

九牧王 (601566.SH) 服装行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 23.65元

目标(人民币): 26.52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)	120.00
总市值(百万元)	13,549.79
年内股价最高最低(元)	27.83/18.81
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 《管理团队将共同关注公司的长远发展》，2012.2.6
- 《净利润增速 43.31% 高于收入增速》，2011.10.24
- 《产品延伸见效明显》，2011.8.22

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

焦娟 联系人
(8621)61038269
jiaoj@gjzq.com.cn

专注并稳健经营的男装品牌

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	3.307	0.796	0.884	1.198	1.610
每股净资产(元)	6.71	2.01	6.16	6.99	8.30
每股经营性现金流(元)	4.71	0.40	0.98	1.17	1.66
市盈率(倍)	N/A	N/A	26.74	19.75	14.69
行业优化市盈率(倍)	26.15	26.61	25.76	25.76	25.76
净利润增长率(%)	33.39%	39.79%	40.62%	35.43%	34.44%
净资产收益率(%)	49.25%	39.65%	14.36%	17.13%	19.39%
总股本(百万股)	77.95	452.93	572.93	572.93	572.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 以“男裤专家”崛起的全国性男装品牌: 公司是福建板块的品牌代表, 品牌性格突出, 领跑商务休闲男装; 运营模式类似于福建板块内其他企业;
- 竞争优势分析: 公司的差异化优势明显, 以男裤为突破口, 并积极向上装延伸, 以优良品质吸引消费者; 福建板块的集群优势赋予公司较为强势的竞争力, 与板块内的其他男装企业相比, 管理层对行业的理解及对未来发展路径选择, 决定了公司的核心竞争力在于“专注”、“稳健”;
 - 公司以“男裤专家”为定位核心, 专注于品质的提升, 以精细化的工艺与版型、一体化的生产、专业化的营销, 系统性突出产品品质高的品牌形象;
 - 渠道架构扁平化, 终端结构完善: 公司直营体系, 尤其是商场专柜布局较为完善, 加盟体系则主要通过 31 个区域分公司直接管理, 形成准直营为主的渠道结构, 扁平化的管理架构有效提升企业运营效率; 终端以商场专柜的特色最为突出, 奠定了公司的渠道优势。
- 未来业绩增长点: 公司未来的发展战略, 一方面将渠道继续下沉, 巩固并扩大品牌影响力; 另一方面将由“男裤专家”的品牌定位扩大至系列化男装, 突破品牌定位的局限性。

投资建议

- 公司的发展节奏较为稳健, 符合男装行业的发展趋势, 2011-2013 年, 公司将继续延伸产品种类, 加大对上装产品的投入; 同时借力于加盟体系, 推动外延式扩张, 加大二三线城市的渠道覆盖率和密集度, 考虑到公司上装对业绩的贡献力度将加大, 外延式扩张的速度预期将稳健推进, 我们认为公司 2012-2013 年的业绩将相对稳健的增长; 预计公司 2011-2013 年的净利润为 5.07、6.86 和 9.22 亿元, 增速分别为 40.62%、35.43% 和 34.44%; EPS 为 0.884、1.198 和 1.610 元, 复合增速 35%。

估值

- 选取 A 股市场上 6 家可比零售企业, 以其 2011 年平均 PE 为参考标准, 给予公司未来 6-12 个月 26.52 元目标价位, 相当于 30x11PE 和 22x12PE。

风险

- 品类延伸低于预期风险, 外延式扩张节奏不达预期的风险, 新品牌建设失败的风险。

内容目录

福建男装企业在产品、渠道方面差异化明显	3
以“男裤专家”崛起的全国性男装品牌	4
定位于“男裤专家”	4
运营模式类似于福建板块内其他企业	4
福建男装企业是公司主要的竞争对手	5
公司的竞争对手主要集中于国内中档男装行业	5
与竞争对手七匹狼比较	6
公司的竞争优势：专注于男装品牌的平稳建设	7
具备产品品质高的品牌形象	7
渠道架构扁平化，终端结构完善	8
未来业绩增长点	9
盈利预测	9
风险提示	12
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

图表 1：中国男装三大板块对比	3
图表 2：作为核心产品，男裤收入占比在 50%以上	5
图表 3：公司近三年主要产品自制生产金额占比	5
图表 4：公司强势销售区域为华东区	5
图表 5：2008 年以来公司的终端结构及数量	5
图表 6：公司终端数量仅次于七匹狼	5
图表 7：2008 年以来公司收入及净利润增长情况	5
图表 8：对比九牧王与七匹狼	7
图表 9：公司渠道架构较为扁平化	8
图表 10：可比公司估值水平	10
图表 11：销售预测	11
图表 12：公司多品牌架构	12

福建男装企业在产品、渠道方面差异化明显

- 我国男装行业起步相对较早，随着欧美男装加工业转移，以承接订单、提供加工制造而兴起；此后随着国内消费的强烈需求，进入了品牌化发展阶段；目前男装行业形成了以国际一线品牌为主的奢侈品市场，国际二线品牌为主的高级市场，国内品牌为主的中高档市场和中低档的批发市场四大类，国内品牌男装的竞争则主要集中在中高档市场；品牌男装的地理分布，有着非常明显的产业集群特征，产业集群与身处其中的品牌企业相互推动，最终形成了福建男装、浙江男装、广东男装三分天下的竞争格局。

图表1：中国男装三大板块对比

	浙江板块				福建板块				广东板块	
品牌代表	雅戈尔	杉杉	罗蒙	报喜鸟	七匹狼	利郎	九牧王	劲霸	卡奴迪路	
	定位中档的正装，努力提升档次				定位大众的商务休闲，努力提升档次				定位中档偏上的商务休闲	
	1979年	1989年	1984年	1996年	1990年	1987年	1989年	1980年	2002年	
	服装业务 60亿	服装业务 15亿	40亿	12亿	22亿	20.5亿	16.8亿	20亿左右	4.6亿	
	2145家	/	1500余家	715家	3525家	2885家	2710家	3000家	318家	
产品	以商务正装为主，西服80%+休闲装20%				以时尚休闲为主，90%休闲装+10%西服				以商务休闲为主，85%商务休闲+15%西服	
	主要客群为白领及政府工作人员				面向大众，款式时尚休闲，价位较低				客户群为国内高端人士，款式简洁大方	
	“浙派”代工所获得先进技术和经验为商务正装赢得了有正装需求人士的首肯				“闽派”的时尚休闲风格低廉的价格更是得到了普通百姓大众的喜欢				“粤派”因接触国外最新信息的优势，影响着中国男装的流行趋势	
经营思路	大多数企业之前都以生产、加工及批发合为一体的经营模式为主				直营与特许加盟并举，商场与专卖店兼具；品牌战略上形成多品牌结合以及品牌外部延伸的态势				以走高级酒店、高级商场直营为主，企业资源倾向于终端的强化管理与高端渠道的掌控。擅长产品设计和终端管理	
营销	成功打造明星代言的品牌效应，最先以进驻商场为主，后续也采用加盟及自营的专卖店模式，目前渠道重心开始下沉，进入二三级市场成为新增长点				通过高端广告及落地推广大规模开店，以省级代理、区域代理、单店加盟、分公司、自营店多渠道组合的模式；主攻二三级城市				注重终端细节，多以分公司、单店加盟及自营为主；多以一线商场及一二线城市为主，终端数量不多	
品牌推广	最早开始做品牌，充分发挥广告代言人的作用；以品牌LOGO+明星+央视+大百货，开创男装品牌化经营先河				代言、央视广告、行业展会、公关传播等的系列性品牌运作；以打折、买赠等直接让利举措为主，可鼓励尝试消费，比较适合迅速扩大消费群				多侧重口碑传播及平面传播、终端推广，即使有代言人的运作，也常是浅尝辄止；强调VIP、会员等模式，适合稳固忠诚消费者	

来源：国金证券研究所、公司年报

- **福建板块发展思路不同：**与浙江板块内企业以制造类起家、产业链覆盖较长相比，福建板块内的企业多为轻资产模式，以差异化的定位细分市场，并重点开发二三线市场；福建板块曾受浙江板块的压制而略呈低迷，之后凭借产品、渠道的差异化发展而迅速崛起。
 - 浙江板块内的男装企业，以代工起家，获得了先进的生产技术和经验，后将此应用于品牌化建设中，其所生产的正装得到了目标消费群的认可；在此背景下，福建板块时尚休闲的风格、低廉的价格与之互补，得到了大众的喜悦，涌现出了七匹狼、劲霸、九牧王等为代表的品牌崛起，它们以商务休闲为主，产品结构中90%为休闲装；
 - 福建板块吸收了浙江板块的部分发展模式，但谋求差异化发展：1) 差异化渠道结构，重点开发二三线市场，形成以大众消费者为基础的品牌号召力；2) 在设计方面，福建板块创新了“设计+买手”的模式，拥有完整的专卖店产品形态，产品种类上既有适合南方用的中薄茄克、单西、休闲裤等，又有适合北方的厚茄克、棉服等，色彩、版型、款式上也兼顾了南北市场。在渠道、产品差异化的基础上，借势于广告创意，以直营与特许加盟并举的模式，主攻二、三线城市，近

几年开始主攻一线城市；同时，在品牌战略上已形成多品牌结合以及品牌外部延伸的势态。

以“男裤专家”崛起的全国性男装品牌

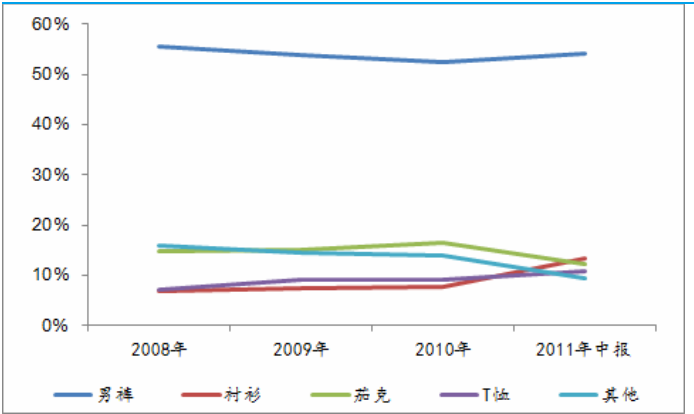
定位于“男裤专家”

- **定位“男裤专家”，品牌性格突出，领跑商务休闲男装：**品牌定位暗示了产品传达给顾客的“消费主张”、与竞争对手之间的优劣势，是一个品牌的“性格”；从竞争策略角度来看，价格与渠道的优势固然是竞争实力，但独特、差异化的品牌定位能够给品牌的竞争优势预留出更多的弹性空间；自 2001 年后，福建板块内的企业纷纷树立起了细分定位概念，如公司的“西裤专家”、七匹狼的“茄克专家”、才子的“新正装”、柒牌的“中华立领”等，品牌性格的突出，显示了福建男装的本土竞争力，在强势的营销活动推广下，各品牌的影响力迅速提升；随着专卖店模式的兴起，出于支撑店面盈利及分散单品销售的风险，公司顺应趋势，由“西裤专家”的定位到“男裤专家”，再到带有强项产品的全系列发展阶段。

运营模式类似于福建板块内其他企业

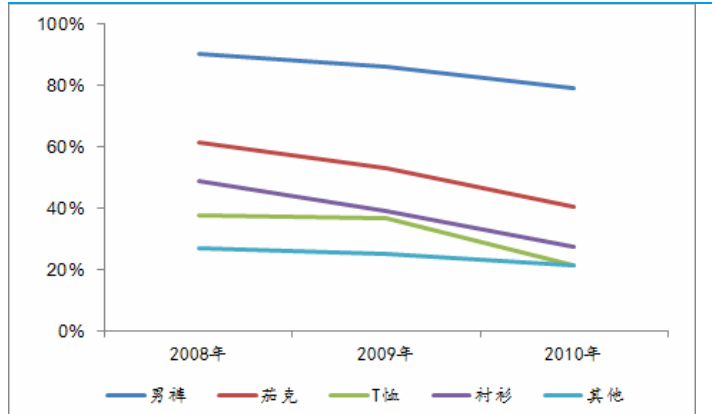
- **福建板块的运营特点：**在产品设计上，以“设计+买手”的模式，克服设计、版型等方面的区域性差异，形成完整专卖店产品形态；在渠道上，以规模取胜，以行政区域的概念划分销售区域，直营与特许加盟并举，根据不同的市场选择不同的渠道和方式，在一线或经济较好的二线城市开设大型旗舰店，同时占领二、三、四线市场的主要地铺；在品牌营销上，擅长代言人、大众媒体广告的运作模式，以央视、专业服装杂志、大众时尚杂志为传媒载体；在品牌战略上，板块内企业分别调整产品结构，完成差异化定位后，已朝着产品品类延伸以及多品牌化的方向发展。
- **公司运营模式脱胎于“福建模式”：**公司自 2005 年前后，顺应趋势建立起了完整的专卖店产品形态，产品包含了男裤、茄克、衬衫等，并采用纵向一体化的模式进行设计研发、生产销售及品牌推广。公司产品自制生产与委托加工兼具，通过直营和加盟的模式，以商场专柜和专卖店为终端形式，推进渠道的布局；与此同时，以裤文化为诉求点进行全国范围内的品牌推广。
- **从产品结构来看：**公司产品包括男裤、茄克、T 恤以及衬衫等，男裤及茄克两类主要产品销售收入占公司整体销售收入 65%左右，其中裤装收入占比约为 50%，随着上装类产品品类的增加，裤装未来收入占比将逐渐下降；**从销售区域来看：**公司地处福建，华东区为公司的强势销售区域，收入占比约为 40%，未来东北、西南等区域发展空间较大；**从生产模式来看：**男裤、茄克自制生产比例较高，分别约为 80%、40%，其他产品此比例约为 20%-25%；总体来看，随着公司销售规模的不断扩大，公司自制生产比例呈现下降的趋势；**从终端渠道来看：**公司直营与加盟模式的收入占比分别为 36%、64%，截至 2010 年，公司终端数量共计 2710 家，其中，直营 645 家、加盟 2065 家；**从品牌营销来看：**公司通过以男裤文化节为载体的品牌推广，以电视、杂志等为载体的广告投放，投身公益等，进行系统化的品牌营销。
- 2008-2010 年，公司整体业务发展迅速，销售收入以及净利润复合增速分别达到 16.68%和 35.16%，其中男裤和茄克的销售收入年复合增长率分别为 13.53%和 23.82%。

图表2: 作为核心产品, 男裤收入占比在50%以上

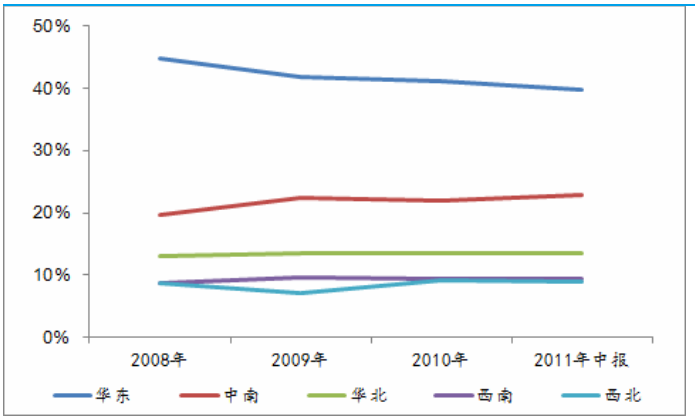


来源: 国金证券研究所、公司年报

图表3: 公司近三年主要产品自制生产金额占比

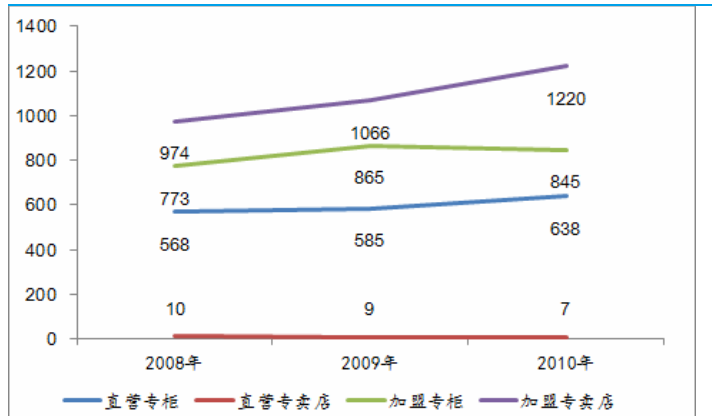


图表4: 公司强势销售区域为华东区

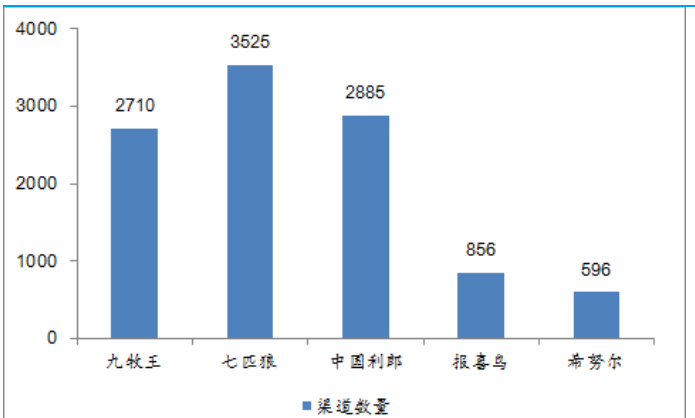


来源: 国金证券研究所、公司年报

图表5: 2008年以来公司的终端结构及数量

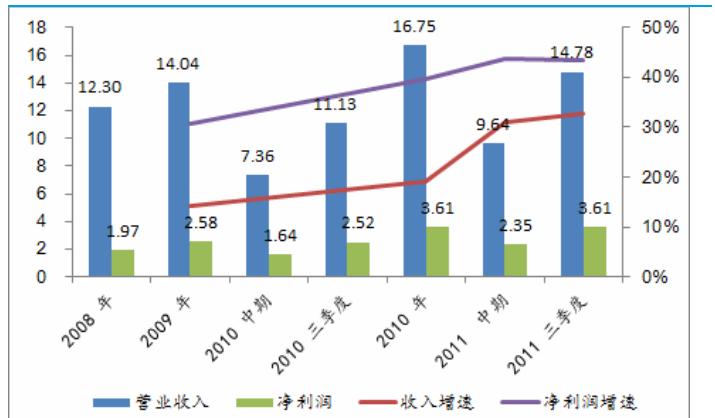


图表6: 公司终端数量仅次于七匹狼



来源: 国金证券研究所、公司年报

图表7: 2008年以来公司收入及净利润增长情况



福建男装企业是公司主要的竞争对手

公司的竞争对手主要集中于国内中档男装行业

- 在中高端商务休闲男装的定位上, 公司将面临国际高端品牌、大众时尚品牌、国内中高端品牌和卖场品牌 4 类。
- 鉴于风格和价位的差异, 国际一二线品牌和卖场品牌不是公司主要竞争对手; 国际一二线品牌定位较高, 与公司重叠度较低; 卖场品牌定位低端, 与公司营销渠道也不会产生冲突;

- 受到区域布局的限制，大众时尚品牌短期内不是公司的主要竞争对手，但是长期将改变行业的竞争格局和经营模式。短期内其主要集中在特大城市 and 经济发展状况较好的一、二线城市，区域布局较为集中，门店数量较少，难以在市场覆盖上对公司形成威胁；但从长远来看，大众时尚品牌开始从休闲风格涉足正装，其快速时尚理念有可能成为未来行业的标准运营模式和关键的成功要素之一。
- **福建男装企业始终是公司主要竞争对手：**国内中档男装品牌是公司主要的竞争对手，中档男装可以分成专业性品牌、中高档综合品牌和中档综合品牌，中档综合品牌又可以按照产业集群继续划分，各种类型的竞争品牌在价位、风格和品类上有其不同的特点；1) 专业性男装品牌的市场规模非常小，与公司竞争的交集不大；2) 中高端男装品牌短期内将保持目前的定位，专注于中高端商务市场，集中在特大及一线城市经营；3) 浙江板块的男装企业以商务正装为经营重点，未来将遵循休闲化趋势，适度向休闲装延伸，同时进行价位提升；4) 广东板块男装在渠道上倾向于走中高档商场，风格偏时尚；5) 福建板块男装未来将保持市场定位，稳守休闲市场，适度进行价格提升，夯实二三线市场的同时，加大对一线和特大市场的投入；6) 福建男装始终是公司主要竞争对手，公司竞争成功的关键在于如何秉承差异化定位的基础上，借助现有的强势品牌基础，树立起全系列的品牌影响力。

与竞争对手七匹狼比较

- **公司的差异化优势明显：**福建板块崛起之际，板块内各家企业风格趋同，品牌差异性不大，后续通过细分定位切割市场，每个品牌都建立起了自己的品牌定位，如七匹狼希望成为中国的 POLO，利郎以阿玛尼为标杆，公司则以 Zegna 和 HUGO BOSS 为目标，目标的差异化导致了企业经营的路径越来越分化。在具体的策略中，七匹狼注重品牌美誉度的提升，推出名士堂活动，赞助高端赛事；柒牌创造性的推出了“中华立领”，配合李连杰的广告营销而迅速崛起；公司则重点突出“男裤专家”，以男裤为突破口，并积极向上装延伸，公司以优良品质吸引消费者；
- 目前大多数福建板块的男装企业仍将保持目前的竞争定位，主要以品牌提升为未来主力发展方向，整体市场格局相对稳定。公司的市场地位能够得以稳固，但与此同时，福建板块男装企业经营策略类似，在产品风格、价位、品类和市场区域布局上存在一定的相似性，在定位于主流市场的情况下，公司未来，一方面延续经营多年积累的市场渠道资源、质量口碑资源等，另一方面未来在产品系统性组合规划方面，需要进一步提升；
- **对比九牧王与七匹狼：**公司与七匹狼都是福建男装品牌经营企业，公司产品更偏向于商务正装，而七匹狼产品更倾向于休闲；七匹狼竞争实力中最强的是省代制度和灵活多变的市场营销手段，公司竞争实力中最强的是坚持产品品质和复杂多变的销售渠道。两者的简单比较意义不大，因为企业重点在于扬长避短，但七匹狼曾经以中国夹克之王的称号著称于市场，但 21 世纪后逐渐转变为国内著名休闲服品牌，由某类产品领衔发展转变为均衡发展，我们认为这两种模式无所谓优劣之分，未来谁更优秀取决于管理层实力。

图表8: 对比九牧王与七匹狼

		九牧王	七匹狼	对比	总结
主打产品 (2010年)		男裤 (52.53%) 茄克 (16.56%) T恤 (9.30%) 衬衫 (7.62%)	茄克 (15.60%) 毛衫 (9.78%) 裤子 (17.32%) 衬衫 (4.88%) T恤 (17.62%) 外套 (20.34%)	公司更强调某一品类的发展;七匹狼曾经以全国茄克之王身份出现,近年来经过努力,成为休闲服知名品牌,逐渐淡化茄克的单一色彩,公司以男裤专家、专业好品质的品牌形象,突出男裤优势	理论上,在中国这个高速发展的市场上,强调某一类产品优势的经营策略可能导致增长速度较为平稳,但抗风险能力也随之提高;类似七匹狼这样的转型会带来一定经营风险,七匹狼转型成功一方面依赖于管理层较强的经营实力,另一方面转型开始于21世纪初,当时经营成本不够,而且市场竞争不如当前激烈;从中长期来看,两种发展模式究竟谁更具优势,实质取决于管理层的经营能力,模式本身并无优劣之分,管理层需要根据自身发展历史、经营能力和特点、市场变化和 risk 选择发展模式,存在就是合理,如果转变也是一个渐进过程,难以突变
覆盖市场		以进取精英型和传统完美型为核心,带动中规中矩型,年龄在30-45岁之间的男士	中产阶层男士	公司致力于提高产品品质,对产品精益求精,符合男裤时尚性稍弱、品质要求较高的特点。经营时,利用男裤的市场地位,逐渐向其它产品延伸,同时进行渠道扩张;七匹狼不断延伸产品线,充分利用省代的优势,不断进行外延式扩张,此外在成本提高的情况下,强调内生增长	
多品牌情况		九牧王、FUN、Calliprimo、VIGANO	“七匹狼”单品牌多系列		
业务模式	设计/生产	自主设计,自制生产为主(占55%),委托加工生产为辅	自主设计,自产占20%,其余产品为委托加工和成衣采购		
	渠道/销售	单级扁平加盟+多级省代加盟,有少量团购业务	多级立体加盟为主,有少部分团购业务		

来源: 国金证券研究所、公司年报

公司的竞争优势: 专注于男装品牌的平稳建设

- 福建板块的集群优势赋予公司较为强势的竞争力,与板块内的其他男装企业相比,管理层对行业的理解及对未来发展路径选择,决定了公司的核心竞争力在于“专注”、“稳健”。

具备产品品质高的品牌形象

- 公司以“男裤专家”为定位核心,专注于品质的提升,以精细化的工艺与版型、一体化的生产、专业化的营销,系统性突出产品品质高的品牌形象:男裤,特别是西裤外观变化不多,时尚性稍弱,消费者对产品的品质要求很高。在对产品品质要求高的市场建品牌,一般休闲服品牌采取的密集广告营销作用下降,而长年累月的以专家的角度对产品精益求精才是发展方向。男裤市场的品牌形象建立需要较长时间,不断用时间来验证产品品质的上乘和可信。经过十几年发展,九牧王西裤已经在市场建立了较强的品牌形象,消费者一旦提及九牧王,必然联想到其优质裤子,这是公司的核心竞争力。这样的品牌形象建立起来后,追赶者难以采取差异化竞争策略脱颖而出,除非公司自身经营发展差错,否则市场地位难以撼动。
- 工艺与版型优势:**男装消费者购买目的性强,更加青睐产品的穿着舒适度及品质,公司为保证品质,仔细分析每道工序,利用国内外先进的生产设备和自创工艺模型,应用于裤装的生产流程中,并从消费者的需求出发,在产品设计中引入独特工艺,如隐形防盗袋、仿手工钉制等;在版型上,公司通过多年积累,收集不同区域消费人群的人体曲线数据,形成细节尺寸的数据库,细节化的差异打造精细化的版型;在生产工艺上,一条合格的西裤必须经过 98 刀流线型裁剪,2.3 万针缝制,30 位次熨烫,108 道缝制工序;在品质标准上,以针脚为例,公司的品质标准要求每 3 厘米确保 15-18 针;
- 一体化的生产:**1) 公司源起于代工生产企业,品牌化建设过程中,由于公司产品更侧重于商务风格,对品质要求较高,公司对生产环节一如既往的重视和投入,为产品品质提供了有力的保证,目前公司集设计研发、生产、销售及品牌推广于一体;2) 公司自产比例较高,2010 年约 55%,核心产品,如裤装的自产比重接近 80%,茄克自产比重超过 40%,自产模式能保证产品品质,首先,生产车间愿意在设

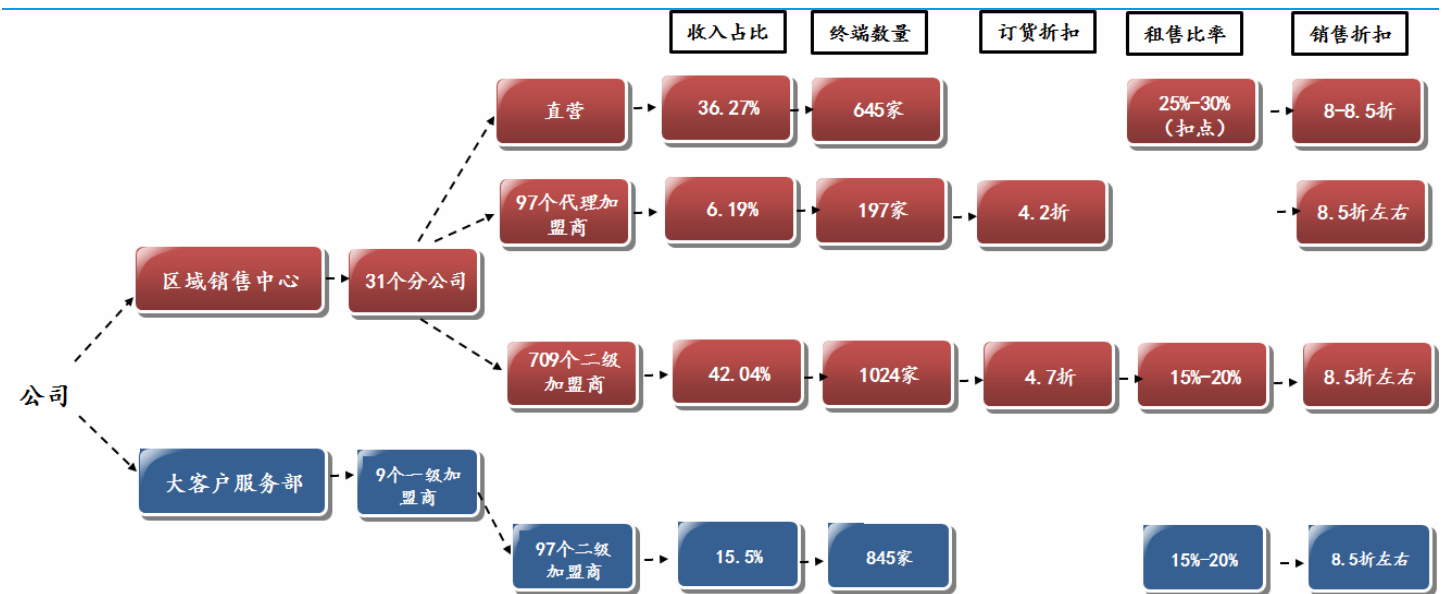
备、人力上做大量投入，可以确保产品品质的优良；其次，自产产品毛利率要高于委托加工，可能够提升公司综合毛利水平；再次，自产比重高对供应链管理优化有重要帮助，信息系统建设完成后，可以实现产业链的纵向连接，对实现产品及时交货、配货起到重要保证；一体化的生产模式也体现在财务指标上，公司盈利指标，毛利率与净利率水平均高于竞争对手；

- **专业化的营销：**公司紧紧围绕九牧王品牌的中高端定位、核心价值与特性，通过产品设计、广告宣传、男裤文化节等各种营销活动，不断提高九牧王品牌的知名度、美誉度及忠诚度。目前，公司已经累积了一大批忠实的消费者，九牧王品牌已成为中国最具影响力、最受欢迎的行业领先男装品牌之一。

渠道架构扁平化，终端结构完善

- 公司直营体系，尤其是商场专柜布局较为完善，加盟体系则主要通过 31 个区域分公司直接管理，形成准直营为主的渠道结构，扁平化的管理架构有效提升企业运营效率；终端以商场专柜的特色最为突出，奠定了公司的渠道优势。
- **渠道架构扁平化：**公司渠道分直营、加盟两大体系，直营体系为 31 个分公司直接管控。加盟体系又分买断式加盟、代理式加盟两大类，其中代理式加盟是准直营模式，为分公司管理；买断式加盟则一分为二，一部分（709 位）为分公司管理，另一部分为 9 位一级代理商极其下属的 206 为二级加盟商；

图表9：公司渠道架构较为扁平化



来源：国金证券研究所、公司年报

- **终端结构完善：**公司终端结构是以直营与加盟互补的发展模式，以商场专柜与专卖店互补的表现形式。直营与加盟的数量比例约为 1:3，其中直营模式主要以商场专柜为主。公司终端结构完善，在终端运营中运作弹性较大，1) 直营模式传播价值于经济效应并重，有助于公司了解消费需求，也可以直接赚取较高的营业利润；2) 专柜形式的运营是一种可变成本的运作，沉没成本少，培育期短；
- 一般商场中，往往将众多品牌的西裤和衬衫单独陈列，公司利用西裤销售优势进驻商场，吸引人气，打造品牌形象，同时还可以开设九牧王专卖店；进入商场后，由于商场承担了管理职能，而且人流量大，自动具有吸引消费者关注的作用，直营店建设难度相应降低；
- **终端门店稳健扩张：**公司品牌服饰的销售市场主要集中于国内一、二线城市；截至 2010 年底，公司的销售终端数量达到 2710 家，其中直

营终端（专卖店、专柜）645 家，加盟终端（专卖店、专柜）2065 家；商场终端数量达到 1483 个，专卖店终端数量为 1227 个；

- 独特的渠道结构也体现在财务指标上，完善的分公司布局、商场专柜的运营模式，使得公司应收账款周转率远高于竞争对手，但存货周转率较低；销售费用率相对略高，但管理费用率相对略低。

未来业绩增长点

- 公司未来的发展战略，一方面将渠道继续下沉，巩固并扩大品牌影响力；另一方面将由“男裤专家”的品牌定位扩大至系列化男装，突破品牌定位的局限性。具体来看，1) 在渠道层面，渠道下沉，增加渠道覆盖率并提高密集度，在二、三线城市新建商场终端，在一、二线城市尝试社区专卖店模式；2) 在产品层面，在强化裤类优势的同时，延伸产品品类，尤其是上装产品，形成商品组合优势，即商品系列化战略；3) 在品牌定位层面，通过系列化设计、产品组合、营销推广等系统性运作，突破“男裤专家”的定位局限性，同时尝试多品牌发展，目前公司拥有高端男裤品牌 VIGANO’、年轻休闲时尚品牌 FUN、网销品牌 Calliprimo。
- 公司未来的业绩增长，从发展战略的角度来分析，预计来自于以下三方面：外延式扩张、内生性增长、多品牌化建设。
 - 外延式扩张：公司在一二线城市的商场专柜布局完善，未来将在二三线城市，沿着渠道覆盖率提高及密集度增加两个维度，进行外延式扩张。公司扁平化的渠道架构、分公司的管理职能，能够在组织和资源使用上、客户服务性上，直接帮助公司实现持续的渠道布局。由于公司在一线城市的渠道布局经验较多，有助于二三线城市的渠道下沉；
 - 内生性增长：内生性增长是终端销售能力系统性提升后的整体效果，未来公司将主要从以下两方面提升平效，1) 公司的传统优势在于裤装，而近年来，公司实施品类拓展的策略，上装、茄克、衬衫的收入占比开始稳步提升，品类丰富的最大优势就是满足了消费者更多的购买欲望，从而实现了门店平效的内生增长；2) 在外延式扩张的快速发展期，公司业务重心在于快速布局终端网络，终端零售能力的提升潜力尚未挖掘，未来公司将强化终端店员的导购能力及服务意识，逐渐提升终端整体的零售能力；

盈利预测

■ 我们对公司的盈利作如下假设：

- 公司的核心业务即男裤业务，在已保持市场占有率领先的基础上，未来预计将保持平稳增长，考虑到提价、终端销售能力的提升、外延式扩张，我们预计 11-13 年，男裤的收入增速预计为 25%、20%、20%，预计 11-13 年毛利率将稳定在 57%、57%、57%；
- 茄克业务是除男裤外的主要业务，近几年收入增速较快，考虑到公司未来将重点开拓上装业务，我们预计 11-13 年收入增速分别为 50%、40%、35%，预计 11-13 年毛利率分别为 50%、50%、50%；
- T 恤业务 11-13 年预计收入增速分别为 15%、15%、15%，受 T 恤业务委托加工比例较高的影响，预计 11-13 年毛利率预计为 60%、60%、60%，略低于 2010 年水平；
- 公司衬衫业务是未来上装延伸的重点产品，11-13 年预计收入增速分别为 80%、70%、60%，受公司衬衫业务委托加工比例较高的影响，预计 11-13 年毛利率为 60%、60%、60%，略低于 2010 年水平；
- 受益于公司完善的渠道架构，未来渠道扩张将更多依赖分公司的管理职能发挥，我们预计公司 11-13 年的销售费用率分别为 20.5%、20% 和 19.5%，同时，预计 11-13 年公司管理费用率分别为 7%、6% 和 5%。

- **投资建议：**男装行业需求较为平稳，公司的发展节奏较为稳健，符合男装行业的发展趋势，2011-2013 年，公司将继续延伸产品种类，加大对上装产品的投入；同时借力于加盟体系，推动外延式扩张，加大二三线城市的渠道覆盖率和密集度，考虑到公司上装对业绩的贡献力度将加大、外延式扩张的速度预期将稳健推进，我们认为公司 2012-2013 年的业绩将相对稳健的增长。
- **相对估值**
 - 预计公司 2011-2013 年的营业收入为 21.99、28.22 和 36.03 亿元，增速分别为 31.32%、28.30%和 27.68%；净利润为 5.07、6.86 和 9.22 亿元，增速分别为 40.62%、35.43%和 34.44%；EPS 为 0.884、1.198 和 1.610 元，复合增速 35%；
 - 我们选取 A 股市场上 6 家可比零售企业，以其 2011 年平均 PE 为参考标准，目前报喜鸟、七匹狼、希努尔 2011 年的平均市盈率在 24 倍左右，综合考虑三家家纺目前 29x11PE、朗姿股份 35 x11PE，考虑到 11-13 年公司业绩的持续、稳定增长的概率较大，我们给予公司未来 6-12 个月 26.52 元目标价位，相当于 30x11PE 和 22x12PE。

图表10: 可比公司估值水平

	股价	市值	EPS			PE		
	(元)	(亿元)	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
七匹狼	37.16	105.24	1.42	1.94	2.61	26.17	19.15	14.24
报喜鸟	12.62	76.01	0.58	0.82	1.02	21.67	15.44	12.42
希努尔	22.05	43.08	0.92	1.18	1.51	24.08	18.68	14.61
朗姿股份	33.89	67.60	0.97	1.35	1.84	35.06	25.05	18.46
罗莱家纺	75.50	106.56	1.45	2.09	2.97	52.00	36.07	25.46
富安娜	45.97	61.46	2.60	3.84	5.63	17.67	11.98	8.16
梦洁家纺	24.42	36.89	0.93	1.31	1.76	26.17	18.70	13.84
平均估值						28.97	20.72	15.31

来源：国金证券研究所、WIND、股价为 2 月 28 日收盘价

图表11: 销售预测

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

风险提示

- 品牌定位向上装延伸，需要有对应的设计人才、相应的管理和经营水平提高，上装品类建设有低于预期风险；
- 目前二三线城市的商业运行压力较大，竞争较为激烈，公司在外延式扩张的过程中，存在投入成本过大，或外延式扩张节奏不达预期的风险；
- 公司主打九牧王品牌的战略在中短期内将一直持续，但公司也在构建多品牌矩阵，覆盖更多细分市场，目前公司还拥有 VIGANO'、FUN、Calliprimo 三个品牌，新品牌建设前期是持续投入的过程，建设周期可能过程，或者新品牌存在建设失败的风险，在财务指标上，可能会影响到公司的管理费用的变动。

图表12: 公司多品牌架构

	品牌定位	运营情况
九牧王	国内中高端品牌，男裤专家并延伸至上装，目标客户年龄多为中年	为公司主品牌，运营成熟，一级城市布局充分，未来终端重点拓展二、三级城市
FUN	定位青少潮人，走美国牛仔休闲路线	2011年成立第一家门店，预计2012年底前建成50家门店
Calliprimo	公司收购的意大利线上男装品牌	将来也会尝试线下实体门店经营，已达到盈亏平衡
VIGANO	定位主品牌未覆盖到的更高端人群	公司收购了其中华地区商标永久使用权，将来将主要进驻百货终端

来源：国金证券研究所、公司年报

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,230	1,404	1,675	2,199	2,822	3,603	货币资金	126	286	221	2,683	2,638	2,909
增长率		14.1%	19.3%	31.3%	28.3%	27.7%	应收款项	69	106	164	249	358	457
主营业务成本	-648	-731	-744	-979	-1,256	-1,601	存货	370	334	449	537	688	877
%销售收入	52.7%	52.1%	44.4%	44.5%	44.5%	44.4%	其他流动资产	20	28	138	100	128	162
毛利	582	672	931	1,220	1,566	2,002	流动资产	585	755	971	3,568	3,812	4,406
%销售收入	47.3%	47.9%	55.6%	55.5%	55.5%	55.6%	%总资产	56.9%	58.6%	61.0%	79.4%	73.7%	71.3%
营业税金及附加	-1	-2	-4	-26	-34	-43	长期投资	0	46	42	93	292	492
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	347	371	446	706	939	1,144
营业费用	-252	-325	-391	-451	-564	-703	%总资产	33.8%	28.8%	28.0%	15.7%	18.1%	18.5%
%销售收入	20.5%	23.1%	23.3%	20.5%	20.0%	19.5%	无形资产	95	115	131	123	128	132
管理费用	-90	-82	-105	-154	-169	-180	非流动资产	442	534	621	924	1,361	1,771
%销售收入	7.3%	5.8%	6.3%	7.0%	6.0%	5.0%	%总资产	43.1%	41.4%	39.0%	20.6%	26.3%	28.7%
息税前利润 (EBIT)	239	264	431	589	798	1,076	资产总计	1,027	1,289	1,592	4,493	5,173	6,177
%销售收入	19.4%	18.8%	25.7%	26.8%	28.3%	29.9%	短期借款	103	0	37	0	0	0
财务费用	-14	-3	0	8	9	9	应付款项	419	532	527	644	824	1,048
%销售收入	1.2%	0.2%	0.0%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	46	168	52	253	275	304
资产减值损失	-21	-7	-11	-2	-1	-1	流动负债	568	699	616	896	1,099	1,352
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	568	699	616	896	1,099	1,353
营业利润	204	255	420	595	806	1,084	普通股股东权益	376	523	909	3,530	4,007	4,757
营业利润率	16.6%	18.2%	25.1%	27.1%	28.6%	30.1%	少数股东权益	84	67	67	67	67	67
营业外收支	-4	1	1	1	1	1	负债股东权益合计	1,027	1,289	1,592	4,493	5,173	6,177
税前利润	200	256	420	596	807	1,085	比率分析						
利润率	16.3%	18.2%	25.1%	27.1%	28.6%	30.1%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-3	2	-60	-89	-121	-163	每股指标						
所得税率	1.5%	-0.8%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	3.202	3.307	0.796	0.884	1.198	1.610
净利润	197	258	361	507	686	922	每股净资产	6.224	6.714	2.006	6.160	6.994	8.304
少数股东损益	4	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	5.448	4.712	0.401	0.984	1.174	1.660
归属于母公司的净利润	193	258	360	507	686	922	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
净利率	15.7%	18.4%	21.5%	23.0%	24.3%	25.6%	回报率						
							净资产收益率	51.45%	49.25%	39.65%	14.36%	17.13%	19.39%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.81%	19.99%	22.64%	11.28%	13.27%	14.93%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	41.86%	45.08%	36.52%	13.92%	16.66%	18.95%
净利润	197	258	361	507	686	922	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	N/A	14.13%	19.30%	31.32%	28.30%	27.68%
非现金支出	46	36	47	47	73	100	EBIT增长率	N/A	10.37%	63.39%	36.55%	35.58%	34.76%
非经营收益	17	-1	1	1	-1	-1	净利润增长率	N/A	33.39%	39.79%	40.62%	35.43%	34.44%
营运资金变动	69	74	-227	9	-86	-71	总资产增长率	N/A	25.51%	23.47%	182.25%	15.13%	19.41%
经营活动现金净流	329	367	182	564	672	951	资产管理能力						
资本开支	-92	-96	-201	-299	-308	-309	应收账款周转天数	9.0	19.7	18.4	25.0	30.0	30.0
投资	0	-23	8	-51	-200	-200	存货周转天数	104.1	175.7	192.0	200.0	200.0	200.0
其他	11	-1	0	0	0	0	应付账款周转天数	28.2	58.6	82.5	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-81	-120	-193	-350	-508	-509	固定资产周转天数	81.2	74.1	65.2	92.7	102.4	101.0
股权募资	0	18	25	2,286	-37	0	偿债能力						
债权募资	-147	-103	37	-37	0	1	净负债/股东权益	-4.95%	-48.54%	-18.87%	-74.60%	-64.76%	-60.29%
其他	-32	-6	-138	-1	-172	-172	EBIT利息保障倍数	16.8	103.0	1,297.6	-75.4	-90.6	-117.5
筹资活动现金净流	-178	-92	-76	2,248	-209	-171	资产负债率	55.27%	54.24%	38.72%	19.95%	21.25%	21.90%
现金净流量	70	156	-87	2,462	-45	271							

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	11	14	16	27
买入	0	4	4	4	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.27	1.24	1.23	1.23

来源：朝阳永续

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
3 2012-02-06	买入	20.44	N/A

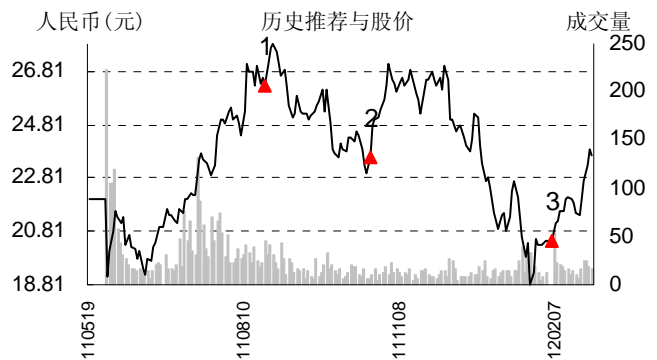
来源：国金证券研究所

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，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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B