

希 努 尔 (002485.SZ) 服装行业

评级: 买入 首次评级

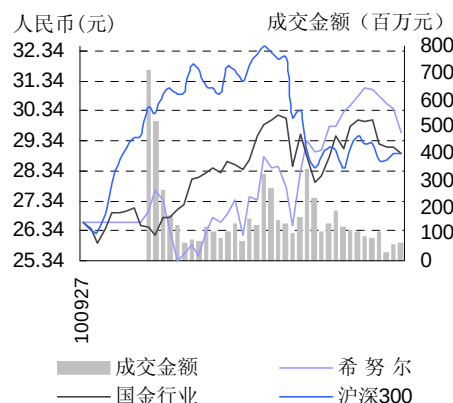
公司研究

市价(人民币): 29.60 元
 目标(人民币): 32.45-37.08 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	40.00
总市值(百万元)	5,920.00
年内股价最高最低(元)	31.08/25.34
沪深 300 指数	3223.48
中小板指数	7741.90



相关报告

1. 《经营符合品牌定位, 平稳增长的西服品牌》, 2010.9.15

刘宇袖 联系人
 (8621)61038285
 liuyx@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130206080208
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

稳健扩张符合正装市场发展规律

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.697	0.740	0.713	0.927	1.195
每股净资产(元)	2.58	2.97	8.05	8.72	9.72
每股经营性现金流(元)	0.79	1.45	0.51	0.98	1.20
市盈率(倍)	N/A	N/A	42.63	32.79	25.44
行业优化市盈率(倍)	13.79	27.78	27.78	27.78	27.78
净利润增长率(%)	45.14%	6.20%	28.49%	30.00%	28.87%
净资产收益率(%)	26.98%	24.89%	8.86%	10.63%	12.29%
总股本(百万股)	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **男正装市场未来保持平稳增长:** 2000 年以后由于消费习惯变迁, 男士着装向个性化、休闲化趋势发展, 正装增速放缓, 未来正装行业将更多是跟随中国服装零售市场的欣欣向荣而平稳增长, 考虑到销售量和售价的提高, 我们预计未来男正装市场整体增速在 10-20% 之间;
- **公司品牌地位基本确立:** 公司是定位中档男正装品牌, 包括西服、衬衫和大衣等的正装占收入比重接近 80%, 70% 以上的网络终端都分布在六个省。与同为男正装品牌的报喜鸟相比, 虽然规模略小, 但品牌经营模式类似, 都采取稳健经营的发展模式, 两企业差距并不大;
- **公司经营策略有特色:** 三件套、免费干洗等营销措施贴合中档西装消费者的需求; 对加盟商的扶持政策对于招募和培养优秀加盟商也效果显著, 有利于促进终端销售量、提高开店速度和成功率;
- **上市有利于未来发展:** 公司截至到 10 年上半年已经拥有 569 家加盟店和 18 家直营店。10 月以 26.6 元/股发行 5000 万股, 用于增加 46 家直营店; 此外公司还将继续推进加盟店扩张, 销售网络的扩大有望保证未来业绩保持在 30% 左右;
- 我们认为公司是一个经营稳健的企业, 符合正装市场和公司自身的发展情况。我们预测公司未来业绩平稳增长, 如果直营店建设进展顺利、公司产品结构调整减少正装占比, 业绩存在超预期可能。

估值

- 我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 1.43 亿元、1.85 亿元和 2.39 亿元, 同比增速分别为 28.5%、30 %和 28.87%; 对应的 EPS 分别为 0.713 元、0.927 元和 1.195 元。
- 目前品牌零售企业平均对应 11 年 33.78 倍 PE, 而次新股对应 11 年 48.44 倍 PE。考虑公司未来稳健增长, 给予公司 11 年 35-40 倍 PE, 未来合理价格区间 32.45 元-37.08 元, 目前股价 29.6 元, 给予公司买入评级。

风险提示

- 直营店建设需要大量人才、相应的管理和经营水平提高, 存在直营店业绩低于预期风险;
- 公司前 3 年收入基本持平, 上市后加盟店增长, 但公司对强势地区以外地区的扩展持谨慎态度, 未来加盟收入增速有低于预期风险。

内容目录

中国服装零售将中长期保持较快增长	3
男正装市场增速较休闲服慢，未来将平稳增长	3
男士消费习惯导致知名品牌拥有先发优势	4
营销策略独具匠心，经营管理仍有提升空间	4
销售网络区域性较强，产品销售以西装套装为主	4
大股东经营范围广泛，在诸城当地扎根很深	4
公司营销策略有特色	5
经营仍有提升空间	6
未来增长还看内销零售稳健扩张	6
直营店扩张以原有强势市场区域为主	7
加盟店增长目标符合市场发展情况	7
其他品牌发展短期难有明显成效	7
盈利预测	8
盈利预测假设及测算	8
估值	9
风险提示	10
附录：三张报表预测摘要	11

图表目录

图表 1：1990 年至今城镇居民衣着类支出及同比增速	3
图表 2：中国城市化进程	3
图表 3：中国男装市场总容量和增长速度预测	3
图表 4：04-09 年全国重点百货商场男西装销量（万件）	3
图表 5：各产品系列占销售收入比重	4
图表 6：各经营模式占销售收入比重	4
图表 7：大股东旗下其他产业	5
图表 8：上市公司股权分布	5
图表 9：公司营销策略分析	5
图表 10：与报喜鸟经营对比	6
图表 11：未来店铺增长预测	7
图表 12：盈利预测	9
图表 13：市场平均估值预测	10

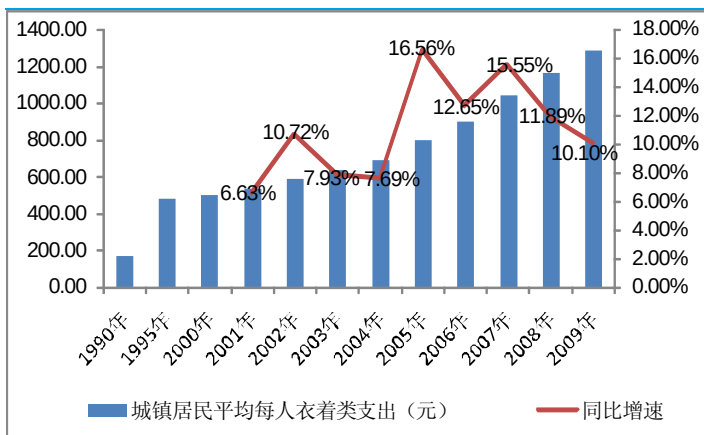
男正装市场未来平稳发展，知名品牌拥有先发优势

中国服装零售将中长期保持较快增长

09年下半年开始，中国纺织服装零售情况持续好转，2009年全社会规模以上企业服装批发零售增额同比 20.8%，进入 2010 年市场进一步复苏，前 10 个月增速提高至 25.1%，近六年的复合增长率也都保持在 20%以上；从全国百家重点商场服装零售情况看，今年前 9 月增速创下历史最高水平，达到 25.4%；

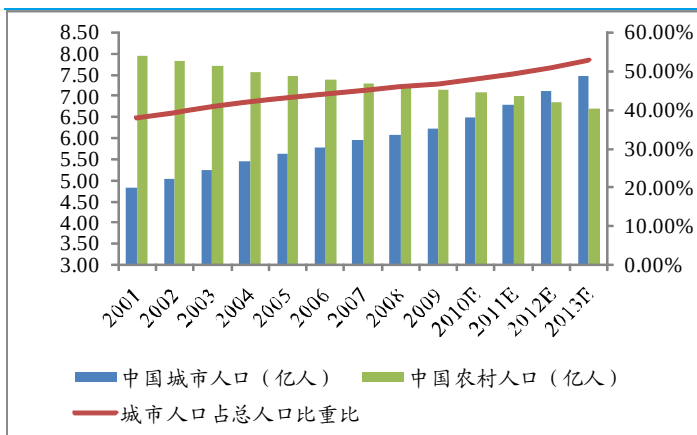
中长期看，中国经济逐渐由投资拉动转变为消费驱动，居民衣着类消费支出不断增长、城市化进程加速等，都将是中国品牌服装零售长期保持较快增长的有力保障。

图表1：1990 年至今城镇居民衣着类支出及同比增速



来源：国家统计局，euromonitor，国金证券研究所

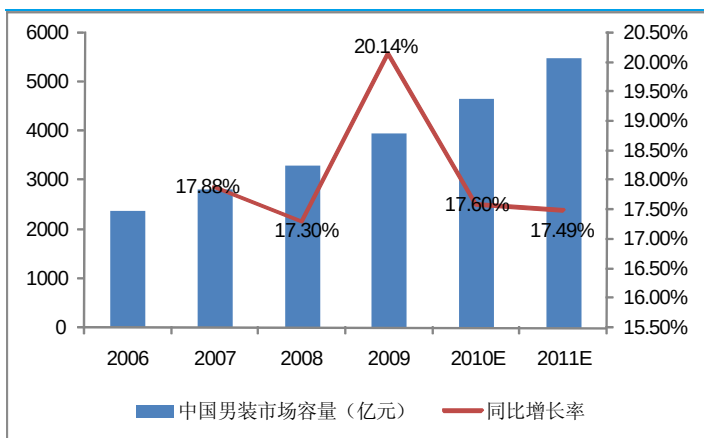
图表2：中国城市化进程



男正装市场增速较休闲服慢，未来将平稳增长

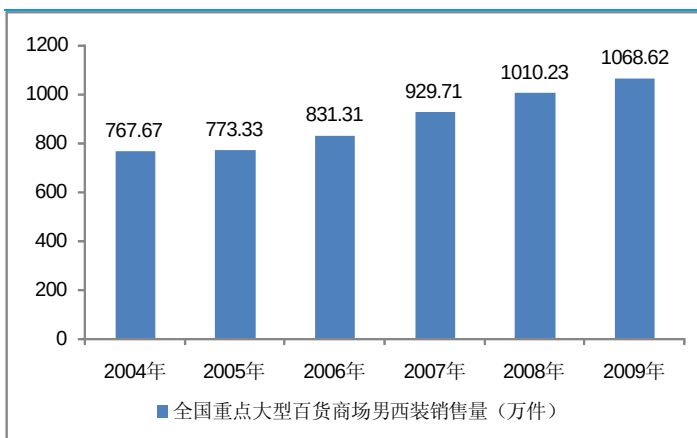
2000 年以后由于消费习惯变迁，着装向个性化、休闲化趋势发展，正装增速放缓，休闲服、运动服等服装品类快速增长，我们认为未来休闲化生活方式仍将是主流，正装行业将更多是跟随中国服装零售市场的欣欣向荣而平稳增长，考虑到销售量和售价的提高，我们预计未来男正装市场整体增速在 10-20%之间，低于休闲服的 20-30%。

图表3：中国男装市场总容量和增长速度预测



来源：《2009-2010 中国服装行业发展报告》，euromonitor，国金证券研究所

图表4：04-09 年全国重点百货商场男西装销量（万件）



男士消费习惯导致知名品牌拥有先发优势

男性比女性消费者购物时更为理性，一般在有需求的时候才进行消费。价格敏感度也相对较低，尤其是正装，他们更重视品牌和产品质感对社会地位的彰显；男正装的时尚性不强，消费者认可一个品牌之后具有较高的忠诚度，也因此导致市场集中度相对女装和男士休闲服都要更高一些，根据中华商业信息网的数据，前十大品牌市场占有率约为 35%。男正装品牌一旦形成市场影响力之后，竞争环境就相对宽松。

目前中国男正装市场已经形成一个较为稳定的格局，一批在市场上耕耘数十年的品牌，都已经具有一定的品牌地位和拥有一批忠实的消费群体，在渠道分布上虽各有偏重，但也都基本完成了全国性的网络布局。对于品牌经营，业内有：创三年、养五年，十年见成效的说法，不论是消费者对于新品牌的认可，渠道的培养，还是从生产、设计到营销的配套都需要一个较为漫长的积累过程，因此男正装是一个具有先发优势的行业。在市场稳定发展的情况下，现有的业内强势品牌未来增长主要来自于：渠道完善带来的外延式增长+品牌知名度提高带来的内生性增长。

营销策略独具匠心，经营管理仍有提升空间

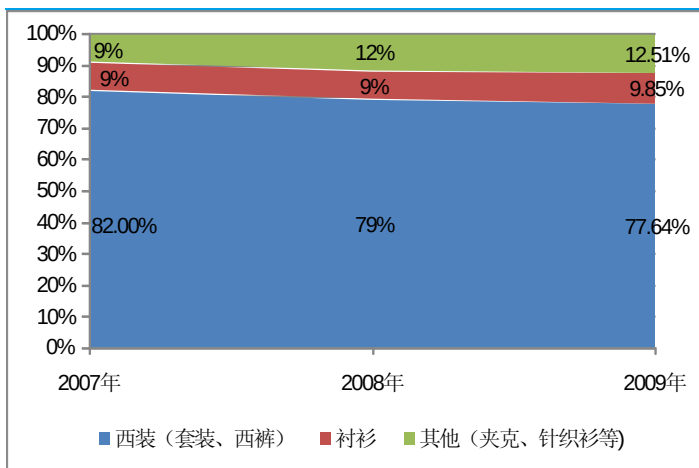
销售网络区域性较强，产品销售以西装套装为主

希努尔是一家覆盖生产、品牌经营、出口和团体订制的企业，产品以正装为主，2010 年上半年正装（西服套装、西裤、大衣等）占收入比重 78.6%，衬衫占比 12.31%，其他休闲类服装（夹克、毛衫等）销售占比低于 10 个百分点。销售渠道以加盟为主、直营为辅，截至到 10 年上半年已经拥有 569 家加盟店和 18 家直营店，09 年销售额达到了 5.26 亿元。10 月以 26.6 元/股发行 5000 万股，用于增加 46 家直营店和加强销售网络建设。

公司的销售网络区域集中度较高，在以山东、河北、河南、山西、江苏、陕西六省为核心的第一市场圈，大部分县级以上城市的主要商业中心都有希努尔的店铺，70%以上的网络终端都分布在这六个省。

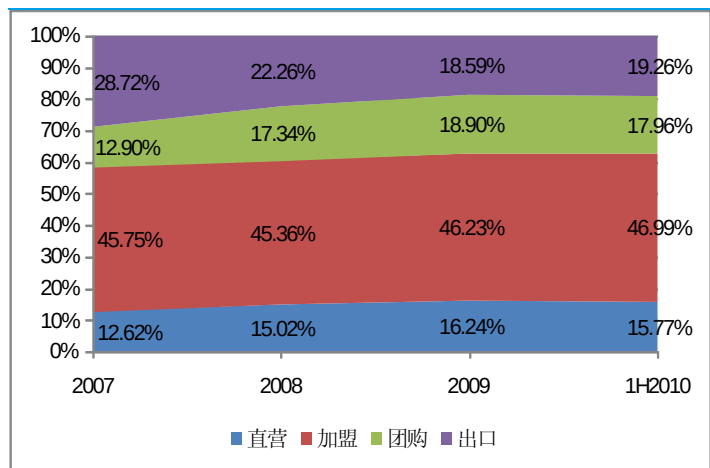
公司产品终端零售价主要区间在 1000-1800 元，是正装市场的中档品牌，主要销售区域是二三线市场和部分富裕的四线市场。

图表5：各产品系列占销售收入比重



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表6：各经营模式占销售收入比重



大股东经营范围广泛，在诸城当地扎根很深

公司董事长王桂波上世纪 90 年代开始涉足服装制造业，后来创立希努尔男士正装品牌，接下来又涉足家纺、家居、房地产以及酒店经营等行业。诸城大企业不多，前三名是得利斯、福田汽车生产基地和公司，从我们了解情况看，公司做为用工大户与政府关系良好，而且大股东实力较强，这些都有利于公司发展。

上市公司股权较为集中，二股东新郎国际、以及欧美尔家居的实际控制人也是王桂波，上市发行 5000 万股，发行后总计 2 亿股，发行价 26.6 元，其中华西集团、北京淡水河投资、北京国鼎瑞丰、青岛金合众科、勒堡织造及宁波富诚六家股东 2011 年 9 月解禁，解禁比例占总股本 6.83%。

图表7：大股东旗下其他产业

大股东控股的其他企业	经营范围	控股比例
山东新郎服饰有限公司	家纺产品生产	75%
山东新郎欧美尔家居置业有限公司	家具、家纺织品的加工制造、销售	75%
山东新郎欧美尔房地产开发有限公司	房地产开发经营	100%
诸城密州宾馆有限公司	餐饮住宿	100%
诸城新郎希努尔装饰装潢有限公司	建筑装修装饰	80%
山东欧美尔酒店有限公司	酒店管理及相关咨询服务	55%
新郎·希努尔国际（集团）有限公司	实业投资	82%
意大利普兰尼奥（国际）集团有限公司		70%

来源：招股说明书国金证券研究所

图表8：上市公司股权分布

	股份数（万股）	占比	锁定期
新郎希努尔集团	8442	42.21%	3年
新浪国际	5058	25.29%	3年
华西集团	720	3.60%	1年
北京淡水河投资	225	1.13%	1年
欧美尔家居	225	1.13%	3年
北京国鼎瑞丰	150	0.75%	1年
青岛金合众科	75	0.38%	1年
勒堡制造	52.5	0.26%	1年
宁波富诚	52.5	0.26%	1年
公众股	5000	25.00%	
合计	20000	100%	

公司营销策略有特色

图表9：公司营销策略分析

	公司经营情况	我们的分析
品牌经营已见成效，品牌地位树立	品牌服装销售09年达到5.26亿元（不包括订制和网络销售），占总销售收入的62.47%，在华北和西北地区建立了相对强势的品牌形象和地位	公司经营规模超过5亿元，品牌经营历史10年左右，表明公司具有一定的经营实力
	已经建立了加盟店569家、直营店18家的销售网络；	公司定位中端，采用加盟为主的销售网络是比较合理的；对于西服，消费者消费具有较强的目的性，因此难以采取休闲服品牌那样的集中开店模式
	产品大部分自产，已经形成设计、生产、营销完善的品牌经营模式，建立了相应的管理体系	与公司从事西服生产的创业历史有关。是否拥有自身产能不是评价品牌优劣的要素
	已经形成成熟的订货会制度，订货金额占收入比例65%、补单占比35%	西服时尚性稍弱，产品风格变换速度不如休闲服，补单比率是能够做到的
公司相对独特的经营举措，提升公司实力	“八个零”加盟政策有助于公司快速扩张：其中三个零具有公司特色，即：一定时期内代理销售允许退换货；只要经营3年以上，全部装修费用公司负责；终身免费干洗，公司提供干洗费用支持。允许退换货解除了加盟商最担忧的存货风险、提供全部装修费用降低了加盟商资金要求、提供干洗服务有助于吸引消费者	公司这些措施对发展确实有利，西服时尚变化慢、干洗实际费用不高的产品特点也是公司能够实施这些措施的内在原因。如果继续采取这些措施，公司的经营强势区域有望扩大。我们也应该看到，这些措施的实施表明对于加盟商而言，公司的渠道依赖性较强，在一定程度上表明公司品牌地位有进一步提高的空间
	西服三件套销售模式，即一套西服附赠一件容易磨损的裤子，既通过隐形促销提高了销售业绩，也是为消费者着想的经营举措	干洗免费和三件套销售一样都有利于促进消费者购买
未来公司发展途径	公司希望通过上市加快直营店建设，同时加盟制度同步推进	建设直营店是必要的，但我们希望能够稳步推进，毕竟现在租金和商场扣点过高，而且直营店需要大量经营人才，需要在管理制度和流程上进行较大更新和变革。加盟制度在目前国内市场仍有相当强的生命力，在较长时间内仍是符合公司品牌定位的较佳销售网络
总结	公司销售区域集中在华北和西北，尚有众多地区需要开拓，上市无疑有利于市场扩展；同时公司经营有特色，符合中档品牌定位也顾及消费者适用习惯，不过西服整体市场的平稳发展是制约公司发展速度的最大不利因素。综合考虑，特别是上市给公司发展带来的机会，未来更可能以高于行业均值的速度发展	

来源：国金证券研究所

经营仍有提升空间

已经上市的品牌服装零售企业当中，公司与报喜鸟都经营男士正装。从整体经营上看，两个公司都稳健发展、规范治理，生产、设计、营销等环节都符合各自的产品定位和消费者需求。未来如果都能坚持各自的经营策略，两个公司都将获得超越正装行业增速的发展空间；

但与报喜鸟相比，公司在上市之前三年业绩停滞不前，我们认为是产品结构中正装占比过大、销售结构中出口和团购占比过大，以及经营能力稍弱导致的，未来在以上几方面公司仍有改进空间。

图表10：与报喜鸟经营对比

	公司	报喜鸟	我们的观点
规模	09年国内销售6.86亿元	09年国内销售收入9.94亿元	规模是我们评判服装零售公司优劣的最关键指标之一，因为经过国内服装零售近20年牛市，规模不大说明管理层经营水平不够高
	前3年公司收入持平，08年净利润增长45%与财务费用减少有关	收入和净利润明显增长	效益能否持续增长也是衡量一个企业实力的主要指标之一，公司这方面表现一般
品牌定位	中档西服	中高档西服和商务男装	不能简单地用档次差别来评判品牌优劣势，关键看经营措施是否符合品牌定位
经营措施	采取符合中档定位的经营举措，如“八个零”加盟政策吸引加盟商，以干洗免费、以旧换新等促销手段吸引消	经营举措符合中高档定位，如采取vip俱乐部形式增加顾客忠诚度，在相对应的高档时装杂志上做宣传广告等	
出口业务	09年出口1.57亿元	09年出口只有5496万元	报喜鸟更专注品牌经营
效益指标	国内销售的毛利率达到48.2%	国内销售毛利率49%	公司费用比率低也与费用较低的出口业务多有关，同时品牌档次略低对产品质量和终端服务要求降低，相应降低管理费用
	费用比率相对较低，特别是管理费用率，上半年只有	费用比率相对较高，上半年管理费用率达到了13.97%	
未来增长驱动	未来两三年主要增长来源还是外延式渠道扩张	最近两年看报喜鸟品牌稳定增长，中长期圣捷罗品牌也将贡献效益	报喜鸟和公司都有大量空白地区仍未覆盖，未来仍然有较大的店铺拓展空间。但我们也指出，休闲化趋势是市场主流，以正装为主要收入来源很难长期获得更高的增长速度
销售网络	加盟为主。都采取稳健扩张的策略。都利用募集资金加大直营店建设		中国地区差异大，商业环境恶劣，加盟制具有一定优势。相对而言，直营比加盟更适合定位高档的品牌，报喜鸟仍在向高端努力，采取加盟制也是当前合理选择
产能	大部分自产		西服流行变化慢，更多变化在于面料，因此拥有自己产能是有益的
销售客户	都有团体定制，不过报喜鸟以宝鸟品牌进行		因为国内正装零售市场季节性很强，团体定制业务可以满足淡季富余产能。不过，报喜鸟利用宝鸟品牌从事团体定制，有利于维护报喜鸟品牌的中高档定位
总结	整体而言，报喜鸟规模超过公司、近年业绩增长明显好于公司、出口业务占比低，商务男装占比约50%，整体竞争实力和品牌都高于公司，而且管理层积极进取心略强于公司，未来业绩增速可能高于公司		

来源：国金证券研究所

未来增长还看内销零售稳健扩张

公司上市之前经营稳健，店铺每年保持 5%左右的增长。上市之后募集资金到位、品牌形象提升，公司未来的外延式扩张目标是：两年完成募投项目，另外我们预计超募的 6 亿多资金也将大部分用于直营店铺建设，每年加盟店也有望继续扩张。

截止到 2008 年底中国拥有地级市 283 个、市辖区 856 个、县级市 368 个和县 1463 个，希努尔产品定位中档，主要覆盖二三线及部分富裕的四线市场，理论上开店的空间还是充足的，但店铺扩张计划能否完成不是单纯测算市场空间即可。

直营店扩张以原有强势市场区域为主

男正装消费者消费目的性较强，因此无需采取休闲服那样集中重叠开店模式，店铺密度无需过大。尤其是直营店铺，在目前商业地租过高、好的商圈位置基本都被瓜分一空的客观环境下，选址就已经非常困难。即便是选到合适的店铺，主要还看公司的经营管理能力能否跟上开店速度。

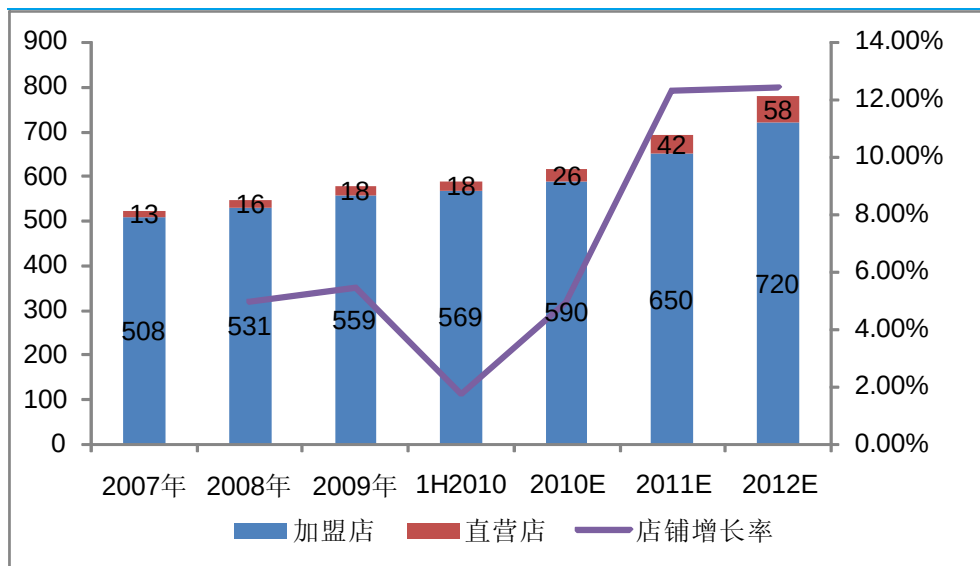
公司募集资金项目计划的新开店铺中，除部分旗舰店位于省会城市之外，公司直营扩张的多数店铺都计划开在三线城市，不论是买店还是租店，这都可以减轻公司的商业地租成本压力。公司的直营店拓展仍然多数位于传统强势的第一市场圈六省，在直营店扩张的地域选择上我们可以看出公司对于拓展新市场十分谨慎。

我们认为公司的直营店扩张速度不宜过快，上市前三年公司每年新增直营店仅 2-3 家，截止到 2010 年上半年共计拥有 18 家直营店铺。未来过快的增加直营店对于企业管理经营能力以及人才储备都是一种考验，大店经营风险较大，市场情况好赚钱效应明显，市场情况差的时候亏钱也迅速，未来稳步推进直营店建设较为保险。

加盟店增长目标符合市场发展情况

对经销商的考察指标包括：资金实力、品牌代理经验、经营管理能力，以及店铺资源等等。公司对加盟商采取“八个零”的扶植政策，对加盟商给予从资金、减少存货、售后服务以及广告宣传等全方面支持，我们预计公司未来三年每年新开 50 家甚至更多的加盟店的目标是可以达到的。

图表11：未来店铺增长预测



来源：国金证券研究所

其他品牌发展短期难有明显成效

美尔顿：08 年开始尝试经营，是定位低端的休闲品牌，主要目标客户是消费能力一般的年轻人，目前有十几家实体店铺，以实体店+网店为主要销售模式，主要产品是衬衫（主体价位 90-150 元）、西裤、T 恤等。新品牌需要一段

时间的市场培养，公司对于美尔顿短期内也没有大力扩张的计划。我们认为公司没有经营休闲品牌的经验，而且网络销售对目前大部分服装品牌都是一种尝试，未来几年美尔顿仍属于市场培养阶段，难以为公司贡献利润。

新郎：公司计划将该品牌打造为专门的婚庆品牌，不开设独立店。从销售形式上看，我们不认为该品牌是一单独的品牌，更类似于专门做婚庆市场的产品系列。

综合以上分析，我们认为正装市场未来平稳发展，知名品牌先发优势明显。公司在市场上耕耘十几年，在某些区域市场占有强势地位，品牌认可度较高。从公司的终端网络扩张、募投资金建设区域等方面看，我们认为公司是一个经营稳健的企业，经营策略符合正装市场和公司自身的发展情况。总体上，我们预测公司未来业绩平稳增长，如果直营店建设进展顺利、产品结构调整减少正装占比，业绩存在超预期可能。

盈利预测

盈利预测假设及测算

- 未来男正装市场平稳发展，行业增长速度在 10%-20%；
- 募投直营店建设项目预计明后两年会新增较多，我们假定未来直营收入以 35%左右的速度增长；
- 明后两年公司的店铺扩张速度提高，因此我们预计未来公司的销售费用率和管理费用率都会提升，10-12 年的销售费用率分别为 16%、16.2%和 16.2%，管理费用率分别为 5.4%、5.6%和 5.6%；
- 公司以成本加成法定价，未来直营和加盟毛利率基本保持稳定；
- 公司承接出口订单主要为调节淡旺季产能，未来不会大力拓展，基本保持稳定；团购方面公司有专门的部门承接订单，我们预计团购收入会稳定增长，出口和团购占收入比重会逐步降低；
- 我们假设公司未来所得税率为 25%。

图表12：盈利预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
直 营							
销售收入（百万元）	110.36	132.16	136.87	61.96	180.00	240.00	330.00
增长率（YOY）		19.75%	3.56%		31.51%	33.33%	37.50%
毛利率	63.34%	60.32%	62.87%	65.85%	66.00%	66.00%	66.00%
销售成本（百万元）	40.46	52.44	50.82	21.16	61.20	81.60	112.20
增长率（YOY）		29.62%	-3.10%		20.43%	33.33%	37.50%
毛利（百万元）	69.90	79.72	86.05	40.80	118.80	158.40	217.80
增长率（YOY）		14.04%	7.94%		38.06%	33.33%	37.50%
占总销售额比重	12.62%	15.02%	16.24%	15.77%	17.47%	19.51%	22.14%
占主营业务利润比重	23.87%	25.04%	27.15%	25.43%	27.99%	30.44%	33.57%
加 盟							
销售收入（百万元）	399.98	399.10	389.58	184.64	470.00	590.00	740.00
增长率（YOY）		-0.22%	-2.39%		20.64%	25.53%	25.42%
毛利率	36.26%	34.91%	37.55%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
销售成本（百万元）	254.95	259.78	243.29	107.09	272.60	342.20	429.20
增长率（YOY）		1.90%	-6.35%		12.05%	25.53%	25.42%
毛利（百万元）	145.03	139.33	146.29	77.55	197.40	247.80	310.80
增长率（YOY）		-3.93%	5.00%		34.94%	25.53%	25.42%
占总销售额比重	45.75%	45.36%	46.23%	46.99%	45.63%	47.96%	49.65%
占主营业务利润比重	49.53%	43.77%	46.16%	48.34%	46.51%	47.62%	47.91%
团 体 订 做							
销售收入（百万元）	112.80	152.53	159.29	70.58	180.00	190.00	200.00
增长率（YOY）		35.23%	4.43%		13.00%	5.56%	5.26%
毛利率	43.47%	38.13%	40.05%	48.75%	49.00%	49.00%	49.00%
销售成本（百万元）	63.76	94.37	95.49	36.17	91.80	96.90	102.00
增长率（YOY）		48.00%	1.19%		-3.87%	5.56%	5.26%
毛利（百万元）	49.03	58.16	63.79	34.41	88.20	93.10	98.00
增长率（YOY）		18.61%	9.69%		38.26%	5.56%	5.26%
占总销售额比重	12.90%	17.34%	18.90%	17.96%	17.47%	15.44%	13.42%
占主营业务利润比重	16.75%	18.27%	20.13%	21.45%	20.78%	17.89%	15.11%
出 口							
销售收入（百万元）	251.10	195.89	156.67	75.70	200.00	210.00	220.00
增长率（YOY）		-21.99%	-20.02%		27.65%	5.00%	4.76%
毛利率	11.49%	20.98%	13.23%	10.09%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本（百万元）	222.25	154.79	135.95	68.06	180.00	189.00	198.00
增长率（YOY）		-30.35%	-12.17%		32.40%	5.00%	4.76%
毛利（百万元）	28.85	41.10	20.73	7.64	20.00	21.00	22.00
增长率（YOY）		42.44%	-49.56%		-3.51%	5.00%	4.76%
占总销售额比重	28.72%	22.26%	18.59%	19.26%	19.42%	17.07%	14.76%
占主营业务利润比重	9.85%	12.91%	6.54%	4.76%	4.71%	4.04%	3.39%
网 上 销 售							
销售收入（百万元）		0.11	0.23	0.09	0.10	0.30	0.50
增长率（YOY）			119.36%		-56.95%	200.00%	66.67%
毛利率		38.62%	19.93%	32.24%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）		0.07	0.19	0.06	0.07	0.21	0.35
增长率（YOY）			186.15%		-62.37%	200.00%	66.67%
毛利（百万元）		0.04	0.05	0.03	0.03	0.09	0.15
增长率（YOY）			13.20%		-35.20%	200.00%	66.67%
占总销售额比重		0.01%	0.03%	0.02%	0.01%	0.02%	0.03%
占主营业务利润比重		0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.02%
销售总收入（百万元）	874.24	879.79	842.64	392.97	1030.10	1230.30	1490.50
销售总成本（百万元）	581.42	561.45	525.74	232.54	605.67	709.91	841.75
毛利（百万元）	292.82	318.35	316.90	160.42	424.43	520.39	648.75
平均毛利率	33.49%	36.18%	37.61%	40.82%	41.20%	42.30%	43.53%

来源：国金证券研究所

估值

综合以上分析，我们预测公司 2010-2012 年销售收入分别为 10.30 亿元、12.30 亿元和 14.91 亿元，同比增速分别为 21.2%、19.4%和 21.2%；净利润分别为 1.43 亿元、1.85 亿元和 2.39 亿元，同比增速分别为 28.5%、30 %和 28.87%；对应的 EPS 分别为 0.713 元、0.927 元和 1.195 元。

图表13：市场平均估值预测

股票代码	股票名称	2010E	2011E	2012E	2011年预测均值
002003	伟星股份	24.40	20.09	15.75	33.78
002029	七匹狼	35.61	27.65	21.76	
002154	报喜鸟	36.77	29.10	23.45	
002269	美邦服饰	48.21	34.59	25.82	
002397	梦洁家纺	43.84	31.68	26.07	
002327	富安娜	45.97	35.07	27.45	
002291	星期六	48.00	36.12	27.73	
002293	罗莱家纺	49.73	37.72	28.51	
300005	探路者	81.87	51.97	34.60	48.44
002503	搜于特	100.22	57.13	35.63	
002486	嘉麟杰	69.87	55.63	36.48	
002494	华斯股份	80.67	60.87	43.09	
601718	际华集团	27.19	24.86	21.22	
002425	凯撒股份	56.44	43.71	34.08	

来源：聚源数据，国金证券研究所

目前品牌零售企业平均对应 11 年 33.78 倍 PE，而次新股对应 11 年 48.44 倍 PE。我们考虑公司未来稳健增长，给予公司 11 年 35-40 倍 PE，未来合理价格区间 32.45 元-37.08 元，目前股价 29.6 元，给予公司买入评级。

风险提示

- 公司正装占比接近 80%。未来休闲化趋势仍是市场主流，以正装为主要收入来源有业绩低于预期的风险；
- 公司计划利用上市加快直营店建设，直营体系建设需要人才储备和管理制度的提升，而且直面激烈的市场竞争，存在直营店盈利状况低于预期的风险；
- 公司之前 3 年收入基本持平，上市后加盟店继续保持增长，但公司对强势地区以外地区的扩展持谨慎态度，未来加盟收入增速有低于预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	883	888	850	1,030	1,230	1,491
增长率		0.6%	-4.3%	21.2%	19.4%	21.1%
主营业务成本	-590	-569	-532	-606	-710	-842
% 销售收入	66.8%	64.0%	62.6%	58.8%	57.7%	56.5%
毛利	293	319	318	424	520	649
% 销售收入	33.2%	36.0%	37.4%	41.2%	42.3%	43.5%
营业税金及附加	0	0	0	-2	-2	-3
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-146	-157	-134	-165	-199	-241
% 销售收入	16.6%	17.7%	15.7%	16.0%	16.2%	16.2%
管理费用	-41	-39	-44	-56	-69	-83
% 销售收入	4.6%	4.4%	5.1%	5.4%	5.6%	5.6%
息税前利润（EBIT）	105	124	140	202	250	321
% 销售收入	11.9%	14.0%	16.5%	19.6%	20.3%	21.5%
财务费用	-22	0	-11	-11	-2	-2
% 销售收入	2.5%	0.0%	1.3%	1.1%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-2	-1	-6	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	123	123	190	247	319
营业利润率	9.2%	13.9%	14.5%	18.5%	20.1%	21.4%
营业外收支	0	-3	0	0	0	0
税前利润	81	120	123	190	247	319
利润率	9.2%	13.5%	14.5%	18.5%	20.1%	21.4%
所得税	-9	-15	-12	-48	-62	-80
所得税率	11.6%	12.6%	9.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	72	105	111	143	185	239
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	72	105	111	143	185	239
净利率	8.2%	11.8%	13.1%	13.8%	15.1%	16.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72	105	111	143	185	239
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	32	42	40	46	51
非经营收益	19	-1	5	20	14	14
营运资金变动	36	-16	59	-101	-49	-64
经营活动现金净流	156	119	218	101	196	240
资本开支	-15	-49	-172	-28	-59	-60
投资	0	0	0	-101	-100	-50
其他	-408	1	2	0	0	0
投资活动现金净流	-423	-48	-171	-129	-159	-110
股权募资	0	80	0	1,048	-19	0
债权募资	11	100	120	-20	0	0
其他	213	-229	-64	-14	-40	-46
筹资活动现金净流	224	-49	56	1,013	-58	-46
现金净流量	-43	22	104	986	-21	84

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	14	131	185	1,171	1,150	1,234
应收款项	58	84	66	91	109	131
存货	308	296	223	315	389	484
其他流动资产	48	45	78	93	108	128
流动资产	428	557	552	1,670	1,756	1,978
% 总资产	63.5%	64.2%	57.6%	77.4%	74.5%	75.0%
长期投资	0	0	0	101	200	250
固定资产	231	268	349	365	374	379
% 总资产	34.3%	31.0%	36.4%	16.9%	15.9%	14.4%
无形资产	12	39	51	21	26	30
非流动资产	246	310	406	489	602	661
% 总资产	36.5%	35.8%	42.4%	22.6%	25.5%	25.0%
资产总计	674	867	959	2,159	2,358	2,639
短期借款	0	60	200	0	0	0
应付款项	429	332	234	287	339	405
其他流动负债	42	48	58	62	74	91
流动负债	471	440	493	349	413	496
长期贷款	0	40	20	200	200	200
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	471	480	513	549	613	696
普通股股东权益	203	387	446	1,610	1,745	1,944
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	674	867	959	2,159	2,358	2,639

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.697	0.740	0.713	0.927	1.195
每股净资产	49.099	2.583	2.973	8.050	8.724	9.719
每股经营现金净流	37.681	0.795	1.454	0.507	0.980	1.201
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.160	0.200
回报率						
净资产收益率	35.50%	26.98%	24.89%	8.86%	10.63%	12.29%
总资产收益率	10.69%	12.06%	11.58%	6.61%	7.86%	9.05%
投入资本收益率	45.91%	22.22%	19.01%	8.37%	9.63%	11.22%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	0.58%	-4.31%	21.21%	19.44%	21.15%
EBIT增长率	N/A	17.65%	13.15%	43.96%	23.67%	28.48%
净利润增长率	N/A	45.14%	6.20%	28.49%	30.00%	28.87%
总资产增长率	N/A	28.65%	10.58%	125.22%	9.22%	11.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.1	27.4	30.1	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	95.4	194.0	178.0	190.0	200.0	210.0
应付账款周转天数	41.2	62.7	39.6	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	85.1	110.3	149.9	128.8	110.7	92.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.75%	-8.04%	7.80%	-60.33%	-54.44%	-53.21%
EBIT利息保障倍数	4.8	-720.5	12.5	18.5	107.3	159.3
资产负债率	69.89%	55.31%	53.49%	25.43%	26.01%	26.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	2	2
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室