展空间大



资料来源: 长兴国际招股书、宏源证券研究所

- ◆ 理由 2: 现阶段, 进驻高级百货商场依然是我国高级男装的主要渠道形式, 整体看, 公司在高级百货中的表现良好, 具备渠道快速扩张的实力和资源。

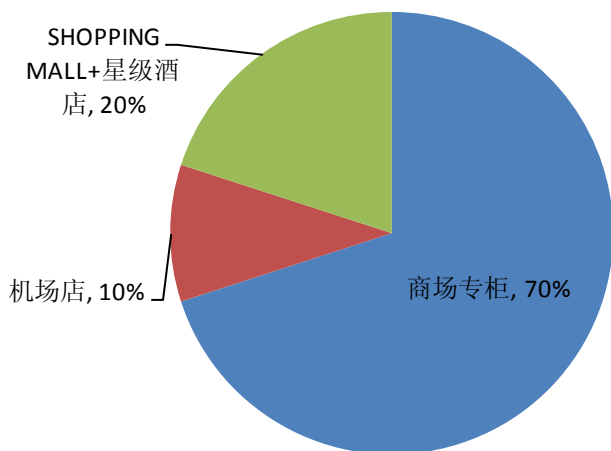
图 26: 公司在高端商场中销售表现较好

地区	城市	店铺所在商场	年度销售排名	
			2010年	2009年
华南地区	广州市	广州友谊商店	第四名	第五名
	南宁市	南宁友谊商店	第三名	第二名
西南地区	成都市	成都仁和春天百货人东店	第一名	第一名
	拉萨市	西藏拉萨百益百货店	第一名	-
华中地区	长沙市	长沙友谊商店	第二名	第三名
	武汉市	武汉新世界百货徐东店	第一名	第四名
华北地区	北京市	北京赛特购物中心(中区)	第七名	第五名
华东地区	南京市	南京金鹰国际购物中心	第五名	-
	宁波市	宁波银泰百货东门店	第一名	第一名
东北地区	沈阳市	沈阳新世界百货	第一名	第三名
西北地区	乌鲁木齐市	新疆乌鲁木齐天山名店	第三名	第三名

资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

- ◆ 理由 3: 除了传统高级商场外, 公司在高档购物中心、主要机场和五星级酒店也设有分店, 未来渠道拓展多样化将进一步打开公司的外延空间。

图 27: 公司除传统商场渠道外, 约 30%终端门店分布在购物中心、机场、酒店等



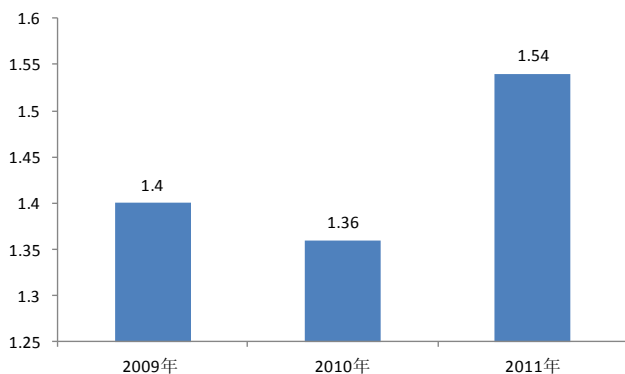
资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

- 此外, 公司还在筹划高级定制、团购等业务, 并积极代理巴利(BALLY)、万星威(MUNSINGWEAR)、新秀丽(Samsonite)、美旅(American Tourister)等国际品牌, 我们认为公司凭借较为丰富的零售经验及广泛的渠道资源, 经过一段时期的摸索, 有望培育出新的利润增长点。

内涵稳健提升, 以精细化管理打造龙头地位

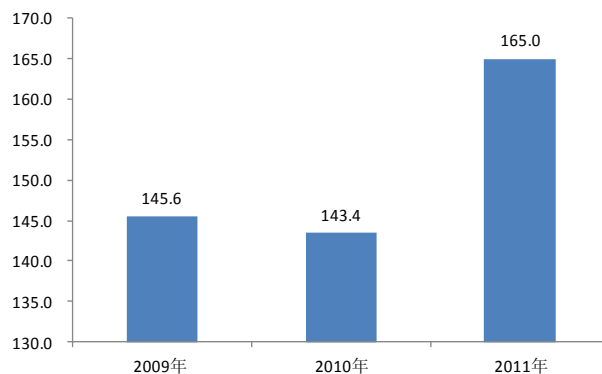
- 如同本章第一节我们对公司品牌运营模式的论述, 公司在精细化管理方面拥有自己的独到之处, 在品牌定位、商品企划、供应链整合、销售终端管理与激励、品牌推广、库存管理等核心环节拥有一套相对成熟的标准化运营模式, 这也是推动公司平效及店效稳步提升的核心因素。

图 28: 公司平效表现较好 (万元)



资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所 (注: 以财报数据计算)

图 29: 公司单店收入水平较高 (万元)

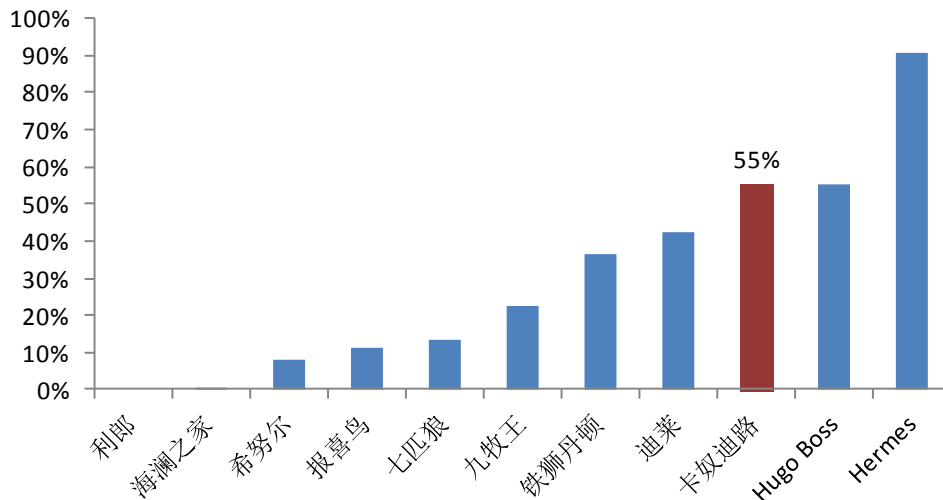


资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所 (注: 以财报数据计算)

- 值得一提的是, 公司在直营渠道运营方面的实力较强, 直营终端数量占全部终端的比例为 55%, 直营渠道销售额占公司收入比重为 75%, 这对于高端男装品牌而言是至关重要的竞争实力。

- ◆ 直营终端在反馈市场需求，紧跟时代潮流，展示品牌形象及服务规范，持续提升品牌力方面具有加盟所不可替代的优势。

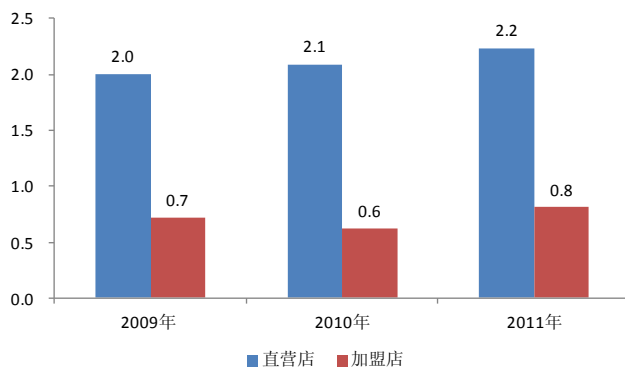
图 30: 公司直营终端数量占比在国内男装行业处于较高水平(2011)



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

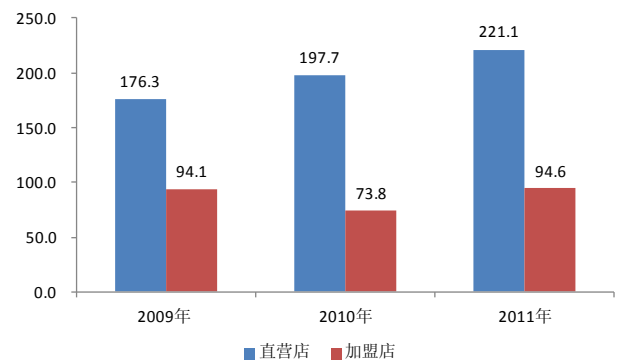
- 未来如何提升加盟商的盈利水平及市场规模，成为公司中长期有待解决的问题。
- ◆ 从平效、店效等指标看，加盟商整体管理及销售能力相对直营店仍有较大提升空间。

图 31: 公司加盟店平效稳定性不及直营店 (万元)



资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所 (注: 以财报数据计算, 平效=各门店类别全年销售收入/各门店类别的期末总面积)

图 32: 公司加盟店单店收入稳定性不及直营(万元)



资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所 (注: 以财报数据计算, 单店收入=各门店类别全年销售收入/各门店类别按实际经营月份加权计算的门店数量)

- 此外，公司通过代理国际知名品牌的方式，有机会与国际品牌设计师进行交流并参加订货会等，这对于提升自身的管理运营水平也将起到积极作用。

盈利预测与投资建议

盈利预测的假设说明

- **新增终端数量预测:** 考虑到我国高级男装行业正处于较快成长期, 公司外延式扩张空间较大, 结合公司发展战略, 我们预计 2012~2014 年公司终端渠道数量将达到 418 家、528 家、633 家, 对应每年新增终端数量分别为 100 家, 110 家, 105 家。
 - ◆ 我们预计 2012~2014 年直营终端数量占比分别为 57.4%, 58.7%, 58.5%, 直营渠道收入占总收入的比重将达到 76.5%, 77.6%, 76.8%。
- **毛利率预测:** 我们判断, 由供应链效率改善而带来的成本降低空间相对不大, 而零售价又处于略有下调的状态, 故倍率继续改善提升的空间不大, 基本维持原状; 且考虑到未来直营销售比例会略有提升, 故我们预计 2012-2014 年公司毛利率分别为 64.0%、64.5%、65.0%。

图 33: 公司分渠道收入预测

项目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
直营业务							
(专卖店+商场专柜)							
数量(个)	75	117	145	175	240	310	370
新增(个)		42	28	30	65	70	60
单店贡献收入(万/年)	130.4	161.3	180.0	196.6	200.5	212.5	229.6
单店贡献收入增长率		23.7%	11.6%	9.2%	2.0%	6.0%	8.0%
直营店平效(万元/平米)		2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
直营店单店面积(平米)		81	86	88	87	89	92
直营店营业面积(平米)		9442	12509	15455	20924	27454	33974
直营收入合计(百万)	97.8	188.7	261.0	344.0	481.2	658.9	849.3
直营收入增长率		92.9%	38.3%	31.8%	39.9%	36.9%	28.9%
加盟业务							
(专卖店+商场专柜)							
数量(个)	49	84	122	143	178	218	263
新增(个)		35	38	21	35	40	45
单店贡献收入(万/年)	97.0	71.7	62.3	82.1	82.9	87.1	97.5
单店贡献收入增长率		-26.1%	-13.1%	31.8%	1.0%	5.0%	12.0%
加盟店平效(万元/平米)		0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1
加盟店单店面积(平米)		100	100	101	92	87	89
加盟店营业面积(平米)		8370	12228	14496	16406	18987	23323
加盟收入合计(百万)	47.5	60.2	76.0	117.4	147.7	189.9	256.6
加盟收入增长率		26.8%	26.2%	54.4%	25.7%	28.6%	35.1%
直营+加盟							
终端总数(个)	124	201	267	318	418	528	633
新增终端数(个)		77	66	51	100	110	105
终端增速		62.1%	32.8%	19.1%	31.4%	30.2%	25.1%
直营终端占比(数量)		58.2%	54.3%	55.0%	57.4%	58.7%	58.5%
主营业务收入(百万)	145.3	248.9	337.1	461.5	628.9	848.8	1105.9
主营业务收入增速		71.3%	35.4%	36.9%	36.3%	35.0%	30.3%
直营终端占比(收入)		75.8%	77.4%	74.6%	76.5%	77.6%	76.8%
直营终端占比(数量)		58.2%	54.3%	55.0%	57.4%	58.7%	58.5%
营业收入(百万)	145.3	248.9	337.1	461.5	628.9	848.8	1105.9
营业收入增速		71.3%	35.4%	36.9%	36.3%	35.0%	30.3%
营业成本(百万)		104.6	126.0	170.8	102.9	223.3	297.1
毛利率	51.2%	58.0%	62.6%	63.0%	64.0%	64.5%	65.0%

资料来源: 公司招股书、宏源证券研究所

业绩预测的基本摘要

- 我们预计 2012~2014 年公司实现营业收入 6.29 亿元、8.49 亿元、11.06 亿元，同比增速分别为 36.3%、35.0%、30.3%；
- 我们预计 2012~2014 年公司实现归属母公司股东净利润分别为 1.59 亿元、2.17 亿元、2.94 亿元，分别同比增长 45.15%、36.95%、35.19%；
- 我们预计 2012~2014 年公司实现 EPS 分别为 1.59 元、2.17 元、2.94 元。

股票估值与定价

- 我们认为，公司未来的成长路径将以外延式扩张为主，以内生性增长为辅，并通过较快的外延扩张扩大品牌覆盖度及影响力，进而再带动内生增长，业绩受宏观经济的影响程度较低，增长的确性较强，综合考虑，我们首次给予公司“买入”评级，给予半年目标价 50 元，对应 32*12PE，23*13PE。

风险提示

- 宏观经济继续下滑影响消费需求的风险。
- 渠道扩张速度不达预期的风险。
- 较快外延式扩张速度对公司内部管理提出更高要求，存在一定管理及费用控制风险。

公司财务报表预测 (百万元)

利润表						资产负债表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	337	461	629	849	1106	货币资金	108	183	872	1113	1295
YOY	35.4%	36.9%	36.3%	35.0%	30.3%	应收和预付款项	64	122	154	216	254
营业成本	126	171	226	301	387	存货	102	146	180	250	300
毛利	211	291	402	547	719	其他流动资产	0	0	0	0	0
% 营业收入	62.6%	63.0%	64.0%	64.5%	65.0%	长期股权投资	0	0	0	0	0
营业税金及附加	3	5	6	8	11	投资性房地产	0	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产和在建工程	23	31	45	52	57
销售费用	91	106	151	212	265	无形资产和开发支出	55	54	48	42	37
% 营业收入	27.0%	23.0%	24.0%	25.0%	24.0%	其他非流动资产	14	19	9	0	0
管理费用	27	33	42	57	75	资产总计	366	555	1308	1674	1943
% 营业收入	8.1%	7.1%	6.6%	6.7%	6.8%	短期借款	40	60	0	0	0
财务费用	3	2	-10	-22	-27	应付和预收款项	128	189	148	296	272
% 营业收入	0.7%	0.5%	-1.6%	-2.6%	-2.4%	长期借款	0	0	0	0	0
资产减值损失	1	2	2	2	2	其他负债	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	负债合计	168	249	148	296	272
投资收益	0	0	0	0	0	股本	75	75	75	75	75
营业利润	87	143	212	290	392	资本公积	11	11	706	706	706
% 营业收入	25.8%	31.0%	33.7%	34.1%	35.4%	留存收益	112	221	379	597	891
营业外收支	1	4	0	0	0	归属母公司股东权益	198	306	1160	1378	1671
利润总额	88	147	212	290	392	少数股东权益	0	0	0	0	0
% 营业收入	26.0%	31.8%	33.7%	34.1%	35.4%	股东权益合计	198	306	1160	1378	1671
所得税费用	23	38	53	72	98	负债和股东权益合计	366	555	1308	1674	1943
净利润	65	109	159	217	294						
归属于母公司所有者的净利润	65.2	109	159	217	294						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
现金流量表						财务指标					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	77	109	64	234	170	毛利率	62.6%	63.0%	64.0%	64.5%	65.0%
投资活动现金流净额	-68	-38	-20	-15	-15	三项费用/销售收入	35.8%	30.6%	29.0%	29.1%	28.4%
筹资活动现金流净额	4	16	645	22	27	销售净利率	19.3%	23.7%	25.2%	25.6%	26.6%
现金净流量	12	87	689	241	182	ROE	33.0%	35.7%	13.7%	15.8%	17.6%
						EBIT 增长率	33.0%	35.7%	13.7%	15.8%	17.6%
						流动比率	1.6	1.8	8.2	5.3	6.8
						速动比率	1.0	1.2	6.9	4.5	5.7
						应收账款周转率	12.9	10.3	9.0	10.0	10.3

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

李振亚: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员, 复旦大学信息工程学院工学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券研究所, 先后从事建材、中小盘研究, 2009 年新财富第一名、2010 年新财富第二名团队成员。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华东 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。