

九牧王 (601566) 新股定价

中国男裤领军品牌

可选消费/品牌服装

定价区间
25.20—29.70 元

发布时间: 2011 年 5 月 27 日

投资要点:

- **中国男裤领军品牌:** 九牧王股份有限公司是中国领先的商务休闲男装品牌企业, 领跑中国男裤及茄克市场。公司采用业务纵向一体化的模式, 以自制生产为主, 直营和加盟相结合的方式进行销售。截至 2010 年, 九牧王品牌西裤市场综合占有率连续 11 年位居全国第一, 商务休闲男装市场综合占有率 2010 年位居全国第一。
- **渠道建设合理:** 公司销售市场主要集中于国内一、二线城市, 销售终端已覆盖了全国 31 个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈。截至 2010 年 12 月 31 日, 公司直营与加盟终端数量为 2,710 家, 其中直营终端 645 家, 加盟终端 2,065 家; 商场终端数量达到 1,483 个, 专卖店终端数量为 1,227 个, 商场和专卖店两翼齐飞促进了销售, 降低了公司渠道的维护风险。
- **募投项目提升竞争力:** 公司本次拟发行 12000 万股, 募集资金将用于营销网络建设项目、供应链系统优化升级项目、信息系统升级项目 and 设计研发中心建设。其中营销网络建设项目拟建直营店 162 家, 其中购置 36 家, 租赁 126 家; 拟建战略加盟店 176 家, 其中购置 46 家, 租赁 130 家。其余项目为后台建设项目, 对公司日益扩大的业务规模提供有效支持。
- **盈利预测与估值:** 我们认为公司所处男装行业处于快速成长期, 公司定位中高端、实行纵向一体化经营模式, 在一二线城市布局较早, 二、三线城市空间巨大, 且公司渠道管理经验丰富, 直营占比较高, 对加盟商管理也比较先进, 有利于公司长期扩张。预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.90 元、1.17 元和 1.36 元, 我们认为公司 2011 年市盈率在 28-33 倍之间比较合理, 对应合理价格区间为 25.20-29.70 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	167,481	19.30	36,033	39.79	0.63	49.89		
2011E	215,649	28.76	51,281	42.32	0.90			
2012E	275,275	27.65	67,315	31.27	1.17			
2013E	350,178	27.21	77,653	15.36	1.36			

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	45,293
发行数量 (万股)	12,000
发行价格 (元)	22.00
发行前 EPS (元)	0.80
发行后 EPS (元)	0.63
发行前每股净资产 (元)	2.01
发行日期	2011-5-19
上市日期	2011-5-30
主承销商	中信证券

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550511020002

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

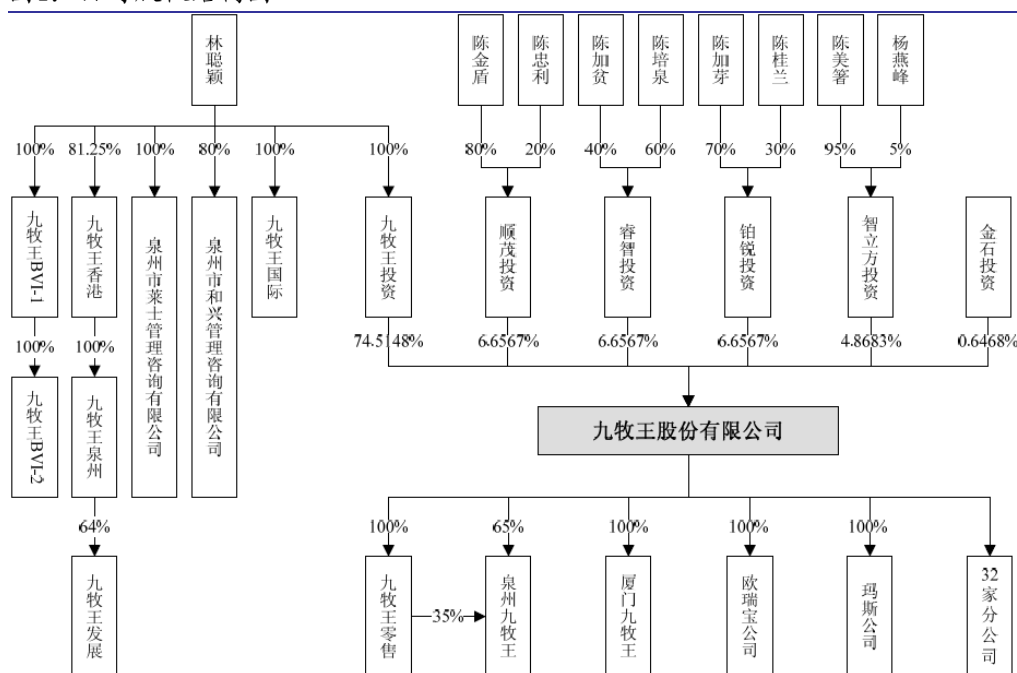
邮 编: 200002

1. 公司简介

九牧王股份有限公司是中国领先的商务休闲男装品牌企业，领跑中国男裤及茄克市场。公司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，产品以自制生产为主，委托加工生产为辅，采用直营和加盟相结合的模式进行销售。截至2010年，九牧王品牌西裤市场综合占有率连续11年位居全国第一，商务休闲男装市场综合占有率2010年位居全国第一。

股权结构方面，发行前，林聪颖先生通过九牧王投资间接控制公司74.5148%的股份，发行后，其仍将控制公司50%以上的股份，为公司实际控制人。

图1：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书

表1：公司发行前后股本变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	股权比例	持股数（股）	股权比例
九牧王投资	33750	74.51%	33750	58.91%
顺茂投资	3015	6.66%	3015	5.26%
睿智投资	3015	6.66%	3015	5.26%
铂锐投资	3015	6.66%	3015	5.26%
智立方投资	2205	4.87%	2205	3.85%
金石投资	293	0.65%	293	0.51%
社会公众股	-	-	12000	20.95%
合计	45293	100%	57293	100%

资料来源：公司招股说明书

2. 公司经营环境分析

中国纺织服装业既是传统的支柱产业，也是具有国际比较竞争优势的产业。不仅加工水平得到世界公认，而且也拥有了一批自主品牌。进入二十一世纪以来，中国GDP一直保持较高的年增长率。随着国内经济的持续增长，带动了我国服装零售市场规模的扩大，Euromonitor International预计，中国服装市场2009到2013年的年复合平均增长率将达到14%，比2004至2009年的年复合平均增长率高近0.8个百分点。2009年中国男装市场零售额为3,776 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其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将增加到51.8%。

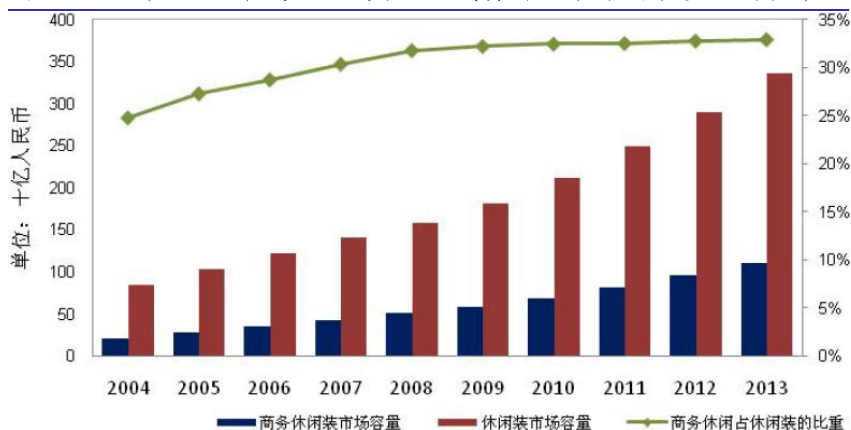
图2：2004年-2013年我国总体服装市场、男装市场容量及增长率



资料来源：公司招股说明书

男式休闲装市场的快速增长。根据Euromonitor International数据显示，2009年中国男式休闲装零售额为1,804亿元，占男装零售总额的47.8%。预计未来休闲服市场将保持其主导地位，市场额进一步上升，到2013年将占男装零售总额的48.6%。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%。

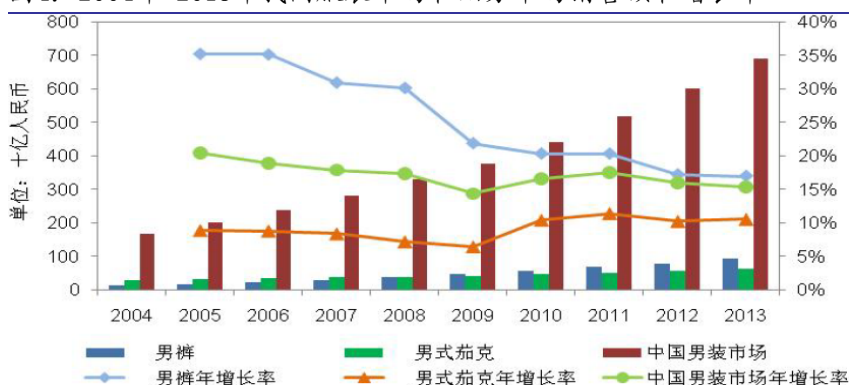
图3：2004年-2013年我国男式休闲、商务休闲装市场容量及增长率



资料来源：公司招股说明书

2009年我国男裤的零售额达到218亿元，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。前几年的快速发展使得男裤的基数较大，预计未来几年男裤市场零售额尽管持续上升，但年增长率将呈逐步下降趋势。2009至2013年的年复合平均增长率为18.7%，但仍高于男装总体市场的16.3%的年复合平均增长率。

图4：2004年-2013年我国服装市场和细分市场销售额和增长率



资料来源：公司招股说明书

3. 公司经营情况分析

公司始终专注发展以男裤为核心的中高档商务休闲男装的战略方向，致力于让男士拥有高性价比的精工时尚服饰。长期以来，公司凭借优质的产品品质获得了消费者信赖，“男裤专家”、“专业好品质”已逐渐成为九牧王品牌的象征。公司主营业务收入主要来源于公司主导产品男裤、茄克，公司的业务收入结构较为稳定，男裤一直以来都是公司的核心产品。

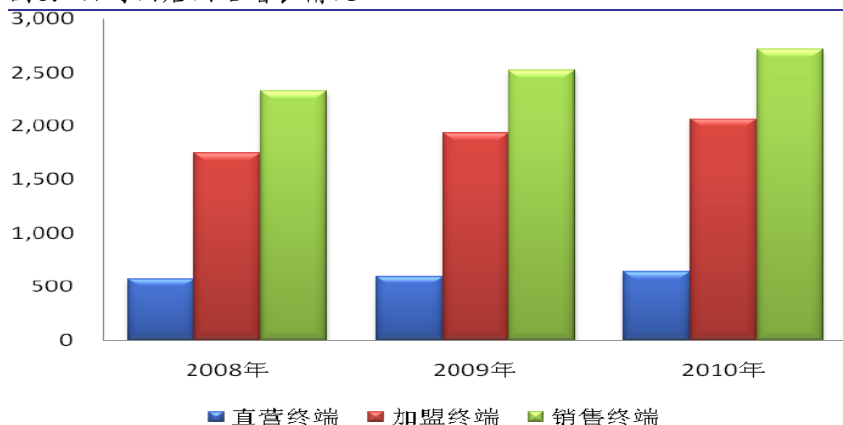
表2：公司分产品主营业务构成

品类	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
男裤	87,738.51	52.53%	75,499.64	53.97%	68,073.56	55.45%
茄克	27,664.48	16.56%	21,084.50	15.07%	18,043.19	14.70%
T 恤	15,529.84	9.30%	12,816.66	9.16%	8,644.03	7.04%
衬衫	12,726.58	7.62%	10,343.42	7.39%	8,510.32	6.93%
其它	23,357.14	13.98%	20,158.93	14.41%	19,490.62	15.88%
合计	167,016.55	100.00%	139,903.15	100.00%	122,761.73	100.00%

资料来源：公司招股说明书

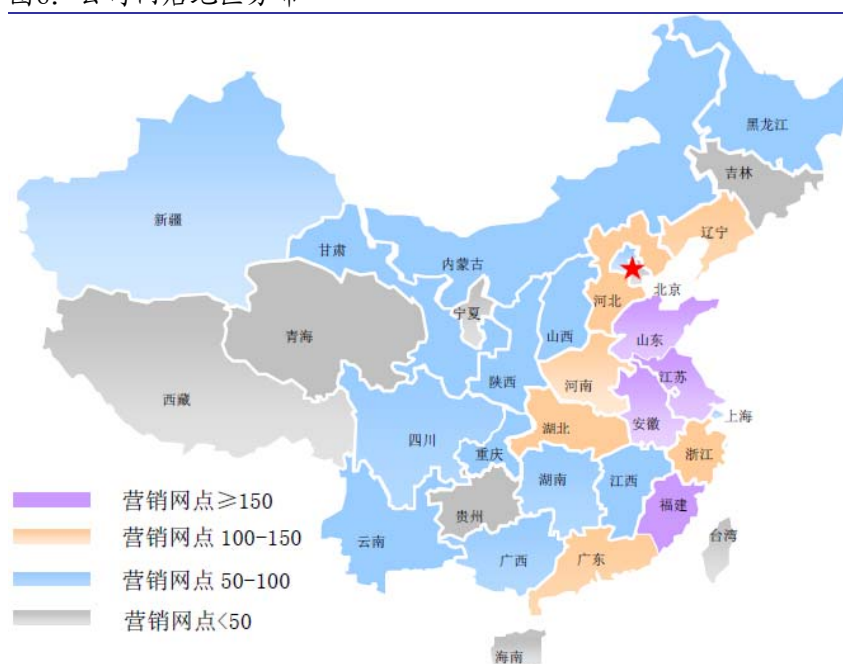
渠道建设方面，公司销售市场主要集中于国内一、二线城市，公司销售终端已覆盖了全国31个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈。2008-2010 年公司销售终端稳步增长，年复合增长率约7.96%，截至2010年12月31日，公司直营与加盟终端数量为2,710家，其中直营终端645家，加盟终端2,065 家；商场终端数量达到1,483 个，专卖店终端数量为1,227 个，商场和专卖店两翼齐飞促进了销售，降低了公司渠道的维护风险。

图5: 公司门店网络增长情况



资料来源: 公司招股说明书

图6: 公司门店地区分布



资料来源: 公司招股说明书

在内生增长和外延扩张的双重作用下, 公司2009、2010年分别实现营业收入14.04亿元和16.75亿元, 分别同比增长14.1%和19.3%; 分别实现净利润2.58亿元和3.60亿元, 分别同比增长33.4%和39.8%, 呈加速增长的态势。

4. 募集资金投资项目分析

公司本次拟发行12000万股, 募集资金将用于营销网络建设项目、供应链系统优化升级项目、信息系统升级项目 and 设计研发中心建设。其中营销网络建设项目拟建直营店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; 拟建战略加盟店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。

表3: 公司募投项目

项目名称	募集资金拟投入金额(万元)	占总投资比例 (%)
营销网络建设项目	131992.60	80
供应链系统优化升级项目	12996.30	8
信息系统升级项目	14597.60	9
设计研发中心建设项目	5147.56	3
合计	164734.06	100

资料来源: 公司招股说明书

营销网络建设项目将增加公司营业网点总数和自有门店数量, 增强公司市场竞争力; 供应链优化升级项目将提高公司的市场反应速度, 更好的满足消费者需求; 信息系统升级项目将有助于提高公司内部营运管理能力和销售终端的管理能力; 设计研发中心建设项目将配合公司纵向一体化的经营模式, 增强公司核心竞争力。

5. 盈利预测与价值区间

我们认为公司所处男装行业处于快速成长期, 公司定位中高端、实行纵向一体化经营模式, 在一二线城市布局较早, 二、三线城市空间巨大, 且公司渠道管理经验丰富, 直营占比较高, 对加盟商管理也比较先进, 有利于公司长期扩张。预计公司2011-2012年每股收益分别为0.90元、1.17元和1.36元, 我们认为公司2011年市盈率在28-33倍之间比较合理, 对应合理价格区间为25.20-29.70元。

5. 风险提示

通胀抑制消费, 高端市场竞争加剧, 自建网点费用提高, 税收优惠取消等。

表4: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE (2010E)	PE (2011E)	PE (2012E)
002029.SZ	七匹狼	26.64	20.76	16.46
002154.SZ	振喜鸟	24.06	18.19	14.29
002425.SZ	凯撒股份	55.01	41.13	33.67
002569.SZ	步森股份	31.20	23.54	17.94
002485.SZ	希努尔	23.89	17.34	13.47
002269.SZ	美邦服饰	27.29	19.72	14.67
002503.SZ	搜于特	32.29	20.11	13.94
002563.SZ	森马服饰	24.40	17.84	13.37
	平均	30.60	22.33	17.22

资料来源: WIND, 东北证券

表5: 公司利润表预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	167,481.03	215,648.58	275,275.41	350,177.85
营业成本	74,424.14	94,885.38	118,368.43	147,074.70
营业税金及附加	390.06	502.24	641.11	815.55
主营业务利润	92,666.84	120,260.97	156,265.88	202,287.60
销售费用	39,052.90	51,367.49	66,946.98	84,042.68
管理费用	10,493.86	14,599.41	16,516.52	19,259.78
财务费用	33.23	-4,312.97	-4,129.13	-4,552.31
营业利润	41,972.78	58,607.04	76,931.50	103,537.45
营业外收支净额	72.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	42,044.97	58,607.04	76,931.50	103,537.45
所得税费用	5,994.94	7,325.88	9,616.44	25,884.36
归属母公司净利润	36,032.53	51,281.16	67,315.07	77,653.09
每股收益 (元)	0.63	0.90	1.17	1.36

数据来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其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。本报告版权归我公司所有。