

经营稳健、市场地位快速攀升的高端女装品牌



行业 纺织服装
报告发布日期 2014年11月18日

公司主营业务为“VGRASS”品牌女装的设计、生产和销售。品牌定位高端，在同类产市场综合占有率列前五名。公司采用自主生产和外协相结合的方式，外协生产数量占比 70%。公司坚持以直营模式为主，目前已设立了 356 家门店，其中 316 家为直营店。2011 年至 2014 年 1-9 月，公司营业收入分别增长 61.38%、18.37%、24.81%和 10.30%，净利润分别增长 69.53%、4.05%、43.03%和 4.58%。

行业基本面判断

- 国内女装行业存在较大的提升空间，国内女装人均消费额呈逐年上升趋势，2010 年达到人均 43.9 美元，接近世界平均水平，但离欧美发达国家 300-450 美元的水平有着较大的差距。
- 国内高端女装行业市场容量大，集中度低，我国高端女装的总体市场容量约为 680 亿，2012-2015 年我国高端女装销售复合年增长达到 33.3%，显著高于女装行业整体水平。国内高端女装企业的市场集中度总体上仍处于较低水平，全国重点大型零售企业高端女装销售前十位品牌的市场综合占有率合计为 25.21%，仍低于男装、童装等其他品类服装。

公司基本面判断

- 公司经营稳健，营运能力强，12、13 年主动放缓了开店速度，集中力量对内部管理进行优化提升，调整优化已有店铺位置或者增加店铺面积，渠道档次和店铺经营效率得到进一步提高。公司存货周转率高于同行业可比公司的平均水平，公司备货政策谨慎，且处理过季商品及时，公司库存商品库龄较短。
- 公司定价强调产品的性价比，定价策略符合国内零售市场的大趋势，随着零售市场商品的供大于求，零售渠道的多样化发展，商品的选择大幅增加，消费者愈发关注商品的性价比。

盈利预测

- 我们预计公司 2014-2016 年收入 8.33、9.92、11.87 亿元，同比增长 11.6%、19.0%、19.7%。归属母公司净利润 1.39、1.65、1.96 亿元，同比增长 2.8%、18.4%、18.8%，公司所处行业 2014 年平均估值为 28 倍。

风险提示

- 行业竞争的风险、销售业态发生变化的风险等。

公司主要财务信息

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	598	746	833	992	1,187
同比增长	18.4%	24.8%	11.6%	19.0%	19.7%
营业利润 (百万元)	123	178	177	213	254
同比增长	1.4%	44.8%	-0.3%	20.3%	19.2%
归属母公司净利润 (百万元)	95	136	139	165	196
同比增长	4.0%	43.0%	2.8%	18.4%	18.8%
毛利率	67.2%	68.8%	69.6%	69.7%	69.7%
净利率	15.9%	18.2%	16.7%	16.7%	16.5%
净资产收益率	27.4%	29.9%	15.3%	11.9%	12.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

廉韩杰 纺织服装行业分析师
8621 - 63325888 × 6119
mihanjie@orientsec.com.cn
执业证书编号：S 0860512030002

目录

一、公司概况：国内市场综合占有率列前五名的高端女装品牌.....	3
二、国内高端女装行业：市场容量大，集中度低.....	4
三、公司的竞争优势.....	7
四、募投项目分析.....	10
五、盈利预测和投资分析.....	11
六、风险因素.....	12

图表目录

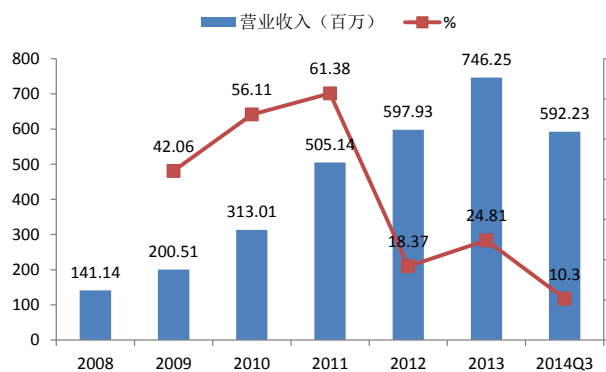
图表 1：公司营业收入及增速.....	3
图表 2：公司净利润及增速.....	3
图表 3：公司直营店铺数和加盟店铺数.....	4
图表 4：公司外包生产数量所占比例.....	4
图表 5：公司毛利率和净利率.....	4
图表 6：公司期间费用率.....	4
图表 7：2009-2013 年全国重点大型零售企业女装和服装零售额增速对比.....	5
图表 8：2009-2013 年全国重点大型零售企业女装和服装零售量增速对比.....	5
图表 9：高端女装销售前十位品牌的市场综合占有率.....	6
图表 10：男装、童装等其他品类服装市场综合占有率.....	6
图表 11：销售收入超过 10 亿元的高端女装企业绝大多数是多品牌运营.....	6
图表 12：2008-2013 年高端女装市场前十位品牌市场综合占有率.....	7
图表 13：公司直营和加盟的月单店收入(万元/家).....	8
图表 14：公司 A 类店铺数量及占比.....	8
图表 15：公司及同行业可比公司存货周转率平均水平.....	8
图表 16：公司及同行业可比公司存货商品库龄结构.....	9
图表 17：品牌服装公司平均销售价格比较.....	9
图表 18：公司和同行业其他品牌的定位及主要产品销售价格对比（元/件）.....	10
图表 19：公司募集资金投资项目.....	10
图表 20：可比公司估值表.....	12

一、公司概况：国内市场综合占有率列前五名的高端女装品牌

公司主营业务为“VGRASS”品牌女装的设计、生产和销售。“VGRASS”品牌定位高端，根据中国商业联合会的调查显示，2012年、2013年“VGRASS”品牌女装在同类产市场综合占有率列前五名。设计方面，公司在上海、南京、韩国首尔设立三个研发中心，负责产品计。截至2014年6月30日，公司共有设计人员136人。生产方面，公司采用自主生产和外协相结合的方式，其中外协生产数量约占总产量的70%。销售方面，公司坚持以直营模式为主，截至2014年6月30日，公司已设立了356家门店，其中316家为直营店，公司95%以上店铺设立在王府井、百盛、金鹰、银泰、八佰伴、银座、武商、巴黎春天等商场及万象城等大型购物中心之中。

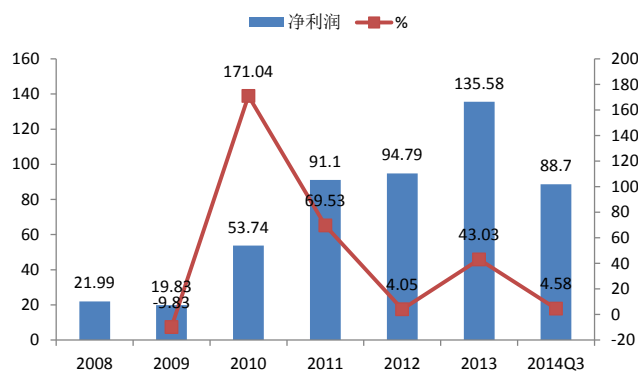
随着公司营销网络的不断完善，品牌影响力的不断提升，公司近年营业收入和净利润持续增长，2011年至2014年1-9月，公司营业收入分别增长61.38%、18.37%、24.81%和10.30%，净利润分别增长69.53%、4.05%、43.03%和4.58%。

图表 1：公司营业收入及增速



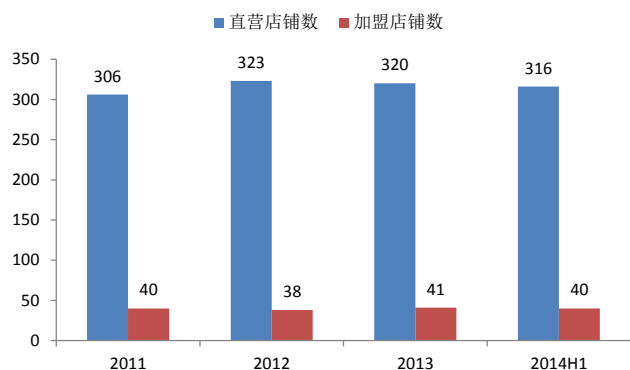
资料来源：公司招股说明书；东方证券研究所整理

图表 2：公司净利润及增速



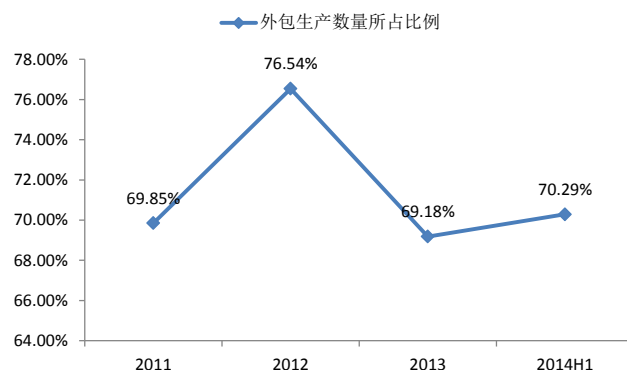
资料来源：公司招股说明书；东方证券研究所整理

图表 3: 公司直营店铺数和加盟店铺数



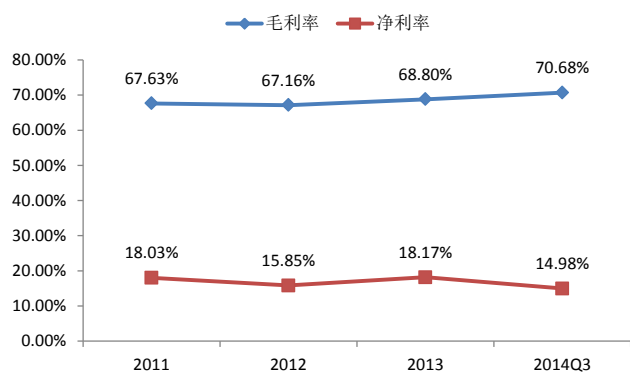
资料来源: 公司招股说明书; 东方证券研究所整理

图表 4: 公司外包生产数量所占比例



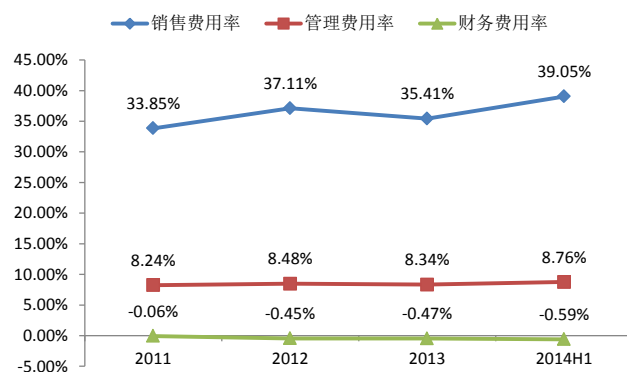
资料来源: 公司招股说明书; 东方证券研究所整理

图表 5: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司招股说明书; 东方证券研究所整理

图表 6: 公司期间费用率



资料来源: 公司招股说明书; 东方证券研究所整理

二、国内高端女装行业: 市场容量大, 集中度低

1、国内女装行业存在较大的提升空间

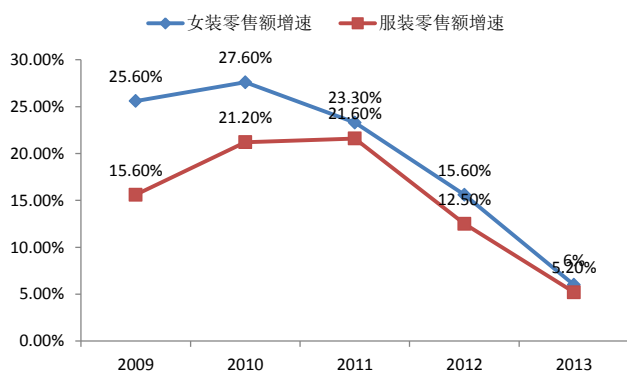
根据 Euromonitor 的统计, 1998-2010 年国内女装人均消费额呈逐年上升趋势, 2010 年达到人均 43.9 美元, 逐渐接近世界平均水平, 但离欧美发达国家 300-450 美元的水平有着较大的差距。另外从发达国家男女服装消费的比例来看, 女装消费显著多于男装消费。例如, 美国、日本、韩国等成熟市场的女装和男装的消费比分别为 1.8: 1、2.4: 1 和 1.7: 1, 而目前中国女装男装消费比仅

接近 1:1。考虑到随着社会地位和生活状况的改善，加之女性对时尚和美丽的持续追求，国内女性对女装的消费意愿和能力正在加强，因此我们预计未来国内女装消费将加速上升。

2、近年女装的零售额和零售量增长持续高于行业

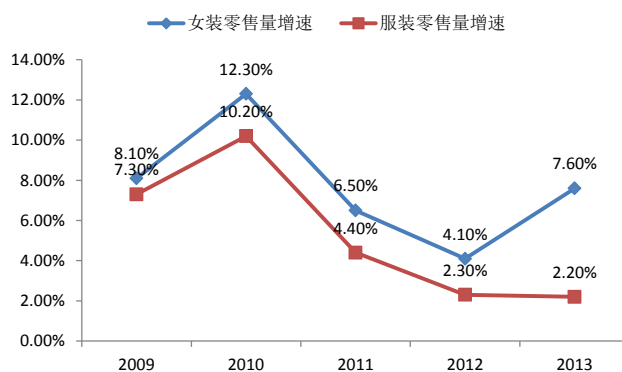
尽管女装销售增速近年受到整体经济环境的影响出现一定波动，但仍保持高于行业的增长。根据中华全国商业信息中心数据统计：2009 年-2013 年，全国重点大型零售企业女装零售额增速和服装零售额增速均呈下降趋势，但从各年看，女装零售额增速始终高于服装零售额增速。同样，2009-2013 年，全国终端大型零售企业女装零售量增速和服装零售量增速均基本呈下降趋势，但从各年看，女装零售量增速始终高于服装零售量增速。

图表 7：2009—2013 年全国重点大型零售企业女装和服装零售额增速对比



资料来源：中华全国商业信息中心；东方证券研究所整理

图表 8：2009—2013 年全国重点大型零售企业女装和服装零售量增速对比



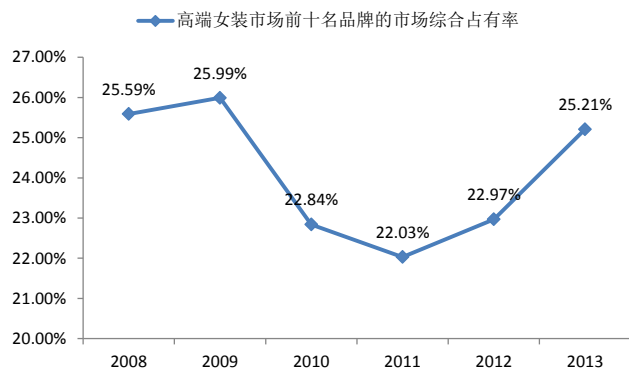
资料来源：中华全国商业信息中心；东方证券研究所整理

3、国内高端女装行业市场容量大，集中度低

根据中华全国商业信息中心数据，我国高端女装的总体市场容量约为 680 亿，其中来自高端百货商场渠道的市场容量为 500 亿。2012-2015 年，我国高端女装销售复合年增长达到 33.3%，显著高于女装行业整体水平，预计高端女装市场容量占比将由 2011 年的 12% 提升至 2015 年的 22%。

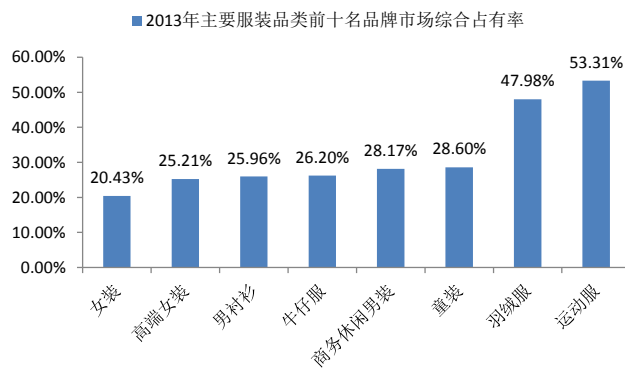
虽然市场容量大，但国内高端女装企业的市场集中度总体上仍处于较低水平，根据中华全国商业信息中心的统计，2013 年，全国重点大型零售企业高端女装销售前十位品牌的市场综合占有率合计为 25.21%，相比 2012 年略有提升，但仍低于男装、童装等其他品类服装。因为我们预计行业龙头企业有望凭借其在品牌、产品、供应链、销售渠道等方面的优势，业绩增长受益于行业集中度的提升。

图表 9：高端女装销售前十位品牌的市场综合占有率



资料来源：中华全国商业信息中心；东方证券研究所整理

图表 10：男装、童装等其他品类服装市场综合占有率



资料来源：中华全国商业信息中心；东方证券研究所整理

4、国内高端女装行业也面临同质化的问题

我国高端女装行业同样也面临产品同质化的问题，多数品牌特色风格不明显，缺乏个性、独创性和相对独立的特色风格，其背后的原因是，1) 我国服装行业的整体设计水准与国际水平尚存差距，国内服装设计师的输送培养机制也有待改进，2) 企业的研发投入相对不足，创意匮乏，模仿现象比较严重，3) 大部分的高端面料需要国际采购，国内女装面料原创设计能力缺乏。

5、多品牌是国内高端女装行业未来的发展方向

多品牌是国内高端女装行业未来的发展方向，国内销售收入超过 10 亿元的高端女装企业绝大多数是多品牌运营，这主要是由于全国的一二线城市及其可容纳的中高端商场数量有限，国内中高端商场资源相对匮乏，制约了高端服装单一品牌的门店数量。根据中华商业信息中心的数据统计，2009 年至今，高端女装单一品牌的市场占有率均未超过 4%，当门店开到一定规模后，将遇到瓶颈，从而导致单一品牌市场占有率存在天花板。

图表 11：销售收入超过 10 亿元的高端女装企业绝大多数是多品牌运营

公司名称	主要产品品牌	销售收入 (百万)
宝姿时装有限公司	PORTS、BMWlifestyle	2137.09
深圳玛丝菲尔时装股份有限公司	Marisfrolg、MASFER.SU、AUM、ZhuChongYun	1848.83
朗姿股份有限公司	LANCY FROM 25、MOJO S.PHINE、LIME FLARE、marie n° mary	1378.83
欣贺股份有限公司	JORYA、JORYA weekend、恩曼琳、巨式国际、卡	2095.57

	洛琳、AIVEI、QDA	
深圳歌力思服饰股份有限公司	ELLASSAY、WITH SONG	710.41
凯撒中国股份有限公司	凯撒	506.38
维格娜丝时装股份有限公司	VGRASS	746.25

资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

三、公司的竞争优势

1、市场地位快速攀升

公司在高端女装行业确立了较为领先的地位，根据中华商业信息网发布的《2011 年高端女装市场品牌发展分析报告》，公司“VGRASS”品牌的市场地位快速提升，在全国高端女装市场的排名从 2009 年的第十名提高到 2011 年的第五名，另据中华商业联合会、中华全国商业信息中心的调查显示，2012 年、2013 年“VGRASS”品牌女装在同类产品市场综合占有率列前五名。

图表 12：2008—2013 年高端女装市场前十位品牌市场综合占有率

排序	2008 年		2009 年		2010 年	
	品牌	占有率	品牌	占有率	品牌	占有率
1	宝姿	5.91%	宝姿	3.68%	宝姿	3.05%
2	白领	4.31%	雅莹	3.42%	玛丝菲尔	2.95%
3	玛丝菲尔	3.69%	玛丝菲尔	3.39%	朗姿	2.78%
4	朗姿	2.04%	朗姿	3.37%	雅莹	2.71%
5	奥菲欧	1.94%	白领	3.30%	阿玛施	2.35%
6	斯尔丽	1.91%	沐兰	1.93%	白领	2.11%
7	萨依	1.61%	阿玛施	1.83%	维格娜丝	2.02%
8	沐兰	1.45%	柯罗芭	1.72%	歌力思	1.70%
9	雅莹	1.40%	奥菲欧	1.71%	音儿	1.65%
10	例外	1.33%	维格娜丝	1.64%	娜尔思	1.52%
排序	2011 年		2012 年		2013 年	
	品牌	占有率	品牌	占有率	品牌	占有率
1	宝姿	2.99%	玛丝菲尔	3.15%	玛丝菲尔	3.66%
2	玛丝菲尔	2.88%	宝姿	2.87%	雅莹	3.58%
3	雅莹	2.70%	朗姿	2.75%	朗姿	3.10%
4	朗姿	2.22%	维格娜丝	2.69%	宝姿	2.56%
5	维格娜丝	2.14%	雅莹	2.52%	维格娜丝	2.52%
6	阿玛施	2.13%	歌力思	2.16%	歌力思	2.27%

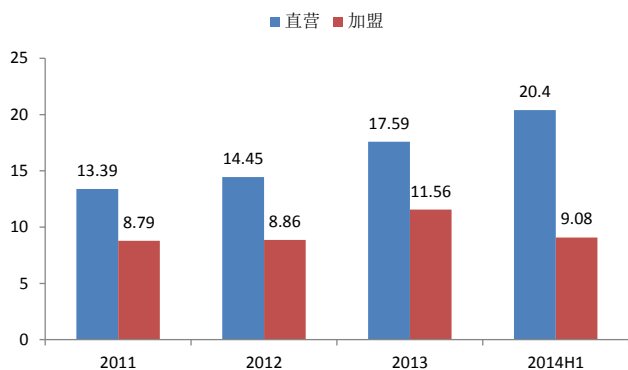
7	歌力思	2.10%	阿玛施	2.00%	敦奴	2.11%
8	娜尔思	1.71%	白领	1.68%	声雨竹	2.02%
9	白领	1.58%	珂莱蒂尔	1.58%	斯尔丽	1.80%
10	音儿	1.58%	敦奴	1.57%	珂莱蒂尔	1.59%

资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

2、经营稳健，营运能力强

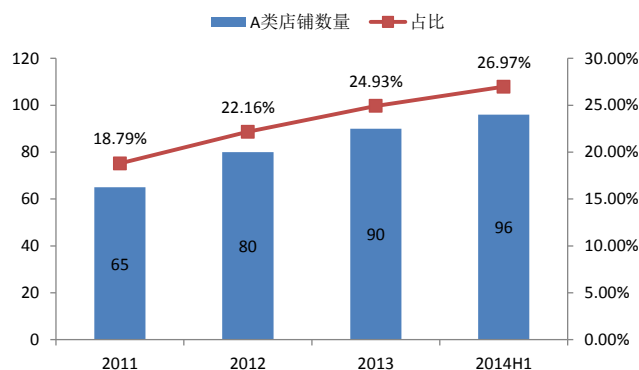
公司经营十分稳健，面对近年行业增速放缓，公司主动在 2012 年、2013 年放缓了开店的速度，集中力量对内部管理进行优化提升，调整优化已有店铺位置或者增加店铺面积。2012 年、2013 年，公司分别调整并重新装修的店铺数量分别为 33 家、44 家。随着渠道档次和店铺经营效率的进一步提高，公司近年门店月单店收入呈现快速增长态势。

图表 13：公司直营和加盟的月单店收入(万元/家)



资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

图表 14：公司 A 类店铺数量及占比



资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

另外公司的存货周转率高于同行业可比公司的平均水平，考虑到公司直营占比较高，因此更加凸显公司对存货管理的严格和有效。由于公司备货政策谨慎，且处理过季商品及时，公司库存商品库龄较短。公司主要通过，1) 事前合理规划，增强产品的适销性，2) 事中灵活管理，有效减少过季和滞销商品，3) 事后及时处理过季商品等手段保证了存货管理的有效。

图表 15：公司及同行业可比公司存货周转率平均水平

公司	2011	2012	2013
维格娜丝	1.49	1.35	1.44
凯撒股份	0.71	0.73	0.61
朗姿股份	1.79	1.06	0.93

玛丝菲尔	0.72	0.68	0.71
欣贺股份	0.89	0.7	0.67
歌力思	0.81	0.88	0.77

资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

图表 16：公司及同行业可比公司存货商品库龄结构

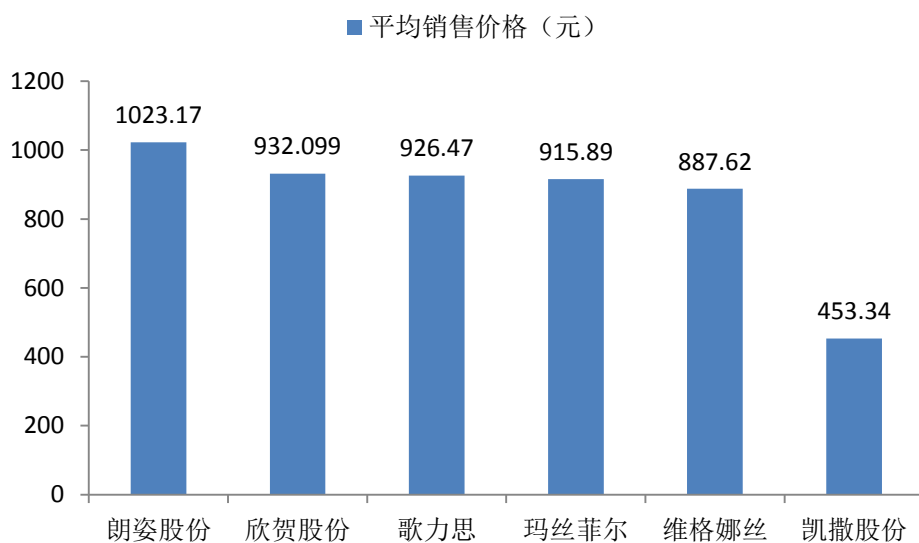
库龄	玛丝菲尔	欣贺股份	歌力思	维格娜丝
1 年以内	73.80%	43.22%	49.97%	81.16%
1-2 年		25.46%	24.15%	15.31%
2 年以上	26.20%	31.32%	25.87%	3.53%

资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

3、产品性价比较高

公司定价强调产品的性价比，具体定价时，公司根据以往的销售数据制定价格带，确定产品价格的上下限，再参照竞争品牌价格和每款服装的成本，制定有竞争力的价格，形成全国统一吊牌价。以 2013 年的统计数据为例，公司产品平均销售价格较国内其他同档次的高端女装品牌更具性价比，我们认为公司的定价策略是符合目前国内零售市场的大趋势的。随着零售市场商品的供大于求，零售渠道的多样化发展，商品的选择大幅增加，消费者愈发关注商品的性价比。

图表 17：品牌服装公司平均销售价格比较



注：欣贺股份在计算时剔除了定位二三线的 AIVEI 品牌和定位平价时尚的 QDA

资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

图表 18：公司和同行业其他品牌的定位及主要产品销售价格对比（元/件）

公司		歌力思	玛丝菲尔		公司
产品定位		高档女装	主要品牌“玛丝菲尔”、“玛丝菲尔素”定位于高端女装	平均	高端女装
价格比较	外套	1974.88	2425.56	2200.22	1626.13
	裤子	576.88	657.59	617.24	518.15
	裙子	979.43	1039.51	1009.47	839.66

资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

四、募投项目分析

公司拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 3699.50 万股，具体发行价格将根据市场情况和询价结果确定，所募集到的资金扣除发行费用后将按其轻重缓急程度的顺序，用于投资营销网络建设项目、研发设计中心升级项目和与主营业务相关的流动资金项目。

图表 19：公司募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额（百万）	拟用募集资金投资额（百万）	募集资金投入完成时间
1	营销网络建设项目	259.543	259.543	24 个月
2	研发设计中心升级建设项目	109.74	109.74	12 个月
3	与主营业务相关的流动资金项目	290	290	
合计		659.283	659.283	

资料来源：公司招股书；东方证券研究所整理

1、营销网络建设项目

本项目总投资 25954.30 万元，其中工程建设投资 20825.70 万元，流动资金 5128.60 万元，项目建设期 2 年，新开直营店铺共计 152 家，其中旗舰店 2 家，商场店 150 家，预计年可实现销售收入 33200 万元。

我们认为，营销网络建设项目，是实现公司发展战略的重要途径，借鉴西方成功服装企业的经验，完善高效的营销网络是企业实现跨越式发展的关键因素。有利于进一步优化、完善现有营销网络布

局，继续加强一、二线城市网络建设的投入，同时对销售薄弱的地区加大市场投放力度。有助于增强公司盈利能力，综合提升公司市场竞争力。增强消费体验，提升品牌形象。

2、研发设计中心升级建设项目

本项目总投资为 10974 万元，全部为建设投资，项目建设周期为 12 个月。我们认为，随着项目顺利实施，公司的设计及研发能力将得到显著的提升，品牌附加值将得到进一步提高，公司的设计师数量及专业素质将有较大幅度的提升，将提高公司对国际时尚女装潮流触觉的敏锐度，同时高级制版师、工艺指导员的引进，将增强公司的技术人才储备，提高公司品牌的整体设计水平。

3、与主营业务相关的流动资金项目

本项目总投资为 29000 万元。我们认为，流动资金项目一方面将有助于解决公司未来用自有资金新建集生产、仓储、管理于一体的总部基金对自有资金的需求，另一方面有利于公司在继续做强“VGRASS”品牌时，选择合适时机建立其他品牌，探索多品牌经营模式，包括未来考虑收购兼并优秀服装品牌，快速拓展公司经营规模和市场影响力，对大量资金的需求。另外，随着公司销售规模的不断扩大，募集资金项目实施后，公司店铺及销售规模均将大幅增加，需要大量资金以扩大销售规模。

五、盈利预测和投资分析

我们对公司的盈利作如下假设：

1、我们预计公司 2014 年至 2016 年直营店铺数量分别为 316 家、361 家和 406 家，2014 年店铺数较 2013 年下降主要是基于公司 2014 年中期数据，2015 年和 2016 年每年净开店 45 家主要是基于公司募投的营销网络建设项目 2 年建设期，152 家新开直营店中截至 2014 年 6 月 30 日，公司已新开 62 家募集资金投资项目店铺，募集资金到位后将以募集资金置换先期投入的自有资金，因此还未建设的直营店铺共 90 家，两年平均每年建设 45 家。我们预计公司 2014 年至 2016 年直营店店效分别为 251.33 万元/店、263.90 万元/店、282.37 万元/店，2014 年较 2013 年增长 15%主要是基于公司 2014 年中期数据，2015 年和 2016 年店效增速放缓主要是基于一方面公司新开店较多，另一方面我们预计行业竞争激烈，公司未来继续提价空间有限。由此，我们预计公司 2014 年至 2016 年直营收入分别为 79419.93 万元、95266.22 万元和 114641.4 万元。

2、我们预计公司 2014 年至 2016 年加盟店铺数分别为 40 家、40 家、40 家，2014 年加盟店铺数较 2013 年下降主要是基于公司 2014 年中期数据，2015 年和 2016 年每年净开店为 0 主要是基于在目前行业的大环境下，加盟商经营能力较弱。我们预计公司 2014 年至 2016 年加盟店店效分别为 97.11 万元/店、97.11 万元/店、101.96 万元/店，2014 年较 2013 年下降 15%主要是基于公司 2014 年中期数据，2015 年和 2016 年我们预计公司加盟店店效有一定程度的复苏。由此，我们预计公司 2014 年至 2016 年加盟收入分别为 3884.20 万元、3884.20 万元和 4078.41 万元。

3、我们预计公司 2014 年至 2016 年综合毛利率分别为 69.59%、69.67%和 69.72%。2014 年毛利率较 2013 年增加接近 1 个百分点主要是基于公司销售价格提高和高毛利率直营收入占比提高，2015 年和 2016 年毛利率继续小幅增加，主要是基于直营收入占比提高。

4、我们预计公司 2014 年至 2016 年销售费用率分别为 39%、39%和 39%，其中 2014 年较 2013 年增加超过 3 个百分点主要是由于公司收入增速放缓但销售费用较为固定所致，2015 年和 2016 年虽然我们预计公司收入增速有所回升，但是考虑到新开店铺数量较多，费用较高，因此预计销售费用率和 2014 年持平。我们预计公司 2014 年至 2016 年管理费用率分别为 8.76%、8.76%、8.76%，2014 年管理费用率有一定增加主要是基于公司 2014 年中期数据。

5、我们预计公司 2014 年至 2016 年的所得税率为 25%。

我们预计公司 2014-2016 年收入分别为 8.33、9.92、11.87 亿元，同比增长 11.6%、19.0%、19.7%；归属母公司净利润分别为 1.39、1.65、1.96 亿，同比增长 2.8%、18.4%、18.8%。

目前公司所处的品牌鞋服行业主要上市公司 2014 年平均估值水平为 28 倍 PE，2015 年平均估值水平为 24 倍 PE。

图表 20：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2014/11/17	每股收益(元)				市盈率			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
朗姿股份	002612	22.53	1.17	0.78	0.88	1.03	19.28	28.73	25.52	21.90
卡奴迪路	002656	16.50	0.75	0.33	0.38	0.43	22.10	49.45	43.82	38.35
七匹狼	002029	10.37	0.50	0.38	0.43	0.48	20.67	27.59	24.14	21.41
九牧王	601566	12.94	0.94	0.76	0.84	0.94	13.84	16.96	15.34	13.77
美邦服饰	002269	11.05	0.40	0.31	0.40	0.47	27.55	35.43	27.95	23.67
森马服饰	002563	37.36	1.35	1.64	1.97	2.31	27.75	22.72	18.95	16.16
奥康国际	603001	16.88	0.68	0.62	0.75	0.92	24.68	27.03	22.38	18.26
探路者	300005	18.26	0.49	0.62	0.77	0.94	37.63	29.35	23.60	19.42
贵人鸟	603555	13.85	0.69	0.57	0.63	0.70	20.08	24.30	21.98	19.79
	最大值						37.63	49.45	43.82	38.35
	最小值						13.84	16.96	15.34	13.77
	平均数						23.73	29.06	24.86	21.41
	调整后平均						23.16	27.88	23.51	20.09

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所整理

六、风险因素

1、行业竞争的风险

2012 年以来，服装行业增速有所下降，部分服装行业上市公司出现经营业绩下降，甚至亏损的情形，如果未来服装行业，特别是高端女装市场增速下降，甚至出现负增长，行业竞争将更加激烈，若公司不能采取积极措施，保持和扩大市场份额，将面临业绩下降的风险。

2、销售业态变化的风险

高档女装购买者注重消费体验，因此，高端女装产品一直以来都是通过百货商场销售为主，公司目前大多数店铺设立在商场中，如果未来销售业态发生较大变化，公司未能顺应变化趋势，公司将面临销售渠道不畅、业绩下滑的风险。

3、实际发行股份与预测差异

目前报告预测的股本和摊薄后每股收益皆以我们预测的发行股数为依据，可能会存在因公司实际的发行股数不同而产生差异的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	177	298	1,143	1,142	1,186	营业收入	598	746	833	992	1,187
应收账款	37	37	41	49	58	营业成本	196	233	253	301	360
预付账款	7	9	11	13	15	营业税金及附加	7	11	11	14	16
存货	170	154	167	211	252	营业费用	222	264	325	387	463
其他	5	8	9	10	13	管理费用	51	62	73	87	104
流动资产合计	397	506	1,371	1,425	1,524	财务费用	(3)	(4)	(7)	(11)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	1	2	2
固定资产	32	32	29	136	231	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	11	12	11	10	9	其他	0	0	0	0	0
其他	36	30	0	0	0	营业利润	123	178	177	213	254
非流动资产合计	83	77	43	149	243	营业外收入	5	6	10	9	9
资产总计	480	583	1,413	1,574	1,767	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	127	181	186	220	262
应付账款	38	34	41	48	57	所得税	32	46	46	55	65
其他	45	37	62	72	84	净利润	95	136	139	165	196
流动负债合计	84	71	104	119	141	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	95	136	139	165	196
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.64	0.92	0.94	1.12	1.33
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0						
负债合计	84	72	104	119	141						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	111	111	148	148	148						
资本公积	118	118	741	741	741	成长能力					
留存收益	166	282	421	566	737	营业收入	18.4%	24.8%	11.6%	19.0%	19.7%
其他	0	(0)	0	0	0	营业利润	1.4%	44.8%	-0.3%	20.3%	19.2%
股东权益合计	396	511	1,310	1,454	1,626	归属于母公司净利润	4.0%	43.0%	2.8%	18.4%	18.8%
负债和股东权益	480	583	1,413	1,574	1,767	获利能力					
						毛利率	67.2%	68.8%	69.6%	69.7%	69.7%
						净利率	15.9%	18.2%	16.7%	16.7%	16.5%
						ROE	27.4%	29.9%	15.3%	11.9%	12.7%
						ROIC	25.9%	28.7%	14.0%	10.9%	11.8%
						偿债能力					
						资产负债率	17.5%	12.3%	7.3%	7.6%	8.0%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	4.73	7.09	13.24	11.93	10.78
						速动比率	2.67	4.87	11.58	10.11	8.94
						营运能力					
						应收账款周转率	17.4	19.4	20.4	21.0	21.1
						存货周转率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
						总资产周转率	1.4	1.4	0.8	0.7	0.7
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.64	0.92	0.94	1.12	1.33
						每股经营现金流	0.60	1.24	1.21	0.84	1.17
						每股净资产	2.67	3.45	8.85	9.83	10.98
						估值比率					
						市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						市净率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：东方证券研究所。由于发行股数尚未确定，本表中股本预测值参考招股说明书发行股数上限，每股指标均按照考虑发行股数上限后全面摊薄

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn