


品牌服装
2011 年 5 月 23 日
发行数据

发行股数	12000 万股
发行后总股本	57293 万股
每股发行价格	22 元/股
主承销商	中信证券
第一大股东	九牧王投资

发行前/后主要股东及持股比例

九牧王投资	74.51%/58.91%
顺茂投资	6.66%/5.26%
睿智投资	6.66%/5.26%
铂锐投资	6.66%/5.26%
智立方投资	4.87%/3.85%
金石投资	0.65%/0.51%

李娜春
+86 755 21515593
liyc@jyzq.cn

执业证书编号

李娜春: S0370108110546
九牧王 (601566)

——以“男裤专家”为品牌特色，加盟与自营渠道
 共同发展

合理价值区间: 21.75-26.1 元

- **公司简介:** 中高端定位的中国男裤市场第一品牌。公司自 1992 年推出九牧王品牌以来，一直致力于将其打造成为中国男裤市场第一品牌。公司西裤市场综合占有率从 2000 年至 2009 年连续十年位列国内西裤市场第一位，其中 2009 年约为 12.59%，远高于其他竞争对手。
- **行业情况:** 男装市场相对分散，品牌男装发展空间较大。从男装市场整体情况来看，预计未来五年，中国男装市场将继续保持其高于整个市场的发展速度。从男装行业集中度来看，我国男装市场上国内外品牌众多，市场高度分散。在消费升级的大背景下，随着品牌公司的渠道扩张，未来行业集中度有望逐渐提升。
- **渠道:** 庞大的营销网络，直营和加盟比例约为 1:3。公司的销售市场主要集中于一、二线城市，已形成了覆盖了全国 31 个省、自治区及直辖市主要城市重点商圈的庞大的营销网络，截至 2010 年底，终端数量已达到 2710 家。从直营和加盟终端情况来看，公司在业务发展初期，主要以直营为主，目前公司销售终端直营与加盟的比例约为 1:3，高于国内多数男装品牌。
- **品牌:** 以男裤为特色，具有较高的品牌知名度和美誉度。公司自九牧王品牌推出以来，一直致力于打造成为中国男裤市场第一品牌。在品牌打造过程中，公司视高品质为企业的立命之本，不断改善产品品质，“专业好品质”成为九牧王最重要的品牌资产、核心价值及品牌形象，“男裤专家”在广大消费者心智中赢得高度认同。
- **经营模式:** “纵向一体化”。公司采用业务纵向一体化的模式，集品牌推广、研发设计、生产、销售为一体，产品以自制生产为主，委托加工生产为辅，对供应链各个环节的大部分进行严格控制。
- **募投项目:** 公司本次计划募集资金共计 16.47 亿元，用于营销网络建设、供应链系统化优化升级、信息系统化升级、设计研发中心建设四个项目。
- **未来增长点:** 公司未来业绩增长点主要是品类延伸、多品牌策略以及渠道下沉带来的外延性扩张。
- **投资建议:** 由于公司目前单品牌销售规模较大，而多品牌实施需要一定的时间推进，因此预计短期内将呈稳定增长态势。预计公司 11-12 年的 EPS 分别为 0.87 元和 1.06 元，给予 11 年 25-30 倍 PE，合理价值区间为 21.75-26.1 元。
- **风险提示:** 行业整体受通胀影响，增速放缓；加大直营专卖店建设，费用开支较大；新开门店短期营运效率较低；存货周转率下降。

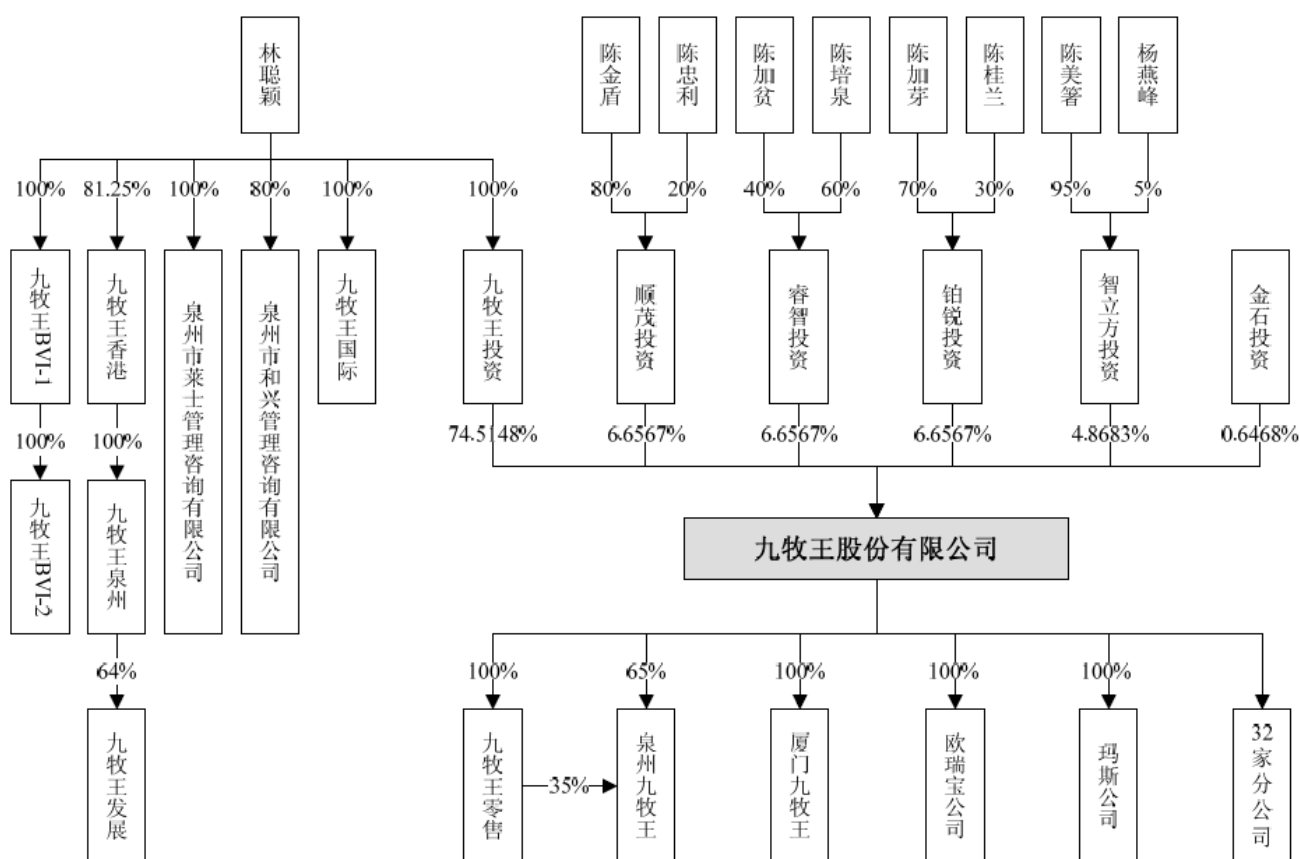
公司简介：中高端定位的中国男裤市场第一品牌

公司自 1992 年推出九牧王品牌以来，一直致力于将其打造成为中国男裤市场第一品牌。品牌定位中高端，目标消费群为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。公司西裤市场综合占有率从 2000 年至 2009 年连续十年位列国内西裤市场第一位，其中 2009 年约为 12.59%，远高于其他竞争对手。另外，截至 2009 年，公司茄克综合市场占有率连续两年位居全国第二。

公司采用“纵向一体化”的业务模式，集品牌推广、研发设计、生产、销售为一体。

渠道方面，截止 2010 年底，公司拥有直营和加盟终端共 2710 家，其中直营终端 645 家，加盟终端 2065 家，主要集中于国内一、二级城市，并已覆盖了全国 31 个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈。

图表 1 公司发行前股权结构



资料来源：招股意向书

行业情况：男装市场相对分散，品牌男装发展空间较大

从男装市场整体情况来看，根据 Euromonitor International 的数据显示，预计未来五年，中国男装市场将继续保持其高于整个市场的发展

速度，2009-2013 年的年复合平均增长率预计为 16.3%，比整体服装市场 2009-2013 年的年复合平均增长率高 2.3%。

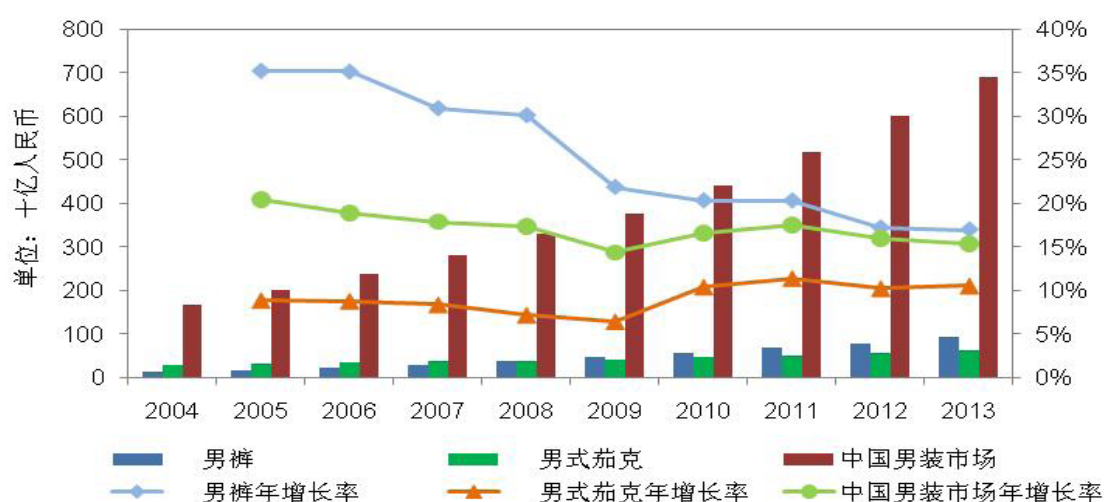
其中，2004-2009 年男裤零售额年平均增长率为 30.6%，远远高于男装市场 17.8%的增长率，预计 2009-2013 年的年复合平均增长率为 18.7%，仍高于男装总体市场的 16.3%的年复合平均增长率。

图表 2 2004-2013 年中国总体服装市场、男装市场容量及增长率



资料来源: Euromonitor International

图表 3 2004-2013 年中国服装市场和细分市场销售额及增长率对比



资料来源: Euromonitor International

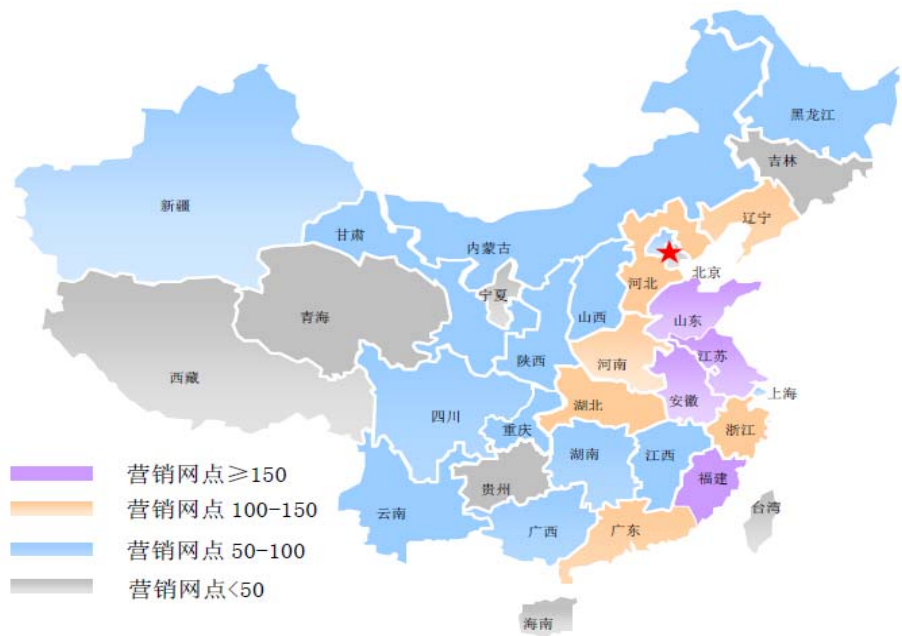
从男装行业集中度来看，我国男装市场上国内外品牌众多，市场高

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%，其余 55.4% 的市场由单独占据市场份额（按零售销售额计算）低于 0.2% 的品牌占有。在消费升级的大背景下，随着品牌公司的渠道扩张，未来行业集中度有望逐渐提升。

渠道：庞大的营销网络，直营和加盟比例约为 1:3

公司的销售市场主要集中于一、二线城市，已形成了覆盖了全国 31 个省、自治区及直辖市主要城市重点商圈的庞大的营销网络，截至 2010 年底，终端数量已达到 2710 家。

图表 4 截至 2010 年底公司渠道分布情况



资料来源：招股意向书

从直营和加盟终端情况来看，公司在业务发展初期，主要以直营为主，以在终端塑造高度标准化的管理，树立品牌形象。随着公司不断发展，逐渐采用加盟模式加大终端密度。目前公司销售终端直营与加盟的比例约为 1:3，高于国内多数男装品牌。

从百货和专卖店的情况来看，公司已经从发展初期依靠商场为主的模式发展为在一级城市以商场为主、二级城市以专卖店为主的模式。截至 2010 年底，公司百货和专卖店终端数量分别为 1483 个和 1227 个，百货专柜数量明显高于行业内多数男装品牌。

图表 5 公司渠道构成情况

		2008	2009	2010
直营	专卖店	10	9	7
	百货专柜	568	585	638
	合计	578	594	645
加盟	专卖店	974	1066	1220
	百货专柜	773	865	845
	合计	1747	1931	2065
合计		2325	2525	2710

资料来源：招股意向书

从渠道扩张速度来看,公司 2008-2010 年终端数量复合增长率约为 7.96%, 扩张较为稳健。

总体来看,公司目前的渠道结构较好,未来扩张空间主要在于渠道向二、三级城市下沉和发展多品牌策略。

品牌：以男裤为特色，具有较高的品牌知名度和美誉度

公司自九牧王品牌推出以来,一直致力于打造成为中国男裤市场第一品牌。在品牌打造过程中,公司视高品质为企业的立命之本,不断改善产品品质,“专业好品质”成为九牧王最重要的品牌资产、核心价值及品牌象征,“男裤专家”在广大消费者心智中赢得高度认同。

此外,公司紧紧围绕九牧王品牌的中高端定位、核心价值与特性,通过产品设计、销售终端形象、广告宣传、男裤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。目前,公司已经累积了一大批忠实的消费者,九牧王品牌已成为中国最具影响力、最受欢迎的行业领先男装品牌之一。

图表 6 公司各种产品的收入占比和毛利率情况

		2008	2009	2010
收入占比	男裤(%)	55.33	53.77	52.38
	茄克(%)	14.66	15.01	16.51
	其他(%)	15.84	14.35	13.94
	T 恤(%)	7.02	9.12	9.27
	衬衫(%)	6.91	7.36	7.59
毛利率	男裤(%)	47.19	48.18	57.02
	茄克(%)	46.03	47.61	50.69
	其他(%)	44.48	42.26	51.09
	T 恤(%)	51.4	51.09	60.06
	衬衫(%)	55.2	55.2	60.85

资料来源：招股意向书

经营模式：“纵向一体化”

公司采用业务纵向一体化的模式，集品牌推广、研发设计、生产、销售为一体，产品以自制生产为主，委托加工生产为辅，对供应链各个环节的核心环节的大部分进行严格控制。

“纵向一体化”的经营模式有助于提升产品品质和服务质量，并获得供应链各环节上的利润。

图表 7 公司的经营模式



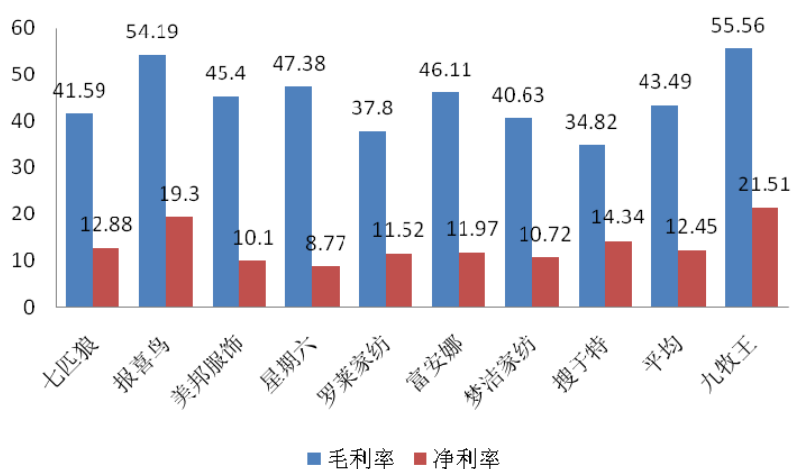
资料来源：招股意向书

财务分析：盈利能力较强，营运情况良好

从公司的各项财务指标来看，与行业内其他上市公司相比，公司的盈利能力较强，营运情况良好。

从盈利能力来看，公司的毛利率和净利率均位于行业较高水平。一方面是由于公司的自营占比较高，另一方面是由于“纵向一体化”的经营模式可以取得供应链各个环节的利润。

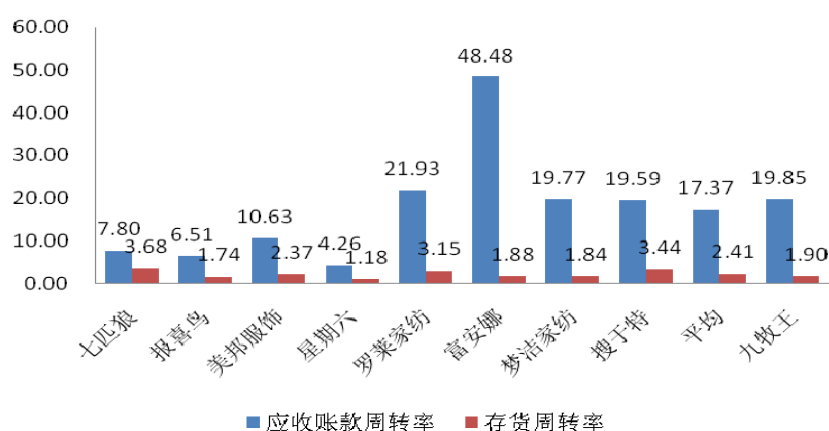
图表 8 行业内公司毛利率和净利率比较（2010 年）



资料来源：WIND

从营运能力来看，公司的应收账款周转率高于行业平均水平，主要由于公司一直以来，对加盟商实行“款到发货”的制度，仅对部分信誉好、合作年限长、销量大的加盟商提供一定的信用额度和信用期限，因此，相对于公司的销售规模，公司应收账款比例较小，加之公司一贯注重应收账款的催收管理，销售回款情况较好，所以应收账款周转率较高。公司的存货周转率相对较低，一方面是由于公司的自营占比较高，另一方面由于“纵向一体化”的营运模式，有一定的原材料存货，2010 年原材料存货占比为 15.74%。从存货结构来看，库存商品中，一年以内占库存商品的 82.58%，风险相对较小。

图表 9 行业内应收账款周转率与存货周转率比较（2010 年）



资料来源：WIND

募投项目分析

公司本次计划募集资金共计 16.47 亿元，用于营销网络建设、供应链系统化优化升级、信息化升级、设计研发中心建设四个项目。

图表 10 募投项目

募集资金投资项目	募集资金投资额（万元）
营销网络建设项目	131,992.60
供应链系统优化升级项目	12,996.30
信息系统升级项目	14,597.60
设计研发中心建设项目	5,147.56
合计	164,734.06

资料来源：招股意向书

■ 营销网络建设项目

该项目拟建设直营店共 162 家，其中购置 36 家，租赁 126 家，总面积 46,740 平方米，其中购置 6,470 平方米，租赁 40,270 平方米。

拟建设战略加盟店共 176 家，其中购置 46 家，租赁 130 家，总面积 35,230 平方米，其中购置 8,450 平方米，租赁 26,780 平方米。

项目的预计总投资额为 131,992.60 万元，其中建设投资 113,576.50 万元，流动资金 18,416.10 万元。项目建设期 2 年，根据各城市店铺建设需求的紧迫性以及店铺资源的可获得性合理控制店铺建设的进度，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。

项目建设后，公司的总体销售模式没有变化，仍采用以直营和加盟的销售模式，但项目建设后，公司的自营和加盟专卖店数量将会较以前较大比例增加，公司的销售终端结构得到优化，渠道稳定性和控制力得到明显提高。

■ 供应链系统优化升级项目

该项目预计总投资 12,996.30 万元，其中建设投资为 8,390.30 万元，流动资金为 4,606.00 万元。建设期为 24 个月。

项目建成后，有助于满足公司未来产能扩张的需要、提高公司供应链的快速反应能力、促使公司的生产管理向精细化发展、保持公司“专业好品质”的竞争优势，以及改善公司物流仓储条件及优化配送流程。

■ 信息系统升级项目

该项目建设主要涵盖财务管理、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。本项目预计总投资为 14,597.60 万元，全部为建设投资。建设期为 36 个月。

项目建成后，将有利于提升产品开发全过程管理能力、提高公司供应链管理水平和物流配送水平、销售渠道与终端管理水平，以及有利于建立科学的决策体系。

■ 设计研发中心建设项目

该项目预计总投资为 5,147.56 万元，全部为建设投资。建设期为 12 个月。

项目设计研发中心办公地点设于福建省厦门市思明区观音山国际商务营运中心 6 号路九牧王营运中心，建筑面积约 2,800 平方米。共

设有 3 个部门，分别为商品企划部、产品开发部和技术部。

本项目定位是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。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。通过提供先进的 2D 样版制作 CAD 系统、3D 设计软件系统、量身定制系统、3D 试穿系统、样品裁剪系统等，建立最优化的设计研发中心产品开发软硬件体系，将新的设计研发中心建设成为集商品企划、市场信息研究、产品设计研发、面料设计研发等多功能高度融合的设计研发中心。

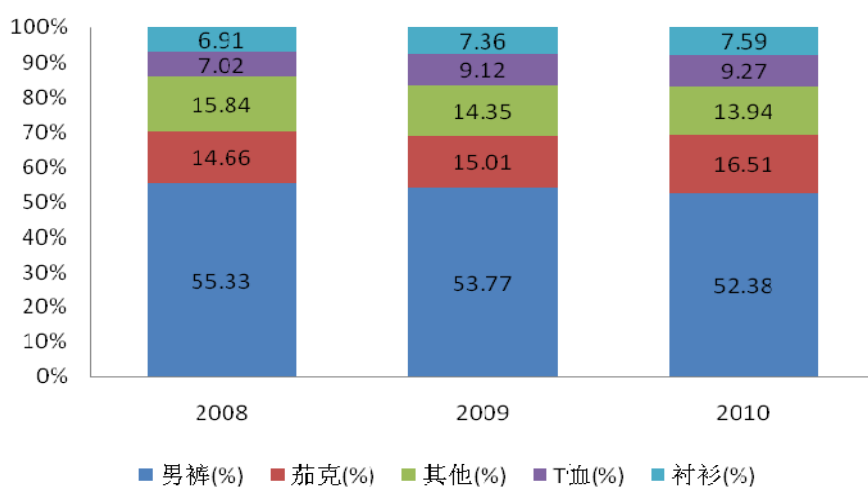
项目建成后，将有助于提高公司的核心竞争力、大幅提升设计研发中心的服务和资源整合能力，以及有效提升公司品牌影响力，并使公司产品获得较高的附加值。

未来增长点

公司未来业绩增长点主要是品类延伸、多品牌策略以及渠道下沉带来的外延性扩张。

品类延伸主要是“九牧王”品牌上装销售占比的提升。“九牧王”品牌男裤从 08-10 年销售占比分别为 55.33%、53.77%和 52.38%，比重较高，但呈下降趋势。因此未来非男裤品类销售占比的提升，是公司重要的业绩增长点。

图表 11 公司各类产品销售占比



资料来源：招股意向书

多品牌策略方面，公司已将多品牌运作作为其短期内的重要规划，

目前公司已收购休闲品牌（FUN）和高端男裤品牌（VIGANO'），此外还推出了专为网络销售设立的 Calliprimo 品牌。多品牌策略的实施将突破目前单品牌发展的瓶颈，此外由于公司现有渠道建设较为成熟，也为多品牌运营奠定了良好的渠道基础。

渠道下沉方面，公司目前的“九牧王”品牌主要集中在一二线城市，未来将逐渐向二三线城市渗透。

投资建议

由于公司目前单品牌销售规模较大，而多品牌实施需要一定的时间推进，因此预计短期内将呈稳定增长态势。预计公司 11-12 年的 EPS 分别为 0.87 元和 1.06 元，给予 11 年 25-30 倍 PE，合理价值区间为 21.75-26.1 元。

图表 12 利润表预测

	2010	2011E	2012E
营业收入	1674.81	2177.25	2765.11
增长率	19.30%	30.00%	27.00%
营业成本	744.24	962.35	1216.65
毛利率	55.60%	55.80%	56.00%
营业税金及附加	3.90	24.00	30.00
销售费用	390.53	522.54	677.45
管理费用	104.94	136.42	170.53
财务费用	0.33	(50.00)	(45.00)
资产减值损失	11.44	14.87	19.33
投资收益	0.30		
营业利润	419.73	567.07	696.15
加:营业外收入	3.26		
减:营业外支出	2.54		
利润总额	420.45	567.07	696.15
减:所得税费用	59.95	70.88	87.02
净利润	360.50	496.19	609.13
归属于母公司所有者的净利润	360.33	496.19	609.13
少数股东损益	0.18	0.00	0.00
EPS	0.63	0.87	1.06

资料来源：金元证券研究所

风险提示

行业整体受通胀影响，增速放缓；加大直营专卖店建设，费用开支较大；新开门店短期营运效率较低；存货周转率下降。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.