

九牧王 (601566.SH) 服装行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)61038278
zhangbin@gjzq.com.cn

管理团队将共同关注公司的长远发展

事件

- 公司于 2012 年 2 月 6 日公告其股权激励计划草案: 本激励计划包括股票期权激励计划、限制性股票激励计划两部分, 拟向 150 人授予权益总计 1300 万份 (预留 120 万份给预留激励对象), 其中, 股票期权激励、限制性股票激励各半, 均为 650 万份 (股); 有效期自授权日起五年; 这是公司自上市以来的首期股权激励计划; 激励对象涉及到公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心业务 (技术) 人员;
- 同时授予激励对象同等份额的股票期权、限制性股票:
 - 6 名高管共计获授期权、限制性股票均为 128.85 万份 (股), 占期权总数的 19.82%;
 - 期权行权价格为 21.73 元、股票授予价为每股 10.34 元, 其中股票来源为公司向激励对象定向发行 650 万股股票;
 - 行权条件、解锁条件均为: 1) 以 2010 年扣除非经常性损益净利润为基数, 2012-2014 年净利润增幅分别不低于 44%、71%、107%, 即 2010-2012 年净利润复合增速不低于 20%、2013-2014 年净利润同比增幅分别不低于 18.75%、21.05%; 2) 同时, 2012-2014 年净资产收益率分别不低于 11%、12%、13%。
 - 若符合行权条件: 1) 在授权日满 12 (24、36) 个月起至未来 12 个月内, 激励对象可按 30%、25%、45% 的比例行权, 同时分别解锁 30%、25%、45% 的股票数量比例;

评论

- 同时激励股票期权及限制性股票, 凸显公司信心:
 - 若将本次激励的行权条件 (解锁条件) 换算成同比增速: 即为 2010-2014 四年间公司净利润同比复合增长率不得低于 19.9%;
 - 股权激励方案的推出充分显示了公司管理层对于未来几年男装行业及公司业绩高增长的信心;
 - 150 名股权激励对象涵盖了 6 名董事、高管, 中层管理人员及核心技术 (业务) 人员, 我们认为这将有利于维护公司管理层稳定, 为公司留住核心人才和主要骨干, 有利于管理团队共同关注公司的长远发展。
- 我们预计公司完全可以实现股权激励所必要的业绩增长条件:
 - 目前男装行业处于品牌化发展阶段, 消费升级、城镇化建设的推进将给行业带来更多的品牌产品需求, 行业未来几年发展潜力较大;
 - 公司的品牌特色较为显著, 核心优势仍然是男裤的品牌实力及渠道优势, 未来公司将继续依托男裤品牌带动其他产品品类的拓展; 同时依靠公司完善的渠道结构, 以直营与代理相结合的方式、商场店铺与专卖店相结合的方式, 在渠道稳步下沉的同时, 深化男裤品牌实力, 拓展其他品类的竞争实力;
 - 在品类延伸的同时, 公司尝试多品牌化建设, 目前公司已有 FUN、Calliprimo、VIGANO 三个子品牌, 这有利于公司抓住更多细分消费群体, 为公司的中长期发展打下基础;
 - 目前阶段男装企业处于渠道竞争阶段向品牌竞争阶段过渡时期, 公司面临由外延式扩张渐渐向内生性增长阶段过渡的转型期, 内生性增长更需要公司管理层对业务的持续付出和长期努力;

投资建议

- 维持原有的盈利预测不变, 目前公司 65% 的终端渠道集中在一、二线城市, 未来随着二三线城市的渠道覆盖、产品品类的不断完善和优化, 我们预计公司未来业绩将继续保持平稳、较快的增长; 预测公司净利润分别为 5.07、6.86、9.22 亿元, 同比增速分别 40.6%、35.4%、34.4%, 对应的 EPS 分别为 0.884、1.198、1.610 元, 维持公司买入评级。

图表1: 销售预测表

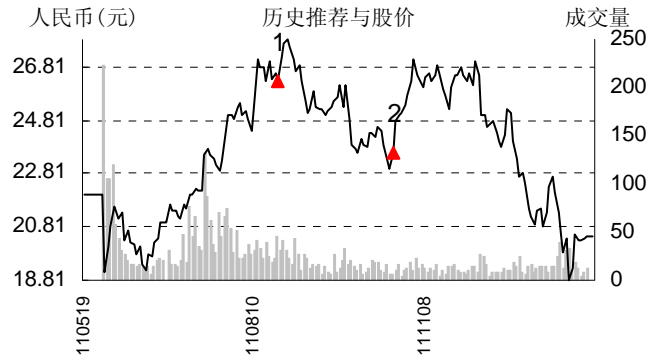
项 目	2008	2009	2010	1H11	2011E	2012E	2013E
男裤							
销售收入(百万元)	680.74	755.00	877.39	519.82	1,096.73	1,316.08	1,579.29
增长率(YOY)		10.91%	16.21%	22.23%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	47.20%	48.18%	57.02%	56.70%	57.00%	57.00%	57.00%
销售成本(百万元)	359.43	391.24	377.10	225.08	471.59	565.91	679.10
增长率(YOY)		8.85%	-3.61%	25.11%	25.06%	20.00%	20.00%
毛利(百万元)	321.31	363.76	500.28	294.74	625.14	750.16	900.20
增长率(YOY)		13.21%	37.53%	20.12%	24.96%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	55.45%	53.97%	52.53%	54.04%	49.87%	46.64%	43.83%
占主营业务利润比重	55.16%	54.14%	53.76%	54.06%	51.24%	47.91%	44.97%
夹克							
销售收入(百万元)	180.43	210.85	276.64	117.25	414.97	580.95	784.29
增长率(YOY)		16.86%	31.21%	58.25%	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率	46.03%	47.61%	50.70%	54.71%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本(百万元)	97.38	110.46	136.39	53.10	207.48	290.48	392.14
增长率(YOY)		13.43%	23.47%	59.08%	52.13%	40.00%	35.00%
毛利(百万元)	83.05	100.38	140.26	64.15	207.48	290.48	392.14
增长率(YOY)		20.87%	39.72%	57.57%	47.93%	40.00%	35.00%
占总销售额比重	14.70%	15.07%	16.56%	12.19%	18.87%	20.59%	21.77%
占主营业务利润比重	14.26%	14.94%	15.07%	11.77%	17.01%	18.55%	19.59%
T恤							
销售收入(百万元)	86.44	128.17	155.30	105.28	178.59	205.38	236.19
增长率(YOY)		48.27%	21.17%	12.03%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	51.40%	51.09%	60.07%	58.61%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本(百万元)	42.01	62.69	62.01	43.58	71.44	82.15	94.48
增长率(YOY)		49.22%	-1.08%	17.16%	15.20%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	44.43	65.48	93.29	61.71	107.16	123.23	141.71
增长率(YOY)		47.38%	42.47%	8.67%	14.87%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	7.04%	9.16%	9.30%	10.95%	8.12%	7.28%	6.56%
占主营业务利润比重	7.63%	9.75%	10.02%	11.32%	8.78%	7.87%	7.08%
衬衫							
销售收入(百万元)	85.10	103.43	127.27	128.59	229.08	389.43	623.09
增长率(YOY)		21.54%	23.04%	96.98%	80.00%	70.00%	60.00%
毛利率	55.21%	55.20%	60.86%	61.04%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本(百万元)	38.12	46.34	49.81	50.10	91.63	155.77	249.24
增长率(YOY)		21.57%	7.50%	105.23%	83.96%	70.00%	60.00%
毛利(百万元)	46.98	57.10	77.45	78.49	137.45	233.66	373.86
增长率(YOY)		21.52%	35.66%	92.05%	77.46%	70.00%	60.00%
占总销售额比重	6.93%	7.39%	7.62%	13.37%	10.42%	13.80%	17.29%
占主营业务利润比重	8.07%	8.50%	8.32%	14.40%	11.27%	14.92%	18.68%
其它							
销售收入(百万元)	194.91	201.59	233.57	90.94	280.00	330.00	380.00
增长率(YOY)		3.43%	15.86%	23.35%	19.88%	17.86%	15.15%
毛利率	44.49%	42.26%	51.10%	50.75%	51.00%	51.00%	51.00%
销售成本(百万元)	108.19	116.40	114.22	44.79	137.20	161.70	186.20
增长率(YOY)		7.58%	-1.87%	23.89%	20.12%	17.86%	15.15%
毛利(百万元)	86.71	85.19	119.35	46.15	142.80	168.30	193.80
增长率(YOY)		-1.76%	40.10%	22.83%	19.64%	17.86%	15.15%
占总销售额比重	15.88%	14.41%	13.98%	9.45%	12.73%	11.69%	10.55%
占主营业务利润比重	14.89%	12.68%	12.83%	8.46%	11.70%	10.75%	9.68%
销售总收入(百万元)	1227.61	1399.03	1670.17	961.88	2199.37	2821.85	3602.86
销售总成本(百万元)	645.13	727.12	739.52	416.65	979.35	1256.02	1601.15
毛利(百万元)	582.49	671.91	930.64	545.23	1220.02	1565.83	2001.71
平均毛利率	47.45%	48.03%	55.72%	56.68%	55.47%	55.49%	55.56%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-08-22	买入	26.23	N/A
2	2011-10-24	买入	23.60	N/A

来源：国金证券研究所



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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B