



张凤展
021-53519888-1932
Bluesky9272003@hotmail.com
执业证书编号: S0870511030001

以稳为上, 稳步前行

主要观点:

丰富产品系列, 上装增长迅猛

以男裤作为公司产品的核心代表, 公司在其他品类上的发展迅速。今年, 公司的同店增长速度较高, 其中直营店同店增长达到20%, 提价因素占了很大比例, 今年整体价格上升19%, 而价格的提升与上装销量的增加有很大关系, 从历史产品结构看到, 公司的裤装销售占比已经从2008年的55%降低至2010年度的52%左右。上装将是公司持续增长的一个主要来源。

明年由于通货膨胀, 原材料以及成本费用的提升, 公司的产品价格会进一步提升, 但是提价的比例预计会低于今年。

表 1: 公司产品结构

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
男裤	87,738.51	52.53%	75,499.64	53.97%	68,073.56	55.45%
茄克	27,664.48	16.56%	21,084.50	15.07%	18,043.19	14.70%
T恤	15,529.84	9.30%	12,816.66	9.16%	8,644.03	7.04%
衬衫	12,726.58	7.62%	10,343.42	7.39%	8,510.32	6.93%
其他	23,357.14	13.98%	20,158.93	14.41%	19,490.62	15.88%
合计	167,016.55	100.00%	139,903.15	100.00%	122,761.73	100.00%

数据来源: 招股说明书, 上海证券

基本数据 (Y11Q3)

报告日股价 (元)	26.33
12mth A 股价格区间 (元)	19.01/28.09
总股本 (百万股)	572.93
无限售 A 股/总股本	21%
流通市值 (百万元)	3160
每股净资产 (元)	6.67
PBR (X)	3.95

主要股东 (Y11Q3)

九牧王国际投资控股有限公司	58.91%
泉州市铂锐投资管理有限公司	5.26%

收入结构 (Y11Q3)

男裤	53.93%
衬衫	13.34%
夹克	12.16%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ11-CT10

相关报告:

首次报告日期: 2011-11-08

渠道稳步下沉

在营销渠道上, 九牧王以直营销渠道为主体、间接销售渠道为辅助、多种营销渠道共存的立体交叉营销渠道系统。目前, 公司有 30 多个分公司, 在此基础上, 全国二级城市推行加盟体系, 利用品牌的知名度和在一级市场相当优异的成绩以及优惠的政策吸引经销商的加盟, 使九牧王的营销网络由大中城市向纵深发展。截止 2011 年三季度, 公司今年净增门店 313 家, 其中加盟店 261 家, 直营店 52 家, 新开门店中专卖店的占比比较大。截止目前, 从销售终端的数量上来看, 直营门店占比 23%, 直营收入占比进一步下降, 为 33%。随着公司加盟比例的提升, 会带动公司综合毛利率的下降。

在营销渠道的拓展计划中, 除了进一步巩固公司在一、二线城市的优势外, 渠道进一步下沉, 但是下沉的步伐不会迈的太大。

表 2: 销售终端

项目	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
销售终端总数量	2,710	2,525	2,325
其中: 直营	645	594	578
加盟	2,065	1,931	1,747
增长比例	7.33%	8.60%	-
项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
主营业务收入	167,016.55	139,903.15	122,761.73
增长比例	19.38%	13.96%	-
直营模式	60,567.87	58,350.95	46,260.43
加盟模式	106,448.68	81,552.20	76,501.30
单店收入			
直营模式	94	98	80
加盟模式	52	42	44
占比: 直营	36%	42%	38%
加盟	64%	58%	62%
综合毛利率	55.72.53%	48.03%	47.45%

数据来源: 招股说明书, 上海证券

多品牌

与利郎操作子品牌L2多品牌战略一样, 九牧王也成立一家全资子公司玛斯(厦门)投资管理有限责任公司, 负责全面操盘FUN, 在今年3月, FUN刚开第一家门店, 希望今年能够开设30-50家门店。按照定位, 九牧王计划将新的“FUN”牌打造一个“完全颠覆过去形象的潮流品牌”, 定价则选择中等偏上。对于该品牌的运作还需要后续考察, 短期对公司业绩不会有大的影响

在电子商务业务的操作上, 公司没有自建电子商务的打算, 公司只是利用电子商务作为消化库存的一个渠道。

对于超募资金, 公司还没有具体的计划, 整体的投资会比较谨慎。

■ 投资建议:

九牧王管理层经营风格稳健扎实, 在业务的发展上, 在巩固原有裤装优势的基础上, 上装成为公司业绩持续增长的又一助剂, 在渠道扩展上, 利用原有在渠道优势, 得以迅速开展加盟业务向三线城市进一步渗透, 有较大发展空间。预计 2011-2013 年公司每股收益分别为 0.90、1.21、1.29 元。维持“跑赢大市”投资评级。(2013 年的 EPS 含有所得税变动因素, 由于公司所得税优惠在 2013 年到期, 因此我们保守预测在 2013 后, 所得税按照 25% 税率征收)

数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1675	2251	2889	3561
年增长率 (%)	19.3%	34.4%	28.3%	23.2%
归属于母公司的净利润	360	516	694	738
年增长率 (%)	39.8%	43.2%	34.5%	6.3%
每股收益 (元)	0.80	0.90	1.21	1.29
PER (X)	42.45	29.65	22.04	20.73

注: 总股本为 572.93 百万股计算

盈利预测:

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	971	5739	4200	4913	营业收入	1675	2251	2889	3561
现金	221	4503	3173	3165	营业成本	744	979	1257	1567
应收账款	78	350	-75	414	营业税金及附加	4	23	29	36
其他应收款	9	21	24	30	营业费用	391	495	636	783
预付账款	138	294	274	376	管理费用	105	158	202	249
存货	449	516	722	821	财务费用	0	-5	-39	-69
其他流动资产	77	55	82	107	资产减值损失	11	11	11	11
非流动资产	621	691	1555	1796	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	299	356	1250	1505	营业利润	420	590	794	984
无形资产	118	118	118	118	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	204	218	187	173	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	1592	6430	5755	6709	利润总额	420	590	794	985
流动负债	616	2430	1060	1276	所得税	60	74	99	246
短期借款	37	1603	30	33	净利润	361	516	695	738
应付账款	202	294	377	470	少数股东损益	0	0	0	1
其他流动负债	378	534	653	773	归属母公司净利润	360	516	694	738
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	420	602	797	988
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.80	0.90	1.21	1.29
其他非流动负债	0	0	0	0					

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	19.3%	34.4%	28.3%	23.2%
营业利润	64.6%	40.7%	34.4%	24.0%
归属于母公司净利润	39.8%	43.2%	34.5%	6.3%
获利能力				
毛利率(%)	55.6%	56.5%	56.5%	56.0%
净利率(%)	21.5%	22.9%	24.0%	20.7%
ROE(%)	39.7%	13.1%	15.0%	13.8%
ROIC(%)	47.4%	52.2%	46.3%	31.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.7%	37.8%	18.4%	19.0%
净负债比率(%)	5.97%	65.96%	2.84%	2.59%
流动比率	1.58	2.36	3.96	3.85
速动比率	0.84	2.15	3.27	3.20
营运能力				
总资产周转率	1.16	0.56	0.47	0.57
应收账款周转率	19	10	20	20
应付账款周转率	4.42	3.95	3.75	3.70
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.90	1.21	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.50	1.94	0.41
每股净资产(最新摊薄)	1.59	6.86	8.08	9.36
估值比率				
P/E	42.45	29.65	22.04	20.73
P/B	16.83	3.89	3.31	2.85
EV/EBITDA	36	25	19	15

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	182	289	1110	234
净利润	361	516	695	738
折旧摊销	0	17	42	74
财务费用	0	-5	-39	-69
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	0	-251	431	-536
其他经营现金流	-179	12	-20	28
投资活动现金流	-193	-86	-905	-315
资本支出	216	0	900	310
长期投资	8	88	5	5
其他投资现金流	32	1	0	0
筹资活动现金流	-76	4079	-1534	72
短期借款	37	1566	-1573	3
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	375	120	0	0
资本公积增加	91	2388	0	0
其他筹资现金流	-579	5	39	69
现金净增加额	-87	4282	-1330	-8

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	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	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	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	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。