

# 男裤专家 攻守兼备

## ——九牧王（601566）调研报告

2011年7月8日

强烈推荐/首次

九牧王

调研报告

### 报告摘要:

- **产品上，以强势品种男裤为守，上装为攻。**未来将继续维护主打产品男裤的优势地位，以男裤在消费者中的影响力带动上装消费。2011年公司男裤产品销售金额占到总收入的50%左右，未来随着九牧王全系列产品销售的综合提升，男裤在整体销售结构中占比将逐渐降到30%。
- **目标城市，以一级为守，二、三级为攻。**公司对一级城市的终端布局达到100%，二线城市达到80%，未来目标城市拓展战略主要为巩固一级，发展二、三级。**渠道上，以自营为守，加盟为攻。**公司将加强二级加盟商拓展，今明两年，终端数量每年新增500家，其中100家自营，400家加盟。
- **多品牌战略拉开架势，3年后大显成效。**除“九牧王”主品牌，公司旗下品牌已有“FUN”、Calliprimo和VIGANO三个，用来填补主品牌空白市场，覆盖人群从青少年到中老年，产品风格从休闲到高端正装。公司已展开投入，但品牌培育期以三年为记。
- **盈利预测：**预计公司11-13年EPS为0.87、1.13和1.27元，对应动态PE24、19和17倍，我们认为公司的经营稳健可靠，内里的功力和团队也完全可以适应公司的发展，只要维持当前的运营模式，30%的增速将在未来几年得以持续，给予公司30倍PE相当合理，对应6个月目标价26.1元，相对当前收盘价还有20%的空间，给予“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	1,403.91	1,674.81	2,133.94	2,734.18	3,433.14
增长率（%）	14.13%	19.30%	27.41%	28.13%	25.56%
净利润（百万元）	257.77	360.33	496.11	646.44	726.99
增长率（%）	33.39%	39.79%	37.68%	30.30%	12.46%
每股收益(元)	0.57	0.80	0.87	1.13	1.27
净资产收益率（%）	49.25%	39.65%	19.40%	20.60%	19.17%
PE	37.00	26.36	24.36	18.69	16.62
PB	3.14	10.51	4.73	3.85	3.19

### 谭可

执业证书编号：S1480209100080

纺织服装行业分析师

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

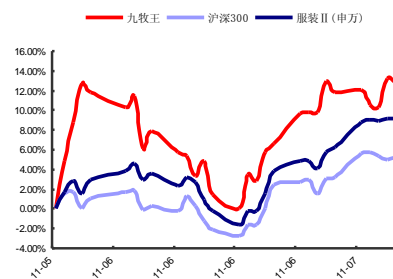
### 资产负债表数据

总资产（百万元）	1591.75
股东权益（百万元）	975.45
每股净资产（元）	1.5861
市净率（X）	3.5848
负债率（%）	38.72

### 交易数据

52周股价区间（元）	19.01-21.97
总市值（万元）	1240966
流通市值（万元）	207936
总股本/流通A股	57293/9600
流通B股/H股	
52周日均换手率	4.12

### 52周股价走势图



资料来源：wind

### 相关研究报告

## 目 录

1. 维护男裤主打地位，以点带面拉动整体销量 .....	3
2. 城市终端拓展，巩固一级、发展二、三级 .....	3
3. 多品牌战略三年后大显成效 .....	4
4. 盈利预测与评级 .....	5

## 表格目录

表 1: 九牧王终端数量 .....	4
表 2: 公司多品牌战略已拉开架势 .....	4
表 3: 公司盈利预测表 .....	5
表 4: 利润表 .....	6
表 5: 资产负债表 .....	6
表 6: 现金流量表 .....	7
表 7: 财务比率 .....	7

## 插图目录

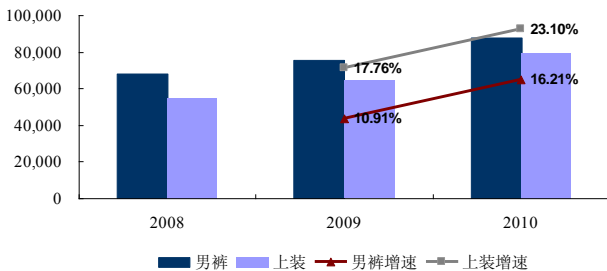
图 1: 男裤与上装收入增速 .....	3
图 2: 男裤与上装收入构成 .....	3

## 1. 维护男裤主打地位，以点带面拉动整体销量

公司是以男裤著称的商务休闲男装品牌，主打产品西裤市场综合占有率从 2000 年至 2010 年连续十一年位列国内西裤市场第一位，持续保持在 10% 以上。公司多年来坚持男裤自产，精工于产品的设计、工艺和品牌维护，目前九牧王国内男裤专家的形象已经深入人心。

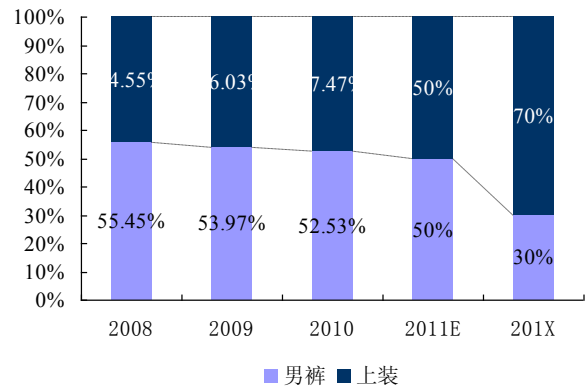
公司未来将继续维护主打产品男裤的优势地位，以男裤在消费者中的影响力带动上装消费。2011 年公司男裤产品销售金额占到总收入的 50% 左右，未来随着九牧王全系列产品销售的综合提升，男裤在整体销售结构中占比将逐渐降到 30%。

图 1：男裤与上装收入增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：男裤与上装收入构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 城市终端拓展，巩固一级、发展二、三级

公司以百货终端起家，一、二级市场进驻充分，目前公司对一级城市的终端布局达到 100%，二线城市达到 80%，平均每个一、二级城市中公司布点 5-6 家。公司未来目标城市拓展战略主要为巩固一级，发展二、三级，根据公司产品定位和目前布点格局，公司未来将工作重点放在二、三级城市。

截止 2010 年底，公司自营终端 645 个，加盟终端 2065 个，2011 年上半年，公司增加零售终端 200 多家，预计未来 2-3 年，公司每年门店增加数量为 500 家左右，其中，80% 为加盟终端，20% 为自营。

表 1: 九牧王终端数量

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
直营店数量(家)	578	594	645	745	845
数量增加(家)		16	51	100	100
加盟店数量(家)	1,747	1,931	2,065	2,465	2,865
数量增加(家)		184	134	400	400
终端总计(家)	2,325	2,525	2,710	3,210	3,710
合计增加(家)		200	185	500	500
YOY		8.60%	7.33%	18.45%	15.58%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3. 多品牌战略三年后大显成效

公司在丰富男装主品牌的产品品类的同时, 也开始布局多品牌战略。目前, 公司通过数次收购, 旗下品牌已有“FUN”、 Calliprimo 和 VIGANO 三品牌。“FUN”为美国牛仔风格的休闲品牌, 公司已聘请外籍设计师, 强化设计团队, 并于今年上半年在公司总部所在地厦门开设了全国首家专卖店, 预计今明两年零售终端数量将达到 50 以上; Calliprimo 品牌, 为公司收购的意大利男装线上品牌, 未来也将尝试门店经营, 目前已实现盈亏平衡; VIGANO 为意大利高端裤装品牌, 2010 年公司收购了其大众化地区永久商标使用权, 该品牌将覆盖九牧王主品牌目前未覆盖的高端男装市场, 该品牌将以商场百货为主要零售终端。

公司的多品牌战略已拉开架势, 但以上品牌进入成熟运营期可能有待三年之后。

表 2: 公司多品牌战略已拉开架势

旗下品牌	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, 目前已达到盈亏平衡
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

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

主要假设:

- 1) 公司 11-12 年终端数量增速分别为 18.45%和 15.58%，详情请参照表 1;
- 2) 假设新增终端当年利润实现率为 50%;
- 3) 公司 2008 年开始所得税“两免三减半”优惠，2010-2012 年为“三减半”期，2013 年恢复为 25%税率。

基于以上分析与假设，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.87、1.13 和 1.27 元，对应动态 PE24、19 和 17 倍，公司品牌形象是经过长期的精工投入建立起来的，其产品品质和品位地位在消费者心中已经相当稳固，公司整体经营风格稳健，并守中带攻：产品上以强势品种带动其他品类，运营模式上依然沿用公司擅长的自营+扁平化代理模式。我们认为公司的经营稳健可靠，内里的功力和团队也完全可以适应公司的发展，目前 30%的增速将在未来几年得以持续，给予公司 30 倍 PE 相当合理，对应 6 个月目标价 26.1 元，相对当前收盘价还有 20%的空间，给予“强烈推荐”评级。

**表 3: 公司盈利预测表**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	1,403.91	1,674.81	2,133.94	2,734.18	3,433.14
主营收入增长率	14.13%	19.30%	27.41%	28.13%	25.56%
EBITDA (百万元)	284.67	450.11	664.87	861.79	1,102.06
EBITDA 增长率	16.90%	58.12%	47.71%	29.62%	27.88%
净利润 (百万元)	257.77	360.33	496.11	646.44	726.99
净利润增长率	33.39%	39.79%	37.68%	30.30%	12.46%
ROE	49.25%	39.65%	19.40%	20.60%	19.17%
EPS (元)	0.57	0.80	0.87	1.13	1.27
P/E	37.00	26.36	24.36	18.69	16.62
P/B	3.14	10.51	4.73	3.85	3.19
EV/EBITDA	4.77	20.81	16.25	12.33	9.40

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

人为因素导致公司发展战略出现大的调整。

表 4: 利润表

	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	1,404	1,675	2,134	27.41%	2,734	28.13%	3,433	
营业成本	731	744	939	26.16%	1,203	28.13%	1,511	25.56%
营业费用	325	391	491	25.68%	629	28.13%	755	20.10%
管理费用	82	105	139	32.18%	171	23.20%	206	20.54%
财务费用	3	0	-6	N/A	-14	N/A	-16	N/A
投资收益	0	0	0	N/A	0	N/A	0	N/A
营业利润	255	420	567	35.08%	739	30.30%	969	31.20%
利润总额	256	420	567	34.85%	739	30.30%	969	31.20%
所得税	-2	60	71	18.22%	92	30.30%	242	162.41%
净利润	258	361	496	37.62%	646	30.30%	727	12.46%
归属母公司所有者的净利润	258	360	496	37.68%	646	30.30%	727	12.46%
NOPLAT	260	360	491	36.19%	634	29.35%	715	12.70%

资料来源: 东兴证券研究所

表 5: 资产负债表

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	286	221	1,279	479.05%	1,458	14.03%	1,729	18.55%
交易性金融资产	0	0	0	N/A	0	N/A	0	N/A
应收帐款	91	78	94	20.11%	120	28.13%	150	25.56%
预付款项	28	138	279	102.14%	459	64.74%	686	49.35%
存货	334	449	514	14.68%	659	28.13%	828	25.56%
流动资产合计	755	971	2,283	135.09%	2,847	24.70%	3,581	25.81%
非流动资产	534	621	934	50.45%	1,067	14.28%	1,119	4.81%
资产总计	1,289	1,592	3,217	102.08%	3,914	21.67%	4,700	20.08%
短期借款	0	37	0	N/A	0	N/A	0	N/A
应付帐款	135	202	232	14.88%	297	28.13%	372	25.56%
预收款项	100	75	54	-28.44%	26	-50.92%	-8	N/A
流动负债合计	699	616	593	-3.76%	708	19.44%	840	18.58%
非流动负债	0	0	0	N/A	0	N/A	0	N/A
少数股东权益	67	67	67	0.00%	67	0.00%	67	0.00%
母公司股东权益	523	909	2,557	181.36%	3,139	22.76%	3,793	20.85%
净营运资本	56	355	1,690	376.34%	2,138	26.54%	2,741	28.20%
投入资本 IC	258	749	1,344	79.51%	1,747	29.93%	2,131	21.97%

资料来源: 东兴证券研究所

**表 6: 现金流量表**

现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	258	361	496	37.62%	646	30.30%	727	12.46%
折旧摊销	27	30	0	N/A	137	N/A	149	8.78%
净营运资金增加	39	299	1,335	346.63%	448	-66.40%	603	34.45%
经营活动产生现金流	367	182	369	103.37%	500	35.52%	527	5.39%
投资活动产生现金流	-120	-193	-433	N/A	-270	N/A	-200	N/A
融资活动产生现金流	-92	-76	1,122	N/A	-51	N/A	-57	N/A
现金净增(减)	156	-87	1,058	N/A	179	-83.04%	271	50.81%

资料来源: 东兴证券研究所

**表 7: 财务比率**

财务比率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>						
毛利率	47.34%	47.90%	55.56%	56.00%	56.00%	56.00%
营业利润率	16.58%	18.16%	25.06%	26.57%	27.02%	28.23%
净利率	15.71%	18.36%	21.51%	23.25%	23.64%	21.18%
净资产收益率	51.45%	49.25%	39.65%	19.40%	20.60%	19.17%
<b>偿债能力</b>						
流动比率	1.03	1.08	1.58	3.85	4.02	4.26
速动比率	0.38	0.60	0.85	2.98	3.09	3.28
资产负债率	55.27%	54.24%	38.72%	18.44%	18.10%	17.88%
<b>成长能力</b>						
营业收入增长率		14.13%	19.30%	27.41%	28.13%	25.56%
营业利润增长率		25.00%	64.63%	35.08%	30.30%	31.20%
净利润增长率		33.39%	39.79%	37.68%	30.30%	12.46%
净资产增长率		39.35%	73.63%	181.36%	22.76%	20.85%
<b>营运能力</b>						
应收帐款周转率		18.49	19.85	24.90	25.63	25.40
存货周转率		2.08	1.90	1.95	2.05	2.03
总资产周转率		1.21	1.16	0.89	0.77	0.80

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 谭可

英国 DURHAM 大学硕士, 曾赴香港研究港股消费板块, 现从事纺织服装行业研究, 07 年加盟东兴证券。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。