九牧王（601566.SH）
-纵向一体化、渠道扁平化打造中国男裤市场领先者

新股定价　　2011.05.16

湘财证券研究所

纺织服装行业

徐广福　　分析师

执业编号：　S0500511010003

联系人：

吴骁宇

Tel:　021-68634510-8227

E-Mail:　wxy2898@xcsc.com

股本结构：

发行股本（万股）:	12,000
发行后总股本(万股):	57,293

股票价格：

合理价值区间（元）:	22.16-26.59
建议询价区间(元):	20.39-23.93

发行情况

网下发行(万股):	≤2,400
网下发行时间:	2011/05/18
网上发行(万股):	≥9,600
网上发行时间:	2011/05/19
申购资金解冻日:	2011/05/24
主承销商:	中信证券

发行后股本结构

有限售条件流通股	**79.06%**
1,九牧王投资:	58.91%
2，顺茂投资:	5.26%
3,睿智投资:	5.26%
4,柏瑞投资:	5.26%
5,智立方投资:	3.85%
6,金石投资:	0.51%
上市发行流通股	**20.94%**

投资要点

❑ **男裤市场领先者。**“九牧王”牌西裤已连续 10 年位居全国同类产品市场占有率第一位。09 年公司西裤份额为 12.59%，领先第二位 5.71 个百分点。公司销售主要集中在一、二线城市，2010 年渠道总数为 2,710 家，其中专柜占比 55%，直营占比 24%并贡献了 36%的收入。利用纵向一体化的高价值供应链以及扁平化渠道，公司可以有效降低库存及打折风险，提升成本挖潜空间，从其去年高达 55.6%的毛利率以及 21.5%的核心净利润率便可看出。由于公司产品定位中高档，目标消费群（30-45 岁男士）对价格敏感度较低，因此在原材料价格大幅上升时仍能保持较强的转嫁能力。为了降低单一品牌经营风险，公司已收购休闲品牌”Fun”以及高端男裤品牌”Vigano”来提高风险抵抗能力。

❑ **男装行业前景依旧可观。**预计未来三年男装市场 CAGR 将超过 15%，高于整体服装市场增速。商务休闲以及专卖店比重也将进一步提高。我国男裤市场近年来整合加剧，前 10 大品牌（尤其是前三大）市场集中度不断提高，公司目前的男裤龙头地位在未来几年内仍难以撼动。

❑ **募投项目。**公司计划募集 16.5 亿元对营销网络、供应链系统、信息系统以及研发中心进行建设或升级。其中 13.2 亿元将用于 338 家直营专卖及战略加盟店建造，达产后将进一步提升公司直营店及专卖店比例，有利于公司品牌效应的持续提升，正常年份将贡献收入 11.33 亿元，贡献净利润 1.76 亿元.

❑ **盈利预测及估值。**我们预计公司 11-13 年核心 EPS 分别为 0.89/1.21/1.25 元，未来三年 CAGR 为 25.69%。结合同类上市公司估值比较，考虑到公司在男裤市场连续十年的的龙头地位，上市后外延式和内生式增长都将保持稳定增长，加上其服装板块位居第一的盈利能力，我们给予公司 11 年 25-30 倍的 PE 区间，合理估值为 22.16-26.59 元 ， 建议询价区间为 20.39-23.93 元。

❑ **风险提示。**家族管理风险；直营专卖店管理风险；商场专柜同质化严重风险；所得税优惠到期风险。

盈利预测表

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
营业收入	167,481	209,204	287,143	349,376	
YoY		*24.91%*	*37.25%*	*21.67%*	*27.77%*
核心净利润	35,945	50,785	69,437	71,366	
YoY		*41.29%*	*36.73%*	*2.78%*	*25.69%*
核心 EPS(元)	**0.63**	**0.89**	**1.21**	**1.25**	

数据来源：湘财证券研究所

重要声明 ：本公司及其关联机构、雇员对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务等服务。本报告版权归湘财证券所有，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、发表或引用等

盈利预测及估值

核心假设

1，**店铺数：**11-13 年直营渠道分别增加 101、61、81 家专卖店，加盟渠道分别增加 106、70、82 家专卖店，三年内公司新增店铺总数为 500 家。

2，**单店收入：**根据招股书披露的数据，募投项目中直营专卖店平均面积约为 289 平方米，单店收入为 350 万元左右；战略加盟店平均面积约为 200 平方米，单店收入为 250 万元左右。11-13 年直营专卖店和战略加盟店单店收入保持稳定，直营专柜单店收入年均增长率分别为 15%/10%/10%，原加盟店单店收入年均增长略分别为 15%/10%/10%。

3，**毛利率：**出于谨慎性原则，考虑到 2010 年公司毛利率在提价以及有效的成本管理下已大幅提升、纵向一体化模式有效控制终端打折幅度，预计 11-13 年直营渠道毛利率稳定在 72%，战略加盟店毛利率稳定在 55%，原加盟店毛利率稳定在 46.38%

4，**期间费用率：**11-13 年销售费用率分别为 23.6%/24.0%/24.5%，主要系上市后随着直营渠道比例增加，公司广告宣传、店铺折旧以及租金等费用都会相应增加；管理费用率分别为 6.0%/5.8%/5.6%，比例下降主要来自于销售规模效应的不断显现；财务费用率分别为-2.0%/-1.0%/-0.5%，主要系募投资金产生的利息收入增加。

5，**有效税率：**11-13 年分别为 12.5%/12.5%//25.0%。11-12 年公司还享受“两免三减半”的税收优惠，13 年起将适用 25%所得税率。

盈利预测明细表

单位：万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
直营	578	594	645	746	807	887	
单店收入	80.03	98.23	93.90	107.31	149.12	168.85	
其中：直营专卖			350.00	350.00	350.00	350.00	
直营专柜			91.90	105.69	116.25	127.88	
毛利率	68.00%	68.00%	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%	
销售额	46,260	58,350	60,565	80,055	120,340	149,774	
毛利	31,457	39,678	43,607	57,640	86,645	107,837	
加盟	1,747	1,931	2,065	2,171	2,241	2,323	
单店收入	43.79	42.23	51.55	59.28	74.23	85.73	
毛利率	35.00%	33.70%	46.38%	46.80%	47.06%	47.31%	
销售额	76,501	81,552	106,448	128,699	166,353	199,152	
毛利	26,775	27,483	49,371	60,232	78,281	94,226	

单位：万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	CAGR_11-13
店铺总计	2,325	2,525	2,710	2,917	3,048	3,210	
销售额总计	**123,011**	**140,391**	**167,481**	**209,204**	**287,143**	**349,376**	
YoY		***14.13%***	***19.30%***	***24.91%***	***37.25%***	***21.67%***	***27.77%***
毛利总计	**58,230**	**67,245**	**93,057**	**117,872**	**164,925**	**202,064**	
总体毛利率	47.34%	47.90%	55.56%	56.34%	57.44%	57.84%	
销售费用率	20.49%	23.14%	23.32%	23.60%	24.00%	24.50%	
管理费用率	7.30%	5.83%	6.27%	6.00%	5.80%	5.60%	
EBIT	**21,851**	**25,716**	**41,976**	**53,856**	**76,485**	**93,408**	
YoY		**17.7%**	**63.2%**	**28.3%**	**42.0%**	**22.1%**	***30.56%***
财务费用率	1.16%	0.18%	0.02%	-2.00%	-1.00%	-0.50%	
所得税率	1.50%	-0.78%	14.26%	12.50%	12.50%	25.00%	
核心净利润	**19,710**	**25,637**	**35,945**	**50,785**	**69,437**	**71,366**	
YoY		**30.1%**	**40.2%**	**41.3%**	**36.7%**	**2.8%**	***25.69%***
核心 EPS(元)	**0.34**	**0.45**	**0.63**	**0.89**	**1.21**	**1.25**	

数据来源：湘财证券研究所

估值

我们预计公司 11-13 年核心 EPS 分别为 0.89/1.21/1.25 元，未来三年 CAGR 为 25.69%。结合同类上市公司估值比较，考虑到公司在男裤市场连续十年的的龙头地位，上市后外延式和内生式增长都将保持稳定增长，加上其服装板块位居第一的盈利能力，我们给予公司 11 年 25-30 倍的 PE 区间，合理估值为 22.16-26.59 元，建议询价区间为 20.39-23.93 元。

分析师声明：

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。