

纺织服装

署名人: 孔军

S0960200010037

021-62178407

kongjun@cjis.cn

九牧王

601566

推荐

立足男裤、发展商务休闲男装

公司产品宗旨“平价时尚”，产品针对三、四线城市消费群体。三、四线城市消费群体特点为消费能力低、人数多、追求时尚，并且在国内城市化进程中，其消费能力在未来几年里将不断升级，我们看好国内三、四线市场的服装消费升级，认为公司定位准确，未来高速增长有保证，给予公司“推荐”投资评级。

6-12 个月目标价: 27.00 元

当前股价: 22.93 元

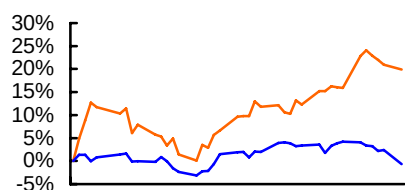
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2688.75
总股本(百万)	573
流通股本(百万)	96
流通市值(亿)	22
EPS (11)	
每股净资产(元)	1.70
资产负债率	38.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
九牧王	12.40	0.00	0.00
上证综合指数	-2.09	-9.32	0.42



2011/5

— 九牧王 — 上证综合指数

相关报告

投资要点:

- **公司主营商务男装，核心产品为男裤，享有“男裤专家”之美誉。**公司主营产品包括男裤、茄克及其它服饰类产品，公司始终专注发展以男裤为核心的中高端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，满足不同场合的穿着需求。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。截至 2009 年，公司西裤市场综合占有率排名连续十年第一，茄克市场综合占有率连续两年第二。
- **公司通过提高终端产品价格消化生产成本，毛利率稳步提升。**公司产品主要定位中高端市场，随着品牌效应的扩大，消费者认可度的提高，公司逐年提高产品档次，同时提高产品的附加值，使产品销售价格逐年提升。10 年公司产品较 09 年提价 16.77%，09 年较 08 年提价 8.42%，10 年平均单位成本较 09 年下降 0.52%，09 年平均单位成本较 08 年增长 7.22%。可以看出，价格的上涨消化了成本的上升，公司的毛利率稳步提升，由 08 年的 47.45% 到 10 年的 55.72%。
- **公司募集资金注重直营门店的建设，直营店占比较高。**10 年，公司直营终端数量占全部营销终端的比例为 25% 左右，高于同行业上市公司，直营销售收入占到总销售收入 40% 左右。公司利用募集资金，将新增 162 家直营店，176 家加盟店，在继续巩固一级重点城市的同时加大开发二、三级城市市场。
- **未来三、四线城市扩张仍可以给公司带来增长。**公司在销售渠道分布上，一线城市覆盖率 100% (670 家)，二线城市覆盖率 80% (约 1120 家)，三线城市覆盖率只有 30%。虽然公司目前一、二线城市基本覆盖，但是三、四线城市渠道覆盖率较低，三、四线城市渠道的扩张能持续保持公司销售的快速发展。
- **公司加大上装的研发生产将给公司带来销售增长。**10 年公司男裤收入占比为 57%，而目前市场上装和裤装的消费结构基本为 7:3，公司未来将加大上装的研发生产，不断加大上装的收入占比，2011 年公司上装与裤装的收入结构将为 5:5，未来将达到市场的消费结构 7:3。公司在保持男裤市场地位的同时不断加大上装的销售力度，这一战略将使得公司未来几年保持较快的增长速度。
- **给予公司“推荐”投资评级。**经预测，公司 11-13 年 EPS 为 0.87、1.28、1.72 元，对应 11-12 年动态市盈率为 27、18、13 倍。鉴于公司近几年能够保持较快的增长速度，我们给予公司“推荐”投资评级
- **风险提示:** 公司销售网点的扩张和单店收入增长将决定公司未来的增长。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1675	2096	3115	4319
同比(%)	19%	25%	49%	39%
归属母公司净利润(百万元)	360	498	733	985
同比(%)	40%	38%	47%	34%
毛利率(%)	55.6%	56.0%	55.4%	55.0%
ROE(%)	39.7%	12.7%	15.8%	17.5%
每股收益(元)	0.80	0.87	1.28	1.72
P/E	29.02	26.57	18.04	13.42
P/B	11.51	3.38	2.85	2.35
EV/EBITDA	31	22	15	11

资料来源: 中投证券研究所

一、公司未来增长点、盈利预测与二级市场定位

1.1 未来公司增长点

1、公司渠道覆盖面广、未来三、四线城市扩张仍可以给公司带来增长：截止 10 年底，公司销售渠道达 2710 家，其中直营门店 645 家（其中专柜 638 家、专卖店 7 家）。在销售渠道分布上，一线城市覆盖率 100%（670 家），二线城市覆盖率 80%（约 1120 家），三线城市覆盖率只有 30%。虽然公司目前一、二线城市基本覆盖，未来只有通过调整来优化，但是三、四线城市渠道覆盖率较低，这也是公司未来专注发展的市场。三、四线城市渠道的扩张能持续保持公司销售的快速发展。

2、加大上装的研发生产，将给公司将给公司带来销售增长：公司是以生产男裤而著称。10 年公司男裤收入占比为 57%，而目前市场上装和裤装的消费结构基本为 7:3，公司未来将加大上装的研发生产，不断加大上装的收入占比，2011 年公司上装与裤装的收入结构将为 5:5，未来将达到市场的消费结构 7:3。公司在保持男裤市场地位的同时不断加大上装的销售力度，这一战略将使得公司未来几年保持较快的增长速度。

1.2 盈利预测结果

1、本预测根据公司现有经营状况，若公司今后有重大的基本面变化，以调整数据为准。

2、本预测不考虑公司送配股而引起股本变化。

图表 1：九牧王公司盈利预测表（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1675	2096	3115	4319
营业成本	744	922	1388	1945
营业税金及附加	4	4	7	9
营业费用	391	488	725	1005
管理费用	105	128	192	266
财务费用	0	-35	-63	-66
资产减值损失	11	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	420	580	855	1149
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	420	581	856	1150
所得税	60	83	122	164
净利润	361	498	734	986
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司净利润	360	498	733	985
EBITDA	420	592	892	1220
EPS（元）	0.80	0.87	1.28	1.72

资料来源：中投证券

1.3 二级市场定价

公司作为品牌商务休闲装上市公司，未来几年可保持高速增长。作为品牌服装上市公司，通过对公司的盈利分析，我们预计公司二级市场的合理市盈率

应该在 30 倍左右，合理价位应该在 27 元左右，公司目前二级市场股价在 23 元左右，具有一定的吸引力，因此我们给予公司“推荐”投资评级。

二、公司基本情况分析：

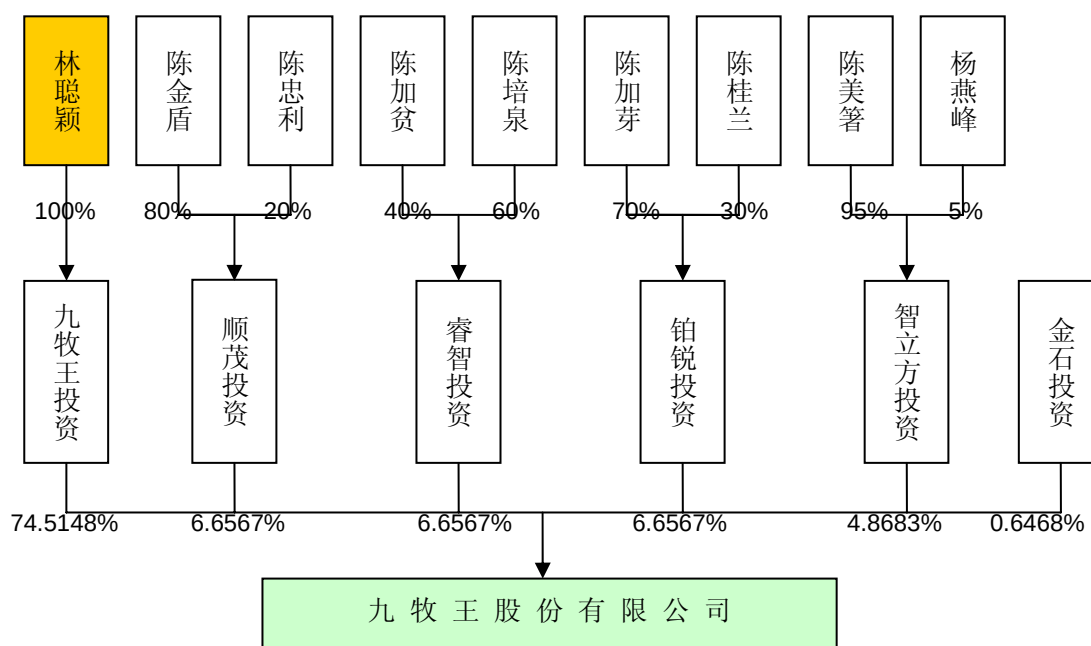
公司是中国领先的商务休闲男装品牌企业，领跑中国男裤及茄克市场。据中华全国商业信息中心对全国重点大型零售企业、商业集团的统计显示，截至 2009 年，九牧王品牌西裤市场综合占有率连续十年位居全国第一；九牧王品牌茄克市场综合占有率连续两年位居全国第二。

2.1、公司股权结构及股份承诺锁定：

公司的前身是九牧王有限，成立于 2004 年 3 月 11 日，由九牧王国际独资创办，为外商独资企业。公司以九牧王有限全体股东九牧王投资、顺茂投资、睿智投资、铂锐投资及智立方投资作为发起人，成立股份制公司，并于 2010 年 3 月 23 日完成全部工商变更手续。

公司的实际控制人为林聪颖，近三年来未发生变化。林聪颖通过公司控股股东九牧王投资间接控制公司 33750 万股股份，占公司发行前股本总额 45293 万股的 74.5148%。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司招股书，中投证券

公司控股股东九牧王投资承诺：自发行人股票上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其持有的发行人公开发行股票前已发行的股份，也不由发行人回购其持有的发行人公开发行股票前已发行的股份。

公司实际控制人林聪颖承诺：自发行人股票上市之日起三十六个月内，林聪颖不转让或委托他人管理所持有的九牧王国际投资控股有限公司的股权，也不由九牧王国际投资控股有限公司回购该部分股权。

公司股东顺茂投资、睿智投资、铂锐投资、智立方投资承诺：自发行人股票上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其持有的发行人公开发行股票前已发行的股份，也不由发行人回购其持有的发行人公开发行股票前已发行的股份。

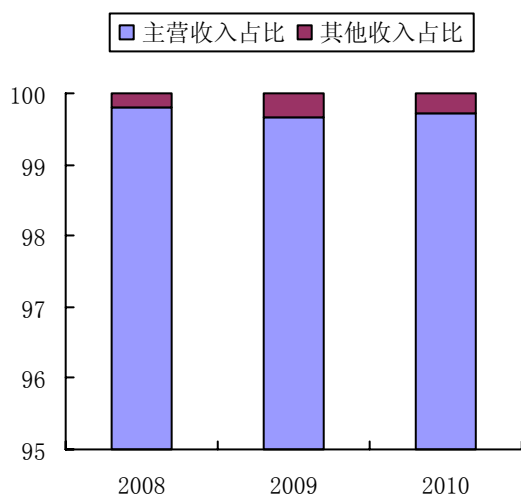
公司股东金石投资承诺：若公司刊登招股说明书之日距其对公司增资工商变更登记手续完成之日（2010 年 3 月 26 日）不满十二个月的，在其对公司增资工商变更登记手续完成之日起三十六个月内，不转让或委托他人管理所持有的发行人的股份，也不由发行人回购该部分股份；否则，即公司刊登招股说明书之日距其对公司增资工商变更登记手续完成之日（2010 年 3 月 26 日）满十二个月的，则自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内，不转让或委托他人管理所持有的发行人的股份，也不由发行人回购该部分股份。

公司董事、高级管理人员的林聪颖、陈金盾、陈加贫及陈加芽承诺各自控制的公司法人股东锁定期满后，在担任发行人董事、高级管理人员期间，每年转让直接或间接持有的发行人股份不超过其所直接或间接持有的股份总数的 25%；离职后半年内不转让其所直接或间接持有的发行人的股份；在申报离任六个月后的十二月内通过证券交易所挂牌交易出售发行人股票数量占其所直接或间接持有发行人股票总数的比例不超过百分之五十。

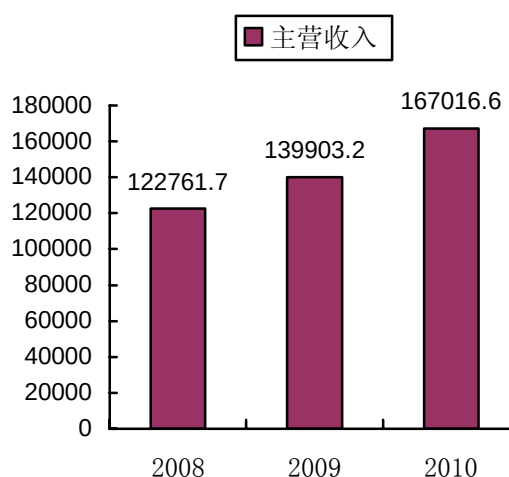
2.2、公司主营业务突出：男裤、茄克为收入主要来源

公司主营业务是设计、生产和销售九牧王品牌的男裤、茄克、T 恤、衬衫及其它服饰类产品。公司主营业务突出，其销售占比均在营业收入的 99%以上，公司主营业务收入保持逐年稳步增长。2010 年度公司主营业务收入较 2009 年度增加了 27113.40 万元，增幅为 19.38%，2009 年度公司主营业务收入较 2008 年度增加 17141.42 万元，增幅为 13.96%。如图表 3、4。

图表 3：公司主营业务收入占比情况



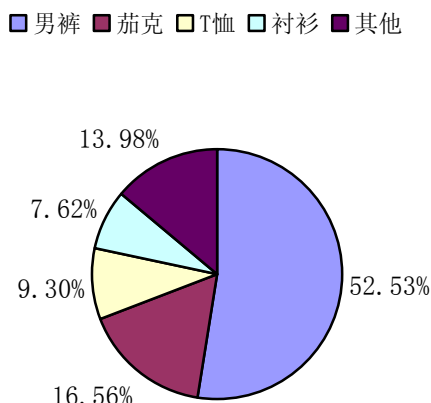
图表 4：公司 2008 - 2010 主营收入 (单位：万元)



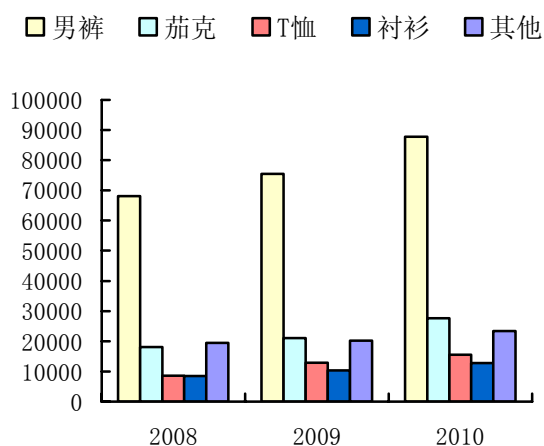
资料来源：公司招股书，中投证券

从具体的产品来看，公司主营业务收入主要来源于公司主导产品男裤和茄克。男裤一直以来都是公司的核心产品，在行业中具有较高的知名度和美誉度，“男裤专家”在广大消费者心中赢得高度认同。随着公司系列产品研发能力的提高和品牌宣传力度的加强，公司实施以男裤为核心，选择茄克品类为重点突破的产品线延伸策略，取得较好成效，茄克销售综合市场占有率已连续两年位居全国第二，公司产品收入结构更趋合理。另外，在以男裤为核心品类带动系列化男装服饰的发展思路下，最近三年，公司 T 恤、衬衫等产品的销售也获得了快速增长。如图表 5、6。

图表 5: 公司 2010 年按产品分类收入构成



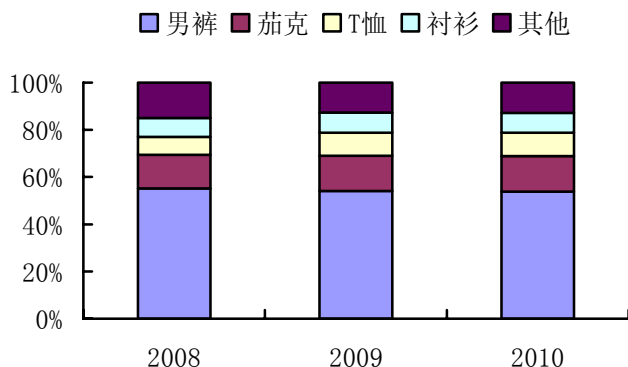
图表 6: 公司近年来按产品收入情况(单位: 万元)



资料来源: 公司招股书, 中投证券

同样, 10 年公司主营业务毛利的主要来源也是男裤及茄克, 其产生的毛利占公司主营业务毛利总额均超过 68%。

图表 7: 2010 年公司主营业务毛利按产品分类情况



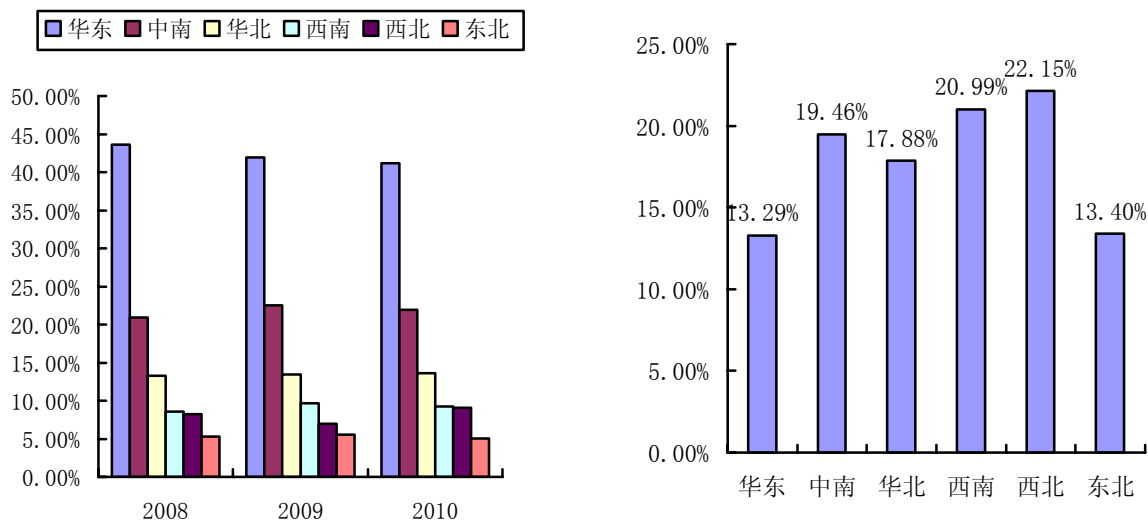
资料来源: 公司招股书, 中投证券

2.3、公司产品主销华东、中南及华北地区, 加强开拓弱势市场

从销售区域来看, 公司的销售市场主要集中在华东、中南及华北地区, 10 年上述三地区实现的收入比重保持在 70%以上, 是公司收入和利润的最重要来源, 西南、西北及东北地区的销售占比维持在 30%左右。公司在维持重点区域稳步增长的情况下, 不断加大西南、西北及东北地区的市场开拓力度, 提高其市场占有率。从销售收入增长速度来看, 西北地区是公司销售增长最快的地区。如图表 8、9。

图表 8: 公司 2008 - 2010 年各区域销售占比

图表 9: 公司各区域销售增长率

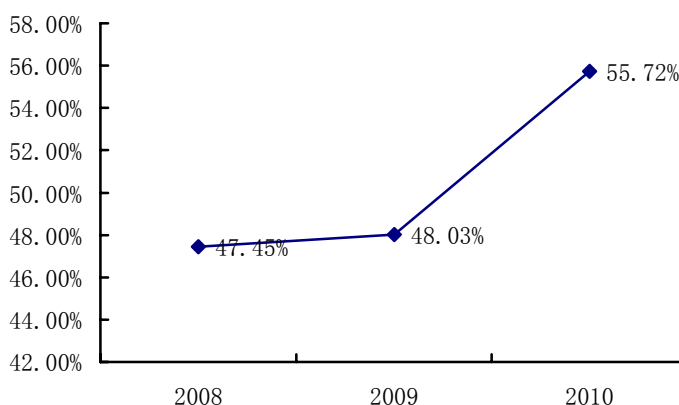


资料来源：公司招股书，中投证券

2.4、公司通过终端产品提价，使得毛利率稳步提升

10 年，由于公司对终端产品售价逐年提升，且成本得到较好控制，公司主营业务毛利率逐年上升。2010 年度主营业务毛利率较 2009 年度增长较大，2009 年度主营业务毛利率与 2008 年度主营业务毛利率基本相当。如下图所示。

图表 10：公司主营业务综合毛利率

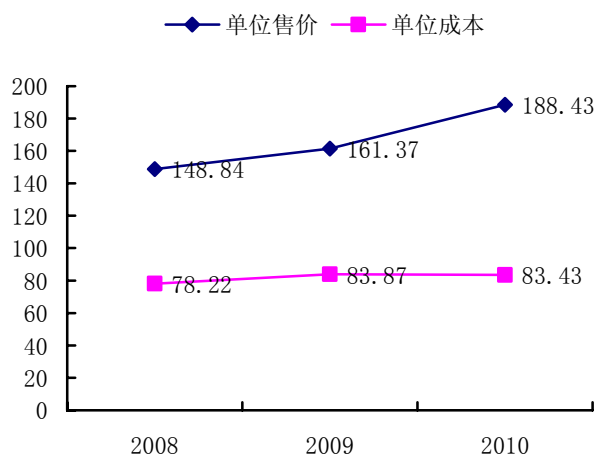


资料来源：公司招股书，中投证券

公司产品主要定位于中高端市场，随着品牌效应的扩大，消费者认可度的提高，公司逐年提高产品档次，同时提高产品的附加值，使得产品销售价格逐年提升。2010 年公司产品平均售价较 2009 年上涨 27.06 元，增长 16.77%，2009 年公司产品平均售价较 2008 年上涨 12.53 元，增长 8.42%。

同时，随着公司业务纵向一体化经营模式的日益完善，公司规模的不扩扩大，公司对成本的控制能力也日益加强。公司 2010 年平均单位成本较 2009 年减少 0.44 元，下降 0.52%，2009 年平均单位成本较 2008 年增加 5.65 元，增长幅度为 7.22%。如图表 11。

图表 11：公司单位产品售价及成本（单位：元/件）



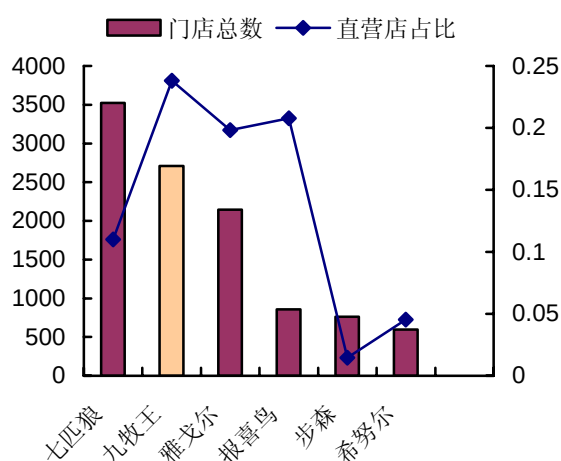
资料来源：公司招股书，中投证券

从上图可以看出，公司单位产品销售价格的提升幅度大于单位产品成本的增长幅度，完全消化了成本的增长带来的压力，从而使得公司的毛利率保持了稳定的增长。

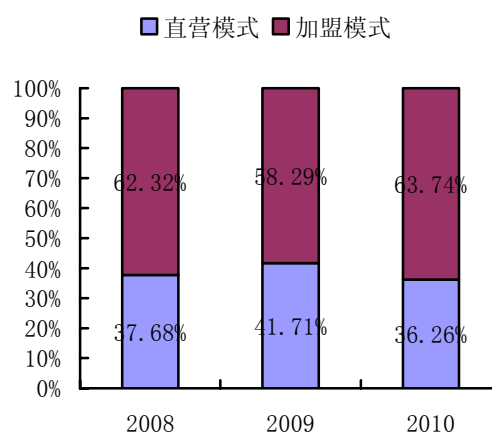
2.5、公司直营门店占比高，未来发展注重直营店的建设

公司产品通过直营和加盟两种模式进行销售。10 年，公司直营终端数量占全部营销终端的比例为 25%左右，高于大多数以加盟为主、直营为辅作为销售模式的同行业上市公司。由于直营店比例较高，公司的直营销销售收入占到总销售收入的比重基本维持在 40%左右。截至 2010 年 12 月 31 日，公司门店数量及直营店占比月同行业其他上市公司的比较如下图所示：

图表 12：公司与同行业上市公司门店数量及直营店占比情况



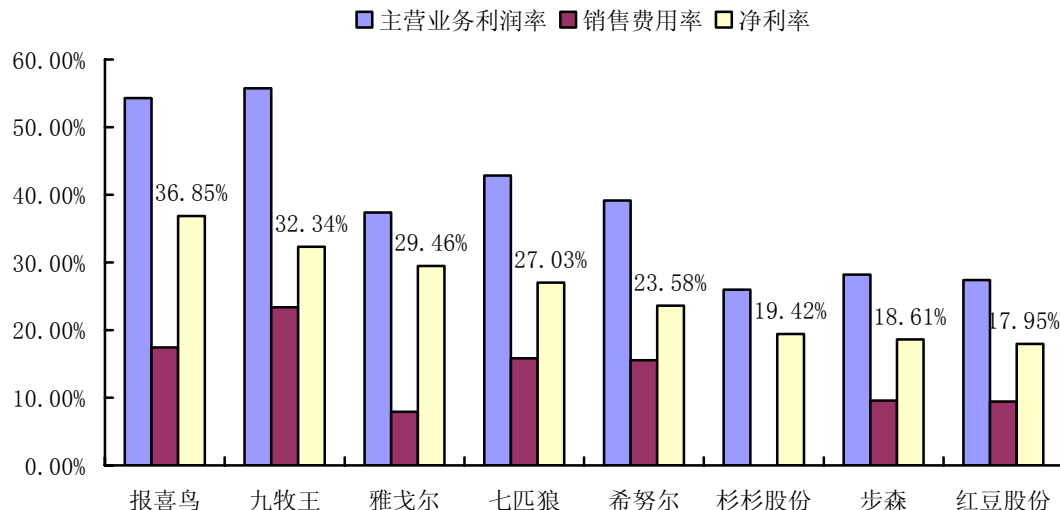
图表 13：公司 08-10 主营收入按不同销售模式构成情况



资料来源：公司招股书，各公司公告，中投证券

由于直营模式的毛利率相对加盟模式的要高，使得公司主营业务毛利率较同行业上市公司平均水平偏高。然而一般而言，直营比重较高的企业，其销售费用率也相对较高。综合考虑主营业务毛利率与销售费用率的水平，公司与同行业上市公司比较情况如下：

图表 14：公司与其他上市公司盈利能力对比

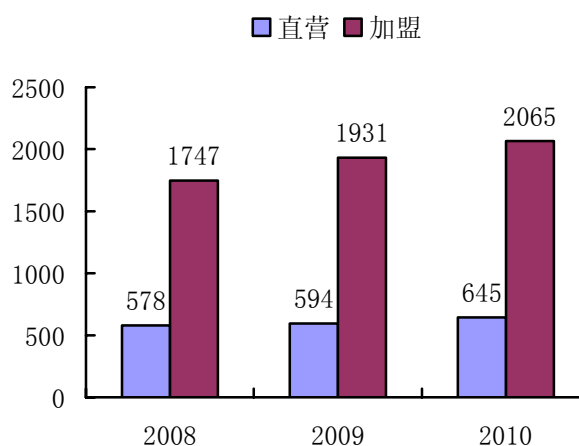


资料来源：各公司公告，中投证券

从上图可以看出，公司主营业务利润率在上述公司中最高，在扣除了销售费用率后，公司的净利率仍达第二。由此可见，直营终端在协助公司控制终端，提升品牌形象和影响力方面发挥重要作用的同时，也体现出了良好的经济效益。

在直营店占比较高而带来可观的盈利的情况下，公司将注重直营店的建设，公司直营店数量从2008年的578家增长到2010年的645家，09、10年公司直营店数量的增长率分别为2.77%和8.59%，而加盟店数量的增长率分别为10.53%和6.94%。可以看出，公司直营店的建设力度上将超过加盟店。在本次募投资金项目中，公司将利用部分资金新增162家直营店和176家加盟店，扩张营销网络。

图表 15：公司 2008 - 2010 年不同性质店铺数量



资料来源：公司招股书，中投证券

三、我国服装市场容量大，城市化进程推动消费升级

3.1、国民经济增长、城市化进程继续推动服装内需市场增长

我国经济自改革开放三十多年来一直保持高速平衡发展，随着国内经济的

持续增长,我国服装零售市场规模不断扩大。2010年,我国服装市场销售势头良好,同比呈现加速增长。据中华全国商业信息中心的统计,全国重点大型零售企业服装类商品零售额同比增长21.2%,比上年高出5.6个百分点;各类服装零售量同比增长10.2%,比上年高出2.9个百分点。

随着国内经济增长态势的进一步稳固,企业盈利的增加和个人收入预期的提高,预计食品、日用品、服装、娱乐等基本消费增速将进一步回升。根据Euromonitor International预计,中国服装市场增长速度将走出低谷,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。

服装业是一个永续产业,我国服装业在经历了产业化、品牌化的改造后,进入了一个相对成熟的阶段。服装行业内需市场不断增长,在人民币不断升值的大背景下,更多的企业转向开发国内市场,同时随着经济发展以及城市化进程不断推进,二、三级城市及城镇市场迅速崛起,更为广阔的潜在市场被开发出来。根据国家统计局公布的数据显示,2009年中国城镇人均衣着支出1,284.20元,最近4年复合增长率12.54%;农村人口人均衣着支出232.5元,最近4年复合增长率为11.85%。2008年-2009年服装类消费增长的速度一直高于消费品零售增速,未来中国服装消费市场空间巨大。

3.2、男装市场增长强劲,市场份额持续上升

根据Euromonitor International的数据显示,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%。

男式休闲装居于主导地位,市场份额进一步上升。随着消费习惯和偏好的多样性,个性、舒适的休闲服装博得越来越多男性的青睐。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%,预计到2013年将占男装零售总额的48.6%。

由于休闲潮流的盛行,休闲设计理念逐渐渗透到正装领域,出现了介于正装与休闲装之间的商务休闲装。根据Euromonitor International数据显示,商务休闲男装零售额从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。预计2009至2013年商务休闲男装的年复合增长率将达到17.5%。

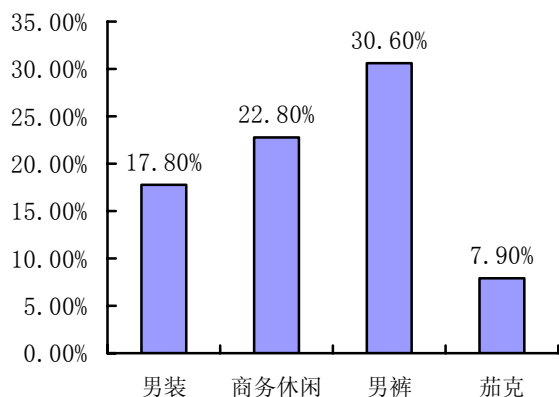
男式正装增速最慢,市场份额逐步下降。三大男装类别中,正装的历史最悠久,发展也最平稳。由于受休闲装特别是商务休闲装的冲击,正装的增速在缓慢,其2004至2009年的年复合增长率为15.5%,占男装零售总额的22.4%,预计到2013年市场份额将下降为20.6%。

男裤年增长率高于其他各类男式服装,未来销售额稳中有升。根据Euromonitor International的数据显示,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%。

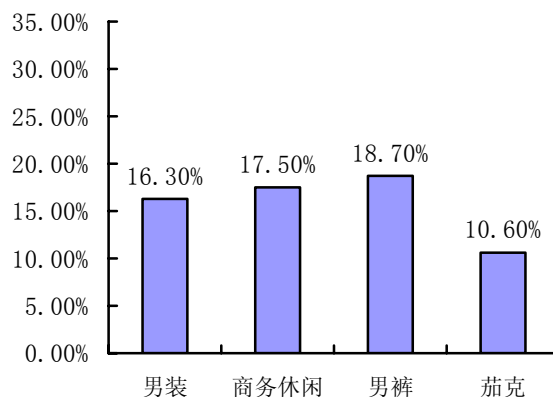
茄克市场份额稳中有降。茄克单价较高,通常同一品牌的男式茄克的价格

为男裤价格的 2 倍以上，且茄克的穿着只有春、秋、冬三季，且大部分茄克可以春秋和冬天共穿，决定了男式茄克与男裤和男衬衫相比，购买频率相对较低，导致其增长率较低。根据 Euromonitor International 统计，2009 年男式茄克零售额为 413 亿元，低于裤装、衬衫和套装。但随着休闲风的盛行，男士商务休闲装发展强劲，部分穿着套装的人士转向茄克和休闲裤的购买，在一定程度上将会刺激茄克市场的增长。预计 2009 至 2013 年，茄克的年平均增长率将达到 10.6%，高于 2004 至 2009 年的 7.9% 的年复合平均增长率。

图表 16: 04 - 09 年我国男装市场各类服饰零售额的年复合增长率



图表 17: 09 - 13 年我国男装市场各类服饰预计年复合增长率

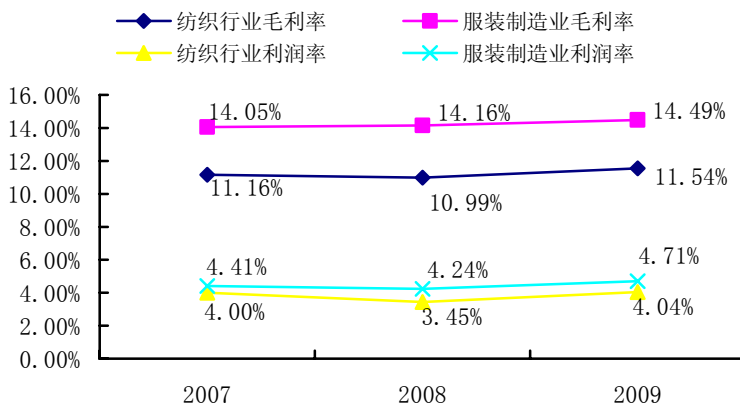


资料来源: Euromonitor International, 中投证券

3.3、行业利润水平保持稳定增长

近年来，服装行业利润保持稳定增长，行业利润率水平平稳。国家统计局的数据显示，近年来纺织服装业利润增长幅度超过收入增长幅度，呈现较好的行业景气度。

图表 18: 我国纺织服装行业 2007-2009 年行业利润情况



资料来源: Wind 数据库, 中投证券

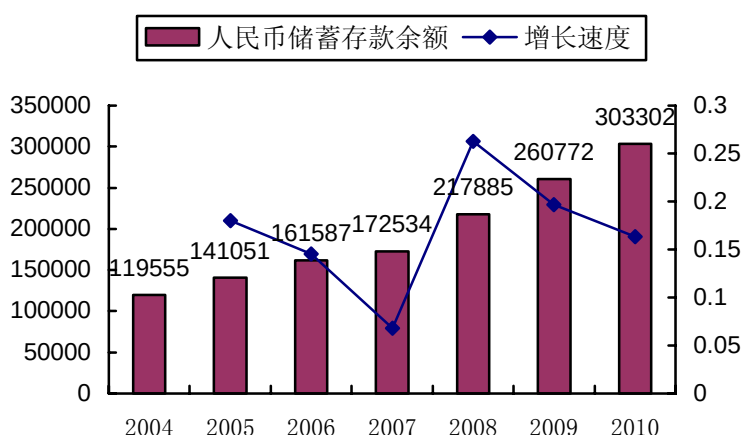
我国服装行业经过几十年的发展，在国家产业政策的支持下，形成了完整的产业链和发达的产业集群，此外，不断依靠技术改进，生产效率、管理效率的提升，使得行业利润水平保持了稳定的增长。2007 年至 2009 年间，虽然受国际金融危机影响，我国服装行业盈利水平有所波动，但总体仍保持平稳。

3.4、居民收入水平提高，促进消费结构升级

根据国家统计局统计，2004-2010年我国城镇居民人均可支配收入始终保持持续增长态势。其中2008年至2009年间，虽然受国际金融危机影响，国内经济增长增速减缓，但城镇居民人均可支配收入的增速仍达到8.4%和9.8%，2010年，全国经济起暖回升，城镇居民人均可支配收入增速达到11.3%。

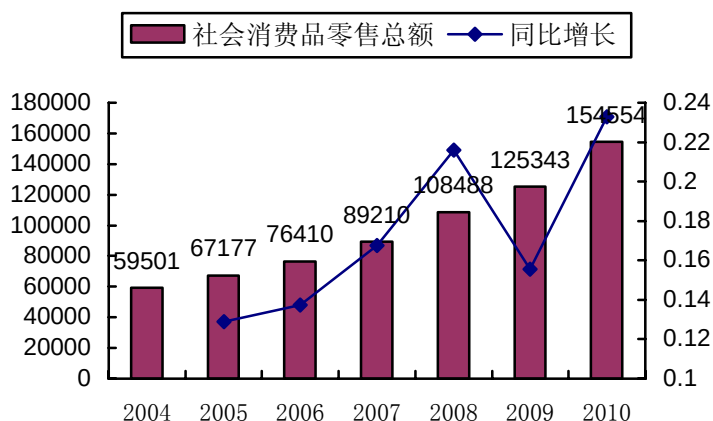
2004-2010年，在居民人民币储蓄存款余额持续增长的情况下，随着居民消费结构的升级，社会消费品零售总额增长率始终保持增长态势。2010年，社会消费品零售总额154,554亿元，同比增长18.4%，其中，服装鞋帽、针织纺织品类增长24.8%，由此可见，随着居民人均可支配收入的持续增长，服装行业的市场行情仍将持续向好发展。

图表19：2004-2010年居民人民币储蓄存款余额及增速（单位：亿元）



资料来源：中国人民银行公告信息，中投证券

图表20：2004-2010年社会消费品零售总额及增速（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中投证券

四、公司在行业中的竞争地位及优势：

4.1、“男裤专家”-公司是服装行业男裤市场的领跑者

九牧王品牌是以男裤著称的商务休闲男装品牌，公司的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。公司一直致力于打造成为中国男裤市场第一品牌，2009 年公司西裤的市场占有率约为 12.59%，远高于其他竞争对手。

同时，公司也是我国西裤、水洗整理服装国家标准的参与制定起草单位，凭借其男裤市场的领导者地位，公司坚持专注以男裤为核心的中高档商务休闲男装的发展战略，致力成为中国中高档商务休闲男装行业的领导企业。

4.2、“专业好品质”-公司最为突出的核心竞争力之一

九牧王品牌自推出以来，公司管理层始终视高品质为企业的立命之本，不断改善产品品质。公司通过引进先进的生产设备、独特的生产工艺、严格的产品质量控制，外加公司视产品品质为其核心理念保证了公司生产的产品拥有“专业好品质”，并成为公司最重要的品牌资产、核心价值及品牌象征，是公司最为突出的核心竞争力之一。

公司依靠“专业好品质”的产品赢得了消费者的良好口碑，进一步提高了九牧王品牌的美誉度，累积了一大批忠实的消费者

4.3、业务纵向一体化，创造高价值供应链

公司采用业务纵向一体化模式开展及管理产品供应链的主要阶段，包括设计、研发、生产、销售等，使公司对供应链的所有主要环节实施最有效的控制，确保能够以市场为导向迅速反映，根据分布在全国的销售终端所反馈的市场信息，借助公司的设计研发能力，有效利用自有生产线迅速调整生产以配合市场走势，缩短了将产品推出市场的时间。

业务纵向一体化模式优化了公司的存货数量、种类和库龄，降低了多余或者不受欢迎的产品数量，不再需要采用大量折扣政策以刺激这类产品的销售，从而大大提高了公司的整体经营效益。

4.4、直营终端占比高，销售渠道显优势

公司多年来不断扩大终端销售网络，截至 2010 年 12 月 31 日，公司直营与加盟终端数量已经超过 2,700 家，覆盖了全国 31 个省、自治区及直辖市主要城市的重点商圈，终端门店的数量在同行业上市公司中位居前列。

另外，公司在成立初期便采用直营模式来开拓市场，并且一直注重直营终端的发展建设，目前，公司的直营与加盟比例约为 1: 3，直营终端占销售终端总数的比例位居同行业上市公司第一。高比例的直营终端数量，使得公司在销售终端塑造了高度标准化管理，树立了品牌形象，同时辐射周边区域店铺，减少与终端信息的不对称，大大提高了公司经营决策的准确性和针对性，且由于直营模式可获得销售环节部分的利润，因此大大提高了公司整体的盈利能力。直营终端与加盟终端并重发展的扩张策略，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。

4.5、商品系列化及多品牌运作积极筹划中

在商品设计研发上，公司将进一步挖掘“商务”、“休闲”及“绅士运动”系列的设计理念，通过有效的店铺集群，细分目标市场，不断丰富九牧王品牌的产品线，以满足不同细分市场、不同场合着装需求。

另外，公司计划在原九牧王品牌的基础上布局公司母品牌和子品牌的二级品牌架构。九牧王为公司母品牌，作为商务休闲男装品牌，延续原有男裤市场优势，并在此基础上继续深化商品系列化运作，将九牧王品牌产品线进行延伸，满足消费者的个性化需求，最大限度的占领细分市场；另外，公司拟建设若干

子品牌：目前已有 FUN、Calliprimo、VIGANO'三个子品牌，其中 FUN 作为大众休闲品牌，拟以时尚、品味、简约为其主要风格；Calliprimo 拟以潮流、个性化、性价比高为主要诉求；VIGANO'拟作为高端品牌。公司商品系列化及多品牌运作计划将全面覆盖从低端到高端的各个细分市场，适应不同消费群体的需求，立志使公司成为中国商务休闲男装行业的领导品牌。

五、募集资金项目分析

公司本次发行募集资金将投资于营销网络建设、供应链系统优化升级、信息系统升级、设计研发中心建设项目，具体如下：

图表21： 公司募投项目

项目名称	拟投入募集资金 (万元)	建设期(年)	回收期(年)
营销网络建设项目	131,992.60	2	6.20
供应链系统优化升级项目	12,996.30	2	6.40
信息系统升级项目	14,597.60	3	-
设计研发中心建设项目	5,147.56	1	-

资料来源：公司招股书，中投证券

5.1、营销网络建设项目

根据公司营销网络的现有基础条件和未来发展目标，本项目拟以租赁和购买的方式在直辖市、省会等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建设战略加盟店 176 家。

图表22： 营销网络建设项目主要内容

店铺类型	数量(家)			面积(平方米)		
	购买	租赁	合计	购买	租赁	合计
直营店	36	126	162	6,470	40,270	46,740
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，中投证券

截至 2010 年 12 月 31 日，公司共有销售终端 2,710 家，但覆盖区域主要集中于一级城市的核心商圈，二、三级城市销售终端的建设较为薄弱。随着我国经济的快速发展，国民收入的不断提高以及城市化进程的不断推进，二、三级城市消费能力不断提高，逐渐成长为公司新的目标市场，本次募集资金投资项目在继续巩固一级重点城市的同时适度在二、三级城市进行战略布局，并以此辐射到周边市场，带动区域内多层次市场的发展，以完善公司营销网络的区域分布，拓展新的消费群体。

该项目的实施，特别是加大直营店及专卖店的比重，将会起到公司品牌推广、店铺示范的作用，同时开拓市场空白，扩大公司的市场占有率，有效控制稀缺店铺资源，大大提高公司的利润。

该项目完成后，预计年均新增营业收入 113,304.70 万元，年均新增净利润 17,586.60 万元，税后项目投资财务内部收益率为 15%。

5.2、供应链系统优化升级项目

本项目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。项目建设具体情况如下：

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 万条的产能。

②新建 4 条西裤吊挂生产流水线，形成年产西裤 93 万条的产能。

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。

⑤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 万条的产能；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。

该项目达产后，预计年均新增销售收入 15,066.40 万元，年均新增税后净利润 1,898.20 万元，税后项目投资财务内部收益率为 17.80%。

5.3、信息系统升级项目

本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。

通过优质、高效的信息化管理系统建设，公司将打造具有行业领先水平、高度集成的信息化管理平台，以降低业务运营成本，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，促进公司战略实现。

5.4、设计研发中心建设项目

本项目是为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 样板制作 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。

该项目的实施将提高公司设计研发水平，大幅提升设计研发中心的服务和资源整合能力，提高公司产品品牌附加值，保证公司的产品在设计研发上的领先性和难以模仿性，为公司的长期可持续发展提供新的契机。

六、风险因素

公司销售网点的扩张和单店收入是公司利润的重要来源，国内居民消费水平增长将决定公司未来的增长。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	971	2900	3236	4087	营业收入	1675	2096	3115	4319
现金	221	2008	1869	2188	营业成本	744	922	1388	1945
应收账款	78	116	166	234	营业税金及附加	4	4	7	9
其它应收款	9	16	23	32	营业费用	391	488	725	1005
预付账款	138	171	257	360	管理费用	105	128	192	266
存货	449	521	807	1120	财务费用	0	-35	-63	-66
其他	77	68	114	152	资产减值损失	11	10	10	10
非流动资产	621	1759	2460	2924	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	1526	2263	2745	营业利润	420	580	855	1149
无形资产	118	118	118	118	营业外收入	3	3	3	3
其他	204	116	79	61	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	1592	4659	5696	7011	利润总额	420	581	856	1150
流动负债	616	677	981	1309	所得税	60	83	122	164
短期借款	37	25	29	27	净利润	361	498	734	986
应付账款	202	223	349	483	少数股东损益	0	0	0	1
其他	378	430	603	799	归属母公司净利润	360	498	733	985
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	420	592	892	1220
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.80	0.87	1.28	1.72
其他	0	0	0	0					
负债合计	616	677	981	1309	主要财务比率				
少数股东权益	67	67	68	68	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	453	573	573	573	成长能力				
资本公积	91	2479	2479	2479	营业收入	19.3%	25.2%	48.6%	38.7%
留存收益	364	862	1596	2581	营业利润	64.6%	38.2%	47.4%	34.4%
归属母公司股东权益	909	3915	4648	5633	归属于母公司净利润	39.8%	38.2%	47.3%	34.4%
负债和股东权益	1592	4659	5696	7011	获利能力				
					毛利率	55.6%	56.0%	55.4%	55.0%
					净利率	21.5%	23.7%	23.5%	22.8%
					ROE	39.7%	12.7%	15.8%	17.5%
					ROIC	55.3%	27.5%	27.7%	30.8%
					偿债能力				
					资产负债率	38.7%	14.5%	17.2%	18.7%
					净负债比率	5.97%	3.62%	2.92%	2.08%
					流动比率	1.58	4.28	3.30	3.12
					速动比率	0.84	3.51	2.48	2.27
					营运能力				
					总资产周转率	1.16	0.67	0.60	0.68
					应收账款周转率	19	21	22	22
					应付账款周转率	4.42	4.34	4.85	4.67
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	0.87	1.28	1.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.77	1.04	1.49
					每股净资产(最新摊薄)	1.59	6.83	8.11	9.83
					估值比率				
					P/E	29.02	26.57	18.04	13.42
					P/B	11.51	3.38	2.85	2.35
					EV/EBITDA	31	22	15	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

孔军, 中投证券研究所纺织服装行业分析师, 中国纺织大学工学硕士, 8 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 鲁泰 A、报喜鸟、雅戈尔、伟星股份、罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺、七匹狼、山东如意、美邦服饰等

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434