

2011-05-28

纺织服装

九牧王 601566.SH

高端男裤市场领军企业

◇ 报告起因：公司 IPO

◆ “男裤+茄克” 双轮驱动，纵向一体化模式下的高效供应链

公司是国内领先的商务休闲男装品牌企业，以男裤和茄克为主打产品，2010 年男裤和茄克收入占比 69.09%。九牧王品牌西裤市场综合占有率连续十年位居全国第一，茄克市场综合占有率连续两年位居全国第二。营销网络遍布全国，截至 2010 年底，共有销售终端 2710 家。

纵向一体化模式的供应链通过销售终端的及时反馈，对设计、研发、生产和销售等供应链主要环节进行及时调整，依靠公司强大的研发实力，设计生产符合消费者时尚需求的产品，并对市场需求和市场趋势做出快速回应。08-10 年，公司业务迅速发展，收入以及净利润复合增速分别为 16.68% 和 35.16%。

◆ 商务休闲男装及男裤市场前景广阔，男裤市场竞争激烈，整合加剧

经济快速增长，国民收入增加以及城镇化率提高带动服装消费持续增长，为公司发展创造了良好的外部环境。男装设计正在向年轻化、个性化、休闲化发展，2004-2009 年商务休闲男装零售额年复合增长率达到 22.8%，男裤年复合增长率 30.6%，远超过男装市场 16.3% 的年复合平均增长率，未来发展前景广阔。男装市场竞争激烈，2008 年前 100 大品牌销售额市场占有率仅为 44.6%。男裤市场整合加剧，前十大品牌合计市场份额由 2000 年的 16.2% 增加至 2009 年的 45.77%。

◆ 产品、渠道差异化造就高毛利，募集资金到位拉动增长

我们将公司与 A 股男装上市公司步森、七匹狼、报喜鸟以及希努尔进行对比，归纳公司有如下特点：“以男裤和茄克为主打产品，实现产品差异化，男裤产品毛利率提高带动拉动整体盈利能力；定位清晰，覆盖客户群聚焦一二线城市高端成功男士，产品单价高，利润有保证；直营占比高，高比重直营终端减少加盟商利润分成，提升整个销售网络存货管理能力，助力毛利率高速增长。”

募集资金到位后，公司将投资 16.47 亿元用于内生和外延扩张，预计将投入 3.27 亿元用于供应链系统、设计研发中心以及信息系统的建设，还将投入 13.20 亿元用于建设新的 338 家门店的建设，从内生以及外延两个方面全方位扩充公司实力。

◆ 价值评估

考虑公司差异化的产品定位，相对同业其他公司较高的直营占比，未来确定的外延扩张以及毛利率增长空间，预计未来三年净利润复合增速达 30%，2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.88、1.16 和 1.37 元，我们认为其合理价值区间应为 22-26.40 元，对应 2011 年 25-30 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,404	1,675	2,173	2,766	3,517
净利润（百万元）	258	360	506	666	785
每股收益	0.45	0.63	0.88	1.16	1.37
每股自由现金流	0.69	-0.41	0.09	-0.25	0.51
经营性 ROIC	55.31%	35.98%	32.82%	27.99%	28.09%
ROE（归属母公司）	49.25%	39.65%	12.13%	14.21%	14.88%

发行价格 22.00 元

合理价值 22-26.40 元

分析师：

李婕

(执业证书编号：S0930511010001)

021-2216 9107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人：

谢宁铃

021-2216 9127

xienl@ebsecn.com

田阿蒙

021-2216 9116

tianam@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	40.00
发行规模(百万股)	120.00
发行后总股本(百万股)	572.93
发行方式	网下询价，网上定价
发行日期	
主承销商	中信证券股份有限公司
主要股东	九牧王投资
第一大股东持有比例(%)	14.96%

募股资金投向

项目名称	金额（百万元）
营销网络建设	1320
供应链系统优化升级	130
信息系统升级	146
设计研发中心建设	51
合计	1647

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目录

1、公司概况.....	3
1.1 定位商务休闲男装，中国男裤及茄克市场的领跑者.....	3
1.2 运营模式分析：纵向一体化模式下的高效供应链.....	3
1.3 股权结构集中.....	4
2、 行业分析：商务休闲男装及男裤市场增长喜人.....	6
2.1 宏观经济向好，市场前景广阔.....	6
2.2 男装发展：呈现休闲化趋势，男裤细分市场成长性突出.....	7
2.3 男装市场品牌众多，竞争激烈.....	8
3、历史业绩回顾.....	12
3.1 历史业绩稳步提升，收入净利润平稳增长.....	12
3.2 盈利能力逐步增强，毛利率逐步提高，期间费用稳定.....	12
3.3 企业流转效率高，存货管理更上一层楼.....	14
4 、投资亮点：产品、渠道差异化，造就高毛利.....	16
4.1 产品差异化：男裤茄克两轮驱动，助力公司取胜男装市场.....	16
4.2 渠道差异化：聚焦一二线城市，直营占比高.....	17
4.3 毛利率高于业内公司.....	18
4.4 品牌多元化，锻造综合服饰集团.....	19
5、募集资金项目分析.....	21
6、盈利预测与估值.....	23
6.1 前提假设.....	23
6.2 绝对与相对估值.....	24
7、风险提示.....	26
7.1 销售过于倚重主导产品的风险.....	26
7.2 原材料采购、劳动力成本上升的风险.....	26

1、公司概况

1.1 定位商务休闲男装，中国男裤及茄克市场的领跑者

公司成立于 2004 年 3 月，是国内领先的商务休闲男装品牌企业，领跑中国男裤及茄克市场，以生产“专业好品质”的男裤在业内拥有一席之地。公司采取直营和加盟相结合的销售模式（直营加盟终端比例 1:3），以及采用自制生产为主、委托加工为辅的生产模式。

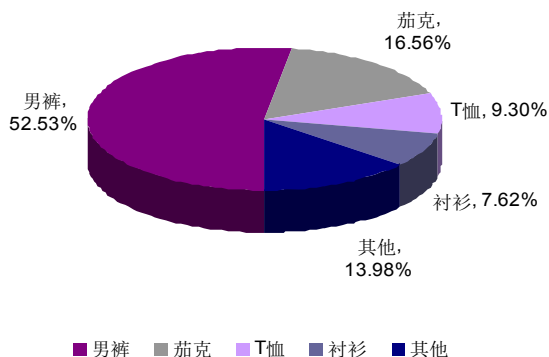
主要产品包括男裤、茄克、T 恤以及衬衫等，男裤及茄克两类主要产品销售收入占公司整体销售收入 65% 以上。

据中华全国商业信息中心数据，截至 2009 年，九牧王品牌西裤市场综合占有率连续十年位居全国第一，九牧王品牌茄克市场综合占有率连续两年位居全国第二。

公司营销网络遍布全国，截至 2010 年 12 月 31 日，共有终端 2,710 家，其中直营终端 645 家，加盟终端 2,065 家，2008-2010 年销售终端稳步增长，年复合增长率约为 7.96%。

图 1：公司收入中男裤及茄克为主要产品

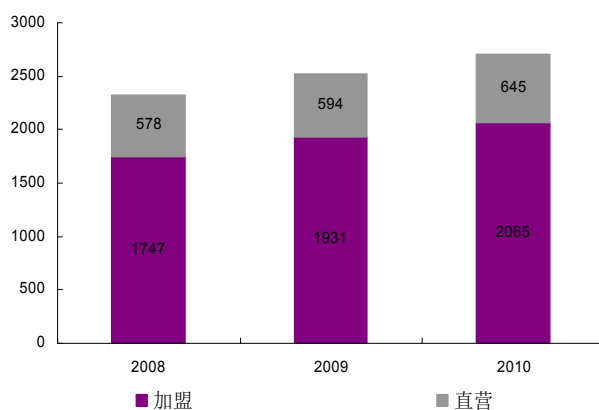
2010 年公司主营业务收入构成图



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 2：公司销售终端稳步增长

2008-2010 年公司销售终端数量增长情况



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

2008-2010 年，公司整体业务发展迅速，销售收入以及净利润复合增速分别达到 16.68% 和 35.16%，其中男裤和茄克的销售收入年复合增长率分别为 13.53% 和 23.82%。

2010 年公司主营业务收入为 16.70 亿元，净利润为 3.61 亿元，总资产为 15.92 亿元。

1.2 运营模式分析：纵向一体化模式下的高效供应链

公司采用纵向一体化的供应链模式：通过遍布全国的销售终端及时了

解当地消费趋势以及消费者喜好变化，依靠公司强大的研发实力，设计生产符合消费者时尚需求的产品，并对市场需求和市场趋势做出快速回应。

公司通过销售终端的及时反馈，对设计、研发、生产和销售等供应链主要环节进行及时调整，改变生产产品款式以及销售策略，从而能优化库存数量、种类和库龄，通过及时更新产品降低尾货处理带来的压力。

表 1 各大业务模块简介

业务板块	具体运作
产品设计	自主研发设计，目前共有核心设计研发人员 80 名，并将在米兰、纽约、巴黎、东京、香港等地设立信息收集中心，跟踪了解最新的服装流行趋势。每年开发的服装款式有 2,000 多款。
材料采购	主要采取自主采购方式，采购对象根据不同生产模式而有所不同； 1、自制生产直接采购所需面料及辅料； 2、完全委托加工生产模式下，公司直接采购受托合作生产厂商生产的服饰成品，如羊毛衫、皮具、领带等； 3、部分委托加工生产模式下，公司采购生产所需面辅料并委托加工厂生产，向公司交付成品。
生产加工	1、自制生产为主（占比 55%），委托加工生产为辅。 2、主导产品男裤及茄克基本为自制生产，羊毛衫、皮具以及领带等服饰类非主导产品采用 ODM 模式。
订货会	1、每年召开春夏、秋冬两次大型订货会，销售额占全年销售额 70% 左右。 2、订货会上公司与加盟商进行双向信息传递，公司通过在订货会上的宣导，将自身发展战略、营销策略，产品款式等信息传达给加盟商，便于加盟商更好的进行货品选择，同时加盟商也会将最新的流行趋势和消费者需求等市场信息传递给公司，利于公司后续生产以及销售策略的调整。
物流仓储	1、采用配送中心与第三方物流相结合的模式。 2、主要仓储配送方式分为三类，（1）直营门店及二级加盟商的货品由区域仓储中心配送，区域仓储中心货品由总部仓储中心配送；（2）规模较大的一级加盟商采用总仓直发的模式；（3）委托加工厂直接发往各区域中心仓和销售终端。
销售网络	1、直营终端 645 家，加盟终端 2,065 家，总店铺数量 2,710 家。 2、2008-2010 年店铺数量稳步增长，年复合增长率约为 7.96%。 3、营销网络建设项目：拟新建直营店 163 家，战略加盟店 176 家。

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

1.3 股权结构集中

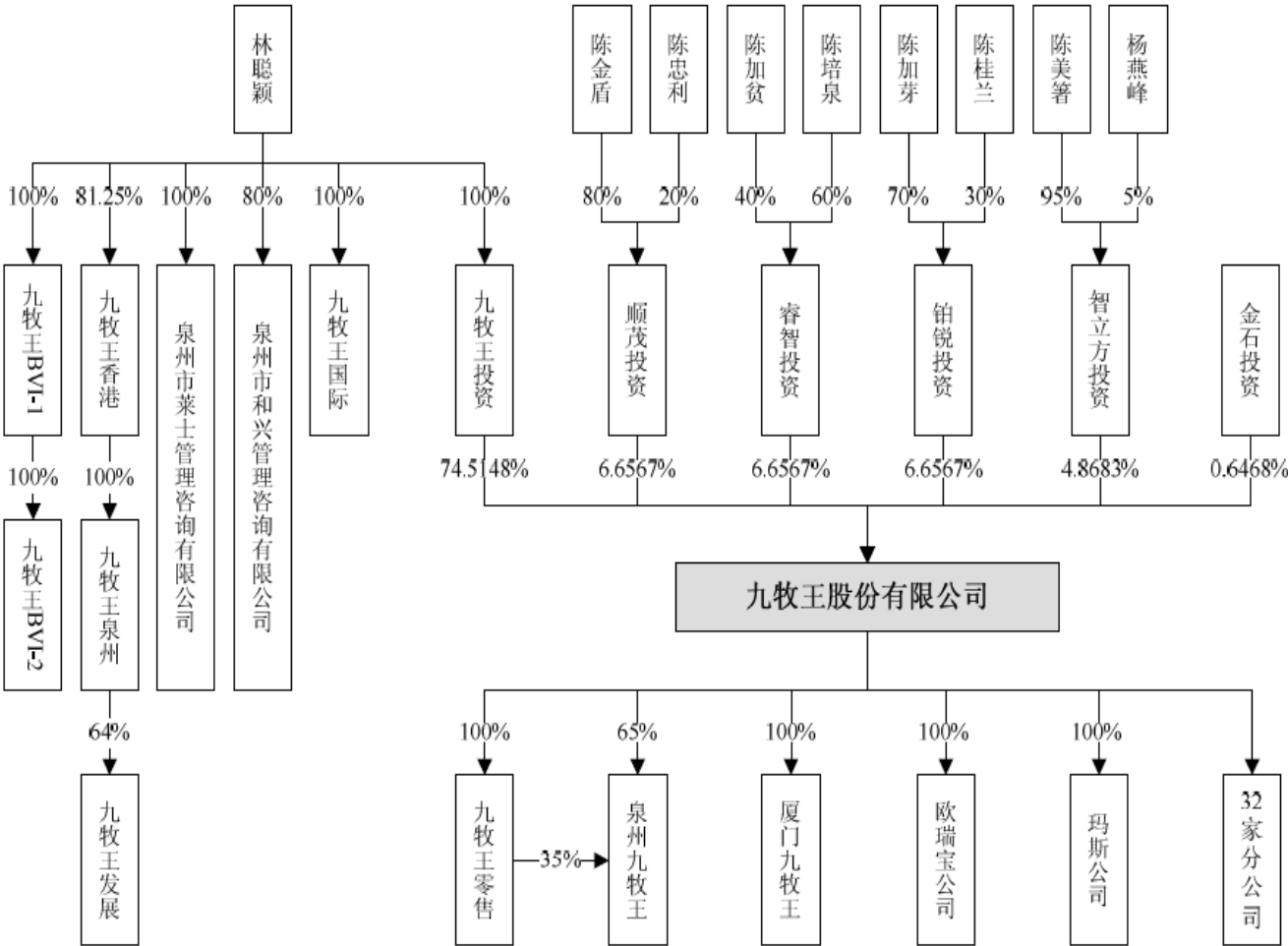
本次 IPO 发行前，公司共有九牧王投资、顺茂投资、睿智投资、铂锐投资、智立方投资等 6 位机构股东。

公司实际控制人林聪颖通过全资控制九牧王投资，间接控制公司本次发行前 74.5148% 的股权。

顺茂投资、睿智投资、铂锐投资、智立方投资四大机构股东控制人陈金盾、陈加贫、陈加芽、陈美箬四人与林聪颖之妻皆为兄弟姐妹关系，因此林聪颖家族共控制九牧王 99.3532% 的股权。

中信证券成立的从事直接投资业务的子公司金石投资拥有公司0.6468%的股份，与其他股东无关联关系。

图 3 公司股权结构关系



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

表 2 公司 IPO 前后股权结构关系

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	股本数量（万股）	所占比例	股本数量（万股）	所占比例
九牧王投资	33,750	74.5148%	33,750	58.9077%
顺茂投资	3,015	6.6567%	3,015	5.2624%
睿智投资	3,015	6.6567%	3,015	5.2624%
铂锐投资	3,015	6.6567%	3,015	5.2624%
智立方投资	2,205	4.8683%	1,800	3.8486%
金石投资	293	0.6468%	293	0.5114%
本次发行流通股	—	—	12,000	20.9450%
合计	45,293	100.00%	57,293	100.00%

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

2、 行业分析：商务休闲男装及男裤市场增长喜人

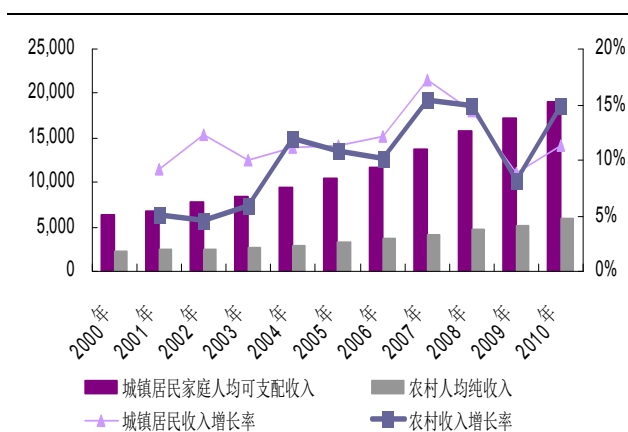
2.1 宏观经济向好，市场前景广阔

● 收入以及城镇化率提高推动服装产业发展

随着我国经济快速增长，国民收入以及城镇化率逐步提高，带动了服装消费持续增长。改革开放三十多年来，我国经济一直保持高速平稳发展，成为世界经济发展最快的国家之一，GDP 一直保持较快的年增长率。随着经济快速发展，我国居民人均收入大幅提高，城镇化速度逐渐加快，衣着消费持续稳步增长。据 Euromonitor 统计，2004-2009 年中国服装市场零售额复合增长率达 13.2%，预计 2009-2013 年服装市场零售额增速将达到 14%。

图 4 城镇农村人均收入快速增长

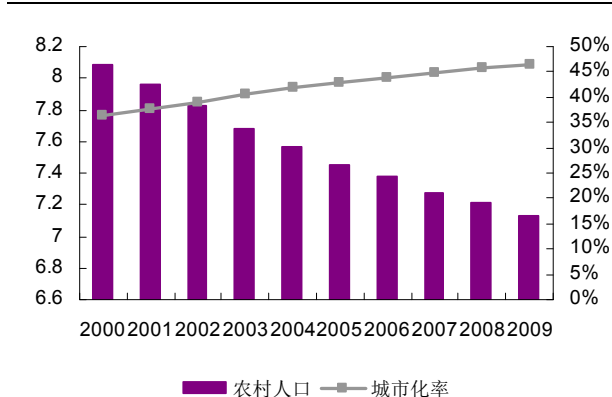
2000-2010 年中国城镇及农村人均收入（元）及增速（%）



资料来源：wind, 光大证券研究所

图 6 城市化率加速

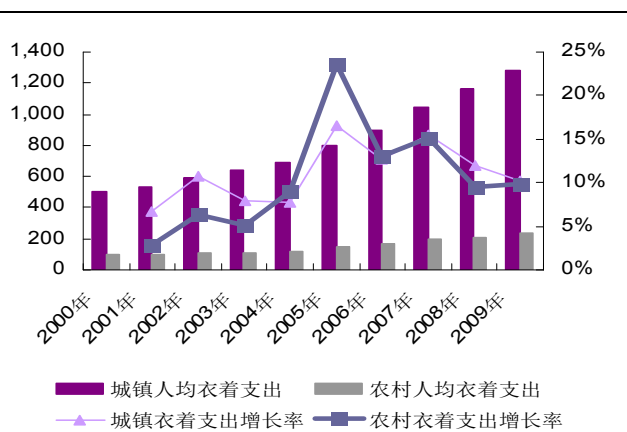
2000-2010 年中国农村人口数量（亿人）及城市化率变动（%）



资料来源：wind, 光大证券研究所

图 5 人均衣着支出稳步增长

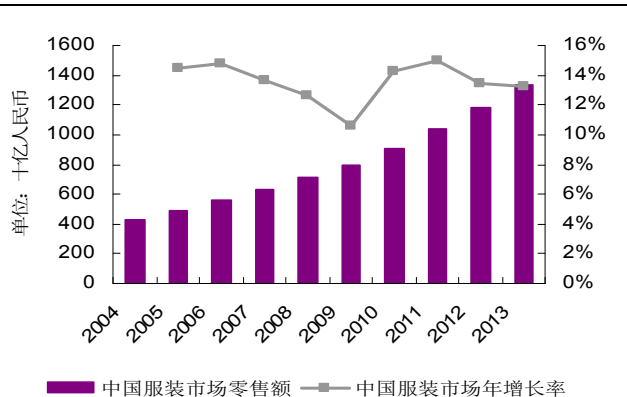
2000-2010 年中国城镇及农村人均衣着支出（元）及增速（%）



资料来源：wind, 光大证券研究所

图 7 中国服装市场容量及增长率

2004-2013 年中国服装市场零售额（十亿元）及增长率（%）



资料来源：公司招股书, 光大证券研究所

● 男装市场增长迅猛，前景广阔

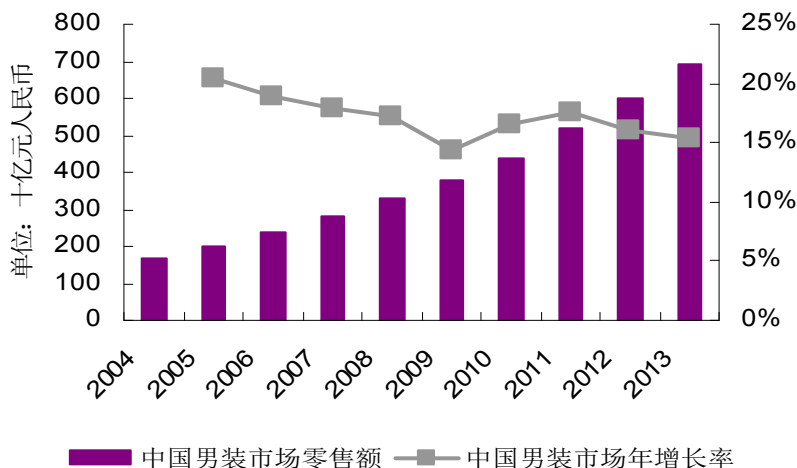
据 Euromonitor 统计，2009 年中国男装市场零售额为 3,776 亿元，占服装零售总额的市场份额从 2004 年的 39.2% 增加到 2009 年的 47.6%。

预计 2009-2013 年复合增长率为 16.3%，高出整体服装市场零售额复合增长率 2.3 个百分点，到 2013 年男装市场将占服装市场份额将增加至 51.8%。

男装市场增长迅速主要是由于随经济水平的提高，作为社会中坚力量的职场男性越来越注重自身外表，得体的外表已经成为男性身份和品味的体现，作为外表最直接体现的男装消费受此影响增长迅猛，前景广阔。

图 8：男装市场容量及增长率

2004-2013 年中国男装市场零售额（十亿元）及增长率（%）



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

2.2 男装发展：呈现休闲化趋势，男裤细分市场成长性突出

● 男装发展呈现休闲化趋势

传统正装的设计正在寻求突破和变革。随着越来越多的年轻人加入到了商务男装消费者的行列，处于 25~45 岁年龄之间的男性消费者正在成为商务男装的主力消费军，同时他们对着装的多样化需求也在改变着设计者的理念，男装设计正在向年轻化、个性化、休闲化发展。

为此，很多经典男装品牌都适时地调整了自己的品牌策略，通过品牌细分推出年轻、个性、休闲系列产品，来适应市场的变革。同时，一些突破传统观念，如西服、茄克衫混搭跨界式的设计，也受到了流行趋势的青睐，多样化发展已不再是女装的专有特点，男装设计正在走向前所未有的繁荣。

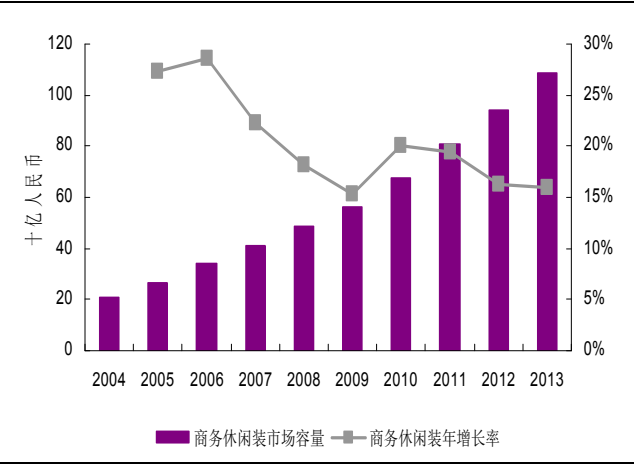
● 商务休闲男装及男裤市场增长超过平均水平，机会突显

据 Euromonitor 统计，中国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，年复合增长率达到 22.8%，比男装总体市场年复合增长率高出 5.0 个百分点。

2004-2009 年男裤零售额年复合增长率为 30.6%，远高于男装市场

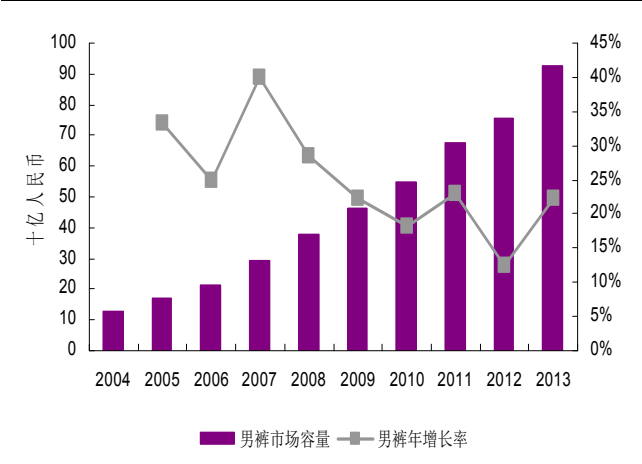
17.8%的增长率，预计 2009-2013 年男裤市场复合增长率为 18.7%，仍将高于男装总体市场 16.3%的年复合平均增长率。

图 9 商务休闲男装市场容量及增长率



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 10 男裤市场容量及增长率



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

2.3 男装市场品牌众多，竞争激烈

根据 Frost&Sullivan 的资料,2008 年我国男装市场前 100 大品牌销售额市场占有率约为 44.6%，前十大品牌市场占有率为 20.3%，其余 55.4%的市场由单独占据市场份额低于 0.2%的品牌占有。

在男装市场完全竞争大环境下，男裤市场近年来整合加剧，前十大品牌合计市场份额由 2000 年的 16.2%增加至 2009 年的 45.77%，且由国内品牌为主导，主要品牌包括九牧王、虎都、红豆、雅戈尔、浪肯等。

我国男士茄克市场品牌集中度相对较低，2009 年前十大品牌合计占有 19.59%的市场份额，主要品牌包括七匹狼、九牧王、劲霸、杰克琼斯以及金利来等。

A 股上市公司中，步森、七匹狼、报喜鸟以及希努尔聚焦于男装市场，但是各具特色。

表 3 A 股同业上市公司 业务概况

	九牧王	步森	七匹狼	报喜鸟	希努尔
产品定位	中低端	中低端	中低端	中高端	中低端
主打产品	男裤（52.53%） 茄克（16.56%） T 恤（9.30%） 衬衫（7.62%） （2010.12）	衬衫（23.96%）， 西服套装（42.25%）， 茄克（18.10%） （2010.12）	茄克（15.60%） 毛衫（9.78%） 裤子（17.32%） 衬衫（4.88%） T 恤（17.62%） 外套（20.34%） （2010.12）	西服上衣（32.23%） 西裤（24.38%） 衬衫（9.93%） T 恤（5.62%） 茄克（5.18%） （2010.12）	西服套装（44.77%） 休闲西装（17.94%） 西裤（14.03%） 衬衫（11.94%） （2010.12）
产品价位	男裤	西服套装	茄克	西服套装	西服套装

		600-800 元	1000-2000 元	800-1500 元	~5000 元	1000-2000元
覆盖市场		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	针对 25-45 岁商务男士消费者群体	中产阶层男士	报喜鸟覆盖 30-50 岁高端正装市场, 圣捷罗覆盖 25-30 岁时尚休闲客户, 宝鸟品牌覆盖职业服团购市场	三四线城市的中产阶层
多品牌情况		九牧王、FUN、Calliprimo、VIGANO	“步森”单品牌	“七匹狼”单品牌多系列	报喜鸟、圣捷罗、宝鸟、比路特、雅乐等	希努尔、美尔顿、新郎
公司规模	门店数	2010 年底 2,710 家	2010 年底 763 家	2010 年 3525 家	2010 年底 856 家	2010 年底 596 家
	销售收入	16.70 亿元	5.4 亿元	21.98 亿元	12.5 亿元	10.0 亿元
业务模式	设计/生产	自主设计, 自制生产为主 (占 55%), 委托加工生产为辅	自主设计、自产外包并重	自主设计, 自产占 20%, 其余产品为委托加工和成衣采购	自主设计、自产为主	自主设计、自产为主
	渠道/销售	单级扁平加盟+多级省代加盟, 有少量团购业务	多级立体加盟为主, 有团购业务	多级立体加盟为主, 有少部分团购业务	扁平加盟为主, 有团购业务 (宝鸟品牌)	扁平加盟为主, 有团购业务 (包括军服)
出口情况	出口模式	-	自主品牌	贴牌	贴牌	贴牌
	出口占总收入比例	-	2010: 15%	2010: 0.85%	2010: 4.18%	2009: 19.01%

资料来源: 光大证券研究所

以上五家公司聚焦的细分市场不尽相同。九牧王和七匹狼偏重休闲男装市场, 面对的是中低端收入的消费群体。九牧王的产品主要以男裤和茄克为主, 男裤业务超过公司主营业务的一半以上是其显著特色 (茄克销售占比 16.56%, 男裤销售占比 52.53%), 主要覆盖一二线城市中高端男士消费者。而七匹狼的主导产品为外套、T 恤、茄克、裤子, 占比比较均衡。

步森与希努尔主要以生产男士正装为主, 西服套装销售占比分别为 42.25% 和 44.77%, 西服产品面向中低端消费者。报喜鸟产品也是男士正装为主, 但是定位高端一些, 单套西服均价达到 5000 元左右。

我们比较了几大男装上市公司各大运营环节的异同, 汇总如下:

表 4 各大业务模块简介

		九牧王	步森	七匹狼	报喜鸟	希努尔
产品设计	设计人员数量	80	78	43	84	103
	设计款式	每年 2000 多款	2010: 3,816 款	—	年设计能力: 2000 多款	年设计能力: 3000 多款
	研发中心地点	福建厦门	浙江诸暨	上海、厦门	浙江温州、上海、广州、意大利米兰	山东潍坊

	研发费用占收入比	2010 年 952.57 万元, 0.57%	2010 年 713.42 万元, 1.33%	2010 年 6,453.58 万元, 2.94%	2010 年 3716.91 万元, 2.96%	2010 年 1431.53 万元, 1.43%
材料采购	采购方式	主要采用自主采购模式, 自制生产直接采购所需面料及辅料 完全委托模式直接采购受托合作生产厂商生产的服饰成品, 部分委托加工生产模式公司采购生产所需面辅料并委托加工厂生产, 向公司交付成品。	采取以销定购的方式制定采购计划, 按照加盟商对产品的反馈及订单情况制定采购计划	普通原料及辅料, 公司依据实际使用情况和相应厂商签订买卖合同, 含公司知识产权相关辅料采取授权生产模式, 外部采购材料由公司决定, 再发给生产商进行加工。	主要采取招(投)标的方式, 向列入战略供应商目录或合格供应商目录的面、辅料生产商和外购件加工商进行采购	定期采购: 设有专门招标采购办公室, 每年招标两次; 日常采购: 通过定期招标确定面、辅料供应商后, 以具体订单形式确定面辅料的具体数量、金额、型号等。
生产加工		自制生产为主, 委托加工生产为辅, 主导产品男裤及茄克基本为自制生产, 羊毛衫、皮具以及领带等服饰类非主导产品采用 ODM 模式。	采取自主生产为主、委托加工生产为辅的生产模式。	自制生产占比达 20%, 其余产品采取委托加工和成衣采购模式	主导产品西服以自制生产为主, 衬衫和 T 恤、夹克、羊毛衫等非主导产品全部采用贴牌生产	公司目前主要采用以自制生产为主, 委托加工生产为辅的生产模式。
订货会	一年次数	一年 2 次, 春夏和秋冬两次订货会。	一年 5 次 三次大型订货会和两次补充订货会	一年 2 次, 3 月召开秋冬订货会, 9 月召开春夏订货会。	一年 4 次, 2 次大订货会秋冬订货会(3-4 月), 春夏订货会(8-9 月), 6 月和 11 月追加两次小订货会。	一年 2 次 春夏订货会一般在 10 月底或 11 月初举行, 秋冬订货会一般在每年度 3 月底 4 月初举行
	占全年销售额比	58% (不含直营)	65%	80%	50-60%	65%
物流仓储		第三方物流	第三方物流	第三方物流	第三方物流	第三方物流
营销特色		男裤及西服文化节	广告、店面宣传等传统方式	“时尚生活俱乐部”、“名士堂”、赞助高端赛事、跨界整合营销, 形成终端、传统媒体、新媒体三条主线	VIP 俱乐部, VIP 销售占比高达 50%	免费干洗、以旧换新、三件套
销售网络	门店数量	2010 年 12 月 31 日: 2,710 家销售终端, 直营 645 家, 加盟 2065 家	2010 年 12 月 31 日: 763 家店铺, 直营 11 家, 加盟 752 家	2010 年 12 月 31 日: 3525 家, 直营 388 家, 加盟 3137 家	2010 年底: 报喜鸟 856 家	2010 年底: 596 家店铺, 直营 27 家, 加盟 569 家。
	直营门店占比	23.80%	1.44%	11.01%	12.15%	4.53%
	直营门店平效(元/平/年)	1.1 万	1.5 万	1.3 万	2.2 万	1.1 万
	加盟折扣	4.1-4.7 折	3.6 折	3.5 折	4.5 折	6.1 折

财务比较	毛利率	55.72% (2010.12)	28.18% (2010.12)	41.60%	54.19% (2010.12)	38.88% (2010.12)
	销售费率	23.32%(2010.12)	9.01%(2010.12)	14.69%	16.52% (2010.12)	15.46% (2010.12)
	管理费率	6.27%(2010.12)	6.33%(2010.12)	7.16%	13.07% (2010)	4.81%(2010.12)
	存货周转	1.90 (2010.12)	4.52 (2010.12)	.68	1.74 (2010.12)	2.57 (2010.12)
	应收账款周转率	19.85 (2010.12)	6.39 (2010.12)	7.80	6.51 (2010.12)	13.81 (2010.12)
	收入 CAGR	16.68% (08-10)	8.80% (07-10)	35.86%(07-10)	38.99% (07-10)	4.39% (07-10)
	净利润 CAGR	35.16% (08-10)	16.23% (07-10)	47.24% (07-10)	43.07% (07-10)	22.78% (07-10)

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

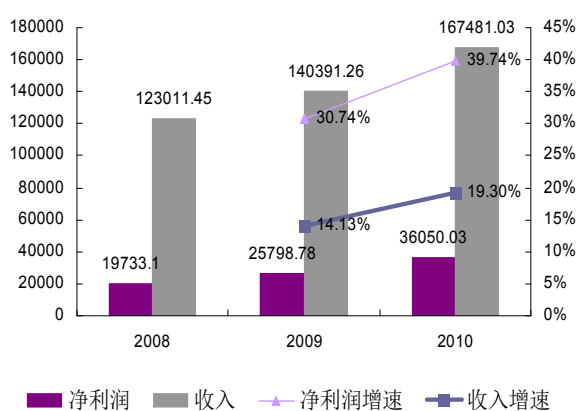
3、历史业绩回顾

3.1 历史业绩稳步提升，收入净利润平稳增长

08-10 年，公司业务发展迅速，销售收入、净利润年均复合增长率分别为 16.68%和 35.16%。

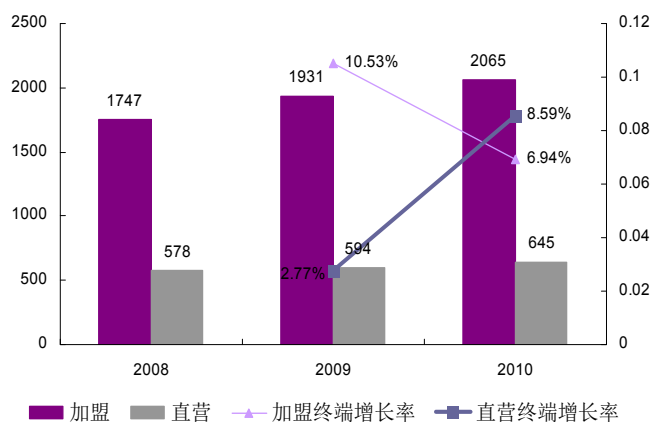
公司快速成长不仅是受益于男士休闲装市场的发展，更是公司积极拓展销售网络（08-10 年销售终端年复合增长率约为 7.96%）、积极进行营销宣传等因素的综合结果。

图 11 公司 08-10 年收入增长情况



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 12 公司 08-10 年销售终端增长情况



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

3.2 盈利能力逐步增强，毛利率逐步提高，期间费用稳定

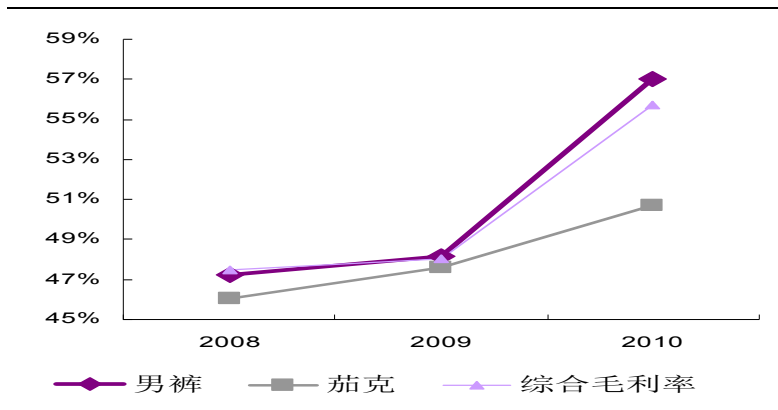
公司毛利率水平在 2008-2010 年期间有大幅度提升，主要原因是男裤产品毛利率提升较快，男裤毛利率从 2008 年的 47.20%上升到 2010 年的 57.02%。

一方面，公司逐步改进产品设计与品质，不断推出高价位新品，优化产品结构。

另一方面，男裤作为公司的核心产品，品牌知名度和美誉度较高，顾客忠诚度较高，公司面对消费者得以享受较大的议价能力，男裤平均售价从 2008 年 131.53 元提高到 2010 年的 161.24 元，年复合增长率为 10.72%，平均销售价格上涨使得男裤毛利率提高较快。

图 13 公司毛利率快速增长

2008-2010 公司男裤、茄克及合计毛利率增长情况



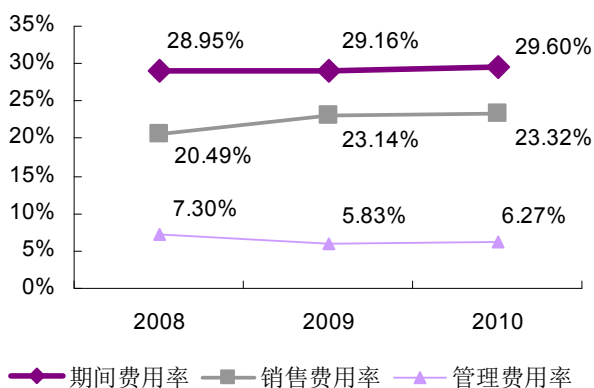
资料来源：公司招股书，光大证券研究所

2008-2010 年公司期间费用率维持在相对稳定的水平，说明公司运营成本控制能力稳定良好。

公司近三年销售费用率有明显升高，主要因为公司直营销售比重较大。自主经营管理较加盟店需要投入更多成本，因此公司在近年直营终端平稳较快的增长情况之下，销售费用率有所上升。相比同行业其他上市公司加盟为主，直营为辅的终端销售模式，公司直营占比高使得自身在同行业中的销售费用率处于较高水平。

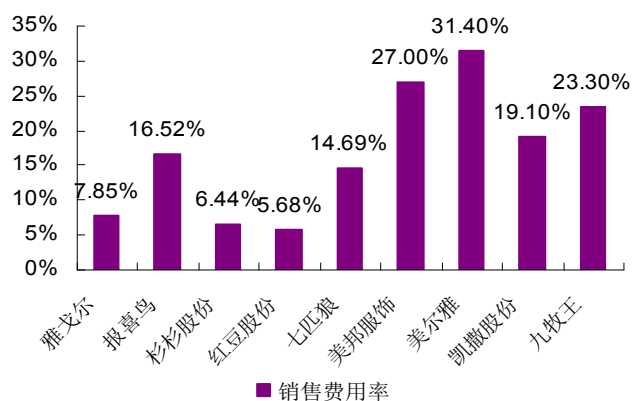
同时公司的管理费用率在 2008-2010 年这段期间内有所下降，说明公司管理成本控制情况较好，运营管理水平有一定提高。

图 14 2008-2010 年公司期间费用率变化情况



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 15 2010 年行业内销售费用率对比

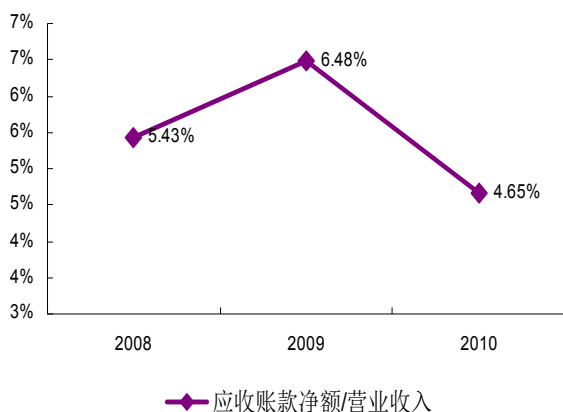


资料来源：公司招股书，光大证券研究所

3.3 企业流转效率高，存货管理更上一层楼

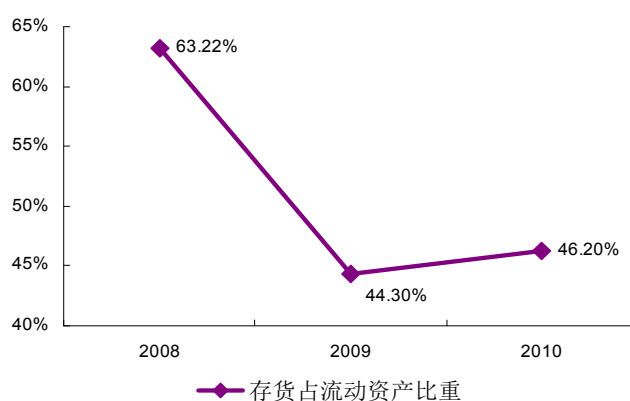
公司一直以来对加盟商实行“款到发货”的制度，仅对部分信誉好、合作年限长、销量大的加盟商提供一定信用额度和信用期限，因此公司应收账款比例较小，2009 年应收账款净额仅占当年营业收入的 6.47%，2010 年应收账款净额占比继续下降，与营业收入比值降为 4.65%。

图 16 2008-2010 公司应收账款净额/营业收入



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 17 公司 2008-2010 年存货占流动资产比重

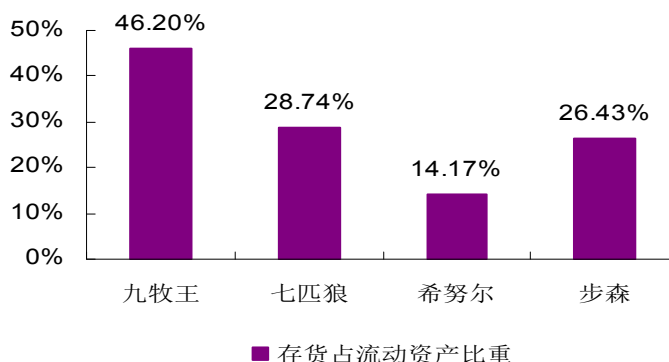


资料来源：公司招股书，光大证券研究所

公司在经营生产过程中不断提升供应链的管理效率，始终将存货管理作为管理工作的重点，用“以销定产”的模式着力加强生产和采购的计划性，虽然公司经营规模扩大，但存货在流动资产中的比重由 2008 年末的 63.22%降低至 2010 年末的 46.20%，使存货周转率保持稳定。

相对其他男装上市企业，公司存货净额占流动资产比例较大，与公司采取业务纵向一体化模式及拥有较多直销销售终端有关，符合公司生产经营实际情况，但也存在因市场环境发生变化导致存货跌价的风险。

图 18 男装上市公司存货净额在流动资产总额中占比

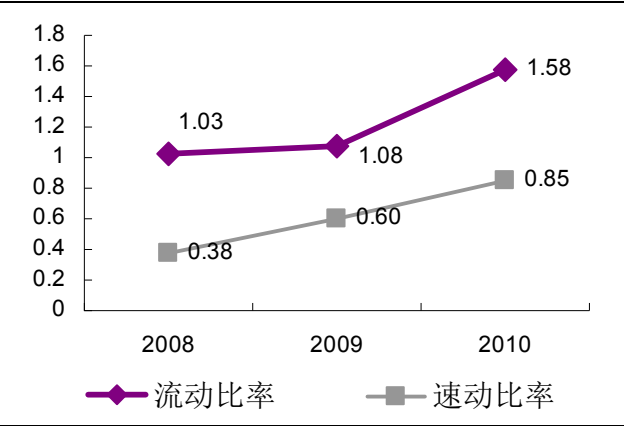


资料来源：公司招股书，光大证券研究所

公司的偿债能力也在逐步提升，2008-2010 年公司流动比率以及速

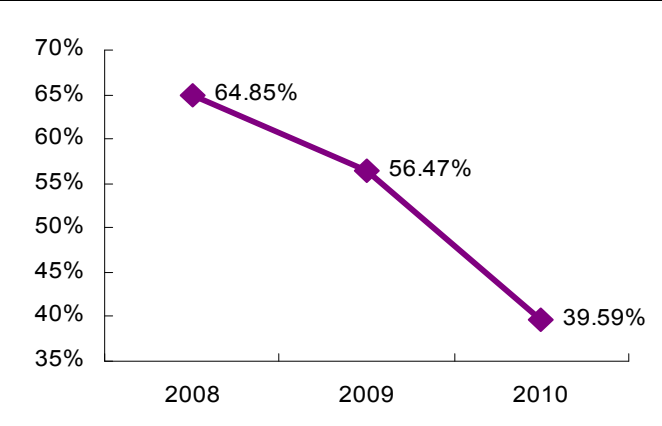
动比率逐年提升，资产负债率在同期也有大幅下降，从 2008 年的 64.85% 降至 2010 年底的 39.59%，下降 25.26 个百分点。

图 19 2008-2010 年公司流动速动比率变化情况



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 20 2008-2010 年公司资产负债率变化情况



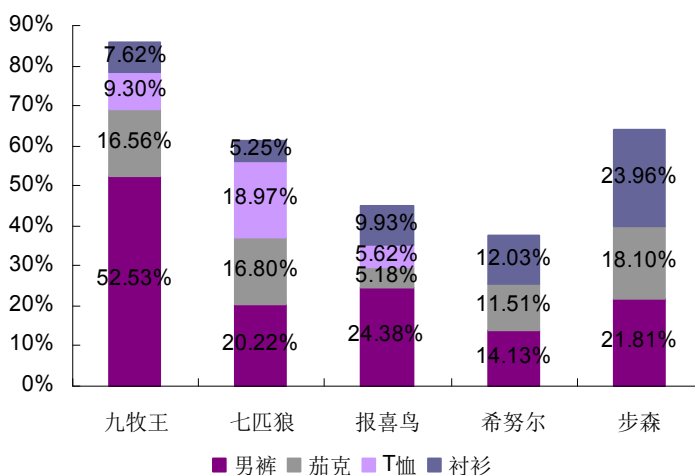
资料来源：公司招股书，光大证券研究所

4、投资亮点：产品、渠道差异化，造就高毛利

4.1 产品差异化：男裤茄克两轮驱动，助力公司取胜男装市场

不同于一些 A 股男装上市公司以男士正装为主打产品的策略，公司以男裤和茄克为主导产品打开男装市场。公司 2010 年男裤产量 513 万条，销售额达 8.8 亿元，茄克产量 42 万件，销售额达 2.8 亿元。

图 21 2010 年男装上市公司业务组成



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

自九牧王品牌推出以来，公司一直致力于打造成为中国男裤市场第一品牌。公司一开始就有了自己清晰的发展路线，严谨细致、一丝不苟的打造自己“西裤专家”的形象。

九牧王一件合格的西裤必须经历 98 刀裁剪、2.3 万针缝制、30 次熨烫，一个个数据近乎苛刻。九十年代初，就在消费者中树立起“穿后不褶皱，洗了不变形”的良好印象。1999 年林董在公司内部“火烧次品裤”的举措，更是在全体员工心中确立“品质为先”的管理理念。公司精心设计了“三重保险、后袋布折叠工艺、独特腰里和裤裆工艺”等，有效避免了落座时裤兜张开、内衬外露、重要部位线条脱落等问题。核心产品裤装自制比重高达 79%，能有效保证质量和交期。研发部门在新品研发出来后，通常会找不同的消费者试穿，设计出南北两种版型，并根据人体胖瘦再次延伸开发更多的品种，以满足不同体型消费者需求。

以上种种举措，让九牧王品牌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，为中国男裤市场的领导者，2009 年西裤市场综合占有率达到 12.59%。

此外，茄克业务也成为公司另一大核心支柱业务，到 2000 年，九牧王西裤已拥有超过 20% 的市场份额，在西裤行业已遥遥领先，向上空间有限，董事长林聪颖果断调整发展战略，以茄克为主进军男士休闲装领域。2010 年九牧王茄克销售收入已经占到公司总收入的 16.56%，公

司茄克业务市场综合占有率亦连续两年位居全国第二。由于近年商务休闲男装市场的高速成长，男士对茄克等高单价服装品质的要求越来越高，公司抓住这个难得的机遇，利用自身男裤品牌的影响力带动茄克业务的成长，截至 2010 年底，茄克业务为公司贡献了 15.07% 的毛利，成为公司除男裤外第二大利润来源。

4.2 渠道差异化：聚焦一二线城市，直营占比高

截至 2010 年 12 月 31 日，公司销售终端数量已达 2,710 家（直营 vs 加盟：645 家 vs 2065 家），08-10 年销售终端稳步增长，年复合增长率约为 7.96%。

● 聚焦一二线城市，商场专柜和专卖店并重

不同于其他品牌渠道下沉，靠铺货取胜的营销网络模式，公司为了牢牢抓住中心城市中高端消费群，将九牧王品牌的服饰销售市场集中于国内一、二线城市。一、二线市场渠道数量占比高达 43%。

同时公司终端发展模式清晰，现在已形成在一级城市以商场为主、二级城市以专卖店为主的终端发展模式。

2010 年公司商场终端数量达到 1,483 个，专卖店终端数量为 1,227 个（直营渠道中，百货专柜和专卖店分别为 638 家和 7 家；加盟渠道中，百货专柜和专卖店分别为 845 家和 1220 家）。商场和专卖店双渠道并行，层次清晰，拓宽了市场覆盖面，在城市职业男性中树立了“专业好品质”的品牌价值。

表 5 男装上市公司覆盖客户群情况

	九牧王	步森	七匹狼	报喜鸟	希努尔
覆盖市场	一二线城市中低端男士消费群	二三四线城市低端消费群	一二三四线城市中低端消费群	二三四线城市高端消费群	三四线城市中低端消费群

资料来源：光大证券研究所

● 直营占比高，终端控制力强

直营和加盟是服装品牌的二种主要连锁店营业形态，由于服装行业进入门槛低、竞争激烈，在当今的市场环境下，直营和加盟店这两种方式都有其合理性和局限性，这两种模式也将一定范围内长期共存。

我们认为，在企业发展的不同阶段，对直营和加盟的重视程度应不同，在企业发展初期，加盟有利于企业借助外部力量快速实现市场扩张、抢占市场，随着企业发展壮大到一定阶段，对品牌的掌控、管理及形象宣传将变得更为重要，直营店可更为有效的达到这一目标。

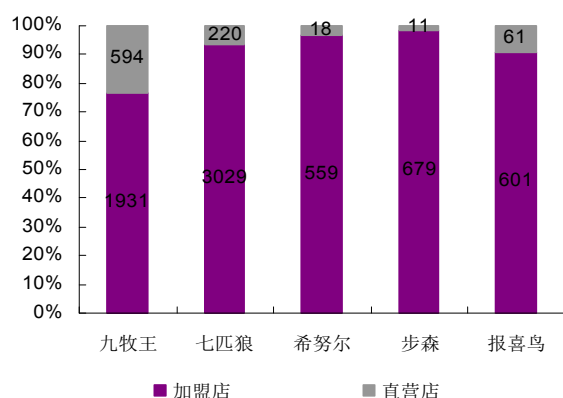
表 6 两种营销模式优劣势分析

	直营	加盟
优势	1、作为形象展示，特别是旗舰店的形象展示很有说服力和参考性，能有效显示公司的实力，提供形象规范。 2、抛开了中间环节，企业直接面对消费者，可以直接赚取较高的营业利润。 3、直面市场，有助获取最有效的市场信息 4、因为有直接控制权，便于操作管理，能完美体现、执行公司的行销理念。 5、自营店能有效处理库存品、特价产品。	1、可以加快入市时间，加快资金回笼，借助中间商现有的渠道，进行有效网点扩张。 2、节约资金投入，减少投资风险，企业可专注于品牌推广。 3、有效开发市场盲区，特别是对二、三级市场的有效渗透开发。 4、可向中间商转移库存，减少市场风险。
劣势	投资大，架构庞大，人员众多，组织管理难度比较大，投资风险、库存风险亦比较大	因为利益归属的关系，很多促销活动、形象建设等很难执行到位，市场很容易出现波动，市场价格体系也比较容易混乱，不利于品牌整体的发展，且服装行业是最缺乏忠诚度的行业，在新品牌层出不穷的今天，加盟店很容易转向别的品牌。

资料来源：光大证券研究所

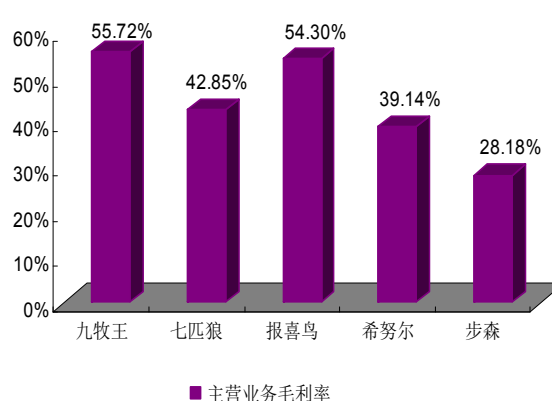
公司在男装生产企业中直营终端占比较高，2009 年直营店达到 594 家。2010 年直营终端 645 家，直营占比达 23.80%，远远高于男装行业平均水平。

图 22 2010 年男装上市公司直营占比



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

图 23 2010 男装上市公司毛利率对比



资料来源：公司招股书，光大证券研究所

直营模式下，公司通过“区域销售中心”管理各地区分公司，由分公司开设直营商场专柜/专卖店。加盟模式以“单级扁平加盟制”为主，占收入比重 48.2%；辅以“多级省代加盟制”，占收入比重 15.5%。

- ✓ 单级扁平加盟制，即各地分公司直接管控 806 位经销商，经销商再自行设立终端。其中，709 位经销商按标准零售价 4.7 折买断产品，该部分占总收入比重 42%；另外 97 位经销商因所开终端位于核心商圈（197 家），占据资源并宣传品牌，按标准零售价 4.2 折代为公司销售产品（非买断），该部分占总收入比重 6%。
- ✓ 多级省代加盟制，指的是 9 位省/区域的总代理，分布于 5 个省区（安徽、青海、新疆、宁夏、福建）和 4 个省中区域（台

州、廊坊秦皇岛唐山、徐州、赣州)。省/区域代理商按标准零售价 4.1 折向公司买断产品,通过自行设立终端或发展二级经销商开设终端(206 位),该部分占收入比重 15.5%。

直营销销售模式有利于公司控制销售终端,便于客户意见的及时反馈以及货品的更新,同时直营模式削减了一部分加盟商的利润分成,能提升公司整体利润率。

高直营占比保证了公司 55%的高毛利水平,在同行业中位居前列。

4.3 毛利率高于业内公司

● 直营比例高确保高毛利率水平

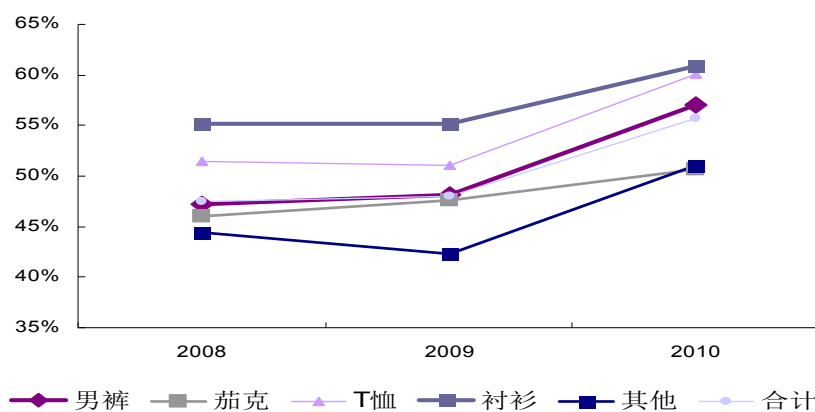
公司直营销销售终端在 2010 年达到了 645 家,直营占比为 23.80%,相比之下同行业男装上市企业直营占比最高报喜鸟仅达到了 12.15%。

直营店由于受公司直接管辖,货品更新及运营管理能得到总部有效保证和支撑,相比加盟商向总部退换货等繁琐程序及运营管理无法得到公司总部有效协助,盈利能力将得到充分保证。此外,直营模式使销售收入直接计入公司账面,减少加盟商中间利润分成,提高公司毛利率。

● 主导产品男裤的毛利率提升助推整体毛利率提高

作为公司营业收入占比最高的男裤毛利率从 2009 年的 48.18%提升到了 2010 年 57.02%,增加了 8.84 个百分点,增速达 18.35%,综合毛利率在男裤业务毛利率大幅提升的带动下也由 2009 年的 48.03%增加到了 2010 年的 55.72%。

图 24 2008-2010 公司分产品毛利率



资料来源: 公司招股书, 光大证券研究所

4.4 品牌多元化, 锻造综合服饰集团

公司除了九牧王, 还拥有三个其他品牌。

“FUN” 品牌: 传统“美国牛仔休闲”品牌, 于 2010 年收购。公司采用独立团队运营, 并聘请外籍设计师。主打“都市白领潮(型)乐”服

饰。2011 年 3 月已在厦门开设首家专卖店，全年有望增加 50 家零售终端。有望于 2012 年实现盈亏平衡。

Calliprimo: 电子商务领域的意式风尚男装品牌，2010 年该品牌已实现 250 万元左右收入，预计 2011 年可达到盈亏平衡。

VIGANO': 意大利知名高端裤装品牌，具有超过五十年历史，2010 年公司收购其大中华区永久商标所有权，将其定位于高端男裤，以百货专柜渠道为主。

以上收购有助于公司实现多品牌运作，最终实现综合服饰集团的长远发展目标。

5、募集资金项目分析

公司拟公开发行 12,000 万股 A 股，所募集资金主要用于以下 4 个项目，总计投资额 1.65 亿元。

表 7 募投项目

项目名称	具体内容	建设周期	投资额(万)	拟使用募集资金(万)
营销网络建设	拟购买：直营店 36 家，加盟店 46 家； 拟租赁：直营店 126 家，加盟店 130 家； 合计新开店 338 家	2 年	131,992.60	131,992.60
供应链系统优化升级	生产环节扩充产能，仓储环节建设新的专业化仓储中心，提高公司仓储能力和仓储配送效率。	2 年	12,996.30	12,996.30
信息系统升级	主营业务系统与主支持系统建设	3 年	14,597.60	14,597.60
设计研发中心建设	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。	1 年	5,147.56	5,147.56
合 计			164,734.06	164,734.06

资料来源：公司招股书，光大证券研究所

营销网络方面，公司拟在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，另建设战略加盟店 176 家，拟购置门店面积 14,920 平方米，租赁门店面积 67,050 平方米，新增门店面积将达到 81,970 平方米。

表 8 营销网络建设项目详情

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	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：公司招股书，光大证券研究所

供应链系统升级方面，公司将在供应链系统中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快速反应能力。

供应链系统升级方面，公司计划将原来 12 条标准西裤流水线改造为 4 条吊挂流水线并新建 4 条西裤吊挂流水线，新建 5 条标准茄克流水线；新建面辅料及成衣检测中心恒温恒湿实验室新建总建筑面积 32,118 平方米工业及仓储配套设施，在新建车间里建设 10 条标准休闲裤生产流水线，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。

信息系统项目将主要建设主营业务系统下的产品生命周期管理系统 (PLM), 供应链管理系统 (SCM), 分销管理系统 (DRP), 零售管理系统 (POS) 以及快速反应仓储系统 (WMS) 和主支持系统下的商业智能 (BI), 电子商务平台 (B2C), 财务管理系统 (FM) 以及客户关系管理系统 (CRM), 这套系统的建成将进一步提高公司的生产管理水平 and 经营效率, 为公司实现高效管理提供有力保障。

设计研发中心项目主要建设目标是通过提供先进的 2D 样版制作 CAD 系统、3D 设计软件系统、量身定制系统、3D 试穿系统以及样品剪裁系统等, 建立最优化的设计研发中心产品开发软硬件体系, 优化业务流程, 为公司快速可持续发展提供支撑。

6、盈利预测与估值

6.1 前提假设

我们对九牧王进行盈利预测的基本假设包括：

（1）公司 2011-13 年营业收入增速分别为 29.7%、27.3%、27.1%；

（2）公司毛利率稳步提升，2011-2013 年毛利率分别为 56.0%、57.0%、58.2%；

（3）公司国内每年新开门店数量见下表；

（4）2011-2013 年销售费用占营业收入比重为 24.1%、24.4%、23.6%；

（5）公司 2011-2013 年管理费用占营业收入比重为 6.2%、6.3%、5.5%；

（6）公司 2011-2013 年实际税率为 12.5%、12.5%、25.0%；

（7）公司 IPO 不超过 12,000 万股，盈利预测按发行后 57,293 万股总股本计算。公司具体业务的盈利预测如下：

	2010	2011E	2012E	2013E
直营业务				
直营门店				
数量	7	64	146	168.7
面积	1913	18272	41931	48567
新增面积	-219	16359	23659	6636
增幅	-10%	855%	129%	16%
原有直营店报表平效（万/年）	0.97	1.09	1.14	1.24
新增直营店第一年平效占原平效比		30%	25%	35%
收入	1461	6797	26890	54149
增幅	-10%	365%	296%	101%
直营商场				
数量	638	683	718	753
新增直营商场单店收入（万/年）		100	105	110
报表平均单店收入（万/年）	87	96	101	113
增幅		10%	6%	11%
新增直营商场第一年单店收入占原单店收入比		30%	30%	30%
收入	55743	65461	72817	84949
	4%	17%	11%	17%
收入汇总	57204	72258	99707	139099
	4%	26%	38%	40%

加盟业务							
加盟店数量	1220	1400	1610	1835			
新增数量	154	180	210	225			
面积	152691	178541	210181	243939			
增幅	16%	17%	18%	16%			
加盟专柜数量	845	887	932	978			
新增数量	-20	42	44	47			
面积	51927	55010	58692	61626			
增幅	5%	6%	7%	5%			
加盟终端汇总数量	2065	2287	2542	2813			
新增数量	134	222	254	272			
面积	204618	233551	268873	305565			
增幅	13%	14%	15%	14%			
原有面积报表平销（万/年）	0.52	0.60	0.64	0.68			
新增单位面积铺货金额（万/年）	0.60	0.50	0.50	0.50			
加盟收入	106449	141140	172915	208553			
增幅	31%	33%	23%	21%			
团购	3,364	3,500	3,550	3,600			
	8%	4%	1%	1%			
主营业务收入	167,017	216,898	276,172	351,252			
其他业务收入	464	400	400	400			
总收入	167,481.03	217,298.18	276,571.83	351,651.89			
	19%	29.7%	27.28%	27.15%			

6.2 绝对与相对估值

绝对价值评估

从绝对估值来看，根据 DCF 估值，公司的合理价值为 22.90 元。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.98%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	0.79
Rm-Rf	8.85%
Ke(levered)	10.99%
税率	12.50%
Kd	5.52%
Ve	1,283.0
Vd	36.8
目标资本结构	2.79%

WACC

10.84%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,532.48	11.54%
第二阶段	4,727.11	35.60%
第三阶段 (终值)	7,018.18	52.86%
企业价值 AEV	13,277.77	100.00%
加: 非经营性净资产	12.08	0.09%
价值		
减: 少数股东权益 (市	133.49	-1.01%
值)		
减: 债务价值	36.80	-0.28%
总股本价值	13,119.56	98.81%
股本 (百万股)	572.93	-
每股价值 (元)	22.90	-
PE (隐含)	25.91	-
PE (动态)	0.00	-

资料来源：光大证券研究所

相对价值评估

选择服装行业中的可比公司，例如美邦、七匹狼、报喜鸟、希努尔、富安娜、罗莱家纺等作为估值参考，类似公司 11 年的平均预期市盈率在 28 倍。

考虑九牧王的经营的稳健型、差异化的产品策略、强大的品牌管理能力和加盟商网络，预计其未来三年净利润复合增长率 30%，摊薄后 EPS 分别为 0.88 元、1.16 元和 1.37 元，我们认为其合理价值区间应为 2011 年 25-30 倍的市盈率，即 22-26.40 元。

表 9：盈利及估值比较

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
002503.SZ	搜于特	0.57	1.02	1.59	58.63	32.93	21.02
002269.SZ	美邦服饰	0.75	1.12	1.52	43.27	28.97	21.35
002029.SZ	七匹狼	1.00	1.30	1.69	32.51	25.01	19.24
002485.SZ	希努尔	0.72	1.01	1.44	30.74	21.91	15.37
002154.SZ	报喜鸟	0.83	1.15	1.53	30.82	22.24	16.72
002293.SZ	罗莱家纺	1.49	2.42	3.49	48.99	30.17	20.92
002327.SZ	富安娜	0.95	1.32	1.77	40.00	28.79	21.47
002397.SZ	梦洁家纺	0.97	1.47	2.03	41.24	27.21	19.70
002494.SZ	华斯股份	0.46	0.68	0.90	51.08	34.53	26.09
平均					41.92	27.97	20.21

数据来源：光大证券研究所

7、风险提示

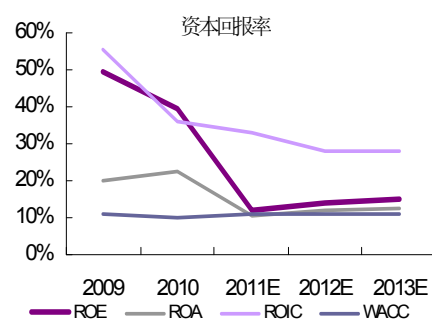
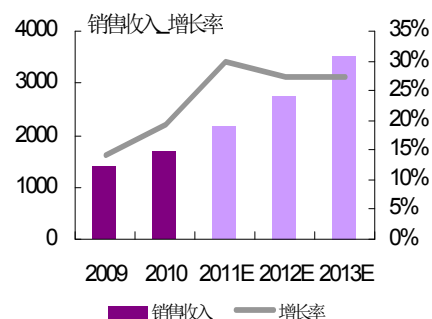
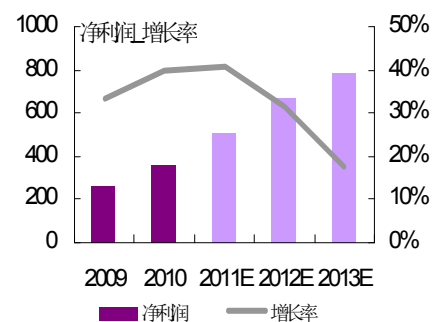
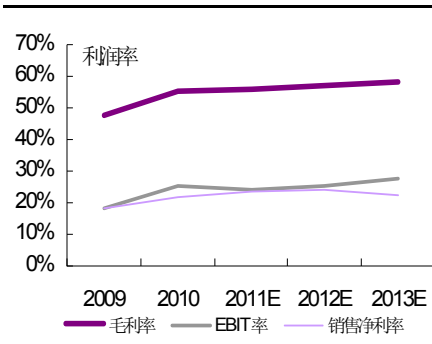
7.1 销售过于倚重主导产品的风险

公司的主导产品男裤及茄克销售额占公司总销售额的 70%左右,毛利占公司总毛利的 70%左右。如果市场对男裤及茄克需求大幅减少或者消费趋势及偏好等发生大的变化,将影响公司的销售收入和利润。

7.2 原材料采购、劳动力成本上升的风险

公司产品主要原材料为面、辅料,该类原材料占营业成本比重在 70%左右,原材料价格近几年呈上涨趋势,对公司经营成本和业绩会造成一定影响。此外,国内劳动成本上升,劳动力供需矛盾日益突出,全国各地一线生产员工招聘呈现一定的困难,如果不能及时招聘合适生产人员,公司生产经营也将受到影响。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,404	1,675	2,173	2,766	3,517
营业成本	731	744	956	1,189	1,470
折旧和摊销	29	36	33	62	89
营业税费	2	4	24	30	39
销售费用	325	391	524	675	830
管理费用	82	105	135	174	193
财务费用	3	0	-45	-68	-67
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	255	420	575	761	1,046
利润总额	256	420	580	763	1,048
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	257.77	360.33	506.42	666.41	785.03

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,289	1,592	4,912	5,588	6,370
流动资产	755	971	3,951	3,990	4,535
货币资金	286	221	3,155	3,006	3,258
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	91	78	93	105	134
应收票据	8	77	109	138	176
其他应收款	8	9	12	16	20
存货	334	449	583	725	896
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	23	15	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	285	299	642	1,189	1,425
无形资产	110	118	112	106	101
总负债	699	616	669	830	1,026
无息负债	699	579	669	830	1,026
有息负债	0	37	0	0	0
股东权益	590	975	4,243	4,758	5,344
股本	78	453	573	573	573
公积金	48	128	2,819	2,886	2,964
未分配利润	397	327	783	1,231	1,737
少数股东权益	67	67	68	69	70

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	367	182	540	635	712
净利润	258	360	506	666	785
折旧摊销	29	36	33	62	89
净营运资金增加	-199	442	32	115	209
其他	279	-657	-31	-209	-372
投资活动产生现金流	-120	-193	-374	-699	-326
净资本支出	96	201	417	699	326
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-216	-394	-791	-1,398	-652
融资活动现金流	-92	-76	2,768	-84	-134
股本变化	18	375	120	0	0
债务净变化	-103	37	-37	0	0
无息负债变化	235	-120	89	161	196
净现金流	156	-87	2,934	-149	252

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.13%	19.30%	29.74%	27.28%	27.15%
净利润增长率	33.39%	39.79%	40.55%	31.59%	17.80%
EBITDA 增长率	17.56%	59.00%	23.59%	34.02%	41.45%
EBIT 增长率	17.69%	63.23%	26.37%	30.68%	41.19%
盈利能力 (%)					
毛利率	47.90%	55.56%	56.00%	57.00%	58.20%
EBITDA 率	20.42%	27.21%	25.92%	27.30%	30.37%
EBIT 率	18.32%	25.06%	24.41%	25.06%	27.83%
税前净利润率	18.23%	25.10%	26.69%	27.58%	29.80%
税后净利润率 (归属母公司)	18.36%	21.51%	23.31%	24.10%	22.32%
ROA	20.01%	22.65%	10.33%	11.94%	12.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	49.25%	39.65%	12.13%	14.21%	14.88%
经营性 ROIC	55.31%	35.98%	32.82%	27.99%	28.09%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.58	5.91	4.81	4.42
速动比率	60.15%	84.76%	503.63%	393.27%	354.53%
归属母公司权益/有息债务	-	24.69	-	-	-
有形资产/有息债务	-	39.65	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.45	0.63	0.88	1.16	1.37
每股红利	0.00	0.00	0.27	0.35	0.41
每股经营现金流	0.64	0.32	0.94	1.11	1.24
每股自由现金流(FCFF)	0.69	-0.41	0.09	-0.25	0.51
每股净资产	0.91	1.59	7.29	8.18	9.21
每股销售收入	2.45	2.92	3.79	4.83	6.14

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

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%至 15%；
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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。