

建议申购

合理价格: 25.92 元

2011年5月16日

牧心者牧天下 品质男装的缔造者

九牧王IPO投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	45293
本次发行股数(万)	12000
发行后总股本(万)	57293
发行价(元)	-
发行市盈率(倍)	-
发行日期	2011/05/19
上市日期	-

发行后主要股东

	持股比例
九牧王投资	79.06%
顺茂投资	58.91%
睿智投资	5.26%
铂锐投资	5.26%
智立方投资	5.26%
金石投资	3.85%

行业指数



资料来源: 招商证券

- 1、《服饰品牌研究第二卷: 时尚产业图谱, 品牌模式决高下》2008/6/22
- 2、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31
- 3、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090511040023

九牧王在商务休闲男装领域属于领先地位, 虽然在收入和渠道规模等方面弱于七匹狼, 但公司的渠道模式较有特色, 以一二线百货的布局为首, 直营占比达到36%, 这是与福建其他休闲男装有很大区别的一点, 也有利于公司未来在一二三线城市的长足发展。

- **品质男装的缔造者。**公司以清晰的发展路线, 明确定位中高端商务休闲男装细分市场, 同时商场专柜与专卖店比翼齐飞的渠道拓展策略以及纵深一体化的高效供应链管理予以支持, 实现了夯实的发展。09年九牧王品牌西裤市场综合占有率已连续十年位居全国第一, 茄克连续两年位居全国第二。
- **渠道模式有特色, 供应链管理更精细。**公司通过打造“业界专家”形象, 以高品质裤装及茄克拳头产品树立了九牧王的品牌形象及市场地位; 在商场店迅速发展的时期, 公司成功的在开设难度较大的一线城市商场建立了较为成熟的直营商场店运营体系, 并通过专卖店形式将渠道下沉至二三线城市, 以庞大的营销网络快速有效的抢占市场份额; 此外, 公司实施“纵向一体化”的供应链管理, 根据较完善的信息系统对市场信息形成反馈, 有效利用自有生产线迅速组织补货式生产, 提高了公司的盈利水平。
- **商务休闲男装发展空间广阔, 公司盈利表现最优。**商务休闲男装零售额从04年到09年的年复合平均增长率达到22.8%, 高于休闲男装市场年均复合增长率约6个百分点。公司在商务休闲男装中属于领先品牌, 七匹狼在收入、渠道规模、品类的全面性等方面优于公司, 而公司在对一二线百货的布局、直营体系的建设、信息系统的覆盖度与管理应用等方面有优势, 直营建设与信息系统的运用等导致精细化管理程度较高, 也带来了盈利能力的优良表现, 公司的毛利率及净利润率水平在上市的男装品牌中位居首位。
- **盈利预测与估值:** 公司作为国内商务休闲男装的领导品牌, 总体发展质地较为优良。后期将通过提高二三线城市的布点、提高单店面积和平效等获得持续快速发展。预计11-13年EPS分别为0.86、1.17和1.35元/股, 合理二级市场价格可给予11年30倍左右的PE, 合理价格中枢为25.92元。建议询价区间为11年25倍左右。

主要财务数据

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	1404	1675	2145	2687	3389
同比增长	14%	19%	28%	25%	26%
营业利润(百万元)	255	420	569	764	1028
同比增长	25%	65%	36%	34%	35%
净利润(百万元)	258	360	495	669	773
同比增长	33%	40%	37%	35%	16%
每股收益(元)	3.03	0.80	0.86	1.17	1.35
ROE	118%	40%	36%	36%	32%

资料来源: 招商证券

正文目录

一、总论：专业好品质缔造商务休闲男装领导品牌.....	4
二、公司的品牌系统：品质铸造价值，创新谋求发展.....	6
1、品牌运营：品质铸造价值.....	6
(1) 品牌定位与形象：“品质为王”，做精市场.....	6
(2) 宣传推广：有针对性的整体营销策略.....	7
(3) 多品牌策略：实施在即，打破单一品牌运营的发展局限.....	7
2、渠道管理：直营与加盟比翼齐飞，共促内生与外延同步提升.....	8
(1) 直营体系：百货商场资源占优，专卖店提升品牌形象.....	10
(2) 加盟体系：一级扁平化加盟为主，未来扩张空间良好.....	10
3、供应链管理：纵向一体化的高效供应系统.....	11
(1) 集中采购与自主生产为主.....	11
(2) 集中订货模式：有效缓解成本波动风险，提升供应链协同性.....	11
(3) 研发设计：品质为先，强者成于细节.....	11
(4) 高效可控的信息系统.....	13
(5) 配送中心与第三方物流相结合.....	13
三、行业分析：商务休闲男装发展空间广阔，公司盈利表现最优.....	14
1、商务休闲男装发展空间广阔.....	14
(1) 受益内需扩张，国内服装消费持续旺盛，消费品牌化势不可挡.....	14
(2) 男装休闲化趋势明显，商务休闲市场增长空间广阔.....	15
(3) 渠道发展模式：商场渠道集中度较高，专卖店渠道仍有发展.....	16
2、竞争分析：精细化管理较好，盈利能力强.....	17
四、募集资金项目分析.....	20
1、营销网络建设项目.....	20
2、供应链系统优化升级项目.....	21
3、信息化建设项目.....	22
4、设计研发中心建设项目.....	22
五、盈利预测与估值.....	24
六、附录：发行人概况与发行方案.....	25

图表目录

图 1: 公司 2008-2010 年销售收入增长情况	4
图 2: 公司 2008-2010 年净利润增长情况	4
图 3: 公司经营模式示意图	5
图 4: 公司品牌渠道运作模式	9
图 5: 业内主要男装品牌渠道规模	9
图 6: 公司渠道分布情况	9
图 7: 公司直营与加盟渠道数量增长情况	10
图 8: 公司直营与加盟体系收入增长情况	10
图 9: 公司直营体系专卖店与商场专柜数量增长情况	10
图 10: 公司加盟体系专卖店与商场专柜数量增长情况	10
图 11: 公司核心产品男裤工艺展示	12
图 12: 我国城镇居民可支配收入增长情况	14
图 13: 中国服装零售增长情况	14
图 14: 我国城镇居民家庭平均每人全年服装消费性支出结构 (元)	15
图 15: 09 年我国服装各细分市场收入占比情况	16
图 16: 我国男装消费增长情况	16
图 17: 09 年我国男装各细分市场收入占比情况	16
图 18: 我国休闲男装消费增长情况 (十亿元)	16
图 19: 09 年我国男装市场各销售渠道销售占比情况	17
图 20: 我国男装市场各销售渠道销售占比发展趋势	17
图 21: 04-13 年我国男士服装市场各零售渠道销售变动情况 (十亿元)	17
图 22: 10 年同行业上市公司综合毛利率对比情况	19
图 23: 10 年同行业上市公司净利润率对比情况	19
图 24: 10 年同行业上市公司营运能力对比情况	19
图 25: 10 年同行业上市公司偿债能力对比情况	19
图 26: 信息化建设项目覆盖的业务范围	22
图 27: 公司产品未来开发模式	23
图 28: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)	24
图 29: 纺织服装行业历史 PEBand	24
图 30: 纺织服装行业历史 PBBand	24
图 31: 本次发行前股权结构及控制关系	25

表 1: 公司业务运作模式	5
表 2: “九牧王”品牌定位情况	6
表 3: 近年公司举办的整合营销推广活动	7
表 4: 公司旗下多品牌概述	8
表 5: 公司与七匹狼比较分析	18
表 6: 公司募投资金项目概览	20
表 7: 营销网络建设项目情况	20
表 8: 营销网络建设项目具体投资规划	20
表 9: 营销网络建设项目财务效益指标	21
表 10: 供应链系统优化升级项目具体投资规划	21
表 11: 供应链系统优化升级项目财务效益指标	21
表 12: 信息化建设项目具体投资规划	22
表 13: 设计研发中心建设项目具体投资规划	23
表 14: 发行前后股本结构对比	25
附: 财务预测表	27

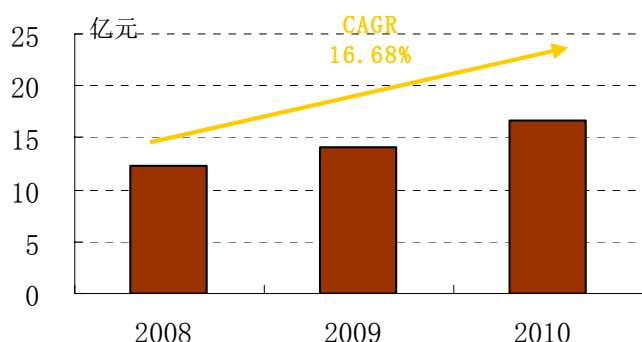
一、总论：专业好品质缔造商务休闲男装领导品牌

九牧王是国内领先的商务休闲男装品牌企业，以为男士打造高性价比的精工时尚服饰为己任，采用纵向一体化模式进行男装的设计研发、生产、销售和品牌推广，其中生产主要以自制生产为主、委外加工为辅的策略，在严格保证公司特有加工品质的同时，利用外协生产弥补主导产品产能局限，并扩充产品组合的丰硕度。

历经二十余载的打磨，公司的主打产品男裤及茄克凭借过硬的“专业好品质”已在业内屡获殊荣。据中华全国商业信息中心统计显示，截止至2009年，九牧王品牌西裤市场综合占有率已连续十年位居全国第一，茄克综合市场占有率仅次于七匹狼品牌，连续两年位居全国第二。

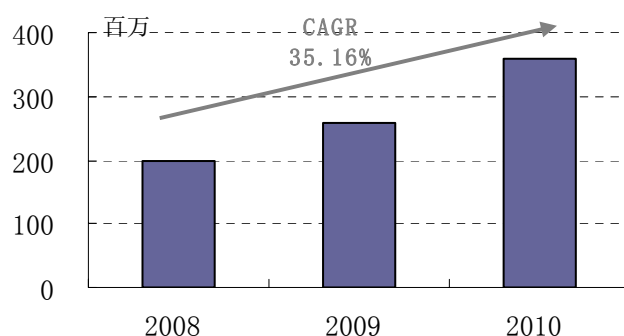
领先的品牌价值塑造能力、较强大的渠道拓展与管控能力及高效高质的供应链管理能力的提升上，显示出了强劲的增长动力。截止至2010年末，公司收入规模达到16.75亿元，2008-2010年销售收入年均复合增长率为16.68%，而同期净利润达到了3.61亿元，年均复合增长率达到35.16%的快速增长，净利润率水平居业内前茅，达到21.52%，而同期利郎男装、报喜鸟、希努尔及七匹狼则分别为20.40%、19.29%、14.32%和13.15%。

图 1：公司2008-2010年销售收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 2：公司2008-2010年净利润增长情况

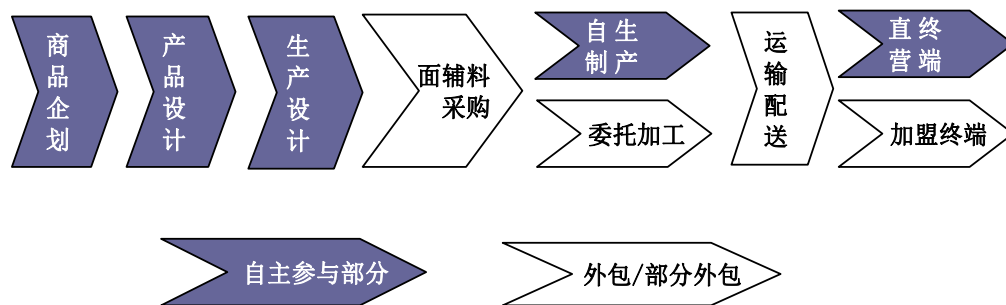


资料来源：公司招股说明书，招商证券

从产品本质角度看，较女装而言，男士商务休闲装同质性较高，企业若在竞争激烈的男装市场异军突起、脱颖而出，需通过卓越的品牌价值及过硬的产品品质，获取男性消费者对品牌的认可及忠诚度。

“九牧王——牧心者牧天下。”公司以清晰的发展路线，通过全力打造高品质的男裤及茄克拳头产品组合，明确定位中高端商务休闲男装细分市场，同时，伴有强大的整合营销能力、商场专柜与专卖店比翼齐飞的渠道拓展策略和高效的供应链管理能力的支持，“九牧王”实现了内外兼修式的发展，并已在所处市场获得较高赞誉，拥有一批稳定的男性消费群体。

图 3: 公司经营模式示意图



资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

表 1: 公司业务运作模式

项目	业务模式
原材料采购	每年春夏及秋冬订货会进行两次集中采购, 每年面、辅料集中采购量约占总采购量的 90%
产品设计	拥有 80 人的专业设计研发团队, 年设计款式达到 2000 多款
生产加工	自主生产为主, 委托加工生产为辅的模式
订货方式	2006 年推行订货模式, 每年举办春夏、秋冬两次大型订货会, 集中订货占全年销售额的 70%
营销渠道	截止至 2010 年底, 公司拥有 2710 家营销网点, 其中直营渠道数量 645 家 (专卖店 7 家, 商场专柜 638 家), 加盟渠道数量 2065 家 (专卖店 1220 家, 商场专柜 845 家)
结算与信用政策	直营专卖店: POS 机或现金; 直营商场专柜: 产品出售后, 双方按约定期限和折率以结算单开票结算 买断式加盟: 款到发货; 代理式加盟: 产品出售后, 双方按约定期限和折率以结算单开票结算

资料来源: 公司招股说明书, 招商证券

二、公司品牌系统：渠道模式有特色，供应链管理更精细

对于品牌服装公司的研究，我们坚持运用在《纺织服饰行业08年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》中构建的模型，通过把握公司在品牌运营、渠道管理和供应链管理上的核心竞争力，对品牌公司加以深入的探究。

公司历经20年的磨砺，通过打造“业界专家”形象，以高品质裤装及茄克拳头产品树立了九牧王的品牌形象及市场地位，与此同时，在商场店迅速发展的时期，公司准确的把握住开拓商场店的最佳时期，成功的在开设难度较大的一线城市商场建立了较为成熟的直营商场店运营体系，并通过专卖店形式将渠道下沉至二三线城市，以庞大的营销网络快速有效的抢占了市场份额。

1、品牌运营：品质铸造价值

品牌运营能力是品牌公司实施差异化竞争，维护消费者忠诚度的重要手段，是衡量品牌公司发展成果的重要标准。公司通过对30-45岁男性消费群体的专注分析，结合自身优势、市场发展与竞争对手的情况，采用整体营销策略，实行从产品设计、生产研发、产品陈列、店铺设计到广告投放、品牌代言和热点营销活动等各方面全方位的市场营销，并利用直营商场专柜体系为渠道拓展基石，配合开设专卖店及网销，实现线上线下共同发展，对市场构成有效的覆盖。

（1）品牌定位与形象：“品质为王”，做精市场

九牧王产品的市场定位，比起国内同类商务休闲品牌层次更高，主要集中在一二线市场，这为日后巩固其国内商务休闲男装领先品牌地位，提供了有力的支撑。

“九牧王”品牌定位中高档商务休闲男装市场，以年龄在30-45岁之间的成功精英男士为目标消费群体。通过打造高性价比精工产品，由进取精英型和传统完美型消费群体逐渐渗透至中规中矩型，提升目标消费群体的覆盖面。

表 2：“九牧王”品牌定位情况

涉及方面	内容
产品及目标消费群	产品涵盖：中高档、全系列的商务休闲男装 目标消费群：以进取精英型和传统完美型为核心，带动中规中矩型，年龄在30-45岁之间的男士
经营理念	在全流程的精细化控制下，为顾客提供高性价比的精工时尚产品和精细、便捷的服务
品牌核心理念	精致生活
品牌核心感性诉求	追求自我展现、新潮时尚、反对安逸
品牌核心理性诉求	追求质量、反对全面成本
品牌个性	稳重、大气、同时不失热情和活力
品牌地位	成为中国商务休闲男装领导品牌

资料来源：公司招股说明书，招商证券

我们认为公司的品牌定位是清晰而准确的，该部分目标群体收入水平较高，对价格敏感度较低，更多的是对品牌、产品品质及服务档次的要求，尤其是产品的品质是男性消费群体决定购买与否的主要评判标准，亦是提升品牌认知度及维护品牌忠诚度最主要的条件，公司的品牌定位正符合了中高端男装品牌的发展趋势及该部分消费群体的需求。

(2) 宣传推广：有针对性的整体营销策略

结合目标消费群体的生活方式及媒体接触习惯，公司紧密的围绕“九牧王”品牌的定位、风格与价值，通过产品设计、产品陈列、店铺设计、广告投放、品牌代言和各类服饰文化节活动，借助男性消费群体所关注的媒介，有针对性的进行高频率、多层次的广告推广，如在中央电视台一套和五套进行广告投放，在航空杂志、动车组杂志及户外高速公路广告牌进行推广。

表 3：近年公司举办的整合营销推广活动

时间	营销活动
2002 年	通过“西裤专家”宣传片的制作，宣传推广公司核心产品，提升了九牧王品牌在消费者心中的地位与形象，“西裤专家”在广大消费者心智中赢得了高度认同。
2002 年至今	每年会推出九牧王男裤节活动，活动期间会在公司的销售终端店内通过海报、横幅、报纸广告等方式进行宣传，店外通过电台及商场广播、手机短信的方式进行推广。
2005 年至今	每年会推出九牧王西服节活动，针对不同的消费市场推出不同的宣传方案，包括报纸媒体的投放、过街横幅的投放及店面布置等。
2009 年	举办了“睿变由我、裤享人生—2009 年九牧王男装大型巡展暨骑牛斗士全国擂台赛”，整个活动在北京、太原、兰州、西安、郑州等 35 个城市进行海选，在每个城市的活动现场，均有品类丰富的九牧王男装展示及 2009 年秋冬新品的发布，使得众多消费者体验到了“中国裤王体验式营销”的快乐。
目前	分析竞争对手的广告投放情况，制定适合公司特点的广告投放内容和广告投放渠道，现主要通过电视、户外、全国知名时尚杂志等方式进行宣传。公司主要选择与九牧王品牌的商务定位和目标消费群体相吻合的中央电视台一套和五套进行广告投放。公司还在航空杂志、动车组杂志及户外高速公路广告牌推广九牧王品牌。

资料来源：公司招股说明书，招商证券

(3) 多品牌策略：实施在即，打破单一品牌运营的发展局限

随着男性消费者个性化需求意识日益加强，对于着装的款式、风格、质地及剪裁等方面的要求也随之增加。为满足多元化市场需求，多品牌或者单一品牌多系列经营将逐渐成为国内品牌服饰企业经营的主流趋势。目前国内不少规模靠前的品牌都开始了多品牌或者多系列的尝试，不过总体看，国内品牌的多品牌或者多系列运作尚处于尝试和铺垫期。

根据国外知名品牌的发展路径来看，待主品牌发展到一定规模，均通过打造多品牌实现快速的壮大。这其中包括国际著名品牌LVMH、HUGO BOSS、PRADA、ARMANI、INDITEX、Bestseller及ESPRIT、GAP等，国内多品牌成功运作的先驱百丽等。

多品牌或单一品牌多系列策略是为了寻求对多个细分市场的覆盖，这些细分市场的划分标准可通过产品价位、消费群体年龄层、分销渠道、地域特征等因素建立。对公司而言，目前依靠“九牧王”品牌已在男士商务休闲服装领域赢得领导地位。但在未来发展之路上，若要成功将品牌价值发挥至极致，公司有必要打破单一品牌的发展局限，通过建立品牌组合谋求新发展。

目前公司已将多品牌运作作为其短期内的重要规划，收购意大利高端男裤品牌VIGANO' 在中华区的代理权、年轻休闲时尚品牌FUN、及意式风尚男装网销品牌Calliprimo，以逐步降低公司单一品牌运营对其未来扩张的限制。

我们认为“九牧王”品牌已经具有相当的规模，成熟稳定的管理运作模式，以及忠诚度较高的消费群体，多品牌的发展可有效地将品牌向高端及发展潜力最大的年轻休闲市场延伸。凭借公司在百货商场的丰富资源，对加盟商较强的控制力，以及纵深一体化供应管理能力，多品牌的运作值得尝试，不过运作经验依然需要时间沉淀。

表 4：公司旗下多品牌概述

品牌名称	定位	消费群体	渠道模式
九牧王	进取精英型、传统完美型及中规中矩型男士服饰	年龄在 30-45 岁男士	早期以直营商场专柜推进，后期以开拓加盟专卖店为主
VIGANO'	高端经典设计师服饰	年龄在 30-45 岁男士，但层次高于九牧王	百货商场专柜为主
FUN	“都市白领潮（型）乐”服饰，涉及男装及女装	年龄在 18-35 岁人群，其中以年龄在 22-28 岁消费群体为主	早期直营推进，后期加盟拓展为主
Calliprimo	意式风尚男装	不喜好出门购物的成功男士	电子商务，依托淘宝、京东等第三方电子平台发展

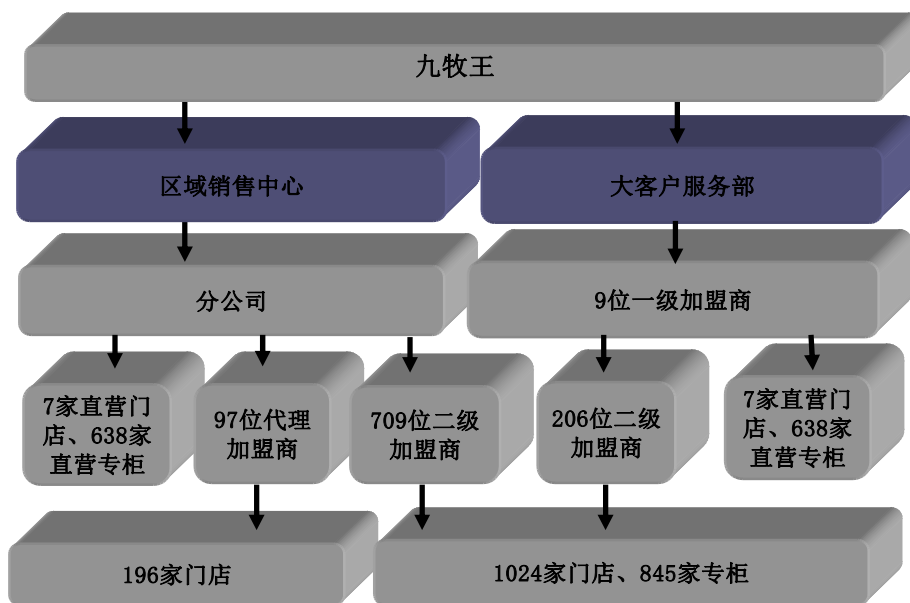
资料来源：公司招股说明书，招商证券

2、渠道管理：直营与加盟比翼齐飞，共促内生与外延同步提升

在渠道发展方面，与其他商务休闲男装不同，公司的渠道模式较有特色。采取直营与加盟相结合的混合营销网络，以一二线百货的布局为首，直营占比达到36%，这是与福建其他休闲男装有很大区别的一点。

7家位于核心城市与热点地带的直营店作为样板店，有效的提升了九牧王的品牌形象及知名度，从而对一线城市周边及二三线市场产生有利的辐射作用。而公司的直营商场专柜则是贡献盈利，保持内生强劲增长的主要来源及动力。与此同时，为配合公司产品由西裤向整个男装系列的延伸，加盟模式承担起外延快速扩张的重任，使公司实现直营与加盟比翼齐飞，内生与外延同步提升的局面。

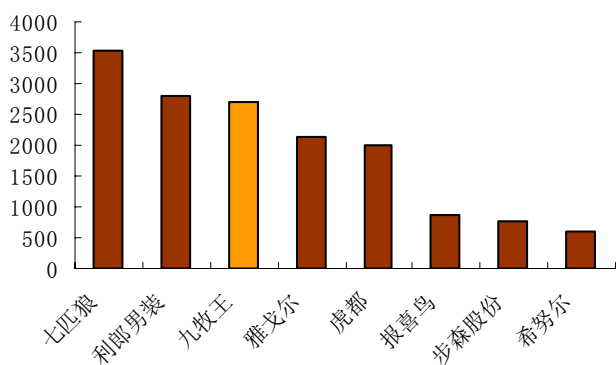
图 4：公司品牌渠道运作模式



资料来源：公司招股说明书，招商证券

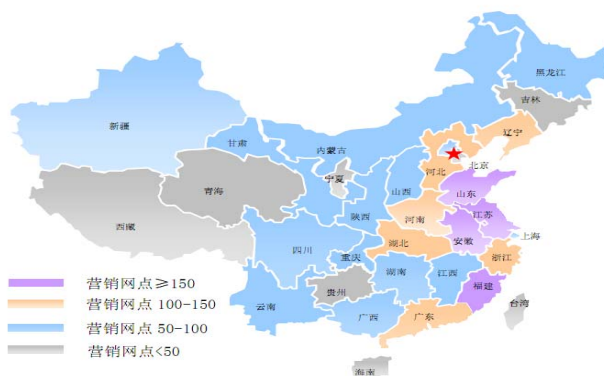
公司渠道规模优势也处于商务休闲男装品牌的领先地位，截止到10年底，渠道数量共计2710家，仅次于七匹狼及利郎男装，位列第三。其中，直营和加盟渠道数量分别为645家和2065家，数量占比分别为24%和76%，收入占比分别为36%和64%。直营体系中，百货商场专柜和专卖店分别为638家和7家；加盟体系中百货专柜和专卖店分别为845家和1220家。

图 5：业内主要男装品牌渠道规模



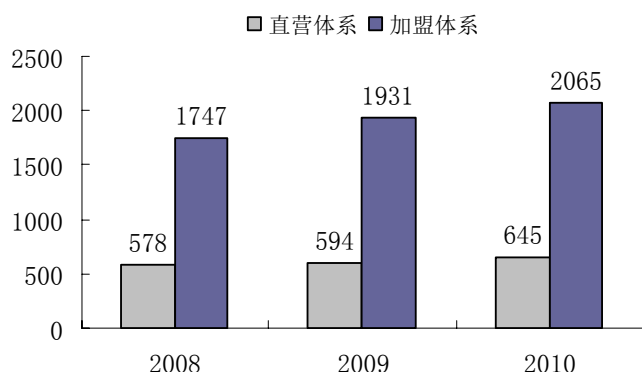
资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 6：公司渠道分布情况



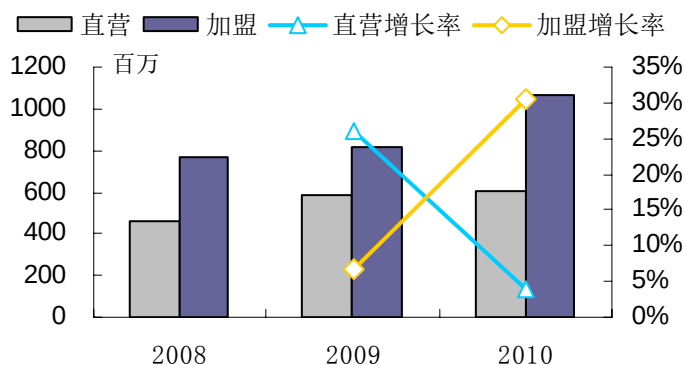
资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 7：公司直营与加盟渠道数量增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 8：公司直营与加盟体系收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

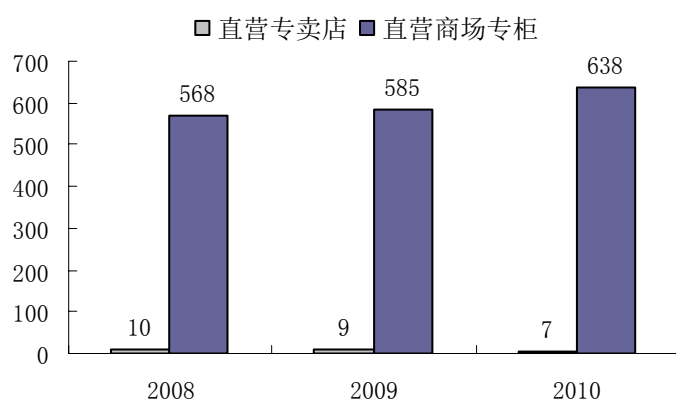
(1) 直营体系：百货商场资源占优，专卖店提升品牌形象

在渠道拓展模式的选择上，公司准确的把握住百货商场专柜发展的重要阶段，在业内率先通过开发准入门槛较高的一线城市百货商场资源，进行渠道建设。截止至10年底，公司百货商场专柜数量达到638家，在TOP100百货商场中，公司专柜的覆盖率达到80%左右，规模优势明显，是国内男装品牌中少有的具有较高商场专柜数量的品牌。

我们认为百货商场是男装品牌发展最为重要的渠道，其资源稀缺且准入门槛高，公司在一线城市商场专柜占据的绝对领先规模优势，有利于强化九牧王高端的品牌形象，巩固公司的盈利能力。

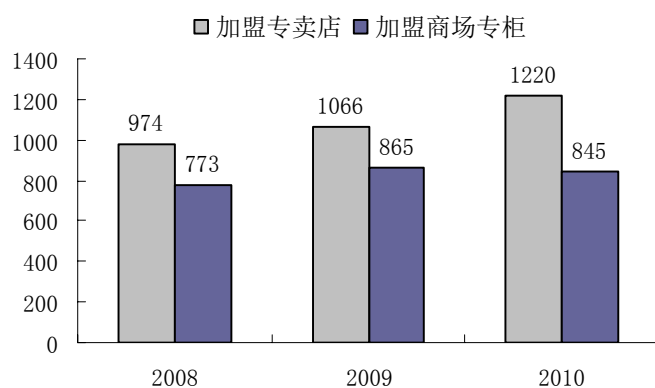
与此同时，为进一步提升公司品牌形象，公司还采用直营专卖店模式，进行品牌宣传。目前公司拥有直营专卖店7家，与直营商场专柜一同由分公司管理。

图 9：公司直营体系专卖店与商场专柜数量增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 10：公司加盟体系专卖店与商场专柜数量增长情况



资料来源：公司招股说明书，招商证券

(2) 加盟体系：一级扁平化加盟为主，未来扩张空间良好

对于选择代理加盟模式发展的品牌，经销商管理体系是否健全是决定其后续发展的关键。公司的加盟体系是单级加盟制为主（收入占比为48%），同时伴有少量多级省代加盟制（收入占比为16%）。我们认为加盟体系在上述两种模式下发展，既可通过单级代理模式加强对加盟商的管控，有效控制终端销售，降低经营风险，又可凭借重点代理商

优势有效开拓公司原本弱势的市场。

目前公司单级加盟和多级加盟分别由各地分公司和大客户部负责管理，其中单级加盟体系中806位经销商由分公司直接管控，多级省代体系中包含9位省代，分别分布在安徽、新疆、宁夏、青海和福建5个省区和台州、廊坊/秦皇岛/唐山、徐州和赣州4个省中区域。

未来依托直营体系对品牌形象的提升及多品牌业务的发展，公司加盟业务将呈现快速增长。目前公司营销网络主要集中在分布在一二线城市，但在开店密度上仍有提升空间，同时面对广阔的三四线城市，公司加盟体系将进一步扩大。

3、供应链管理：纵向一体化的高效供应系统

在目前的竞争环境下，供应链管理已经成为全球服装行业的关键竞争要素，国内外知名休闲品牌无一不在供应链的组织和管理上精心构思，在仓储、物流和信息管理系统上重点研究并大量投入，通过硬件和软件两个层面使供应链具备高时效、低成本和快速反应的特征。

公司实施以市场为导向的供应链管理，可快速调整生产以配合市场走势，并通过“纵向一体化”模式，严格把控从采购生产至终端销售的各个环节，并根据较完善的信息系统对市场信息的反馈有效利用自有生产线迅速组织补货式生产，缩短将产品推出市场的时间。公司30%的年度畅销品是通过补单实现的，通常补单货品7-15天就可送至销售终端，如此高效的反应运作能力，可保证产品的正价率，有利于维护公司的高盈利水平。

(1) 集中采购与自主生产为主

在面料与辅料采购环节上，公司制定了规范的面辅料采购流程，严格控制采购的每个环节，包括跟踪面料进度，面辅料入库检验及面辅料的货款结算等，用以确保面辅料的质量。公司采用集中采购与临时采购两种方式，其中以集中采购为主，每年面辅料的集中采购量约占总采购量的90%，有效锁定了生产成本。目前公司与80多家面辅料供应商建立了稳固的长期合作关系。

在生产环节上，公司坚持自主生产主导产品男裤及茄克，对生产节奏进行很好的掌控，从而确保产品的专业好品质，同时还可以快速的对市场变化趋势做出反应，高效的配合市场。

(2) 集中订货模式：有效缓解成本波动风险，提升供应链协同性

公司于06年开始推行集中订货模式，分别在每年的春夏、秋冬召开两次大型订货会，两次订货会的销售金额基本可达到全年销售的70%左右。订货会是品牌服装公司普遍采取的方式，我们认为该模式通过集中采购原材料可提前锁定成本，有效的缓解成本上涨压力，同时组织大规模的集中生产有利于提高整个供应链的协同性，达到高效运作。

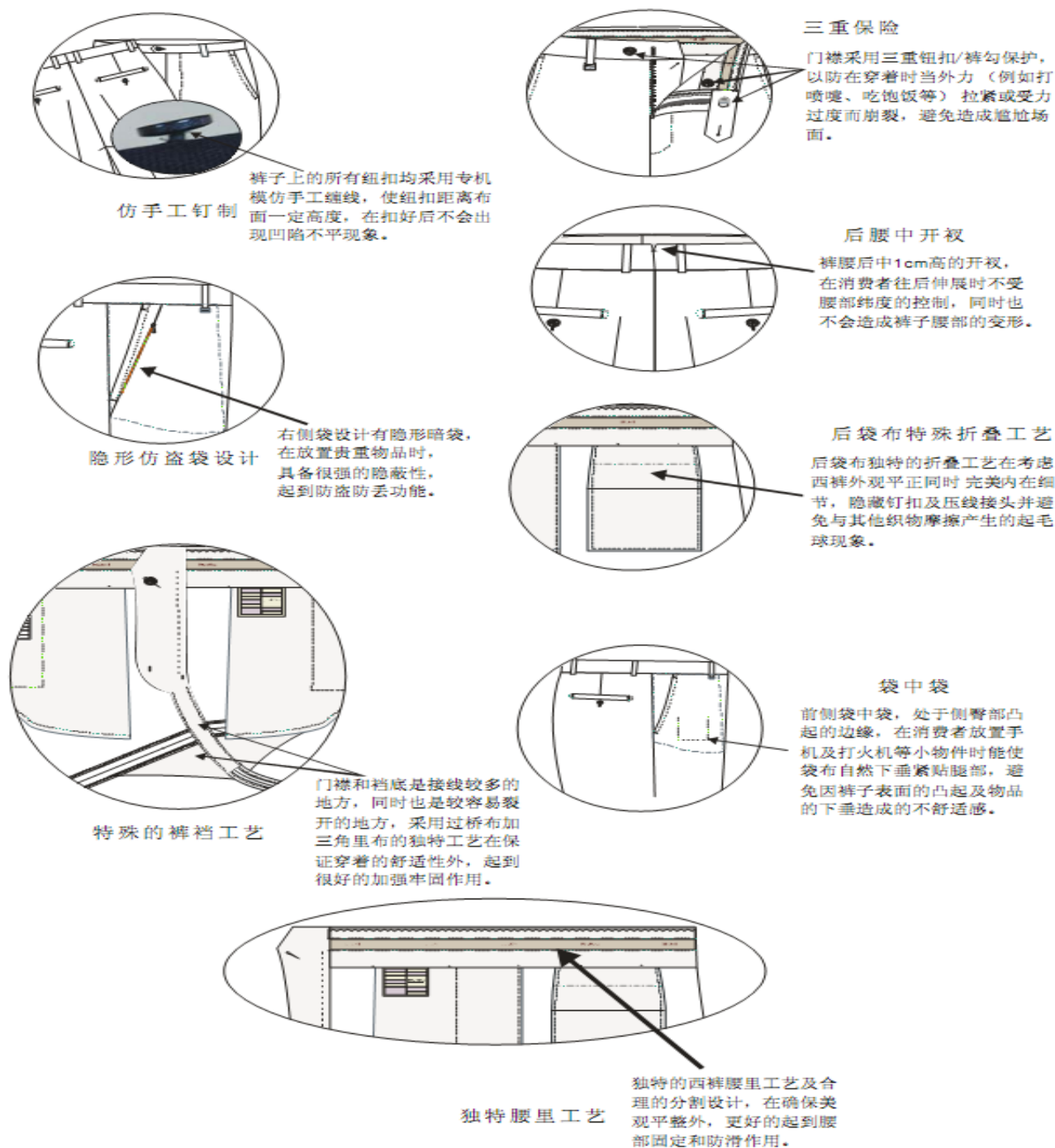
(3) 研发设计：品质为先，强者成于细节

为提升男性消费者对品牌的认知度，精湛的生产工艺及专业的好品质是男装品牌走向成功不可或缺的核心因素。九牧王正是通过多年的潜心研究，从原材料采购、设计开发、生产加工及后续整理的每一个细节入手，进行严格的质量管控，最终将公司打造成为“品

质专家”，并获得业界的推崇。

在生产工艺方面，公司始终走在行业的尖端。九牧王一件合格的西裤必须经过98刀流线型裁剪、2.3万震缝制、30位熨烫、108到缝制工序。在版型制作方面，公司现拥有1200万东西方人体数据，通过360度静态视觉测试，是产品达到合体、舒适的最佳穿着效果。另外，为杜绝产品质量出现缺陷，公司对于核心产品的生产主要采用自主生产（裤装资产比例达到79%），并利用国内外先进的生产设备及自创的工艺模型，生产出“专业好品质”的产品以满足不同区域各大细分市场消费者的需求。

图 11：公司核心产品男裤工艺展示



资料来源：公司招股说明书，招商证券

（4）高效可控的信息系统

公司经过多年的积累，建立规范可控的信息化管理体系，拥有较好的控制和反馈机制。公司采用办公协同管理系统、分销与零售管理系统、采购与仓储管理系统、财务管理系统等，用以规范和完善了公司基础数据标准，通过信息化基础架构集成了生产、销售、客户管理、财务等管理流程，促进了公司业务流程管理体系的建立与优化。目前公司信息系统在直营体系和加盟体系的覆盖率分别达到100%和70%。

公司拟利用本次募投资金进行信息化建设，将有计划的引入与业务发展相匹配、行业领先的产品生命周期管理（PLM）、供应链管理（SCM）、渠道与终端管理（DRP&POS）、商务智能（BI）等系统。通过建立具有国际先进水平的一体化信息化管理系统，全面提升公司对业务数据的集成管理与科学应用能力。我们认为这将顺应公司多品牌经营模式长期、快速发展的要求，可有效的提升管理水平。

（5）配送中心与第三方物流相结合

从物流的角度，公司目前采用配送中心与第三方物流相结合的模式。其中配送可分为三类：总部仓储中心—区域中心仓—直营店及二级加盟商；直接配送至大规模的以及加盟商；越库配送。我们认为上述三种配送方式凸显出公司为提升产品上市速度，提高库存周转率的重视。

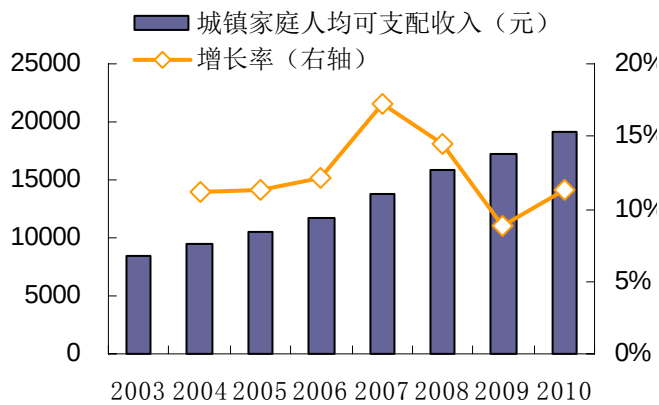
三、行业分析：商务休闲男装发展空间广阔，公司盈利表现最优

1、商务休闲男装发展空间广阔

（1）受益内需扩张，国内服装消费持续旺盛，消费品牌化势不可挡

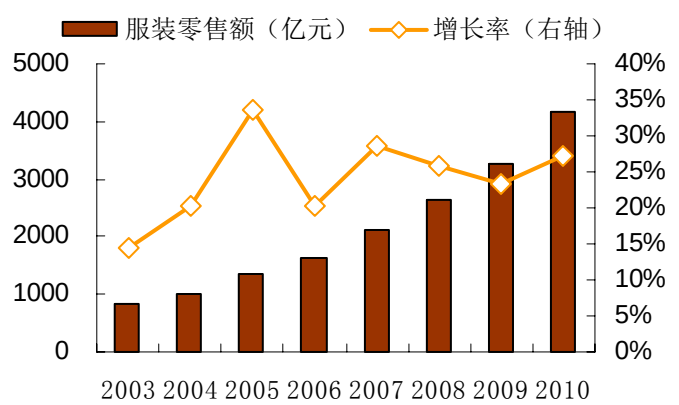
中国经济的繁荣发展，国人收入水平持续提升，使近年来我国的服装消费呈现了快速增长。据中经网统计，05-10年我国服装零售额年均复合增长率达到25.04%。未来随着国内经济增长态势的进一步稳固，品牌消费意识提升，预计服装消费增速有望进一步提升。据Euromonitor International预计，11年服装市场零售额增速将进一步提升，09到13年的年复合平均增长率将达14%，比04至09年的年复合平均增长率高近0.8个百分点。

图 12：我国城镇居民可支配收入增长情况



资料来源：国家统计局，招商证券

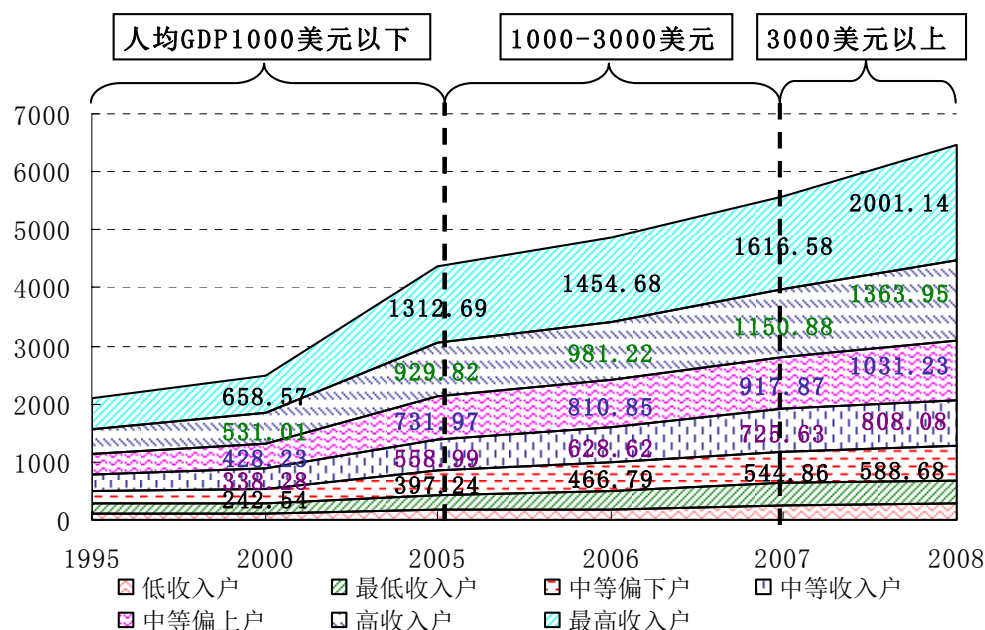
图 13：中国服装零售增长情况



资料来源：中经网，招商证券

居民消费升级与扩张推动品牌优势企业成长：行业买方市场特征决定了供给完全取决于需求。在不同周期下，需求结构的变化，催生内销品牌发展的大机遇。从美国消费升级的经验来看，在人均GDP达到1000-3000美元左右的水平时，是消费结构处于新结构变化的临界点。这一阶段的主要特点是，在人均收入水平较高的情况下，居民消费从以前对消费质量和品种的偏好转向以消费质量、品质与环保的偏好。当前，我国居民消费结构升级已经处于消费结构变化的临界点。随着居民消费偏好的转变，带动了居民消费需求结构的变化，推动了具备品牌优势的企业成长。

图 14: 我国城镇居民家庭平均每人全年服装消费性支出结构 (元)



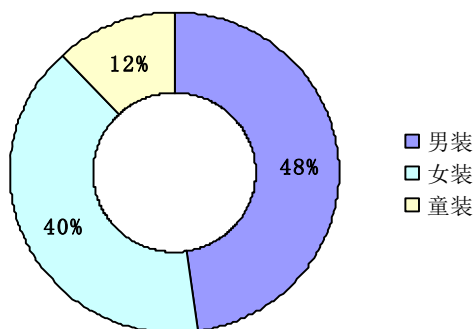
资料来源: 国家统计局, 招商证券

(2) 男装休闲化趋势明显, 商务休闲市场增长空间广阔

近年来我国男装市场保持了较快的增长趋势, 根据Euromonitor International统计显示, 09年中国男装市场零售额为3776 亿元, 占服装总零售额的市场份额达到47.6%, 已经超过女装40%的占比。其中, 男装休闲化趋势明显, 09年销售份额为1804亿元, 占男装零售总额的47.8%, 04-09年销售年均复合平均增长率达到16.5%, 成为男装销售中的主导产品。未来受益于消费升级及男装休闲化, 休闲男装市场容量将继续提升, 根据Euromonitor International测算, 13年休闲男装零售额占男装零售总额的比重将提升至48.6%, 09-13年销售年均复合增长率为16.8%。

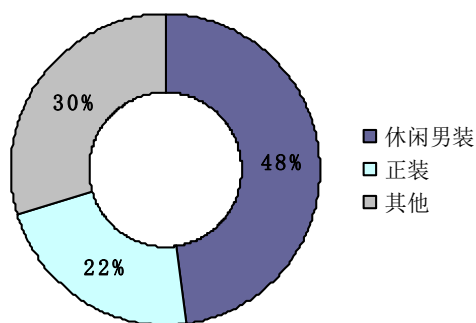
在休闲风盛行的当下, 个性、舒适的休闲服装已博得越来越多的男士青睐, 休闲设计理念逐渐渗透到正装领域, 商务休闲装迅速得到白领阶层的认可。根据Euromonitor International统计显示, 商务休闲男装零售额已从04年的208亿元增加到09年的581亿元, 年复合平均增长率达到22.8%, 高于休闲男装市场年均复合增长率约6个百分点, 显示出强劲的增长势头。随着消费者对商务休闲男装的认同及企业营销力度的加大, 商务休闲男装将保持快速增长, 预计09至13年商务休闲男装的年复合增长率将达到17.5%, 占男式休闲装市场份额从09年的32.2%提高到13年的32.9%。

图 15：09年我国服装各细分市场收入占比情况



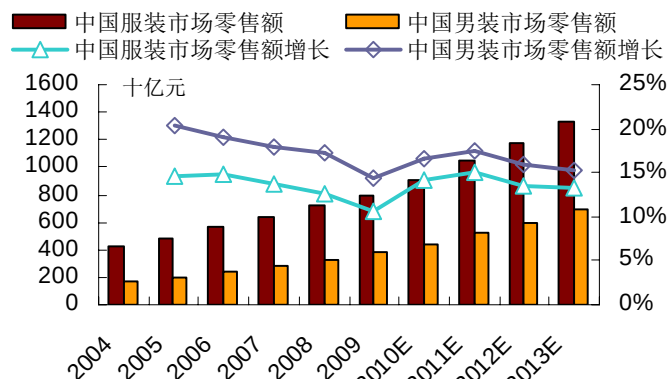
资料来源：公司招股书，Euromonitor International，招商证券

图 17：09年我国男装各细分市场收入占比情况



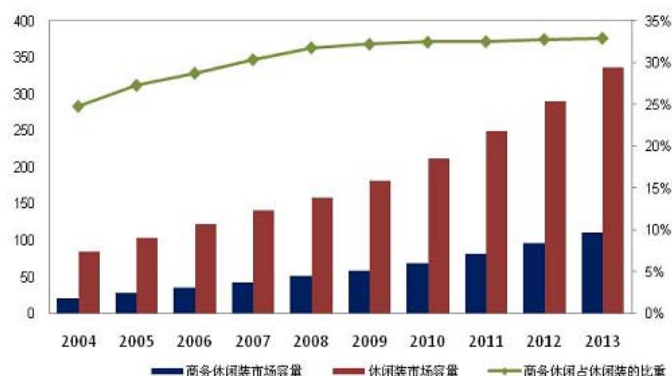
资料来源：公司招股书，Euromonitor International，招商证券

图 16：我国男装消费增长情况



资料来源：公司招股书，Euromonitor International，招商证券

图 18：我国休闲男装消费增长情况（十亿元）



资料来源：公司招股书，Euromonitor International，招商证券

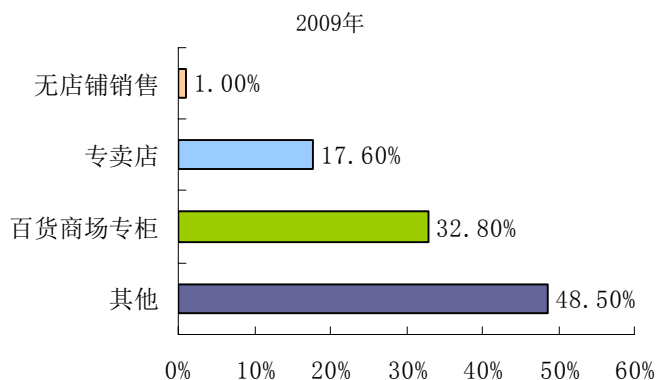
（3）渠道发展模式：商场渠道集中度较高，专卖店渠道仍有发展

目前，我国男装的零售主要通过百货商专柜、专卖店、电子商务及无店面销售、及其他方式进行，其中以百货商场专柜和专卖店形式销售为主，两种模式销售占比达到男装零售的50%以上。

根据Euromonitor International统计显示，09年百货商场专柜男装零售额占男装零售总额的比重达到32.8%，是男装企业开拓一线市场最主要的销售渠道。尽管目前男士休闲装在百货商场中已形成一定的集中度，但作为销售者购买中高端商品的首选之地，品牌服饰企业在百货商场开始专柜，提升品牌形象依然存在增长空间。据Euromonitor International测算，预计到13年百货商场专柜男装销售占比将维持在30%以上的水平，09-13年其年均符合增长率达到15.1%。

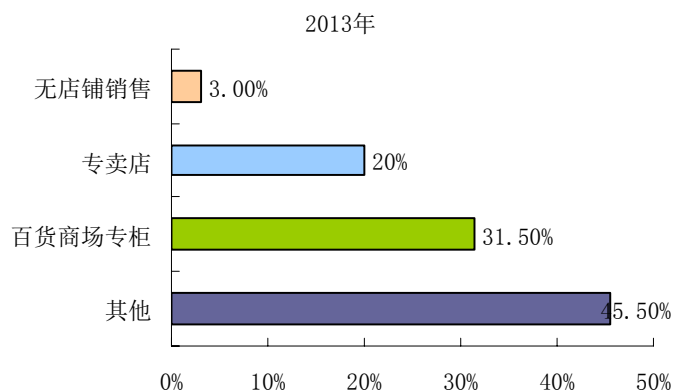
受企业对百货商场促销定价话语权不强的影响，以及二三线城市百货商场资源的制约，专卖店形式的渠道拓展便成为业内服装企业普遍采用的方式。面对发展前景良好的二三线城市，专卖店销售也是男装企业销售的重要形式。据Euromonitor International预测，至13年专卖店销售的男装零售额占比将由17.6%上升至20.0%，09-13年其年均复合增长率有望达到20%。

图 19: 09年我国男装市场各销售渠道销售占比情况



资料来源：公司招股书，Euromonitor International，招商证券

图 20: 我国男装市场各销售渠道销售占比发展趋势



资料来源：公司招股书，Euromonitor International，招商证券

图 21: 04-13 年我国男士服装市场各零售渠道销售变动情况（十亿元）



资料来源：公司招股说明书，Euromonitor International，招商证券

2、竞争分析：精细化管理较好，盈利能力强

国内的商务休闲男装主要是福建品牌的天下，由于其他公司资料不多，我们主要与公司的竞争对手七匹狼进行了比较分析。

总体看，两公司各有优劣势，七匹狼在收入、渠道规模、品类的全面性等方面优于公司，而公司在对一二线百货的布局、直营体系的建设、信息系统的覆盖度与管理应用等方面有优势，直营建设与信息系统的运用等导致精细化管理程度较高。

表 5: 公司与七匹狼比较分析

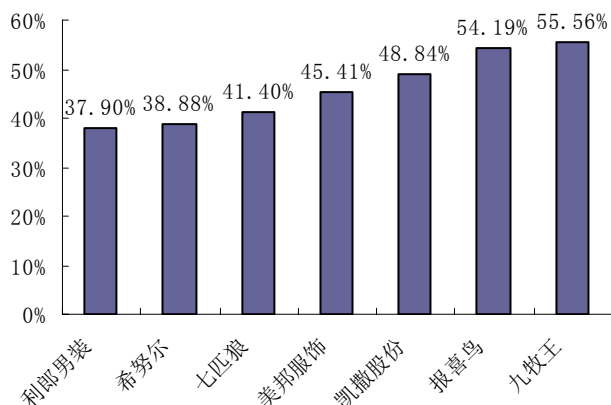
公司名称	市场定位	产品设计	产品丰厚度	生产模式	渠道模式	渠道规模	订货方式	信息系统
九牧王	一、二线城市	拥有核心设计研发人员 88 人, 现具备年开发 2000 余款的设计能力	拳头产品: 西裤及夹克; 未来将逐渐过渡到男士休闲装领域	核心产品采取自主生产, 非主导产品进行委托加工。09、10 年公司自产比例分别达到 64% 和 55%, 其中西裤产品自产比例达到 79%	直营与加盟并重的策略, 10 年直营与加盟门店的数量占比分别为 24% 和 76%, 收入占比则为 36% 和 64%。其中直营体系 645 家门店中仅有 7 家专卖店, 其余均为百货商场专柜 (一线 TOP100 商场覆盖率达到 80%); 加盟体系采取单级加盟制为主, 多级省代制为辅的策略, 单级与多级加盟模式收入占比分别为 48% 和 16%	截止至 10 年底, 共计拥有门店 2710 家, 其中直营和加盟分别为 645 家和 2065 家	每年两次订货会, 订货金额占收入比重为 70%。加盟订货商订货需支付 10% 的订金, 加盟商在每季产品订货会上订单比率达到 90% 时, 订金科冲抵当季货款或转为夏季订单订金	目前公司信息系统在直营体系和加盟体系的覆盖率达到 100% 和 70%。
七匹狼	二三线城市; 未来将与肯纳合作, 代理高端国际品牌, 进军一线城市	拥有超过 4000SKU 的设计能力	产品种类繁多, 涉及茄克、毛衫、西服、裤子、衬衫、T 恤、外套、裙子等	自产比重不足 20%	省级代理制向区域代理优化	截止至 10 年底, 公司共拥有门店 3525 家, 其中直营及联营终端 388 家, 代理终端 3137 家	两次订货会, 加盟订货金额占收入 90% 左右。	直营门店基本覆盖, 加盟门店覆盖不多

资料来源: 招商证券

因此, 较国内同行业男装其他服饰公司而言, 公司盈利能力较强, 净利润率水平居首, 营运能力及偿债能力良好。

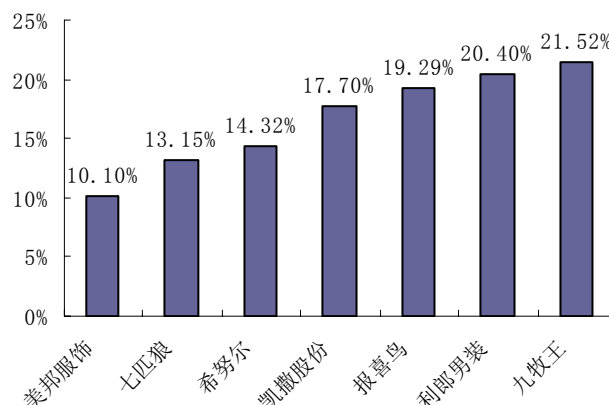
从盈利指标上看, 公司的毛利率水平及净利润率水平在所选取的休闲装品牌中位居首位, 这主要是得益于公司美誉度提升, 产品溢价能力较强, 早期打下较为扎实的直营基础, 直营业务占比较高, 以及纵深一体化的精细化管理有效提升反应速度, 控制成本。未来随着“九牧王”品牌影响力不断提升, 直营店适度增长, 供应链优化升级, 公司精细化管理程度将进一步提升, 毛利率水平和净利率水平将为保持较高的水平。

图 22: 10年同行业上市公司综合毛利率对比情况



资料来源: Wind, 招商证券

图 23: 10年同行业上市公司净利润率对比情况

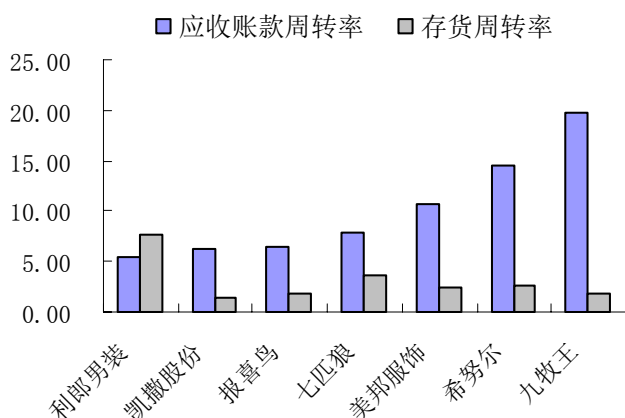


资料来源: Wind, 招商证券

从营运指标来看,公司的应收账款率位于可比公司的最前列,存货周转率基本与可比公司的平均水平持平。公司应收账款较少主要是公司与加盟商和多数百货商场之间分别采取“货到付款”和月结的结算方式,在销售快速增长的同时,避免了产生大量应收账款的可能性。另外,公司着力加强生产和采购的计划性,通过纵深一体化业务模式,不断提升供应链的管理效率,加大力度消化库存商品,促使公司近年来存货周转率水平稳中有升,保持在较为健康的水平。

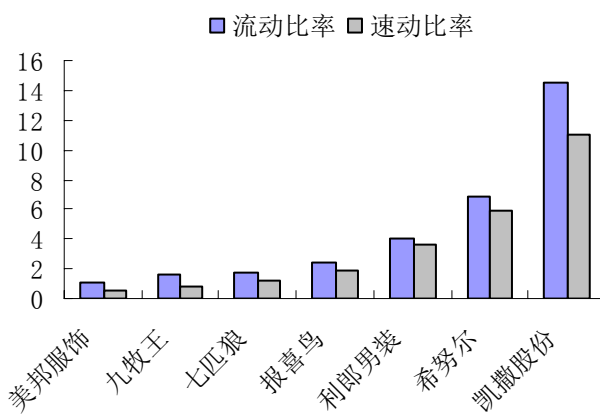
从偿债指标来看,公司流动比率及速动比率均处于所取品牌公司较低的水平。这主要是因公司主营业务盈利能力较强,销售回款较好。公司通过与供应商建立长期合作关系,因此获得供应商长期提供较为宽松的信用政策,公司应付账款有一定的稳定性,基本不会带来偿还压力;同时公司与多数加盟商建立了较为稳定的长期合作关系,公司收取的加盟保证金和销售订金具有长期的性质。

图 24: 10年同行业上市公司营运能力对比情况



资料来源: Wind, 招商证券

图 25: 10年同行业上市公司偿债能力对比情况



资料来源: Wind, 招商证券

四、募集资金项目分析

公司本次计划募集资金总额16.47亿元，拟投资于营销网络建设、供应链系统优化升级、信息系统升级和设计研发中心建设四个项目，投资金额分别为13.20亿元、1.30亿元、1.46亿元和0.52亿元。

表 6：公司募投资金项目概览

序号	项目名称	投资总额（万元）	投资占比	建设期（月）
1	营销网络建设项目	131,992.60	80.12%	24
2	供应链系统优化升级项目	12,996.30	7.89%	24
3	信息系统升级项目	14,597.60	8.86%	36
4	设计研发中心建设项目	5,147.56	3.12%	12
	合计	164,734.06	100.00%	

资料来源：公司招股说明书，招商证券

1、营销网络建设项目

项目预计总投资13.20亿元，其中建设投资11.36亿元，流动资金1.84亿元。拟利用2年时间，通过购买和租赁两种方式，新开专卖店33家，增加营业面积8.20万平方米，其中，直营店和战略加盟店分别为162家和176家，营业面积分别相应增加4.67万平方米和3.52万平方米。预计店铺建成后投入运营的第一年可实现85%的计划销售能力。该项目的建成，将成功稳固公司在一二线城市核心商圈的销售实力，同时通过品牌形象的进一步提升，迅速拉动对二三线空白市场的扩张进程，保证公司销售保持可持续的良性增长。

新开直营店中，购买店铺主要集中在一二线城市，如北京、上海、深圳、广州、南京、杭州等经济发达区域，在一级城市以有发展潜力的社区店铺为主，在二级城市以核心街道或商圈为主，其中购置店面数量36家，租赁126家；新开租赁的店铺主要集中在一级城市及经济发达省份的重点二级城市，店铺处于其核心商街或商圈，其中购买和租赁分别为46家和130家。

表 7：营销网络建设项目情况

店铺类型	数量（家）			面积（平方米）		
	购置	租赁	合计	购置	租赁	合计
直营店	36	126	162	6,470	40,270	46,740
战略加盟店	46	130	176	8,450	26,780	35,230
合计	82	256	338	14,920	67,050	81,970

资料来源：公司招股说明书，招商证券

表 8：营销网络建设项目具体投资规划

序号	投资类别	金额(万元)	所占比例(%)
1	店铺购置费和装修费	104,883.90	92.3
2	设备购置费	1,412.10	1.2
3	工程建设其他费用	1,872.10	1.7
4	基本预备费	5,408.40	4.8
5	建设投资合计	113,576.50	100

资料来源：公司招股说明书，招商证券

表 9: 营销网络建设项目财务效益指标

序号	指标	金额
1	年均营业收入（不含增值税）（万元）	113,304.70
2	年均总成本费用（不含增值税）（万元）	89,719.10
3	年均税后净利润（万元）	17,586.60
4	投资利润率（%）	17.8
5	所得税前投资回收期（含建设期）（年）	7.5
6	所得税后投资回收期（含建设期）（年）	6.2
7	所得税前财务内部收益率（%）	19.8
8	所得税后财务内部收益率（%）	15

资料来源：公司招股说明书，招商证券

2、供应链系统优化升级项目

项目预计总投资为1.30亿元，其中，建设投资8390.30万元，流动资金4606.00万元。该项目拟用2年时间，扩充产能、在仓储环节建设新的专业化的仓储中心，从而提高生产效率和公司整个供应链系统的快速反应能力。

其中，产能扩充项目主要涉及西裤流水线改造项目（技改后西裤年新增产能12万件，形成年产西裤93万条产能）、新建西裤及茄克生产线项目（分别新建西裤和茄克生产流水线4条和5条，形成年产西裤93万条和年产茄克16万件的产能）。西裤及茄克产能的扩充，将在有效缓解公司产能不足的同时，进一步满足未来男裤及茄克产品需求的增加。

另外，公司将扩建面辅料及成衣检测中心恒温恒湿实验室，并建设总建筑面积为3.21万平方米的车间和专业仓储中心（车间将新建10条休闲裤生产流水线，形成年产休闲裤70万条产能；专业仓储中心物流吞吐量设计能力将达到2524万件/年，日常库存量286万件）。

表 10: 供应链系统优化升级项目具体投资规划

序号	投资类别	金额(万元)	所占比例(%)
1	建筑工程费	3,278.30	39.07
2	设备购置费	4,299.40	51.24
3	工程建设其他费用	413.1	4.93
4	基本预备费	399.5	4.76
5	建设投资合计	8,390.30	100

资料来源：公司招股说明书，招商证券

表 11: 供应链系统优化升级项目财务效益指标

序号	指标	金额
1	年均销售收入（万元）	15,066.40
2	年均总成本费用（万元）	12,547.80
3	年税后净利润（万元）	1,898.20
4	投资利润率（%）	19.30
5	所得税前投资回收期（含建设期）（年）	5.50
6	所得税后投资回收期（含建设期）（年）	6.40
7	所得税前财务内部收益率（税后）（%）	23.00
8	所得税后财务内部收益率（税后）（%）	17.80

资料来源：公司招股说明书，招商证券

3、信息化建设项目

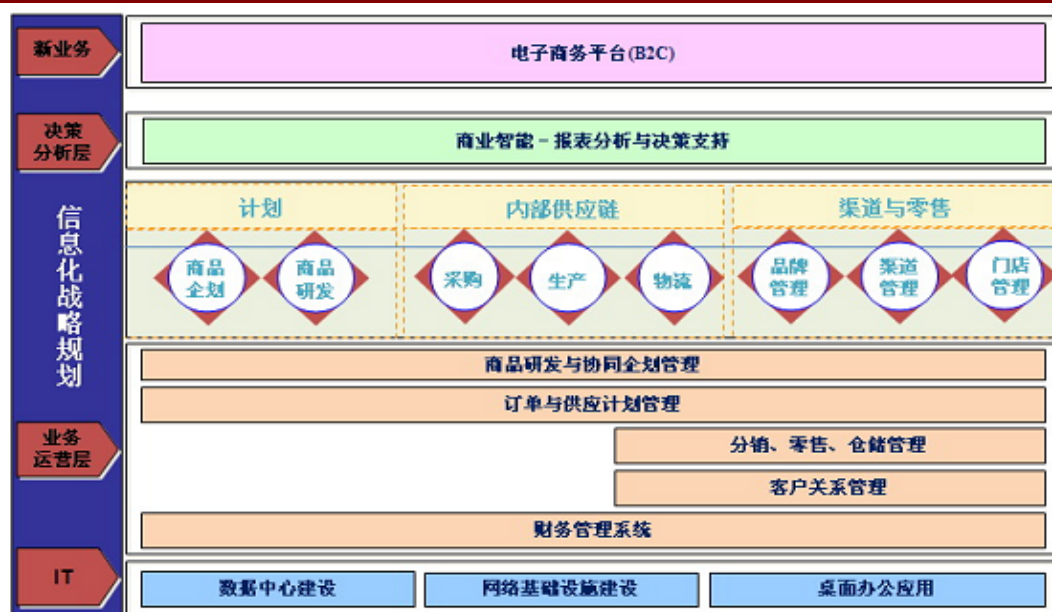
该项目主要涵盖财务管理、设计研发、产品计划、营销管理、物流仓储、数据分析、办公协作等方面软件系统、相关硬件设备及配套工程。预计总投资为1.46亿元，全部为建设投资，建设期为36个月。其中具体主业系统涉及产品生命周期管理系统、供应链管理系统、分销管理系统、零售管理系统、快速反应仓储系统5个主要功能模块的组建。

表 12：信息化建设项目具体投资规划

序号	投资类别	金额（万元）	比例
1	工程费用	13,697.00	93.80%
1.1	机房投资费用	1,600.00	11.00%
1.2	硬件投资费用	4,347.00	29.80%
1.3	软件投资费用	7,750.00	53.10%
2	工程建设其他费用	205.5	1.40%
2.1	建设单位管理费	205.5	1.40%
3	基本预备费	695.1	4.80%
建设投资合计		14,597.60	100.00%

资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 26：信息化建设项目覆盖的业务范围



资料来源：公司招股说明书，招商证券

4、设计研发中心建设项目

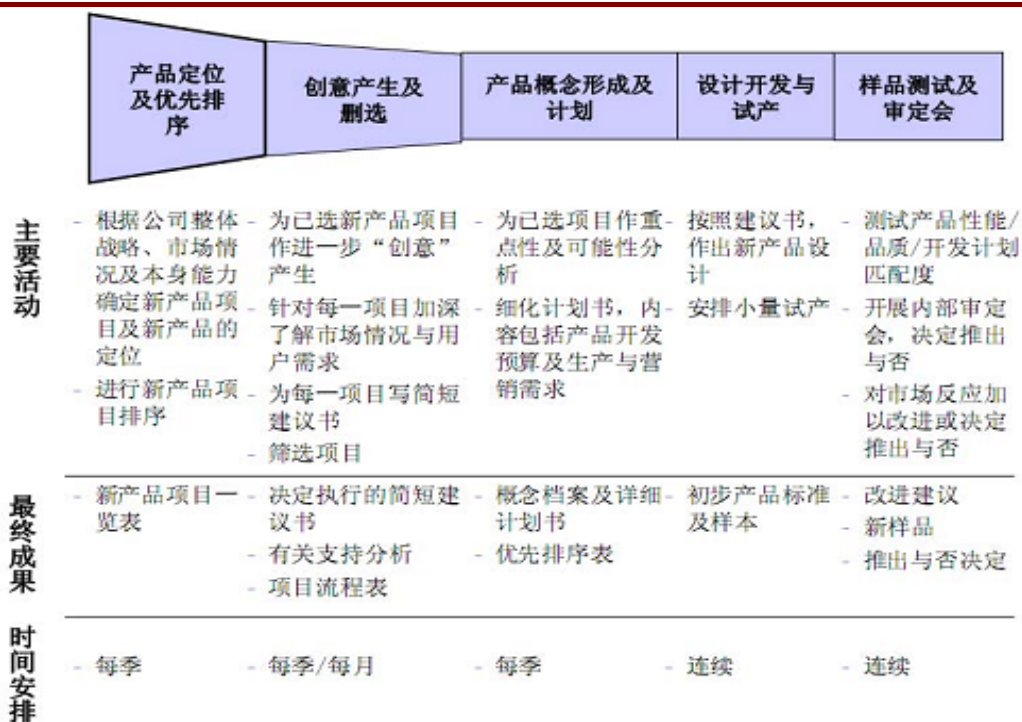
该项目预计总投资5147.56万元，全部用于建设投资，建设期为12个月。项目建设内容主要包括：产品企划数据库系统建设、产品设计和面辅料开发流程建设、产品技术集成化建设以及人才引进、培训和储备的组织结构搭建。该项目的实施能够使整个设计研发中心的运营效率大幅提升，较大程度的提高其内外部资源的整合能力。

表 13: 设计研发中心建设项目具体投资规划

序号	投资类别	金额（万元）	比例
1	工程费用	4,727.00	91.83
1.1	设备仪器	4,689.48	91.1
1.2	安装工程费	37.52	0.73
2	工程建设其他费用	175.44	3.41
2.1	建设单位管理费	165.44	3.21
2.2	可行性研究费	10	0.19
3	基本预备费	245.12	4.76
建设投资合计		5,147.56	100

资料来源：公司招股说明书，招商证券

图 27: 公司产品未来开发模式

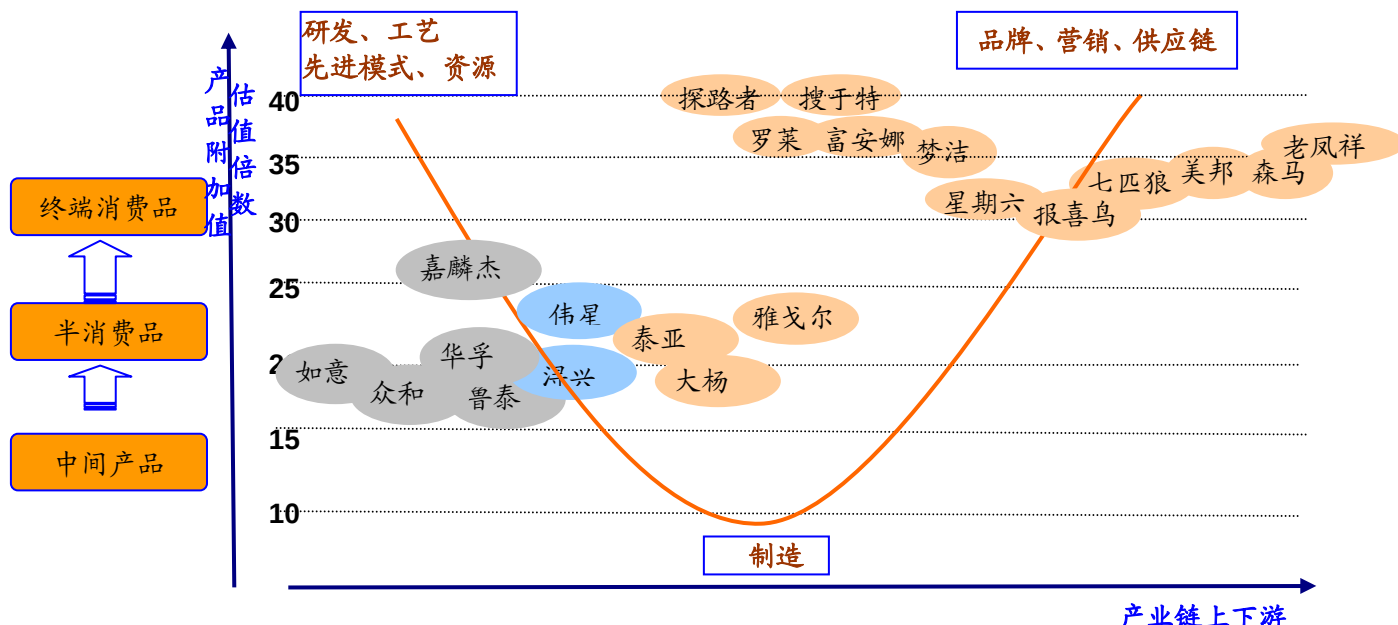


资料来源：公司招股说明书，招商证券

五、盈利预测与估值

公司作为国内商务休闲男装的领导品牌，总体发展质地较为优良。后期将通过提高二三线城市的布点、提高单店面积和平效等获得持续快速发展。预计11-13年EPS分别为0.86、1.17和1.35元/股，根据我们以下的“V式估值法”定位，合理二级市场价格可给予11年30倍左右的PE，合理价格中枢为25.92元。建议询价区间为11年25倍左右。

图 28：V 式估值法（根据 11 年 EPS）



资料来源：招商证券

图 29：纺织服装行业历史PEBand

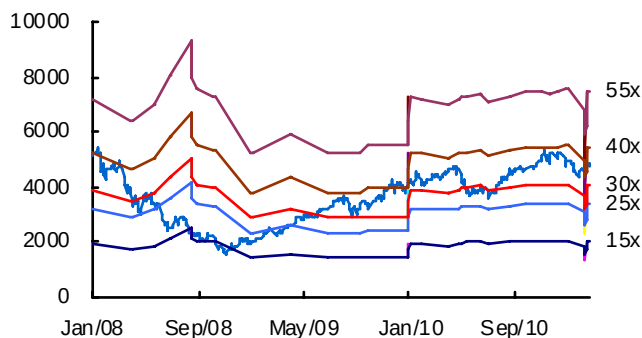
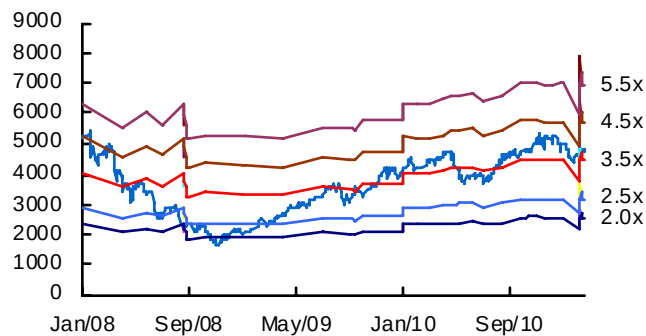


图 30：纺织服装行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心；
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

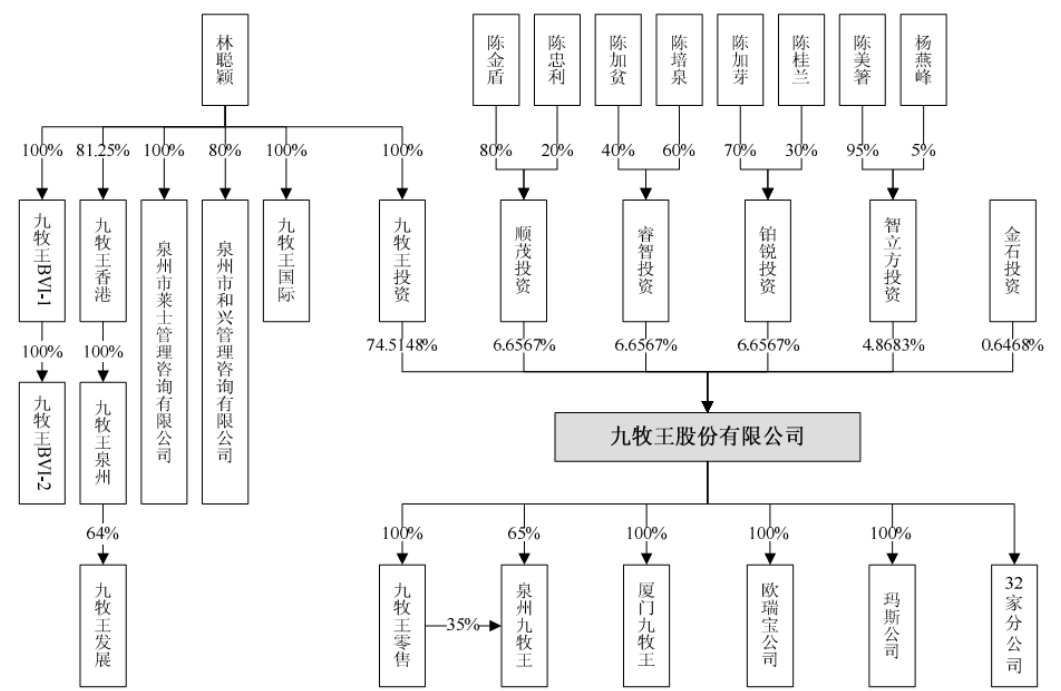
风险因素：

- 1、直营专卖店建设速度加快，引致费用上升的风险；
- 2、高通胀打压服装消费的风险；
- 3、多品牌体系的发展慢于预期；
- 4、13年公司所得税率优惠到期风险。

六、附录：发行人概况与发行方案

公司发行前总股本4.53亿股，林聪颖先生通过“九牧王投资”间接持有公司74.51%的股权，为公司的实际控制人。剩余股份由其家族成员控制的顺茂投资、睿智投资、铂锐投资和智立方投资分别持有。本次公司拟发行不超过12000万股，发行后总股本将不超过57293万股。

图 31：本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：公司招股说明书，招商证券

表 14：发行前后股本结构对比

序号	股东类别	发行前		发行后	
		持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
一、有限售条件流通股		45,293.00	100.00%	45,293.00	79.06%
1	九牧王投资	33,750.00	74.51%	33,750.00	58.91%
2	顺茂投资	3,015.00	6.66%	3,015.00	5.26%
3	睿智投资	3,015.00	6.66%	3,015.00	5.26%
4	铂锐投资	3,015.00	6.66%	3,015.00	5.26%
5	智立方投资	2,205.00	4.87%	2,205.00	3.85%
6	金石投资	293.00	0.65%	293.00	0.51%
二、本次拟发行流通股		-	-	12,000.00	20.95%
合计		45,293.00	100.00%	57,293.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，招商证券

参考报告:

1、《纺织与服饰行业 08 年度投资策略报告—模式为王：服饰品牌研究第一卷》2008/02/14:

对服饰行业研究引入“模式为王”的逻辑理论，创新性提出品牌竞争五阶段论，结合服装不同领域的模式特点与品牌所处阶段综合判断公司价值，并以此提出我国在中低档男休闲装领域和高档男正装领域适合的两大模式。

2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

3、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

4、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

5、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

6、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

7、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

8、《服装纺织行业近期投资机会及 11 年一季报回顾分析-消费良好趋势延续 防御与进攻的能力都具备》2011/5/9

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	272	971	1165	1161	2195
现金	87	221	329	155	967
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	77	0	0	0
应收款项	25	78	92	115	145
其它应收款	2	9	11	13	17
存货	156	449	573	685	832
其他	1	138	161	192	234
非流动资产	64	621	985	1575	1248
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	57	299	509	1450	1430
无形资产	6	118	115	113	111
其他	0	204	360	13	(292)
资产总计	336	1592	2149	2736	3443
流动负债	109	616	707	826	992
短期借款	83	37	0	0	10
应付账款	15	202	256	306	372
预收账款	5	75	95	113	138
其他	6	303	357	407	473
长期负债	9	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	0	0	0	0
负债合计	118	616	707	826	992
股本	85	453	573	573	573
资本公积金	105	91	91	91	91
留存收益	29	364	711	1179	1720
少数股东权益	0	67	67	67	67
母公司所有者权益	218	909	1375	1843	2384
负债及权益合计	336	1592	2149	2736	3443

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	367	182	523	608	705
净利润	258	360	495	669	773
折旧摊销	0	0	4	3	23
财务费用	0	0	(23)	(22)	(25)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	40	(52)	(68)
其它	110	(179)	7	11	2
投资活动现金流	(120)	(193)	(373)	(604)	304
资本支出	(8)	(389)	(415)	(604)	304
其他投资	(112)	196	42	0	0
筹资活动现金流	(92)	(76)	(43)	(178)	(197)
借款变动	0	0	(37)	0	10
普通股增加	0	0	120	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(149)	(201)	(232)
其他	(92)	(76)	23	22	25
现金净增加额	156	(87)	108	(173)	812

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1404	1675	2145	2687	3389
营业成本	731	744	947	1132	1376
营业税金及附加	2	4	4	5	7
营业费用	325	391	504	637	803
管理费用	82	105	129	153	180
财务费用	3	0	(23)	(22)	(25)
资产减值损失	7	11	15	19	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	255	420	569	764	1028
营业外收入	2	3	4	4	5
营业外支出	0	3	5	3	3
利润总额	256	420	568	764	1030
所得税	(2)	60	73	96	258
净利润	258	361	495	669	773
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	258	360	495	669	773
EPS (元)	3.03	0.80	0.86	1.17	1.35

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	14%	19%	28%	25%	26%
营业利润	25%	65%	36%	34%	35%
净利润	33%	40%	37%	35%	16%
获利能力					
毛利率	48%	56%	56%	58%	59%
净利率	18%	22%	23%	25%	23%
ROE	118%	40%	36%	36%	32%
ROIC	86%	36%	33%	34%	31%
偿债能力					
资产负债率	35%	39%	33%	30%	29%
净负债比率	24.5%	2.3%	0.0%	0.0%	0.3%
流动比率	2.5	1.6	1.6	1.4	2.2
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.6	1.4
营运能力					
资产周转率	4.2	1.1	1.0	1.0	1.0
存货周转率	4.9	2.5	1.9	1.8	1.8
应收帐款周转率	52.0	32.4	25.3	26.0	26.1
应付帐款周转率	38.8	6.9	4.1	4.0	4.1
每股资料(元)					
每股收益	3.03	0.80	0.86	1.17	1.35
每股经营现金	4.32	0.40	0.91	1.06	1.23
每股净资产	2.57	2.01	2.40	3.22	4.16
每股股利	0.00	0.24	0.26	0.35	0.40
估值比率					
PE	10	38	35	26	22
PB	11.7	15.0	12.5	9.3	7.2
EV/EBITDA	30.9	19.0	14.5	10.7	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯队图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分解剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。