



经营改善趋势渐显

中信证券研究部

2014年11月19日

鞠兴海

电话: 021-20262106

邮件: juxh@citics.com

执业证书编号: S1010510120059

汪蓉

电话: 0755-23835392

邮件: wangrong@citics.com

执业证书编号: S1010511040003

薛缘

电话: 021-20262134

邮件: xueyuan@citics.com

执业证书编号: S1010514080007

事项:

近日我们调研了九牧王, 调研纪要如下:

纪要:

经营情况

截至 2014 年 9 月, 公司净关 154 家店, 其中加盟商净关店 217 家, 直营净开店 63 家。2014 年至今, 直营渠道单店略有增长, 加盟商订货减少是导致公司报表业绩下滑的主要原因。

2015 年春夏订货会的订货额降幅收窄。此次订货会采取加盟商自由订货模式, 并且加大控单量 (只定 70-80% 的货)。2015 年公司经营基调是稳增长。

经营战略

业务经营主要坚持两大方向: 1. 加强 O2O 产业链推进: 根据消费者变化来调整公司经营策略; 2. 零售转型落地: 解决加盟商盈利稳定问题, 目前直营处于健康状态, 加盟回升还需要帮助和调整。

未来希望做到产品高性价比, 不是降价, 而是同价下更好的产品体验。公司强调品牌定位, 品牌定位于心理年龄 33-42 岁的人群, 公司将紧密关注新进入的目标客群的需求。最近新聘请了一个 Armani 创意总监。

加盟商

加盟商调整还需要半年时间。目前加盟商订货谨慎, 主要因为看不清未来、担心新品售罄率低, 导致店内旧品率偏高 (旧品率占 20% 属合理水平, 现在旧品率逾 30%), 新品率不足容易引发恶性循环。

目前核心加盟商整体处于健康状态, 公司会对核心、能力强的加盟商给予支持, 而零散的、小型的加盟商洗牌对公司来说则是好事。因租金高、亏损大, 加盟商所关闭的主要是 2011-12 年开设的店面。目前租金市场有所松动, 料对未来开店也有帮助。

电商业务

目前公司电商渠道以消化库存为主。同时开发一些同价款, 占比正在提升, 约占 10-15%。公司主动控制电商销售。公司电商业务稳中有升, 每年增速维持在 20% 左右。

公司的 O2O 计划按如下三个步骤执行：

1. 自营电商，在天猫、京东开店。
2. 2014 年成立 O2O 项目组，打通直营分仓及加盟库存。先直营库存一体化（30 多个分公司、分仓），后引入加盟，在库存打通之后，实现线上销售、就近发货。今年 5 月，实现各分公司一体化；9 月，引入 10 多个加盟商完成一体化。
3. E 商城。整合 VIP 客户，未来与客户互动在该平台进行。

定制业务

公司计划于 2015 年年底启动定制业务。公司的要求是保证客户体验感一定要好。目前仍有两方面问题亟待解决：1. 店铺量体能力，手法、标准等需要下工夫；2. 利益分配问题，这牵涉到商场店、加盟商等与公司的关系。

产品品类

现在知名的男装品牌都是从单品起家的，雅戈尔衬衫、报喜鸟西装、九牧王裤装。公司提出做强做大男裤，因为裤子能够决定整个品味、而且百搭。近年来推出了几个较好的品类，包括：休闲衬衫，大衣（北方），单西服。

其他品牌

Fun，公司购买 Fun 商标，重新搭建管理团队、搭建渠道等。前两年出现一些问题，之前其以牛仔系列出名，近两年牛仔不是一个很好的方向。2014 年初，公司对其研发、销售等团队进行了调整，产品设计风格比较潮，主要面向 22-28 岁的年轻消费者。目前已有 31 家终端门店，基本开设在 shopping mall 里。

收购及战略布局

放弃收购浪肯是因为公司认为这个时点收购小众品牌不太合适，希望在最便宜的时点进行收购。

未来战略延伸的考虑：1. 专注于主业，并购性投资不会脱离主业。2. 战略性投资，公司对金融、医疗、男性消费相关等有兴趣，但肯定不会涉足地产行业。战略性投资业务未来可能发展成为公司的第二主业。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。