

# 渠道为王到内生性发展为主

## ——九牧王（601566）调研快报

2013年1月8日

强烈推荐/维持

纺织服装

调研快报

谭可	纺织服装行业分析师	执业证书编号: S1480510120013
	010-6655 4011	

### 事件:

昨日, 我们与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

### 观点:

#### 1. 渠道为王到内生性发展为主。

公司战略上将由以往的侧重渠道拓展向侧重内生性发展转变, 已下调新增长店铺预期, 未来发展重心将放在供应链的柔性波段性产品供应及终端店铺店效提升等内生性工作上。针对终端店面形象升级, 公司已做好第7套道具更换方案, 将利用未来1年半到两年的时间完成全部更换工作, 力求打造终端体验中心; 为加强店效改善效果, 公司制定了零售改进计划, 目前, 已在武汉进行试点, 通过强化买手制、提升陈列及上货效率等, 利用橱窗艺术, 拉动连带销售; 公司已全面引进商品管理系统, 并在全国四个城市进行系统周度信息汇总会议以更实时地根据市场状况及走货情况安排后台供应链的供货, 一旦试点完成, 将在全国店铺进行应用, 从而实现公司供应链的全面提升。

#### 2. 适度收缩新开店规模, 并持续拓展上装业务。

终端布局上, 巩固一级城市, 发展二、三级, 一级自营为主, 二、三级加盟为主, 下调外延速度, 原计划每年新增直营店100家, 加盟400家调整至全年店铺预计新增350家。

产品上, 继续向上装拓展, 男裤在整体销售结构中占比将逐渐降到30%。公司将继续加强上装产品品类拓展并加强设计等环节投入, 以男裤强大的市场影响引导下, 带动上装销售, 我们预计上装收入增速将超过男裤增长, 在收入中占比有望进一步提升。

#### 3. 多品牌延伸持续推进。

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, 公司除“九牧王”主品牌还拥有“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2011年上半年在公司总部所在地厦门开设了全国首家专卖店; 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; VIGANO为意大利高端裤装品牌, 2010年公司收购了其大中华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, 以高端商场为主要零售终端。

表 1: 公司现有品牌概况

旗下品牌	品牌定位	运营情况
九牧王	中高端品牌, 目标客户年龄多为中年	运营成熟, 一级城市布局充分, 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

Calliprino	公司收购的意大利线上男装品牌	将来也会尝试线下实体店经营，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	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

### 结论：

相对其他品类，男装板块格局稳定、风险较低，上市公司经营水平和先发优势明显，公司作为强势企业上市以来业绩持续达到预期，运营实力和内功在业内有口皆碑。

我们预计公司 2012-2014 年净利润分别为 6.65、7.76 和 9.32 亿元的盈利预测，同比增长 28.45%、16.69% 和 20.02%。对应 EPS 分别为 1.15、1.34 和 1.60 元。

公司2012-2014年动态PE分别为14.38、12.32和10.27倍，相对其他品类，男装板块格局稳定、风险较低，上市公司经营水平和先发优势明显，公司作为强势企业上市以来业绩持续达到预期，运营实力和内功在业内有口皆碑。虽然市场对公司业绩增速预期下调，但从估值角度来看，安全边际较高，九牧王作为内功和战略布局优势品种，值得长期看好，仍然维持“强烈推荐”。

### 风险提示：

人为因素导致公司发展战略出现大的调整。

表 2：公司 2012-2014 年盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	1,674.81	2,257.33	2,698.68	3,274.93	3,946.78
营业收入增长率	19.30%	34.78%	19.55%	21.35%	20.51%
EBITDA（百万元）	450.11	615.34	835.40	1,089.24	1,303.12
EBITDA 增长率	58.12%	36.71%	35.76%	30.39%	19.64%
净利润（百万元）	360.33	517.89	665.22	776.23	931.60
净利润增长率	39.79%	43.73%	28.45%	16.69%	20.02%
ROE	39.65%	13.02%	13.77%	14.45%	15.46%
EPS（元）	0.80	0.99	1.15	1.34	1.61
P/E	20.66	16.70	14.38	12.32	10.27
P/B	8.24	2.38	1.98	1.78	1.59
EV/EBITDA	16.22	11.23	7.71	5.72	4.55

**表 3: 盈利预测表 (2010A-2014E)**

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	1,674.81	2,257.33	2,698.68	19.55%	3,274.93	21.35%	3,946.78	20.51%
营业成本	744.24	1,001.18	1,196.92	19.55%	1,452.50	21.35%	1,750.49	20.51%
营业费用	390.53	475.63	553.23	16.31%	622.24	12.47%	749.89	20.51%
管理费用	104.94	155.31	161.92	4.25%	180.12	11.24%	217.07	20.51%
财务费用	0.33	-19.29	-28.41	N/A	-32.31	N/A	-34.86	N/A
投资收益	0.30	1.74	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	419.73	598.17	782.61	30.83%	1,016.35	29.87%	1,220.78	20.11%
利润总额	420.45	601.69	782.61	30.07%	1,021.35	30.51%	1,225.78	20.02%
所得税	59.95	83.80	117.39	40.09%	245.12	108.81%	294.19	20.02%
净利润	360.50	517.89	665.22	28.45%	776.23	16.69%	931.60	20.02%
归属母公司所有者的净利润	360.33	517.89	665.22	28.45%	776.23	16.69%	931.60	20.02%
NOPLAT	360.17	498.26	641.07	28.66%	747.88	16.66%	901.30	20.51%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	220.89	2,559.68	3,122.61	21.99%	3,338.91	6.93%	3,633.18	8.81%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	77.88	118.78	142.00	19.55%	172.32	21.35%	207.67	20.51%
预付款项	137.89	265.43	417.92	57.45%	602.97	44.28%	825.98	36.99%
存货	448.61	722.21	863.42	19.55%	1,047.78	21.35%	1,262.73	20.51%
流动资产合计	971.00	4,005.46	4,920.68	22.85%	5,582.88	13.46%	6,404.30	14.71%
非流动资产	620.75	752.32	805.02	7.01%	899.82	11.78%	982.63	9.20%
资产总计	1,591.75	4,757.78	5,725.70	20.34%	6,482.70	13.22%	7,386.93	13.95%
短期借款	36.80	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	201.54	269.11	317.32	17.91%	385.08	21.35%	464.07	20.51%
预收款项	75.03	116.39	165.84	42.48%	225.85	36.18%	298.16	32.02%
流动负债合计	616.30	778.92	896.49	15.09%	1,110.13	23.83%	1,362.24	22.71%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	66.75	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	908.70	3,978.87	4,829.21	21.37%	5,372.57	11.25%	6,024.69	12.14%
净营运资本	354.70	3,226.55	4,024.19	24.72%	4,472.75	11.15%	5,042.06	12.73%
投入资本 IC	748.95	1,373.05	1,706.60	24.29%	2,033.66	19.16%	2,391.51	17.60%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	360.50	517.89	665.22	28.45%	776.23	16.69%	931.60	20.02%
折旧摊销	30.05	36.46	0.00	N/A	105.20	N/A	117.20	11.41%
净营运资金增加	298.88	2,871.85	797.64	-72.23%	448.56	-43.76%	569.31	26.92%

经营活动产生现金流	181.56	335.05	503.26	50.20%	616.86	22.57%	738.89	19.78%
投资活动产生现金流	-192.71	-510.52	-153.86	N/A	-200.00	N/A	-200.00	N/A
融资活动产生现金流	-75.90	2,521.57	213.54	-91.53%	-200.56	N/A	-244.62	N/A
现金净增(减)	-87.05	2,346.10	562.93	-76.01%	216.30	-61.58%	294.27	36.05%

## 分析师简介

---

### 谭可

纺织服装行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股消费板块。

## 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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 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。