

日期: 2013年4月17日

行业: 纺织服装



张凤展  
021-53519888-1932  
zhangfengzhan@shzq.com  
执业证书编号: S0870511030001

## 市场空间大, 增速放缓

### 主要观点:

#### 职业装市场空间大, 竞争加剧

根据服装协会的统计, 目前, 我国职业装市场在1800至2000亿元之间, 其中职业西装在400亿左右, 商务职业装为700至800亿元, 市场空间较大, 从业内目前的竞争格局来看, 职业装企业数量多, 规模小, 经营较为粗放, 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%, 而百人以下的小企业占整个行业企业总数的70%, 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。

从上市公司已有数据来看, 在同一细分领域, 凯诺科技、报喜鸟为乔治白的主要竞争对手, 从销售规模来看, 凯诺科技的职业装规模较大, 2011年度销售收入已达到8.98亿元, 远远高于乔治白和宝鸟, 宝鸟的销售规模和乔治白差不多(2011年度, 宝鸟受到工厂搬迁的影响)。从增速来看, 2011年度, 上述三家公司均有较快增长, 凯诺科技收入同比增长32.59%, 宝鸟受到工厂搬迁的影响, 收入也同比增长20.05%, 乔治白则同比增长50%。2012年受到经济影响, 乔治白销售收入同比增长7.8%, 增速下滑明显。

最近两年, 服装行业饱受存货之困, 而职业装定制最大的优点就是没有库存, 可以使服装加工企业规避库存风险。另一方面, 职业装市场空间较大, 竞争处于初级阶段, 政府采购也越来越受到舆论监督, 采购过程开始走向公开、透明。不少有竞争力的品牌服装企业也开始切入这一领域, 从而使得竞争加剧。

表 1: 销售规模比较

销售规模 (亿元)	2012	2011	2010
凯诺科技		8.98	6.78
宝鸟(BONO)		4.46	3.72
乔治白	5.5	5.1	3.4

数据来源: 公司公告, 上海证券

#### 纵向一体化业务模式构筑竞争优势

在近年的大量招投标活动中, 企业都感到市场对职业装的品质、设计风格及款式的个性化要求越来越高, 开始更注重它的审美性和文化性, 而且对国内企业职业装设计能力都不太满意。因此在设计上见长, 突出差异化的企业竞争优势明显。

#### 基本数据 (Y12)

报告日股价 (元)	19.24
12mth A 股价格区间 (元)	14.36/26.6
总股本 (百万股)	98.57
无限售 A 股/总股本	25%
流通市值 (百万元)	474
每股净资产 (元)	9.63
PBR (X)	1.99

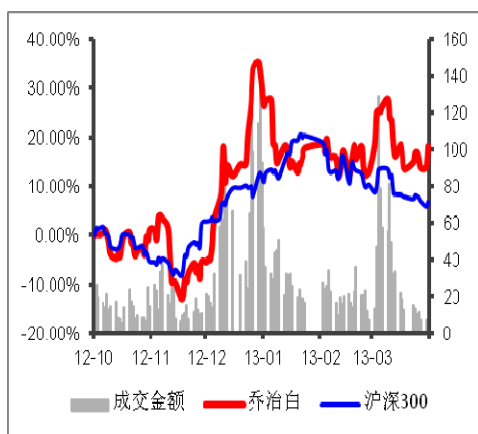
#### 主要股东 (Y12)

温州乔治白制衣有限公司	26.52%
温州威士登投资股份有限公司	24.27%

#### 收入结构 (Y12)

职业装	86%
零售	14%

#### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ13-CT02

相关报告:

首次报告日期: 2013-04-17

另一方面，除设计之外，服装与面料的结合也成为竞争的关键。做普通服装，销售网点越多，推广力度越大，消费者的认同度就越高，可以自由决定购买。而职业装消费人群较为稳定，多由企业帮助员工进行购买，是订单型生产。各企业为获得订单，多在“人脉关系”上下工夫，而很少在面料和产品研发上下工夫。以职业装市场相对成熟的日本为例，日本职业装企业从源头寻找突破，服装与面料的结合就成为他们赖以生存和壮大的关键。目前日本职业装企业在加强与面料公司合作的同时，十分注重双方的信息技术沟通，并且这种做法相当普及。与此同时，加大新产品的开发力度也是日本职业企业突围的做法之一，其宗旨就是加强职业装在应用领域的人性化设计，体现职业装以人为本的精神理念，在市场低迷的形势下，使企业保持生存和发展。

乔治白作为上下游一体化的专业职业装品牌，能够从面料端开始入手，建立起设计研发、采购、生产、仓储、销售和服务的高附加值的纵向一体化业务模式，从而构建起公司的竞争优势。

目前公司的研发投入主要侧重于产品新品种、新功能开发、产品生产工艺及效率提升等方面，新产品及新功能的开发使得公司产品的差异化更加明显，从而对公司产品毛利率的提升作用重大。

从毛利率水平来看，乔治白的职业装毛利率高出竞争对手凯诺科技近4个百分点。

**表 2: 毛利率比较**

毛利率	2012	2011
凯诺科技		41.89%
乔治白	45.56%	45.20%

数据来源：公司公告，上海证券

## 渠道建设以直营为主

在渠道方面，公司采用直营和代理共同发展的策略，未来将主要依靠直营职业装营销中心来发展，2011年12月31日，公司已有直营职业装营销中心13家，代理商6家，分布在18个省、直辖市、自治区。相比竞争对手，在渠道建设方面，BONO采取了全直营的管理模式，自创立至今，BONO已在全国各省市自治区设立了60多家服务网络，在第一时间即能为客户提供上门量体、数据传输、集中生产、分网点送货上门等一系列服务，另一竞争对手凯诺科技在全国的办事处有55家。因此从全国职业装的网络布局来看，乔治白的营销网络相比竞争对手还不够完善，覆盖面不足。

## 未来发展展望

2013年，公司的发展更多的依然集中在增强内力上，对营销中心的建设会相对谨慎。虽然公司客户主要集中于金融，邮政，烟草等优质行业，对宏观经济形势敏感度不如其他行业强烈，但依然不可避免的受到影响，销售收入的增速难以与过去三年相比，为了取得相应

的增长,公司将主要在以下几个方面进行努力:加强了市场人员培训,加大新市场新客户的开发力度;给予新客户的信用额度增加、信用期加长,抢占更高市场份额;不断加强研发新产品,在“时尚职业装”的基础上,增加“差异化产品”。

### 投资建议:

虽然职业装市场很大也相对稳定,但是不可避免的受到经济环境的影响,2013年销售收入的增长速度我们预计会略低于2012年度,与同行几家公司相比,公司的竞争力并不十分突出,而且在估值水平上并无优势,因此我们给予公司“大市同步”的评级。预计,公司2013年-2015年的EPS分别为:0.99、1.19和1.37元。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	640.98	686.38	793.58	910.29
年增长率 (%)	8.69%	7.08%	15.62%	14.71%
归属于母公司的净利润	95.50	97.91	117.19	135.49
年增长率 (%)	1.34%	2.53%	19.68%	15.62%
每股收益 (元)	0.969	0.993	1.189	1.375
PER (X)	19.86	19.37	16.18	14.00

注: 总股本为 98.57 百万股计算

## 盈利预测:

表 3: 盈利预测

## 报表预测

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	416.49	589.71	640.98	686.38	793.58	910.29
减: 营业成本	208.51	315.89	336.94	362.22	416.32	478.98
营业税金及附加	3.49	5.69	6.26	6.71	7.76	8.90
营业费用	74.83	105.77	118.95	123.55	142.84	163.85
管理费用	34.47	40.33	56.53	60.53	69.98	80.28
财务费用	1.48	5.09	2.18	-8.34	-10.74	-13.54
资产减值损失	13.20	7.99	12.33	11.17	11.17	11.17
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>80.51</b>	<b>108.96</b>	<b>107.80</b>	<b>130.55</b>	<b>156.25</b>	<b>180.65</b>
加: 其他非经营损益	3.15	2.03	3.69	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>83.66</b>	<b>110.98</b>	<b>111.48</b>	<b>130.55</b>	<b>156.25</b>	<b>180.65</b>
减: 所得税	11.21	16.74	15.98	32.64	39.06	45.16
<b>净利润</b>	<b>72.45</b>	<b>94.24</b>	<b>95.50</b>	<b>97.91</b>	<b>117.19</b>	<b>135.49</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>72.45</b>	<b>94.24</b>	<b>95.50</b>	<b>97.91</b>	<b>117.19</b>	<b>135.49</b>
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	-0.88	-1.68	281.48	476.36	497.30	728.10
应收和预付款项	143.33	136.65	195.87	155.94	250.60	215.85
存货	95.09	128.33	118.73	143.21	157.85	188.52
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	8.67	8.19	7.72	6.71	5.71	4.71
固定资产和在建工程	156.33	230.08	305.36	286.02	263.68	238.34
无形资产和开发支出	39.92	54.37	52.51	46.85	41.20	35.54
其他非流动资产	0.31	0.73	100.68	99.43	98.19	98.19
<b>资产总计</b>	<b>442.77</b>	<b>556.68</b>	<b>1062.35</b>	<b>1214.53</b>	<b>1314.53</b>	<b>1509.25</b>
短期借款	35.00	74.80	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	121.10	128.46	102.30	156.56	139.37	198.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.36	5.95	10.89	10.89	10.89	10.89
<b>负债合计</b>	<b>161.46</b>	<b>209.21</b>	<b>113.19</b>	<b>167.45</b>	<b>150.26</b>	<b>209.49</b>
股本	73.92	73.92	98.57	98.57	98.57	98.57
资本公积	110.03	110.03	619.67	619.67	619.67	619.67
留存收益	97.36	163.51	230.92	328.84	446.02	581.51
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>281.31</b>	<b>347.46</b>	<b>949.16</b>	<b>1047.08</b>	<b>1164.26</b>	<b>1299.75</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

---

股东权益合计	281.31	347.46	949.16	1047.08	1164.26	1299.75
负债和股东权益合计	442.77	556.68	1062.35	1214.53	1314.53	1509.25
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营性现金净流量	57.15	90.39	62.85	216.35	39.98	247.01
投资性现金净流量	-49.84	-103.06	-184.25	-30.00	-30.00	-30.00
筹资性现金净流量	5.55	6.83	425.21	8.53	10.95	13.79
<b>现金流量净额</b>	<b>12.86</b>	<b>-5.85</b>	<b>303.82</b>	<b>194.88</b>	<b>20.93</b>	<b>230.80</b>

---

数据来源: wind, 上海证券

## 分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。