

分析师：金珍

执业证书编号：S0270511080002

电话：020-38286835

邮箱：jinzhen@wlzq.com.cn

发布日期：2012年9月4日

增长稳健，未来看渠道和非裤装

——九牧王（601566）调研简报

## 公司调研简报

买入（维持）

### 报告关键要素：

公司定位中高档商务休闲男装，综合实力较强，近几年经营业绩保持快速增长。未来公司将实施渠道向二三线市场扩张，产品由裤装向非裤装延伸，积极尝试多品牌建设。公司作为商务休闲男装行业龙头，经营稳健，未来成长可期，继续维持中长期“买入”评级。

**事件：**近日，我们实地调研了九牧王公司，就近期的经营情况和未来发展与公司相关人员进行交流。

### 调研结论：

- **专业好品质，定位中高档的商务休闲男装：**公司定位中高档商务休闲男装，主要从事九牧王品牌男装的设计研发、生产、销售和品牌推广，目标消费群体为年龄在30-45岁之间的男士。主要产品包括男裤、茄克、T恤、衬衫和其他相关产品，其中，男裤是核心产品，占总收入的50%左右，具有良好的品牌美誉度。公司采用纵向一体化的运营模式，有效控制设计、研发、生产和销售等主要环节。产品生产上采用以自制生产为主、委托加工生产为辅式，目前男裤和茄克自制生产比例较高。销售模式采用直营和加盟相结合、商场和专卖店并举，直营终端数量和收入占比相对同行业其他公司较高，部分二级加盟商由各地分公司直接管理，渠道控制力较强。
- **经营业绩快速增长，2012年上半年略超预期：**公司近年来经营业绩保持快速增长，2008年-2011年的营业收入和净利润的复合增长率分别为22.43%和38.9%。2012年上半年，公司继续保持稳健经营，实现营业总收入11.91亿元，同比增长23.58%，实现归属于上市公司股东的净利润3.38亿元，同比增长43.59%，在行业增速放缓的背景下，业绩略超市场预期。
- **全年计划开店300-400家，二三线市场空间较大：**公司全年计划开店300-400家，其中，新开直营店数量占比为20%-25%，约70-80家左右。截至2012年6月底，公司终端门店总数为3207家，相比2011年底3140家净增67家，新开店主要为加盟店。一般来说，服装公司的开店高峰期在下半年的7、8月和10、11月，因此公司虽然上半年仅增60多家门店，但是通过下半年的集中开店，仍能完成全年开店计划。在关店方面，公司将关店数量整体控制在总店数的3%-6%，去年关店200家左右，今年上半年100多家，商圈整合、租期到期和亏损因素各占三分之一左右。未来公司的开店策略主要是由一二线向二三线下沉，自上而下扩张。从城市类型来看，具体门店数量情况为，北上广深等超大城市200家左右，一线城市500家左右，二线城市700-800家左右，三线城市800家左右，三线以下城市700家左右，其中，一二线主要为商场店，三线及三线以下主要为专卖店。从目前的开店经验来看，在向二三线城市的扩张中，未来还有1500家左右的开店空间。
- **毛利率持续上升，内生增长稳健：**公司近两年来基本保持56%左右的毛利率，2012年上半年综合毛利率为57.57%，较去年同期提升1.11个百分点，继续保持上升态势。上半年毛利率提升主要有两个方面的原因：一是公司产品生产实施订货制，价格采用成本加成法，因此今年上半年春夏季产品在去年8月份就已经完成订货，产品价格确定，而后采购的原材料价格下降，毛利率继而提升；二是折

扣率相对较高的加盟商发展迅速。公司预计今年下半年毛利率相比上半年会有所下降。上半年单店增长10%左右，增速相比去年有所下降，主要受到天气、消费需求疲弱和去年基数较高影响，产品提价幅度较小；上半年直营和可统计的加盟店的平效在每平方米8000元左右（不含税），大部分加盟店的平效难统计，但总体上，公司的加盟店实际平效高于直营店。在库存方面，公司目前库存结构压力不大，去年秋冬的产品在今年将继续销售，占比10%左右，价格基本保持原价；在打折促销方面，公司产品目前的折扣在7.5折至8折，相比其他公司较高。

- **上装发展较快，谨慎尝试多品牌：**公司一直以来男裤收入占比超过50%，目前正在积极推进男裤向上装和相关服饰延伸，非裤装收入占比每年将提升2-3个百分点。2011年和2012年上半年，男裤收入占比均同比下降，衬衫和茄克收入大幅增长，非裤装的发展开始见成效。在多品牌方面，公司尝试在稳步发展九牧王主品牌的同时，细分市场，尝试开拓以FUN品牌为代表的休闲服业务和发展以格利派蒙为代表的电子商务品牌。目前FUN品牌正在调整中，共有门店25家左右。
- **预计2012年三季度增速放缓，四季度会好转：**7、8月份属于服装淡季，加上今年夏季时间拉长，三季度经营业绩可能会低于上年，相比2008年时压力也更大；随着销售旺季的到来，四季度会有所好转。公司2013年春夏订货会将在9月8日左右召开。
- **未来看好渠道下沉和非裤装品类发展：**目前公司在超大和一线城市覆盖率达到100%，且主要为商场专柜，优势明显，而在二三四线城市中覆盖率和店铺密度不高，未来仍有较大的扩张空间；品类延伸上，公司将继续大力发展更换率、单价和毛利率相对较高的非裤装，不断提升非裤装收入占比；品牌建设上，公司依靠产品品质和性价比获得了较好的市场知名度，未来将继续提升品牌价值，尝试多品牌发展。
- **盈利预测与投资建议：**男装行业竞争格局稳定，发展成熟，商务休闲男装将成为未来的主流趋势。公司作为商务休闲男装行业龙头，经营稳健，未来成长可期。预计2012年和2013年EPS为1.17元和1.38元，目前股价为22.56元，对应PE为19倍和16倍，若市场出现大幅调整，可逐步关注，继续维持中长期“买入”评级。
- **风险因素：**经济增速回落影响消费需求；渠道下沉和产品延伸效果不及预期；库存增加。

### 盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	16.75	22.57	27.51	34.82
增长比率(%)	19.30	34.78	21.87	26.57
净利润(亿元)	3.61	5.18	6.77	7.99
增长比率(%)	39.79	43.73	30.73	17.95
每股收益(元)	0.62	0.90	1.17	1.38
市盈率(倍)	36.39	25.07	19.28	16.35

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

### 证券分析师承诺

姓名：金珍

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlqz.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

### 免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

### 万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831