

营销渠道完善，增长超预期

增持首次

目标价格：35.4 元

投资要点：

- 中期业绩靓丽，收入利润双双大增。
- 纵向一体化的运营模式保证品牌高质量。
- 加大渠道建设和拓展，完善营销网络布局。

报告摘要：

- **中期业绩靓丽，收入利润双双大增。**2011 年上半年，公司克服了原材料价格及人工成本上涨等不利因素，加强成本控制，保持良好的发展势头。2011 年上半年，公司实现营业收入 9.64 亿元，较上年同期增长 31.02%；归属于上市公司股东的净利润 2.35 亿元，较上年同期增长 42.39%。主要的增长原因：一是上半年公司加强营销渠道的建设，带动主营业务收入快速增长；二是公司产品结构更加合理，同时，随着公司品牌知名度和终端运营管理能力的提升，带动了平均单店业绩的稳步提升，促进主营业务收入快速增长。
- **纵向一体化的运营模式保证品牌高质量。**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。依靠这一模式，公司能对供应链管理的各环节进行控制，保证产品的专业品质和运营效率。
- **直营加盟双渠道并行发展。**公司采用直营和加盟相结合的模式进行销售，截至 10 年末，公司共拥有门店 2710 家，其中直营和加盟数量分别为 645 家和 2065 家。下半年将继续加大渠道建设和拓展，完善营销网络布局，巩固一线城市同时加强二三级城市的拓展。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2011 年—2013 年的每股收益分别为 0.87 元、1.18 元和 1.38 元，按 8 月 23 日收盘价 27.16 元，对应市盈率为 31.22 倍、23.02 倍、19.68 倍，按 2012 年 30 倍的 PE 估值，未来 6 个月公司的合理价格在 35.4 元，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万）	1,674.81	2,153.82	2,762.32	3,514.75
增长率（%）	19.3	28.6	28.25	27.24
归属母公司股东的	360.33	499.02	656.12	786.32
净利润(百万)				
增长率（%）	39.79	38.49	31.48	19.84
每股收益-摊薄	0.80	0.87	1.18	1.38
市盈率	--	31.22	23.02	19.68

中小市值上市公司研究组

纺织服装行业

高级分析师：

王凤华（S1180511010001）

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益	0.50
摊薄每股收益	0.50
净资产收益率	16.21%
总股本(百万)	572.93
流通股(百万)	96
流通股市值(百万)	2607.36
8月23日收盘价(元)	27.16

数据来源：Wind

■ 主营业务收入和毛利分析

公司主营业务全部为销售服装产品的收入，公司 2011 年上半年主营业务收入较上年同期增长了 31.34%，主要原因是：（1）公司加强营销渠道的建设，6 月末销售终端达到 2867 个，较去年同期增加了 365 个，带动主营业务收入快速增长。（2）随着公司品牌知名度、美誉度、忠诚度及终端运营管理能力的提升，带动了平均单店业绩的稳步提升，促进主营业务收入快速增长。（3）公司“纵向一体化”的供应链管理可有效实现快速补货生产，进一步提高了公司的盈利水平。

从收入的构成来看，男裤占比最高，男裤收入占公司主营业务收入的 54.04%，较上年同期增长 22.23%，男裤一直以来是公司的核心产品，在行业中具有较高的知名度和美誉度，其市场综合占有率已连续十一年位居全国第一。另外，衬衫销售收入较上年同期增长 96.98%，增幅排在第一位；茄克收入较上年同期增长了 58.25%；T 恤收入较上年同期增长了 12.03%；其他类别收入则较上年同期增长了 23.35%。

表 1：主营业务收入分产品情况

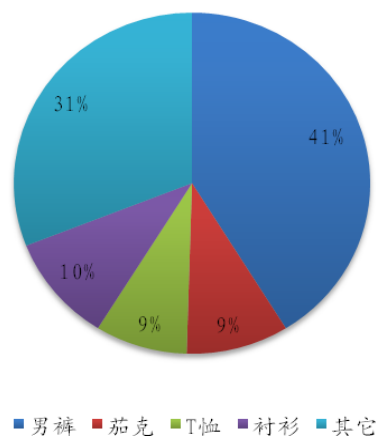
单位：万元

主营业务分产品情况	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入同比增长 (%)	主营业务成本同比增长 (%)	毛利率同比增长 (%)
男裤	51,982.05	22,509.79	56.70	22.23	25.11	-1.00
茄克	11,724.89	5,310.77	54.71	58.25	59.08	-0.24
T 恤	10,528.44	4,357.84	58.61	12.03	17.16	-1.81
衬衫	12,858.85	5,009.68	61.04	96.98	105.23	-1.57
其它	39,093.73	4,478.37	50.75	23.35	23.89	-0.22
合计	96,187.97	41,666.44	56.68	31.34	33.95	-0.84

资料来源：宏源证券 公司中报

图 1：主营业务收入构成

主营业务收入构成

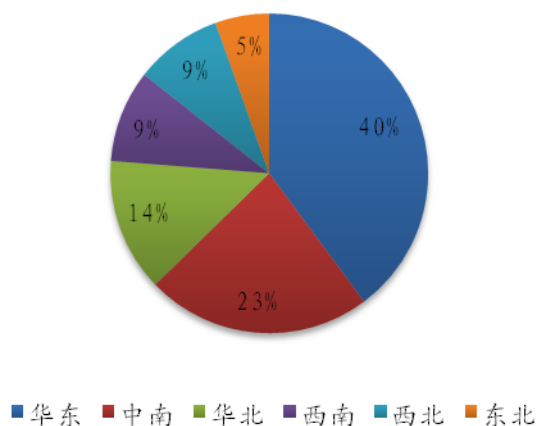


资料来源：宏源证券 公司中报

分地区来看公司的主营业务收入,公司的销售市场目前仍主要集中在华东、中南及华北地区,上半年这三个地区的营业收入占比在 76%左右,是公司收入和利润的最重要来源。未来公司在维持重点区域稳步增长的情况下,将加大西南、西北及东北地区的市场开拓力度,提高其市场占有率。2011 年上半年,公司东北区营业收入较上年同期增长 48.79%,成为公司收入增长最快的区域。

图 2: 主营业务收入区域分布状况

主营收入地区构成



资料来源: 宏源证券 公司中报

2011 年上半年,由于主营成本的增长超过主营业务的成长,公司各产品的毛利相比去年同期出现轻微的下降,但总体来看,还是保持在较高的水平,说明公司拥有很强的盈利能力。

财务指标分析

从公司最近几年的盈利指标中可以看出,2008 -2010 年度,公司营业收入和净利润持续增长,营业收入从 2008 年的 12.30 亿万元增长到 2010 年 16.75 亿万元,净利润从 2008 年的 19,733 万元增加到 2010 年的 36,050 万元。同样,2008-2011 年中期,销售毛利率和销售净利率也是逐年稳步增加。

2011 年上半年,公司完善的渠道管理和营销策略帮助公司的业绩大幅增长,超过市场预期,营业收入增长了 31.02%,预计下半年将继续保持稳定增长势头,全年的收入增长率有望达到 28.60%。净利润增长 43.71%,公司的盈利能力进一步提高。

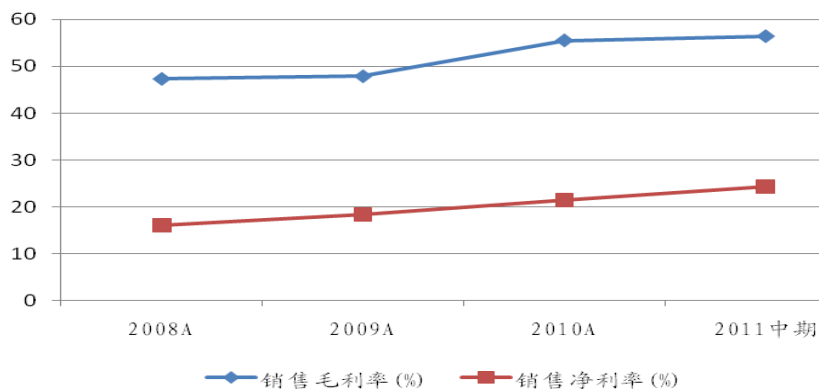
表 2: 近三年主要财务指标

九牧王	2008A	2009A	2010A	2011 中期	2011E
营业收入(百万元)	1,230.11	1,403.91	1,674.81	963.74	2,153.82
营业收入增长率 (%)		14.13	19.30	31.02	28.60
净利润 (百万元)	197.33	257.99	360.50	235.34	499.02
净利润增长率 (%)		30.74	39.74	43.71	39.79

销售毛利率(%)	47.34	47.90	55.56	56.46
销售净利率(%)	16.04	18.38	21.52	24.42

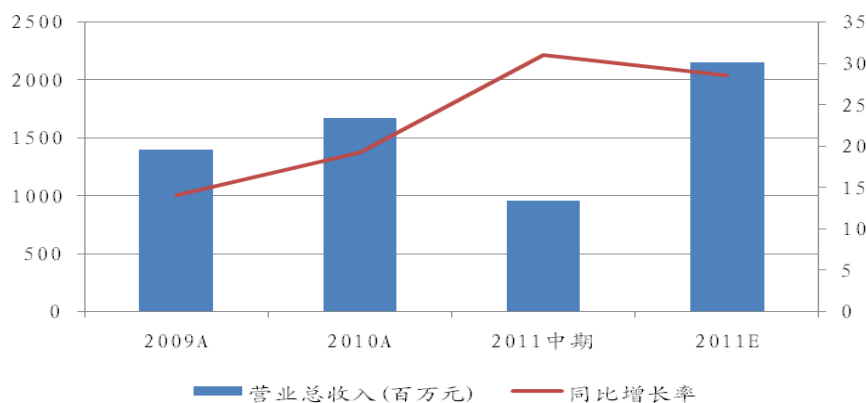
资料来源: 宏源证券 Wind

图 3: 销售毛利率与净利率



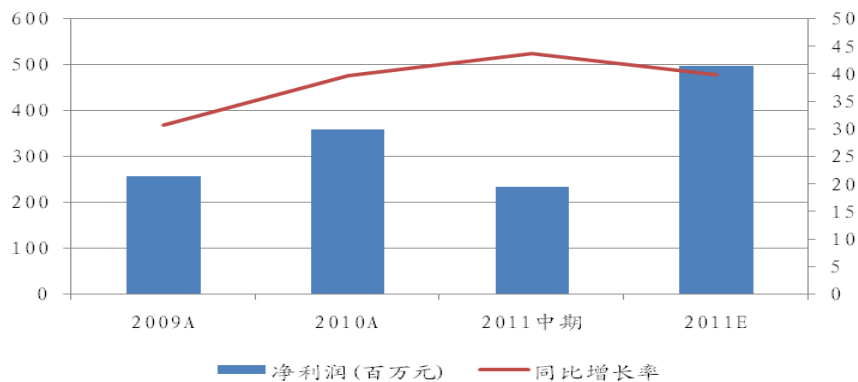
资料来源: 宏源证券 Wind

图 4: 营业收入及其增长情况



资料来源: 宏源证券 Wind

图 5: 净利润及其增长情况



资料来源: 宏源证券 Wind

品牌、渠道优势明显

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。截至 2010 年，九牧王品牌男裤市场综合占有率连续十一年位居全国第一；九牧王品牌商务休闲男装市场综合占有率首获第一；九牧王品牌茄克市场综合占有率连续三年位居全国第二。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”已成为九牧王品牌的象征。

由于公司定位为比较高端的男装市场，所以以发展一二线城市的销售终端为主。与行业中其他品牌相比，公司的营销特点是采取直营与加盟混合、商场专柜与专卖店并存的营销网络，有效提升了品牌的形象和知名度。目前，公司在一二线城市百家重点商场的覆盖率达到 80%，到 2011 年 6 月，公司的营销终端共有 2867 家，其中直营的份额在同行业中处于领先地位。

根据公司的营销策略，公司未来两大发展方向是适度加快加盟店开店速度，深入二三线城市扩张，以及通过多品牌运作拓宽发展空间。下半年，公司将加大渠道建设和拓展，完善营销网络布局，在巩固一级城市的同时继续加强二三线城市拓展。

盈利预测与估值

公司的募集资金主要用于营销网络建设、供应链系统优化升级、信息系统升级及设计研发中心这四个项目的建设。目前，营销网络项目已经投入 3.03 亿万元，占总投入的 23%。随着公司营销网络以及渠道建设的完善，公司未来的盈利能力将显著提高。

根据我们的业绩估值模型，预计公司 2011 年—2013 年的每股收益分别为 0.87 元、1.18 元和 1.38 元，按 8 月 22 日收盘价 27.16 元，对应市盈率为 31.22 倍、23.02 倍、19.68 倍，按 2012 年 30 倍的 PE 估值，未来 6 个月公司的合理价格在 35.4 元，首次给予“增持”评级。

表 3：盈利预测表

盈利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万）	1,674.81	2,153.82	2,762.32	3,514.75
增长率（%）	19.3	28.6	28.25	27.24
归属母公司股东的净利润(百万)	360.33	499.02	656.12	786.32
增长率（%）	39.79	38.49	31.48	19.84
每股收益-摊薄	0.80	0.87	1.18	1.38
市盈率	--	31.22	23.02	19.68

风险提示

下半年通货膨胀等因素对消费市场的影响，可能会造成服装市场行情减退，从而影响公司盈利；直营专卖店扩张使费用率上升影响公司的盈利水平。

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。