

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司调研报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

九牧王(601566):**渠道拓展、品类延伸、精细管理、增长稳健****事件:**

上周我们实地调研了九牧王, 与公司高管就公司经营现状、品牌建设、渠道建设、供应链管理、未来扩张战略等方面进行了交流, 主要的观点如下:

点评:**● 预计 2012 年两次订货会销售额增长超 25%**

- **两次订货会基本锁定全年业绩:** 公司一年两次订货会, 即 3 月和 8 月, 分别是当年的秋冬订货会、次年的春夏订货会, 该两次订货会销售额占全年销售额约 70%。公司 2012 年订货会已经结束, 我们判断这两次订货会销售额增长约 25%~30%, 这基本锁定了 2012 年全年业绩仍延续快速增长之势。
- **二季度终端销售有所回升:** 2012 年一季度销售额增长 22.58%, 同店增速低于 10%, 主要是春节提前和天气寒冷所致; 4 月份受消费者信心恢复推动销售回升, 同店增速基本接近往年正常水平, 预计约 16%; 5、6 月份则又受到经济向上趋势不明朗, 销售再度回落, 同店增速约 10%左右。

● 精耕九牧王品牌, 推进多品牌系列化运作

- **精耕“九牧王”品牌:** 公司为“中国男裤”领跑者, 其主导产品“九牧王”品牌男裤连续 12 年荣获同类产品市场综合占有率第 1 位, 2011 年实现收入 11 亿元, 同比增长 25.47%, 占营业收入比重进一步下降至 48.71%, 毛利率 56.45%。未来公司将继续强化系列化的商品企划、设计、组合、订货与终端呈现, 使九牧王品牌商品线的风格更加明晰, 通过波段上货与组合陈列使门店商品结构更加合理。在渠道体系建设方面, 在二三级市场扩张的同时, 更注重店效的提升, 例如通过店铺升级、品类规划和 VIP 管理来推动质和量的上升。
- **拓展男士综合服饰系列:** 随着“九牧王”品牌男裤美誉度的提升, 其品牌粘性也延伸到相关男装品类, 例如茄克衫连续 4 年列同类产品市占率第 2 位, 商务休闲男装连续 2 年获同类产品市占率第 1 位, 2011 年茄克、衬衫、T 恤等非裤装收入贡献首次超过 50%, 销售收入增速分别为 64.7%、79.35%、1.95% (T 恤归类的影响), 预计未来公司仍将加大这类产品的销售占比, 稀释裤装收入占比降至 30%左右。
- **母子结合的二级品牌架构运作:** “九牧王”品牌为公司核心品牌及母品牌, 此外还推出了 FUN、VIGANO'、Calliprimo 三个子品牌, 目前这些子品牌尚处市场培育期。“FUN”为休闲品牌代表, 该品牌为 2009 年 9 月以 1800 万元外购服装品牌, 侧重于男、女装, 主打时尚、品味、简约风格, 由全资子公司玛斯公司运作; VIGANO' 为高端男裤品牌代表, 该品牌为 2010 年 8 月以 45 万欧元购买 Vigano' s. r. l 公司在中国大陆、香港、澳门和台湾商标权及商标申请权, 由全资子公司欧瑞宝公司运作; 格利派蒙 (Calliprimo) 为电商品牌代表, 以潮流、个性化、性价比高为主要诉求, 虽然九牧王品牌也有线上业务,



但只是作为其库存消费渠道。

● **加速扩张二三级市场，提升加盟店收入贡献比例**

- **预计未来年净增门店 300~500 家：**公司 2011 年净增门店 430 家，门店总数达 3140 家，其中直营店 713 家占比 22.7%、加盟店 2427 家占比 77.3%。2012 年一季度公司净增门店约 50 家，而公司开店高峰期主要集中于 7~9 月，预计全年新增店速度约 15%~20%，未来年净增门店约 300~500 家，其中直营店占比约 1/5~1/6，加盟店 4/5~5/6。
- **二级以下市场以加盟渠道为主：**直营终端集中于一二线城市，依靠 31 个分公司管理；二线以下的城市则通过加盟体系布局，加盟商公司依据综合实力分为一级和二级加盟商，一级加盟商为省代或区域总代，其可以发展二级加盟商，目前公司有 9 个一级加盟商，其下辖约 209 位二级加盟商，另有公司直属管理的约 709 位二级加盟商，除安徽、新疆和青藏之外，这些加盟商均由分公司管理。在拿货折扣上，一级和二级加盟商分别为 4.1 折、4.7 折。
- **加盟店增多稀释直营收入贡献：**2011 年直营收入 6.88 亿元，占比 30.51%；加盟收入 15.67 亿元，占比 69.49%。预计未来随着加盟店持续扩张，其对销售额的贡献不断上升，将稀释直营收入占比

● **毛利率趋于小幅下降，库存结构相对合理**

- **加盟体系扩大拉低整体毛利率：**过年三年公司产品售价约上涨 10%之多，直营销售回款折扣率约 6.3 折（加盟商约 4.7 折），加之规模效应显著成本控制，公司毛利率持续走高，2011 年和 2012 年一季度毛利率分别为 55.65%、56.94%。但预计随着加盟体系不断扩大，未来毛利率趋于小幅下降态势。
- **库存周转匹配公司经营模式：**公司存货周转率不高，2011 年及 2012 年一季度分别为 1.71 次、0.43 次，这与公司采取业务纵向一体化和拥有较多直营销售终端有关，直营门店铺货和开店规划备货必须有相应的库存商品，库龄一年以内的商品占库存商品约 83%。

● **维持“强烈推荐”投资评级：**虑及 2013 年所得税减半优惠到期，预测 2012~2014 年 EPS 分别为 1.18、1.26、1.53 元，当前股价对应下的 PE 为 23 倍。公司作为国内中高端男裤市场领跑者，品牌影响力强大，渠道网络庞大且成熟，终端密度不断加大，单店效率持续提升，高价值供应链优势，加之股权激励充分，均保证未来业绩稳健增长的确信性较强。维持“强烈推荐”投资评级。

● **风险提示：**消费持续疲软、终端门店管理缺失。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4005	4361	4884	5485
现金	2560	2742	2902	3128
应收账款	119	162	197	234
其他应收款	12	15	19	22
预付账款	265	315	387	460
存货	722	906	1111	1320
其他流动资产	327	221	269	320
非流动资产	752	894	880	862
长期投资	0	0	0	0
固定资产	402	637	663	665
无形资产	118	120	122	124
其他非流动资产	232	137	95	73
资产总计	4758	5256	5764	6347
流动负债	779	944	1176	1363
短期借款	0	0	50	50
应付账款	269	341	418	497
其他流动负债	510	603	709	817
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	779	944	1176	1363
少数股东权益	0	0	0	0
股本	573	573	573	573
资本公积	2524	2524	2524	2524
留存收益	882	1214	1490	1886
归属母公司股东权益	3979	4312	4588	4984
负债和股东权益	4758	5256	5764	6347

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	335	636	518	665
净利润	518	676	724	877
折旧摊销	0	27	35	37
财务费用	-19	-53	-55	-57
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	0	-25	-195	-201
其他经营现金流	-162	13	10	10
投资活动现金流	-511	-163	-14	-14
资本支出	303	179	19	19
长期投资	-210	-16	-5	-5
其他投资现金流	-418	-0	0	0
筹资活动现金流	2522	-291	-344	-424
短期借款	-37	0	50	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	120	0	0	0
资本公积增加	2433	0	0	0
其他筹资现金流	5	-291	-394	-424
现金净增加额	2345	182	160	227

资料来源:天软估值模型、第一创业证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2257	2836	3454	4105
营业成本	1001	1262	1547	1839
营业税金及附加	27	43	52	62
营业费用	476	610	732	862
管理费用	155	199	207	226
财务费用	-19	-53	-55	-57
资产减值损失	21	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	598	768	962	1165
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	602	772	966	1169
所得税	84	97	241	292
净利润	518	676	724	877
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	518	676	724	877
EBITDA	579	742	942	1146
EPS(元)	0.90	1.18	1.26	1.53

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	34.8%	25.6%	21.8%	18.9%
营业利润	42.5%	28.4%	25.2%	21.1%
归属于母公司净利润	43.7%	30.5%	7.2%	21.1%
获利能力				
毛利率(%)	55.6%	55.5%	55.2%	55.2%
净利率(%)	22.9%	23.8%	21.0%	21.4%
ROE(%)	13.0%	15.7%	15.8%	17.6%
ROIC(%)	35.9%	40.2%	39.3%	43.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	16.4%	18.0%	20.4%	21.5%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	4.25%	3.67%
流动比率	5.14	4.62	4.15	4.02
速动比率	4.19	3.63	3.18	3.02
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.57	0.63	0.68
应收账款周转率	22	19	18	18
应付账款周转率	4.25	4.14	4.08	4.02
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.18	1.26	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.11	0.90	1.16
每股净资产(最新摊薄)	6.94	7.53	8.01	8.70
估值比率				
P/E	30.04	23.02	21.47	17.74
P/B	3.91	3.61	3.39	3.12
EV/EBITDA	22	17	14	11

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135