

2012年5月17日

证券研究报告·调研纪要·纺织服装



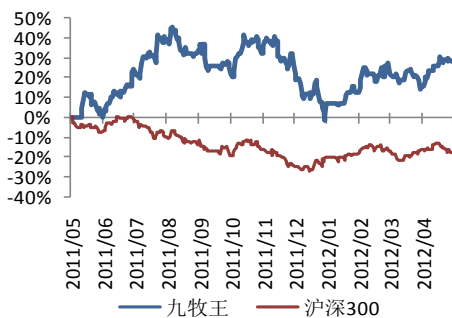
重要事件简评

增持

当前价：24.45元

九牧王：加盟渠道扩张加速 业绩确定性强

一年内股价与大盘走势对比



主要数据

2012.05.18

一年内最高/最低复权价 (元)	25.00/18.81
上证指数/深证成指	2345/9903
总股本/流通 A 股 (百万)	573/120
每股净资产 (元)	7.31
资产负债率%	12.96

调研纪要主要内容：

现阶段开店速度小幅低于预期。公司全年计划门店增速超 15%，截止至今年 4 月底，门店扩张完成量为计划数的 90%。一季度不是公司及行业的开店高峰，一方面因为春节期间开店少，且北方地区由于天气寒冷不适合装修开店，另一方面百货商场一般不在一季度进行品类调整，而主要集中在 5 月和 9 月。公司本身的门店扩张高峰期主要集中在 4-6 月份和 8-9 月份，预计全年开店计划保持良好增速。

2012 年公司产品价格提升空间不大：1) 公司产品价格取决于运营成本，主要包括面料、人工成本，除此之外银行利息、原油价格等也有影响。今年棉价下降幅度较大，且 2011 年经过人工成本的大幅上升今年上升空间不大，从总成本来看同款式产品的成本价格相比去年下降 8 个 pet，所以产品价格较为平稳；2) 商业店铺价格从前两年的暴力增长恢复到平稳状态。虽然原材料价格稳定，但公司通过开发高附加值品类产品以及选用更加优良的辅料配饰，产品总体价格保持稳定提升。

未来在保持扁平化模式下加大加盟比例。公司直营体系依靠 31 个分公司直接管控；加盟体系则是一个扁平化的结构。公司加盟体系分为买断式加盟和代理式加盟两大类，其中代理式加盟代理商以 4.2 折率拿货，销售后与公司按合同约定比例进行利润分配；买断式加盟模式中分为两级，其中一级代理商（省代或区域代）有 9 位，以 4.1 折拿货，他们开发了旗下的 206 位二级加盟商，负责发货、管理；剩下了 709 位二级代理商由公司分公司直接管理，不另外建设加盟商团队，从公司拿货折扣在 4.7 折。2011 年加盟店数量 18%的增速高于直营增速 11%，但公司相较同类型公司直营比例仍然较高，2011 年数量占比 22.7%的直营网点实现了 30.51%的销售收入。2012 年预计增加直营网点 70-100 个，加盟店增长可能更快。

受百货价格战影响不明显。由于公司百货门店占比较大，受百货零售影响较大，但由于品牌较好的知名度及较高的销售收入，百货扣点对盈利的压力不大。现阶段产品在商场的扣点平均在 25%左右，而公司盈利在于商品的销售能力，其

分析师：郭敏

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 50155262-8019

邮件：guomin@tfzq.com

联系人：姚瑶

执业证书编号：S1110111070048

电话：(8621) 50155650-8018

邮件：yaoyao@tfzq.com

地址：中国湖北省武汉市东湖新技术开发区
关东园路2号高科大厦四楼

电话：027-87618889

天风证券有限责任公司

请阅读最后一页信息披露和重要声明

知名度、销售规模大小、与百货合作长短都决定扣点情况。现在公司在很多商场拥有年营业额超过 1000 万元的门店，对商场的议价能力较强。

提高店效是公司未来发展的核心目标。未来发展从三个方面入手：1) 核心方向是提升店效，现阶段商场门店的面积较小，且有部分门店专卖裤子，没有其他品类配合，未来会加大门店面积，且通过品牌提升、产品品类调整以及营运能力的提高（选货、陈列、导购）提高店效，未来预计保持每年同店增长 10%的目标；2) 突破商品系列，公司以裤业起家，在男装裤子市场常年保持市占率第一，2011 年底裤子占总收入的比例高达 53.93%，2012 年一季度降至 48.71%，从最新的数据来看进一步下降至 47%左右。上装相比下装拥有更高的发展速度，未来公司仍将会加大包括茄克、西服等较高毛利其他品类的搭配销售；3) 提高门店外延扩张，现阶段公司拥有门店 3140 家，其中百货门店约为 1600 家，其余为专卖店形式，从专卖店的密度来看还较低，三线城市以下的覆盖率不到 40%，且每个城市只有一两个门店，未来公司的外延性增长空间大。

存货、应收账款和票据增长较快的原因：11 年存货增长快于收入增长：1) 暖冬致使全行业秋冬装销售放缓，2011 年秋冬装销售低于预期；2) 将年报与一季报一起看存货已恢复正常，因为 2012 年春节较往年提前一个月，为提前为春节铺货，秋冬产品备货较多，除此之外因为春节期间不生产，而春节完后就立刻开始销售，春季的产品在 12 月份已经生产完毕。一季度库存已从 2011 年的 7.22 亿元下降至 6.24 亿，库存中有 88%是 2011 年产品，其中 53%以上是应季产品。我们认为虽然 2011 年 32%的存货比高于七匹狼等男装公司，但公司直营占比较高，积压在加盟商的货较少，根据公司 12 年订货会的数据来看对销售影响不大。另外应收账款和应收票据绝对值虽然保持低水平但是增长速度较快，这主要是因为应收票据是从 2011 年开始才大力推行，短期内增长速度较快，而公司通过对长期合作加盟商提供信用政策支持也在一定程度上加快这两项的增长。

公司远景目标是向多品牌经销商发展。公司的主品牌九牧王风格偏正装，不主打时尚度，不直面快时尚品牌的竞争，品牌忠诚度较高，预计每年保持 20%以上的增速。副牌 FUN 主攻休闲服，格利派蒙主攻电子商务。FUN 现有网点 30 多个，定位 20-30 岁人群为主，可以与“九牧王”实现互补，使其成为公司新的业务增长点，格利派蒙 2011 年销售 1000 万，已经基本做到盈亏平衡，将逐步发挥规模效应。但两三年内副牌大幅增加公司利润的难度较大。

ERP 加强公司精细化管理，供应链增强管控能力。ERP 是公司的重要项目，现阶段进展良好，预计年底上线，分成 3 期建设，第一期主要以订单为切入点，打通两头价值链，使以商品为载体和核心的日常管理的数据能够做到标准化、透明化、及时化，以此衍生出的关键指标管理、报表，使各层管理者通过这个系统及时掌握到决策信息，保证库存

到终端门店通畅。

风险提示：

- 1) 门店快速扩张带来的费用率上升风险。直营店铺库存管理风险以及加盟店扩张考验终端零售管理风险；
- 2) 股权激励产生的4554.8 万元管理费用将在2012-15 年四年内分摊，其中前两年摊销比例较大，划入管理费用；
- 3) 2013年公司所得税优惠到期，采用25%的标准。

盈利预测：预计公司 2012 年营业收入增速 26%，归属母公司净利润增速 28.87%，12-14 年对应 EPS 为 1.16/1.3/1.7 元，对应 PE 为 21/19/14 倍，继续给予增持评级。

1 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券有限责任公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，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、复印件或复制品，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“天风证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作任何担保。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，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风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，天风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，天风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。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉

地址：中国湖北省武汉市东湖新技术开发区
关东园路2号高科大厦四楼（430074）

电话：027-87618889

网址：<http://www.tfzq.com>

上海

上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼
（201204）

电话：021-50155650