

纵向一体化的商务休闲男装领先企业


东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 公司是中国领先的商务休闲男装品牌企业，其公司主导产品男裤及茄克领跑中国市场。公司采用纵向一体化的业务模式进行男装的设计研发、生产、销售及品牌推广。九牧王品牌西裤市场综合占有率自 2000—2009 年连续十年位列国内西裤市场第一位，2009 年公司男裤市场占有率约为 12.59%，远高于其他竞争对手。九牧王品牌茄克市场综合占有率自 2008—2009 年连续两年位居全国第二。公司产品以自制生产为主，委托加工生产为辅，通过直营和加盟相结合的模式进行销售。与已上市同行相比，公司是直营和自产比重均处于较高水平。
- 公司近年来业绩保持稳定增长，盈利能力则呈现高速上升趋势，且在行业中处于领先地位。2008—2010 年公司收入和盈利的年复合增长率分别高达 16.68% 和 36.55%。由于直营较高的比重和对期间费用的均衡控制，公司净利率水平明显高于其他同行。
- 公司拥有六大核心竞争力：1) 市场占有率领先 2) 品质优良 3) 在男装领域具有深厚的品牌影响力 4) 拥有布局合理丰富的营销网络；5) 纵向一体化的运营模式；6) 经验丰富的管理团队。
- 国内商务休闲男装空间巨大，未来将保持持续快速增长，行业集中有望进一步提高。根据 Euromonitor International 的预测，国内商务休闲男装行业未来三年复合增长率预计将达到 17.5%，同时行业集中度有望进一步提高，公司依托在上市后的良好平台，主导产品市场份额有望进一步提高。
- 公司本次 IPO 的募集资金拟投资项目主要用于营销网络的建设（建设直营店 162 家，战略加盟店 176 家），供应链系统优化升级、信息系统升级和设计研发中心建设，有利于进一步提升公司在行业中的竞争力。
- 从中长期看，公司除了做好目前的九牧王品牌外，也在尝试多品牌运营，我们认为牛仔休闲品牌 FUN、意大利知名裤装品牌 VIGANO 和电子商务品牌 Calliprimo 这三个品牌虽然短期对公司盈利估计贡献不大，但从中长期看，对公司突破单一品牌瓶颈获得更持续的增长具有积极意义。
- 盈利预测与投资评级：我们认为公司未来 3 年销售收入和盈利的增长将主要来自渠道的快速扩张、平均单店面积的提高和平效的增长。我们预测公司 2011—2013 年的每股收益分别为 0.85 元、1.10 元和 1.27 元，参考市场可比品牌服饰公司的市盈率，同时考虑公司质地、未来成长性等因素，我们认为给予公司 2011 年 25—30 倍 PE 较为合理，对应的合理股价区间为 21.25 元—25.5 元。
- 投资风险：宏观经济下行对服装消费的影响、直营加快扩张带来的期间费用增长超预期、2013 年所得税率优惠到期后盈利增速下降以及家族色彩浓厚对企业管理决策的影响等。

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

糜韩杰

8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

合理价格区间	21.25 — 25.50 元
总股本（万股）	57293
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 5 月 23 日

财务预测	单位：百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1675	2115	2705	3404
同比	19%	26%	28%	26%
净利润	360	486	633	726
同比	40%	35%	30%	15%
毛利率	55.6%	56.0%	57.0%	57.5%
EPS（元）	0.63	0.85	1.10	1.27
ROE	39.7%	16.0%	17.2%	16.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 中国领先的商务休闲男装品牌企业	4
1.1 九牧王品牌领跑中国男裤及茄克市场	4
1.2 六大核心竞争力铸就行业领先企业	5
1.3 公司近年来业绩回顾与同行比较	8
1.4 股权结构高度家族化	12
2. 商务休闲男装空间巨大 未来集中度有望逐步提高	12
2.1 商务休闲男装未来将保持持续快速增长	12
2.2 男装行业市场集中度有望逐步提高	14
3 募投项目有助于增强公司竞争力，提升公司业绩	14
3.1 营销网络建设 扩大销售网络规模	14
3.2 供应链优化升级 研发实力提高	15
4 盈利预测与估值分析	15
投资风险	16

图表目录

图表 1 九牧王品牌定位	4
图表 2 公司业务模式流程图	4
图表 3 公司主要产品销售额占比情况（2010）	5
图表 4 2009 年我国西裤及茄克排名前五位的公司	5
图表 5 九牧王西裤好品质的细节展现	6
图表 6 公司近年渠道扩张的情况	7
图表 7 上市品牌服装公司直营店与加盟店数量占比情况（2010）	7
图表 8 公司近三年营业收入和净利润情况	8
图表 9 公司近三年毛利率情况	9
图表 10 公司近三年期间费用率情况	9
图表 11 同行业上市公司毛利率比较（2010）	10
图表 12 同行业上市公司净利率比较（2010）	10
图表 13 同行业上市公司应收账款周转率比较（2010）	11
图表 14 同行业上市公司存货周转率比较（2010）	11
图表 15 发行后公司股本结构	12
图表 16 2004-2013 年我国男装市场容量及增长率	13
图表 17 2004-2013 年我国商务休闲男装市场容量	13
图表 18 公司拟用募集资金建设店铺情况	14
图表 19 公司供应链优化项目具体情况	15
图表 21 同行业上市公司估值水平	16

1 中国领先的商务休闲男装品牌企业

1.1 九牧王品牌领跑中国男裤及茄克市场

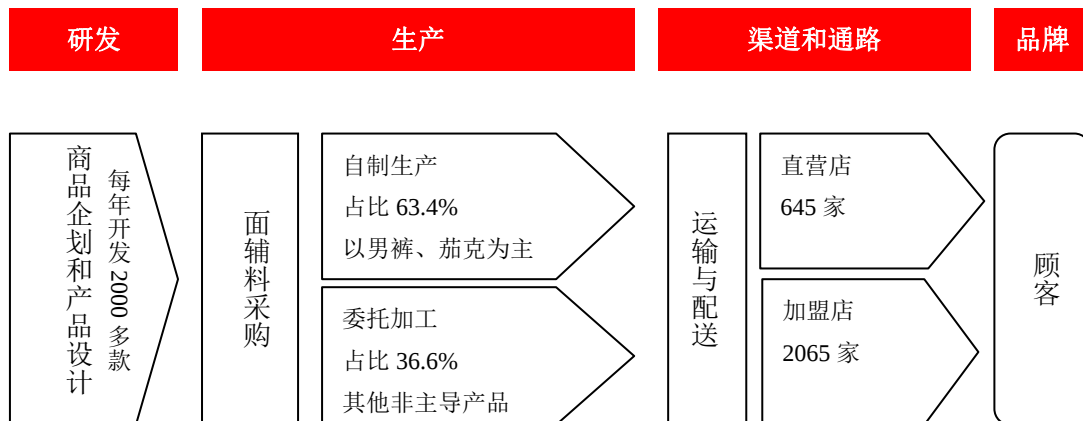
公司是中国领先的商务休闲男装品牌企业,采用业务纵向一体化的模式进行男装的设计研发、生产、销售及品牌推广,产品包括男裤、茄克及其它服饰类产品。公司产品以自制生产为主,委托加工生产为辅,通过直营和加盟相结合的模式进行销售。截至 2010 年底,公司的销售终端数量达到 2710 家,其中直营店 645 家,加盟店 2065 家。2010 年公司销售收入为 16.75 亿元。

图表 1 九牧王品牌定位

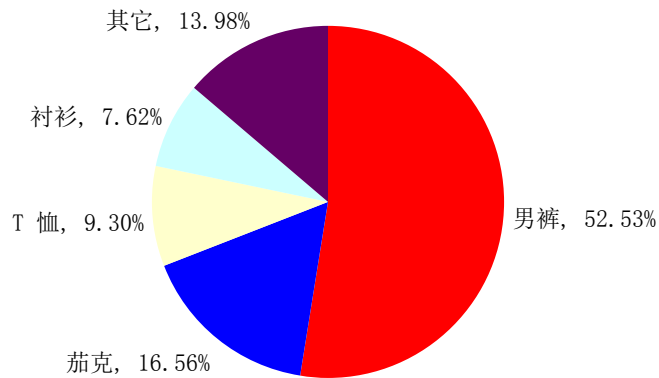
分类	内容
品牌标识	
产品及目标消费群	产品涵盖: 中高档、全系列的商务休闲男装 目标消费群: 以进取精英型和传统完美型为核心, 带动中规中矩型, 年龄在 30—45 岁之间的男士
经营理念	在全流程的精细化控制下, 为顾客提供高性价比的精工时尚产品和精细、便捷的服务
品牌核心理念	精致生活
品牌个性	稳重、大气、同时不失热情和活力
品牌地位	成为中国商务休闲男装领导品牌

资料来源: 招股说明书、东方证券研究所

图表 2 公司业务模式流程图



资料来源: 公司招股说明书、东方证券研究所

图表 3 公司主要产品销售额占比情况（2010）


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

1.2 六大核心竞争力铸就行业领先企业

（1）市场占有率领先

公司的男裤及茄克领跑中国市场。九牧王品牌西裤市场综合占有率自 2000——2009 年连续十年位列国内西裤市场第一位，2009 年公司的男裤市场占有率约为 12.59%，远高于其他竞争对手。九牧王品牌茄克市场综合占有率 2008 年和 2009 年连续两年位居全国第二。2009 年公司茄克市场占有率 2.35%。

图表 4 2009 年我国西裤及茄克排名前五位的公司

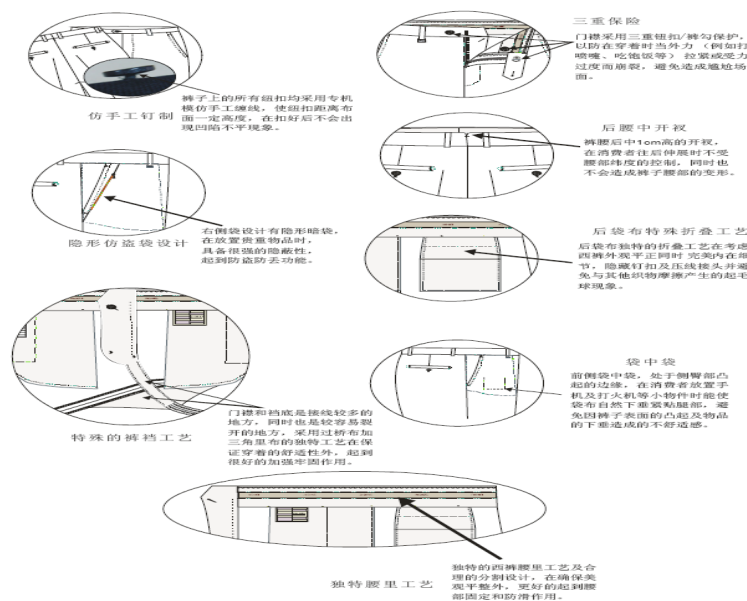
排名	西裤品牌名称	市场占有率（%）
1	九牧王	12.59
2	虎都	6.88
3	红豆	1.66
4	雅戈尔	1.51
5	浪肯	1.51
排名	茄克品牌名称	市场占有率（%）
1	七匹狼	2.39
2	九牧王	2.35
3	劲霸	2.31
4	梦特娇	1.85
5	杰克琼斯	1.72

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

(2) 品质优良

公司在创业之初就提出了“品牌是价值与尊严的起点”这一理念，并把其贯彻于生产的各个环节，具体包括 1) 原材料均选用行业内优质的面料辅料；2) 将西裤生产工艺细化为约 108 道工序，茄克细化为约 90 道工序；3) 采用经过自身改良的国外先进的生产流水线；4) 从消费者角度出发，在产品中引入精心设计的独特工艺；5) 坚持核心产品大部分自产，保证质量；6) 在生产的关键环节设置专职检验员对产品进行检验。良好的品质在得到消费者认可的同时也为品牌树立起了良好的形象。

图表 5 九牧王西裤好品质的细节展现



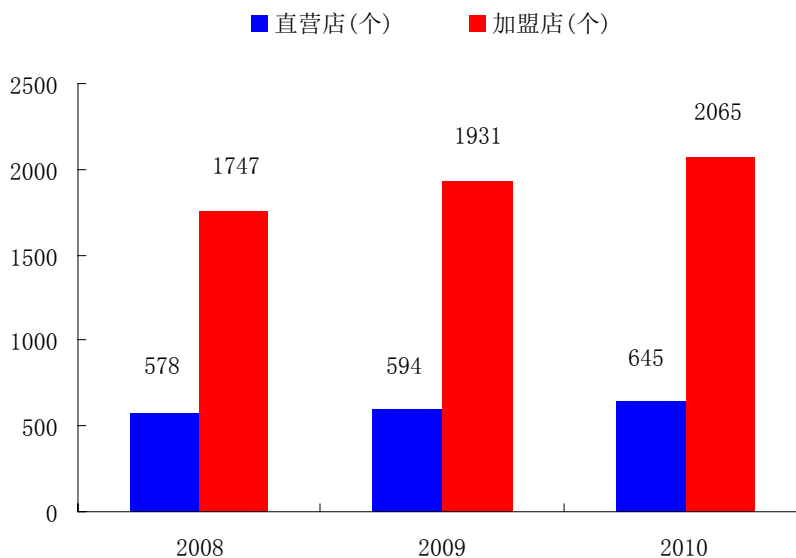
资料来源：招股说明书、东方证券研究所

(3) 在男装领域品牌影响力深厚

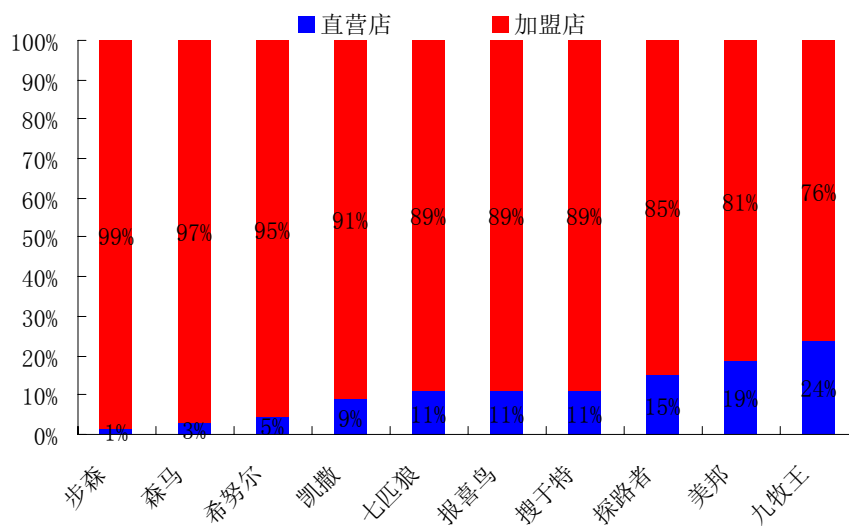
九牧王品牌是中国最具影响力、最受欢迎的行业领先男装品牌之一，公司通过产品设计、销售终端形象、广告宣传、男装文化节及西服文化节等各种营销活动，不断提高九牧王品牌的知名度、美誉度及忠诚度。2009 年 6 月 16 日，国际领先的品牌研究机构——世界品牌实验室 (World Brand Lab) 在北京发布了 2009 年 (第六届)《中国 500 最具价值品牌排行榜》。“九牧王”品牌以 80.68 亿元的评估价值，位列排行榜第 85 位，进入中国品牌价值百强。强大的品牌影响力是公司销售持续增长的主要驱动力，同时也在某种程度上也使公司具备了一定的产品定价能力。

(4) 布局合理运丰富的营销网络

九牧王品牌服饰的销售市场主要集中于国内一、二级市场；截至 2010 年底，公司商场终端数量达到 1483 个，专卖店终端数量为 1227 个，形成了独有的商场和专卖店两翼齐飞的营销渠道模式，该模式极富弹性，大大降低了公司渠道的维护风险。另外，终端中直营与加盟比例约为 1:3，层次分明的渠道模式，一方面保证了公司对营销网络的控制力度，提升品牌形象，另一方面又借助加盟商的地区资源扩大市场覆盖面，提升市场份额。

图表 6 公司近年渠道扩张的情况


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

图表 7 上市品牌服装公司直营店与加盟店数量占比情况（2010）


资料来源：各公司年报、东方证券研究所

(5) 纵向一体化的业务模式

公司集设计研发、生产、销售及品牌推广于一体，纵向一体化的模式使得公司具备了以下几大优势，首先，能够确保公司迅速对市场需求进行反应，及时调整生产以配合市场走势；其次，30%的畅销款可以通过后期的补货实现，降低订货时由于判断失误造成多余或者不受欢迎的产品，后期毋须采用大量折扣政策以刺激该等产品的销售，影响公司的经营效益，或者由于存货积压影响公司的经营现金流。

(6) 经验丰富的管理团队

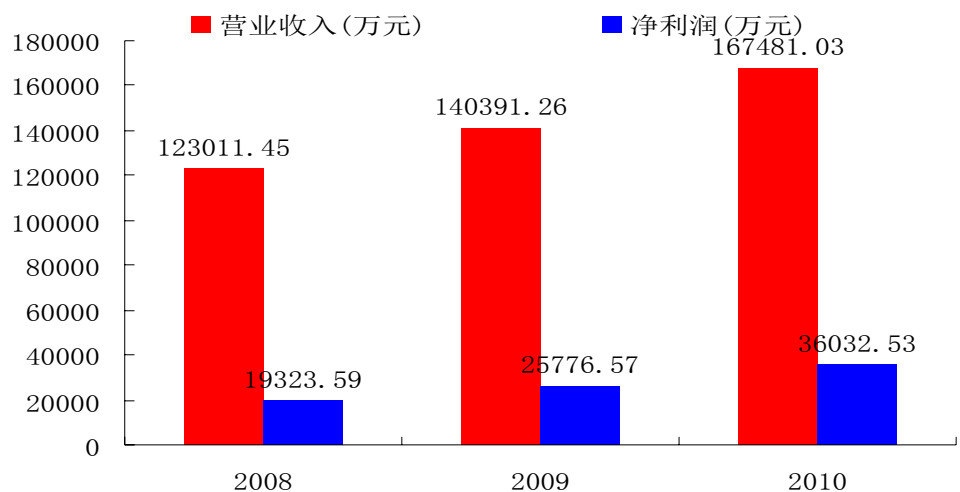
公司的管理团队经验丰富、兢兢业业、积极进取，其对中国商务休闲男装行业拥有深入透彻的认识和理解。公司董事长林聪颖先生拥有丰富的服装行业管理经验，年富力强，踏实做事，专注于公司的经营管理；公司核心管理人员在服装行业平均从业经验超过15年，对公司拥有极高的忠诚度，并能够不断加强企业管理方面的学习。优秀的管理团队帮助公司应对竞争，克服多变的市场环境，实现公司业务的稳步增长。

1.3 公司近年来业绩回顾与同行比较

(1) 业绩回顾：收入稳步增长 盈利能力持续上升

2008—2010年，公司营业收入分别为123011.45万元、140391.26万元和167481.03万元，净利润分别为19323.59万元、25776.57万元和36032.53万元。**收入和盈利的复合增长率分别为16.7%和36.6%**。公司营业收入主要来源于主营业务，其销售占比均在营业收入的99%以上。**主营业务收入增长的主要原因是：**（1）报告期内，公司注重营销渠道的建设，公司销售终端逐年增加，由2008年末的2325个增加到2010年末的2710个，带动主营业务收入持续增长；（2）随着公司品牌知名度、美誉度和忠诚度的提升，带动了平均单店业绩逐年稳步提升，促进主营业务收入稳步增长；（3）在公司核心产品男裤的品牌效应带动下，其他系列产品收入稳步增长。

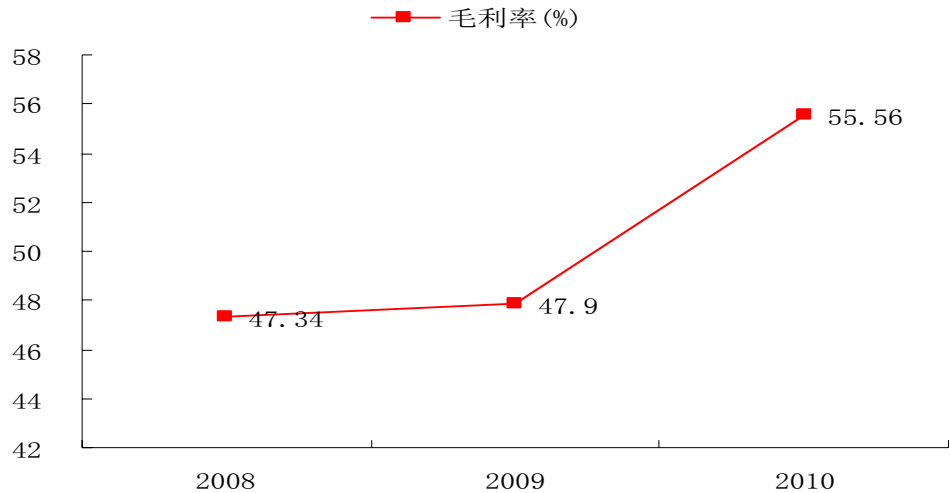
图表8 公司近三年营业收入和净利润情况



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

2008—2010 年，公司综合毛利率分别为 47.34%、47.9% 和 55.56%。公司综合毛利率稳步提升主要系：1) 公司主营业务收入逐年增长；2) 公司采取的业务纵向一体化经营模式日益完善，能够对采购、生产等环节实施最有效的控制，提高了公司成本控制能力；3) 公司品牌效益提升，男裤、茄克等主要产品更新升级平均售价明显提高。2010 年毛利率提升很快的主要原因是推出新品牌形象后均价同比上升了 17%，同时公司产能也有较大提升。

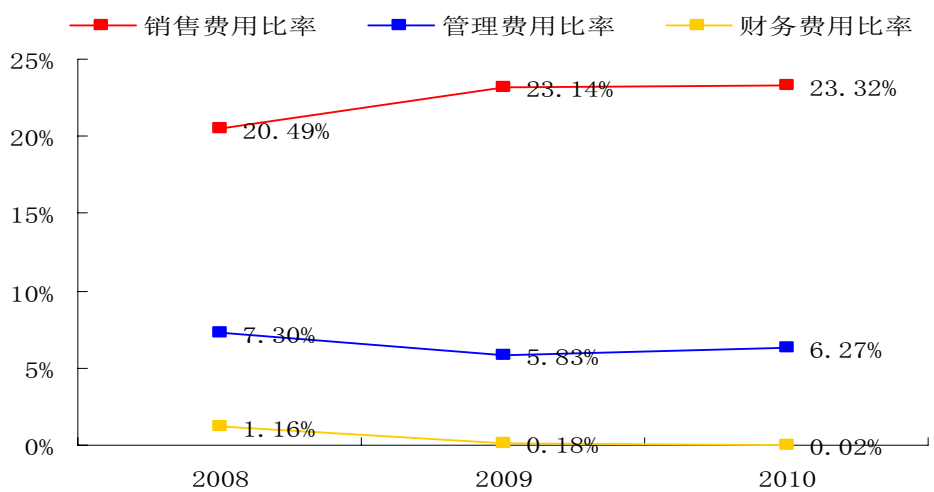
图表 9 公司近三年毛利率情况



资料来源：招股说明书、东方证券研究所

公司 2008—2010 年的期间费用比率分别为 28.94%、29.16% 和 29.6%。公司期间费用率小幅增加，主要来自销售费用的增长（销售费用占期间费用比重超过 70%），随着公司销售终端的扩张、销售活动的增加，公司的销售费用相应增长。

图表 10 公司近三年期间费用率情况

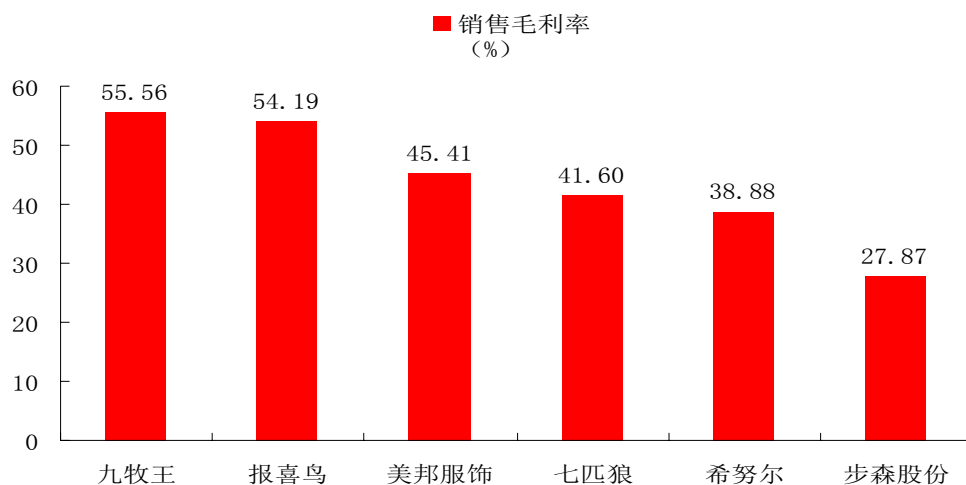


资料来源：招股说明书、东方证券研究所

(2) 同行业比较：盈利能力领先 资产运营能力良好

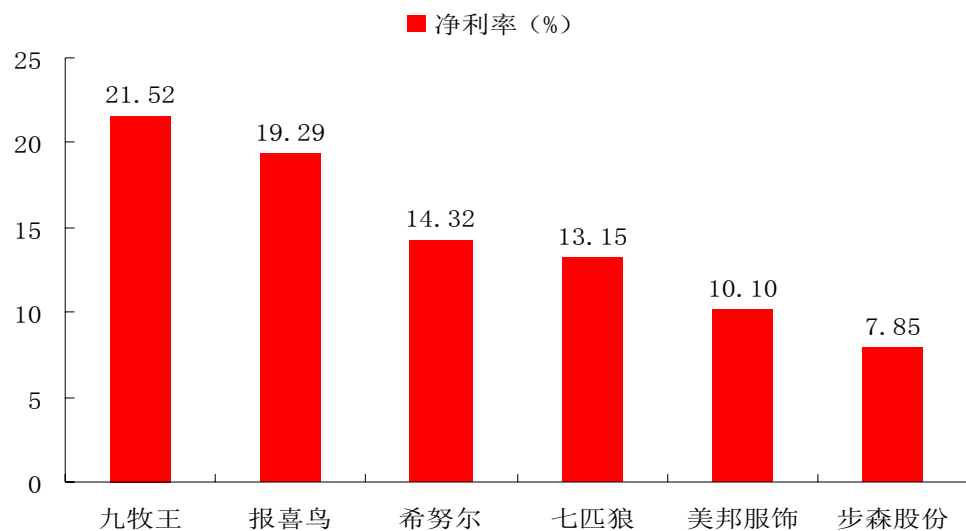
公司的盈利能力在行业中处于较高水平，其毛利率和净利率高于行业内其他上市可比公司，这主要是由于建立在高效供应链管理下的纵向一体化运营模式，使公司可以充分分享全产业链上各环节的利润，同时由于直营比重较高使得公司综合毛利率明显高于同行，而在直营比重较高的情况下能均衡控制期间费用率也保证公司获得明显优于同行的净利率水平。

图表 11 同行业上市公司毛利率比较（2010）



资料来源： 各公司年报、东方证券研究所

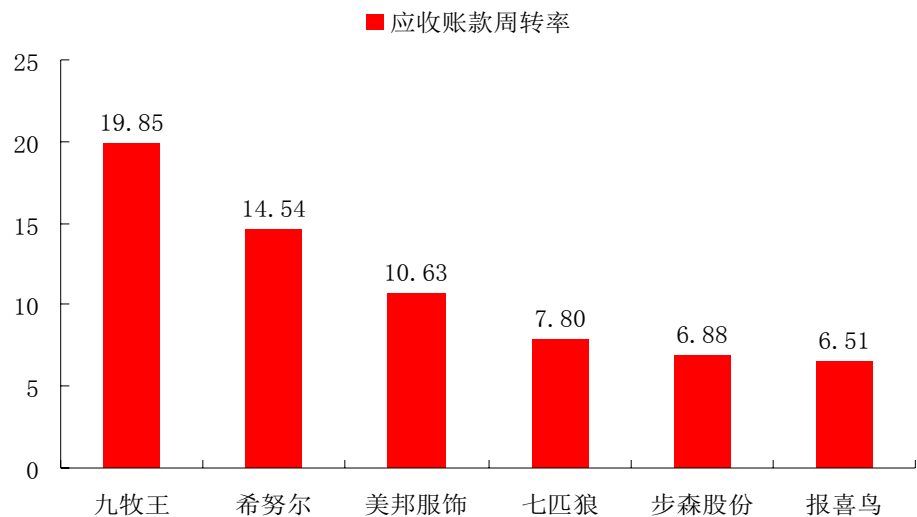
图表 12 同行业上市公司净利率比较（2010）



资料来源： 各公司年报、东方证券研究所

公司的营运能力水平较高，应收账款周转率在行业内其他上市可比公司处于最高水平，这主要是由于公司原则上对加盟商采用“款到发货”的营销策略，同时对大多商场采取月结方式，应收账款占用较小，因此应收账款周转率较高。

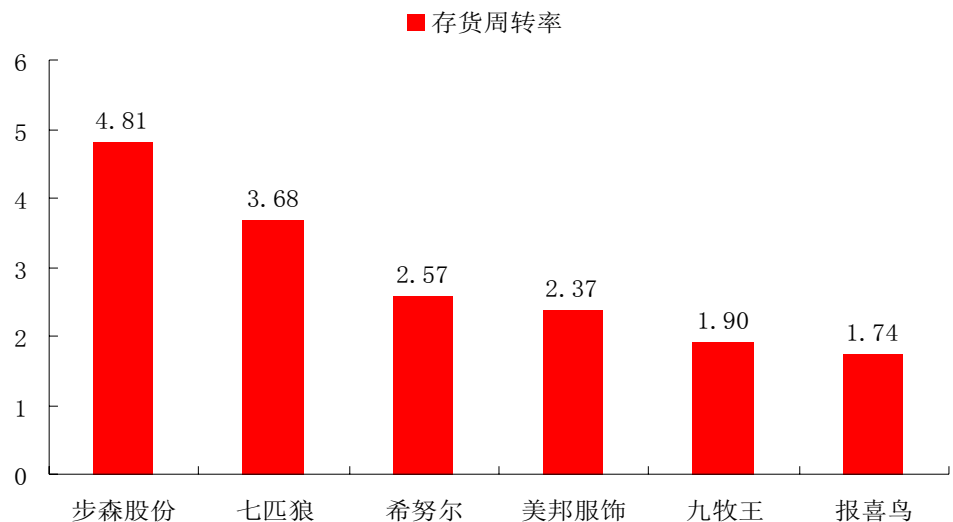
图表 13 同行业上市公司应收账款周转率比较（2010）



资料来源：各公司年报、东方证券研究所

而存货周转率方面，虽然公司由于自产比率和直营比率较高，导致存货周转率在行业内可比上市公司中偏低，但从近三年的趋势看，公司存货周转率稳中有升，体现出公司较强的供应链管理能力和

图表 14 同行业上市公司存货周转率比较（2010）



资料来源：各公司年报、东方证券研究所

1.4 股权结构高度家族化

公司的实际控制人为林聪颖先生，在本次发行后将通过九牧王投资控制公司 58.91% 的股份。此外公司限售流通股中除金石投资外，其余的顺茂投资、睿智投资、铂锐投资、智立方投资均属于实际控制人的家族成员。董事会中除了引进 3 位独立董事外，其余 6 位都是实际控制人的家族成员，虽然在高管人员中除了 5 位为实际控制人的家族成员，其余均为职业经理人，但公司总体而言依然带有浓厚的家族企业特征，未来如何进行管理团队结构的优化以及引入合理的管理层激励机制等都是公司日后经营中需要改善的问题。

图表 15 发行后公司股本结构

序号	股东类别	发行后	
		持股数（万股）	持股比例
一、有限售条件流通股		45,293.00	79.06%
1	其中：九牧王投资	33,750.00	58.91%
2	顺茂投资	3,015.00	5.26%
3	睿智投资	3,015.00	5.26%
4	铂锐投资	3,015.00	5.26%
5	智立方投资	2,205.00	3.85%
6	金石投资	293	0.51%
二、本次拟发行流通股		12,000.00	20.95%
合计		57,293.00	100.00%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

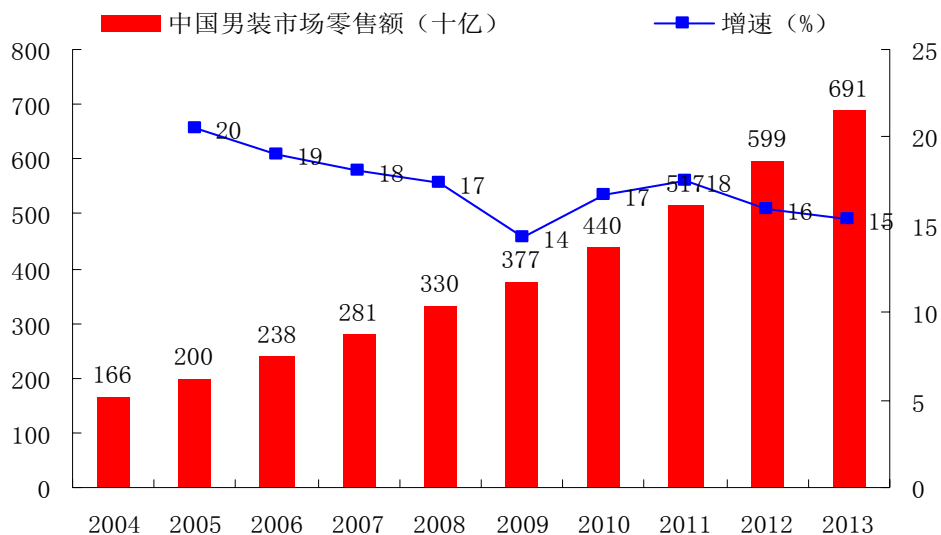
2. 商务休闲男装空间巨大 未来集中度有望逐步提高

2.1 商务休闲男装未来将保持持续快速增长

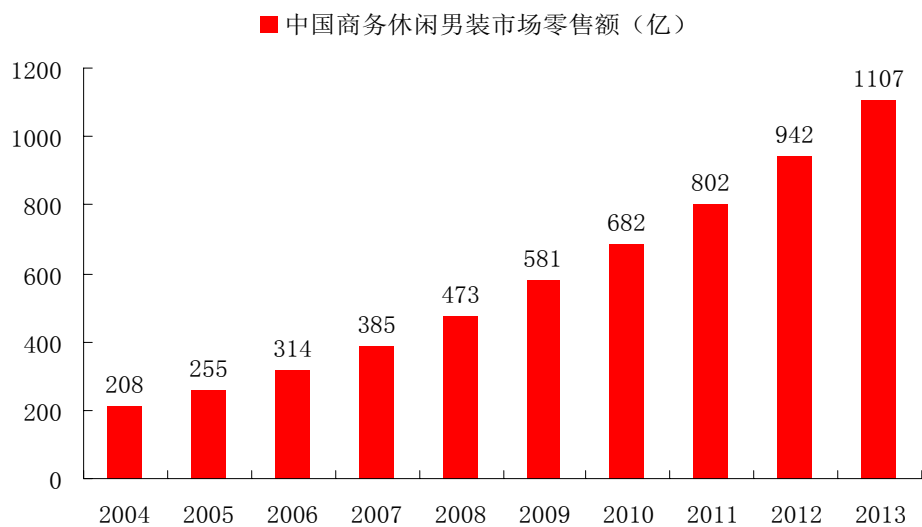
随着经济水平的提高，男性越来越注重其外表，得体的外表已经成为男性身份和品位的体现，男性比以往更加注重服装的设计、质量和档次，在服装上的消费逐年增加，促进了男装市场的发展。根据 Euromonitor International 的数据显示，2009 年中国男装市场零售额为 3776 亿元，占服装总零售额的市场份额从 2004 年的 39.2% 增加到 2009 年的 47.6%；预计在未来五年，中国男装市场将继续保持高于整个市场的发展速度，2009—2013 的年复合平均增长率预计为 16.3%，比整体服装市场 2009—2013 的年复合平均增长率高 2.3%，占整体服装市场的份额预计将增加到 51.8%。

随着消费习惯和偏好的多样性，个性、舒适的休闲服装博得了越来越多男性的青睐，加之很多企业对照员的着装逐渐放宽要求，休闲服近年呈现出强劲增长，休闲服的设计理念也逐渐渗透到正装领域，便出现了介于正装与休闲装之间的商务休闲装。商务休闲装因兼具正装的庄重和休闲装的舒适迅速在白领阶层中流行。

根据 Euromonitor International 数据显示，商务休闲男装零售额已从 2004 年的 208 亿元增加到 2009 年的 581 亿元，年复合平均增长率达到 22.8%，比整个男式休闲装市场的年复合增长率高出 6.3 个百分点。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其增长势头。预计 2009 至 2013 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 2009 年的 32.2% 提高到 2013 年的 32.9%。

图表 16 2004-2013 年我国男装市场容量及增长率


资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

图表 17 2004-2013 年我国商务休闲男装市场容量


资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

2.2 男装行业市场集中度有望逐步提高

我国男装市场上国内外品牌众多，市场高度分散。根据 Frost&Sullivan 的资料，2008 年按销售额计算，中国 100 大品牌的市场占有率约为 44.6%，而前 10 大品牌的市场占有率仅为约 20.3%。随着行业内的领先企业凭借其在品牌、设计等方面的优势，在未来进一步开拓渠道，我们预计男装行业的集中度将进一步提高。公司作为行业内的主要品牌企业之一将受益行业增长和市场集中度提高带来的双重收益。

公司的两大产品——男裤和夹克中，男裤市场集中度较高，茄克集中度相对较低。男裤市场近年整合加剧，市场份额在过去几年向行业内的主要品牌企业集中，据全国重点大型零售企业的销售额统计显示，前十大品牌的合计市场份额由 2000 年的 16.2% 增加至 2009 年的 45.77%，前三大品牌的扩张速度更快，合计市场份额由 2000 年的 9.5% 增加至 2009 年的 33.19%。茄克方面，据统计 2009 年前十大品牌合计占有 19.59% 的市场份额，集中度相对较低。随着公司九牧王品牌的强化，未来渠道的拓展，男裤市场的领先优势将进一步巩固，市场份额将小幅提升，而茄克市场，由于集中度较低，我们预计其市场份额将有进一步的提升。

3 募投项目有助于增强公司竞争力，提升公司业绩

在行业快速增长的背景下，公司未来的发展将主要以外延增长为主，内生增长为辅。加大渠道的建设和拓展，完善销售网络布局，在巩固一线城市的同时，突破二三线城市，另外注重提升公司的设计和研发能力，保证产品的领先地位，完善供应链管理体系，提高供应链快速反应能力，通过这一系列举措扩大公司的市场份额，实现业绩的快速增长。正是基于这样的发展规划，公司本次 IPO 的募集资金拟投资项目也是以营销网络建设为主，同时辅之以供应链系统优化升级、信息系统升级和设计研发中心建设。

3.1 营销网络建设 扩大销售网络规模

公司募集资金拟投资的营销网络建设项目主要是拟在直辖市、省会、计划单列的一级城市和个别具有代表性的二级区域中心城市建设直营店 162 家（专卖店形式），另建设战略加盟店 176 家（专卖店形式），区域分布在以华东、中南和西南为主，包含部分中南、西北、东北地区的二级城市和个别三级城市，如下表所示：

图表 18 公司拟用募集资金建设店铺情况

店铺类型	数量（家）			面积（m ² ）		
	购置	租赁	合计	购置	租赁	合计
直营店	36	126	162	6470	40270	46740
战略加盟店	46	130	176	8450	26780	35230
合计	82	256	338	14920	67050	81970

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

该项目建设期 2 年，建设期第一年拟建设直营店 101 家、战略加盟店 106 家，建设期第二年拟建设直营店 61 家，战略加盟店 70 家。公司预测新增营销网络后年增销售收入 113304.70 万元，净利润 17586.6 万元。

3.2 供应链优化升级 研发实力提高

公司募集资金拟投资的供应链系统优化升级项目主要是拟针对公司供应链系统中的生产和仓储环节进行优化升级，在生产环节扩充产能，改进工艺，提高生产效率，在仓储环节建设新的专业化的仓储中心，提高公司仓储能力和仓储配送效率，从而提高公司整个供应链系统的快速反应能力。该项目建设期为 24 个月，公司预测项目达产后新增销售收入 15066.40 万元，净利润 1898.20 万元。

图表 19 公司供应链优化项目具体情况

- 1 引进吊挂流水线系统，将原 12 条标准西裤流水线改造为 4 条西裤吊挂生产流水线。技改后年总产量增加 12 万件，改造后合计形成年产西裤 93 万件的产能。
- 2 新建 4 条西裤吊挂生产流水线，形成年产西裤 93 万件的产能。
- 3 新建 5 条标准茄克生产流水线，形成年产茄克 16 万件的产能。
- 4 扩建面料辅料及成衣检测中心的恒温恒湿实验室，购置专业检测设备，丰富检测项目。
新建总建筑面积 32,118 平方米的工业及仓储配套设施，包括车间和专业仓储中心。在新建车间里建设 10 条标准休闲裤生产流水线，形成年产休闲裤 70 万件的产能；专业仓储中心物流吞吐量设计能力 2,524 万件/年，日常库存量 286 万件。

资料来源：招股说明书、东方证券研究所

公司募集资金拟投资的信息系统升级项目，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。项目建设期为 36 个月。通过优质、高效的信息化管理系统建设，降低业务运营成本、提高业务协同效率，支撑业务流程的优化与管理创新，提高公司业务纵向一体化的管理水平。

设计研发中心建设项目，主要定位于满足公司升级发展的需要，进一步拓展并完善现有的设计研发体系，壮大设计研发队伍，提升设计研发水平。建设期为 12 个月。项目对公司设计研发能力的提升以及自主品牌的建设都将起到强有力的支撑作用，进而对公司的长期盈利能力和可持续发展做出重要贡献。

4 盈利预测与估值分析

我们认为公司未来 3 年销售收入和盈利的增长将主要来自渠道的快速扩张、平均单店面积的提高和平效的增长。本次募集资金投资项目将明显提高公司的核心竞争能力，从而有利于公司行业竞争力的不断提升，为实现公司主营业务收入和净利润的持续增长打下坚实的基础。

从中长期看，公司除了做好目前的九牧王品牌外，也在尝试多品牌运营。2010 年公司收购了牛仔休闲品牌 FUN，经过近一年的准备筹划，已经建立了独立的经营团队（设计师主要来自韩国），同时对品牌风格和定位也进行新调整，未来主要定位于“都市白领潮乐服饰”，2011 年将通过先直营后加盟的方式开展渠道建设，2012 年开始将逐步贡献收入。另外公司还购买了意大利知名裤装品牌 VIGANO 在大中华区的所有权，未来将定位于与主品牌差异化的高端男裤，同时公司也已经通过 Calliprimo 品牌试水电子商务。这三个品牌虽然短期对公司盈利估计贡献不大，但从中长期看，对公司突破单一品牌瓶颈获得更持续的增长具有积极意义。

我们对公司的盈利作如下假设：

- 1、直营独立店铺数 2011—2013 年分别新增 55 家、81 家，直营专柜数量增长分别为 7%、5%和 5%，专柜店效增长分别为 8%、7%和 6%。2011—2013 年直营收入分别增长 23%、32%和 26%，收入增速高于店铺数增速主要考虑单店平均面积的增加和店效的提高。
- 2、加盟独立店铺 2011—2013 年开店增速均为 15%左右，专柜增速均为 5%左右，综合店铺数量增速均为 11%左右，综合店铺面积增速在 14%左右，加盟收入分别增长 28%、26%和 26%，加盟收入高于店铺数增速主要考虑单店平均面积的增加和店效的提高。
- 3、公司 2011—2013 年的综合毛利率分别为 56%、57%和 57.5%，2011 年由于原材料成本上升，因此预计和 2010 年持平，2011 年和 2012 年的同比提高主要是考虑到直营店铺占比的增加。
- 4、公司 2011—2013 年的销售费用率分别为 24%、24%和 23.5%，2011 年和 2012 年主要考虑到新开店数的增加，因此较 2010 年小幅增加，之后由于收入的快速增长对费用有一定的摊薄，因此 2013 年销售费用率小幅下调。公司管理费用率 2011—2013 年分别为 6.2%、6%和 5.9%。2011 年主要考虑到上市承销费用的计入，2012 年和 2013 年随着收入增长的摊薄效应，管理费用率小幅下降。
- 5、公司 2011—2013 年的所得税率分别为 15%、15%和 25%，公司外商投资企业 2008 年起享受两免三减半，2013 年税收恢复正常。

我们的预测公司 2011—2013 年的每股收益分别为 0.85 元、1.10 元、和 1.27 元，未来三年盈利的复合增长率在 26%左右（其中对 2013 年的预测按照税率上调的谨慎性预计，如果未来公司能通过高新技术企业等方式获得优惠税率，则 2013 年的业绩将明显上调）。我们认为公司的合理估值可以参考 A 股市场已上市品牌服饰企业的估值水平，具体见下图。

图表 21 同行业上市公司估值水平

股票名称	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年盈利 复合增长率
报喜鸟	0.83	1.14	1.50	33.64	24.49	18.61	32%
七匹狼	1.00	1.31	1.73	34.79	26.56	20.11	29%
美邦服饰	0.75	1.13	1.65	44.89	29.80	20.41	44%
探路者	0.20	0.37	0.57	70.25	37.97	24.65	60%
希努尔	0.72	1.00	1.37	34.51	24.85	18.14	34%
步森股份	0.45	0.62	0.82	47.88	34.76	26.28	20%

注：市盈率对应股价为 5 月 19 日收盘价，希努尔和步森的盈利预测来自 wind 的一致预期

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

从品牌定位与未来成长性等角度看与公司最具可比性的企业是七匹狼和报喜鸟，这两家公司 2011 年的动态市盈率分别为 24 倍和 26 倍左右，考虑到三家公司的质地、未来三年盈利的复合增长率等因素，我们认为给予公司 2011 年 25—30 倍 PE 较为合理，对应的合理股价区间为 21.25 元—25.5 元之间。

投资风险

公司未来的投资风险主要来自于宏观经济下行对服装消费的影响、直营加快扩张带来的期间费用增长超预期、2013 年所得税率优惠到期后盈利增速下降和企业家族色彩浓厚对管理决策的影响等。

附表：财务报表预测与比率分析（九牧王（601566））

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	971	2768	2789	3633	营业收入	1675	2115	2705	3404
现金	221	1884	1713	2249	营业成本	744	931	1163	1447
应收账款	78	113	149	176	营业税金及附加	4	4	5	7
其它应收款	9	12	15	19	营业费用	391	508	649	800
预付账款	138	168	156	241	管理费用	105	131	162	201
存货	449	538	678	845	财务费用	0	-38	-29	-30
其他	77	52	77	102	资产减值损失	11	13	15	17
非流动资产	621	993	1760	1826	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	299	678	1416	1466	营业利润	420	567	739	963
无形资产	118	123	132	138	营业外收入	3	5	5	5
其他	204	192	213	222	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1592	3761	4549	5459	利润总额	420	572	744	968
流动负债	616	652	808	992	所得税	60	86	112	242
短期借款	37	0	0	0	净利润	361	486	633	726
应付账款	202	207	270	341	少数股东损益	0	0	0	0
其他	378	445	538	651	归属于母公司净利润	360	486	633	726
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	456	578	815	1083
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	0.85	1.10	1.27
其他	0	0	0	0					
负债合计	616	652	808	992	主要财务比率				
少数股东权益	67	67	67	67	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	453	573	573	573	成长能力				
资本公积	91	1619	1619	1619	营业收入	19.3%	26.3%	27.9%	25.9%
留存收益	364	850	1483	2209	营业利润	64.6%	35.0%	30.5%	30.2%
归属母公司股东权益合计	909	3042	3675	4401	净利润	39.8%	34.9%	30.2%	14.7%
负债和股东权益	1592	3761	4549	5459	获利能力				
					毛利率	55.6%	56.0%	57.0%	57.5%
					净利率	21.5%	23.0%	23.4%	21.3%
					ROE	39.7%	16.0%	17.2%	16.5%
					ROIC	33.3%	13.0%	14.5%	15.9%
					偿债能力				
					资产负债率	38.7%	17.3%	17.8%	18.2%
					净负债比率				
					流动比率	1.58	4.24	3.45	3.66
					速动比率	0.84	3.39	2.59	2.79
					营运能力				
					总资产周转率	1.16	0.79	0.65	0.68
					应收账款周转率	19	21	20	20
					应付账款周转率	4.42	4.55	4.87	4.74
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.63	0.85	1.10	1.27
					每股经营现金流	0.32	0.76	1.17	1.18
					每股净资产	1.59	5.31	6.41	7.68
					估值比率				
					P/E	—	—	—	—
					P/B	—	—	—	—
					EV/EBITDA	—	—	—	—

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn