

## 九牧王 (601566)

增持/首次评级

股价：RMB23.02

### 分析师

程远

SAC 执业证书编号:S1000511080001

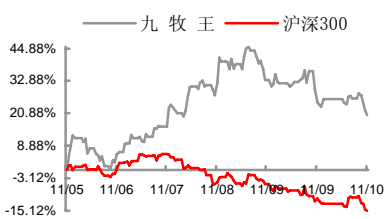
chengyuan@mail.htlhsc.com.cn

### 相关研究

### 基础数据

总股本 (百万股)	573
流通 A 股 (百万股)	573
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,189

### 最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

# 渠道扩张与同店增长双轮驱动稳定高速发展

- 2011 年前三季度公司营业收入为 14.8 亿元，同比增长 32.84%；毛利率为 56.22%，同比下降 0.08 个百分点；销售费用率为 20.38%，同比下降 2.63 个百分点；管理费用率为 7.01%，同比上升 0.91 个百分点；归属母公司净利润为 3.6 亿元，同比增长 42.1%；实现基本每股收益 0.71 元。
- 业绩增长符合预期，净利润增速持续快于收入增速。公司收入增长持续维持量价齐增的良好态势，主要源于公司渠道扩张加速和单店业绩提升明显。公司逐步调整产品结构，高毛利产品衬衫、夹克增幅均超过男裤，带动收入上升，报告期内销售收入保持了稳定的高增长。2012 年春季订货会金额同比增速符合市场预期。净利润增速超过收入增速主要源于费用控制得当。
- 加盟占比逐步提高带动毛利率持续微幅下降，但由于费用控制能力提升，净利率反而略微上升。随着公司渠道下沉，加盟店占比逐步提高，毛利逐渐下降，但预计明年原材料成本下降，价格仍然略微上涨，毛利有望止跌微升。费用随着规模的扩大保持下降趋势，净利率持续上升。
- 存货净额较年初增长 66.36%，主要源于秋冬销售需要，并且由于男装尤其男裤时尚度较低，存货压力不大。存货上涨主要因为（1）四季度为服装销售旺季，销售需求导致第三季度生产和采购较多秋冬产品，秋冬产品单价也较高；（2）由于销售规模和终端数量增长，为满足公司销售终端铺货需求，存货净额相应增加。
- 应收票据较年初增长 86.73%，源于公司信用政策变化。公司上市后加速渠道扩张速度，加强对于加盟商的支持，对于信誉好、销售规模大的加盟商加大了应收票据的结算，应收票据余额相应增加。
- 风险提示：新开门店经营情况低于预期。
- 盈利预测：公司经营稳健，渠道质量及管理水平在业内具有较高的知名度和美誉度，男裤市场占有率连续十一年居全国第一，我们看好公司上市后渠道加速外扩带动销售收入上升和多品牌进程，预计公司 2011-2013 年的 eps 分别为 0.90、1.22、1.40 元，给予“增持”的投资评级。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1674.8	2205.0	2770.0	3438.0
(+/-%)	0.0	31.7	25.6	24.1
归属母公司净利润(百万元)	360.3	513.0	697.0	802.0
(+/-%)	0.0	42.4	35.9	15.1
EPS(元)	0.63	0.90	1.22	1.40
P/E(倍)	36.6	27.4	20.2	17.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013
<b>流动资产</b>	971	4017	4826	5734	<b>营业收入</b>	1675	2205	2770	3438
现金	221	3141	3725	4391	营业成本	744	970	1219	1478
应收账款	78	105	132	163	营业税金及附加	4	5	6	8
其他应收款	9	22	28	34	营业费用	391	551	692	842
预付账款	138	165	207	251	管理费用	105	137	169	196
存货	449	485	609	739	财务费用	0	-68	-142	-168
其他流动资产	77	99	125	155	资产减值损失	11	15	15	15
<b>非流动资产</b>	621	607	616	618	公允价值变动收	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	379	421	440	<b>营业利润</b>	420	595	810	1066
无形资产	118	122	122	122	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动	204	106	73	56	营业外支出	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	1592	4624	5441	6352	<b>利润总额</b>	420	598	814	1069
<b>流动负债</b>	616	628	773	916	所得税	60	85	116	267
短期借款	37	0	0	0	净利润	361	513	698	802
应付账款	202	243	305	370	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负	378	385	469	547	归属母公司净利	360	513	697	802
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	456	566	713	950
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.80	0.90	1.22	1.40
其他非流动	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	616	628	773	916					
少数股东权	67	67	67	67	<b>主要财务比率</b>				
股本	453	573	573	573	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013</b>
资本公积	91	2479	2479	2479	<b>成长能力</b>				
留存收益	364	877	1549	2316	营业收入	19.3%	31.7%	25.6%	24.1%
归属母公司	909	3929	4601	5368	营业利润	64.6%	41.8%	36.2%	31.6%
<b>负债和股东</b>	1592	4624	5441	6352	归属母公司净利	39.8%	42.3%	36.0%	15.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	55.6%	56.0%	56.0%	57.0%
					净利率(%)	21.5%	23.3%	25.2%	23.3%
					ROE(%)	39.7%	13.0%	15.2%	14.9%
					ROIC(%)	47.4%	52.8%	60.9%	64.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	38.7%	13.6%	14.2%	14.4%
					净负债比率(%)	5.97%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.58	6.40	6.24	6.26
					速动比率	0.85	5.63	5.45	5.45
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.16	0.71	0.55	0.58
					应收账款周转率	19	23	22	22
					应付账款周转率	4.42	4.37	4.45	4.38
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	0.80	0.90	1.22	1.40
					每股经营现金流	0.32	0.70	0.92	1.03
					每股净资产(最新	1.59	6.86	8.03	9.37
					<b>估值比率</b>				
					P/E	39.04	27.43	20.17	17.54
					P/B	15.48	3.58	3.06	2.62
					EV/EBITDA	30	25	19	15

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。