

## 业绩符合预期 稳健发展仍在持续

——九牧王（601566）三季度财报点评

2011年10月24日

强烈推荐/维持

九牧王

财报点评

谭可  
纺织服装行业分析师  
010-6655 4011

执业证书编号：S1480510120013

### 事件：

公司今日公布2011年3季报，2011年1-3季度实现营业收入147,830.80万元，同比增长32.84%；实现归属母公司净利润36,130.49万元，同比增长42.10%；实现EPS0.63元。

### 公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	-	-	377.25	561.99	-	-	514.57
增长率（%）	-	-	-	-	-	-	36.40
毛利率（%）	-	-	54.27	54.10	-	-	55.78
期间费用率（%）	-	-	26.71	30.58	-	-	25.62
营业利润率（%）	-	-	27.10	22.84	-	-	28.31
净利润（百万元）	-	-	88.36	108.39	-	-	125.97
增长率（%）	-	-	-	-	-	-	42.56
每股盈利（季度，元）	-	-	-	0.80	-	0.50	0.21
资产负债率（%）	-	-	-	38.72	-	13.08	17.32
净资产收益率（%）	-	-	-	11.11	-	-	3.30
总资产收益率（%）	-	-	-	6.81	-	-	2.72

### 评论：

#### 积极因素：

- **毛利率提升、费用率下降，净利润增速快于收入。**2011年1-3季度，公司营业收入同比增长32.84%，净利润增速42.10%。公司毛利率较去年同期提升0.74个百分点至56.30%，三项费用率显著下降2.26个百分点至26.85%，其中，由于公司加盟渠道比重提升，销售费用率大降2.63个百分点至20.38%，管理费用率升0.91个百分点至7.01%，销售费用率降0.54个百分点。
- **应收与库存平稳增长显示公司经营的稳健。**公司2011年3季末的应收账款及应收票据合计环比增长15.48%，得益于较好的回款能力及稳健的渠道结构。3季末库存主要为冬季未发货新品，库存水平一般处年中高位，而公司库存仅同比增长52.94%，也显示公司的库存管理等流转运营方面稳健的风格和实力。

### 业务展望:

公司产品上,以强势品种男裤为守,上装为攻。未来将继续维护主打产品男裤的优势地位,以男裤在消费者中的影响力带动上装消费,预计未来随着九牧王全系列产品销售的综合提升,男裤在整体销售结构中占比将逐渐降到30%。

目标城市,以一级为守,二、三级为攻。公司对一级城市的终端布局达到100%,二线城市达到80%,未来目标城市拓展战略主要为巩固一级,发展二、三级。渠道上,以自营为守,加盟为攻。公司将加强二级加盟商拓展,今明两年,终端数量每年新增500家,其中100家自营,400家加盟。

多品牌战略拉开架势,3年后大显成效。除“九牧王”主品牌,公司旗下品牌已有“FUN”、Calliprimo和VIGANO三个,用来填补主品牌空白市场,覆盖人群从青少年到中老年,产品风格从休闲到高端正装。公司已展开投入,预计三年后将对公司业绩有明显贡献。

### 盈利预测

预计公司 2011-2013 年净利润分别为 5.04、6.64 和 8.41 亿元,同比增长 39.96%、31.57%和 26.77%。对应 EPS 分别为 0.88、1.16 和 1.47 元。

### 投资建议:

对应我们认为公司经营稳健可靠、战略明晰,内功深厚、风格沉稳有远见,预计未来业绩每年增速至少在 30% 以上,对应 2011-2013 年 PE 分别为 26.15、19.88 和 15.68 倍,维持“强烈推荐”评级。

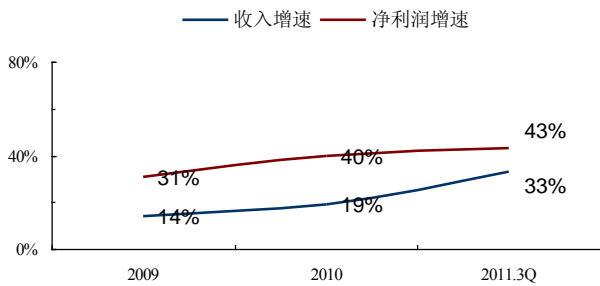
### 风险提示:

人为因素导致公司发展战略出现大的调整。

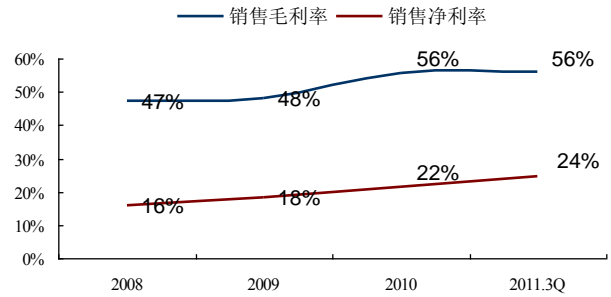
表 1: 盈利预测关键指标 (2009A-2013E)

百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,404	1,675	2,096	2,638	3,337
(+/-)%	14.13%	19.30%	25.12%	25.86%	26.53%
经营利润 (EBIT)	258	420	552	698	905
(+/-)%	18.01%	63.12%	31.47%	26.33%	29.78%
净利润	258	360	504	664	841
(+/-)%	33.39%	39.79%	39.96%	31.57%	26.77%
每股净收益 (元)	0.57	0.80	0.88	1.16	1.47

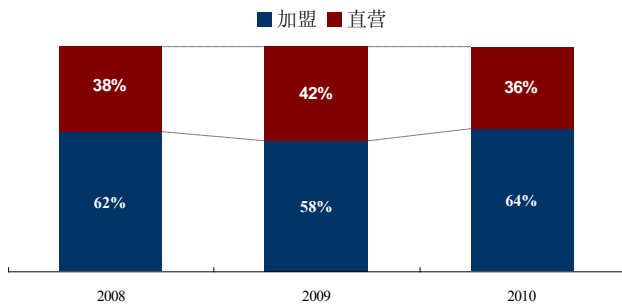
资料来源:东兴证券

**图 1：公司收入增速情况及净利润增速 2009-2011.3Q**


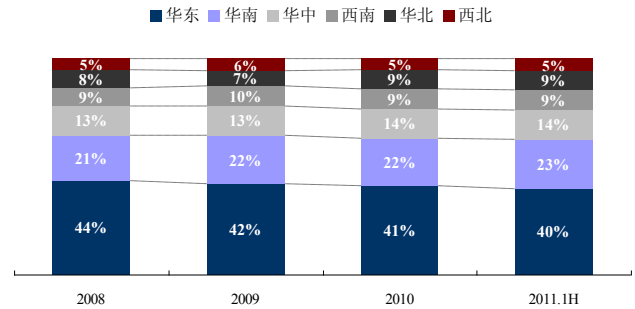
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 2：公司销售毛利率与净利率 2008-2011.3Q**


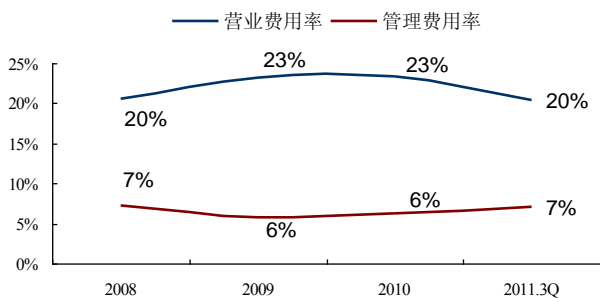
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 3：公司收入构成（按渠道分）2008-2010 年**


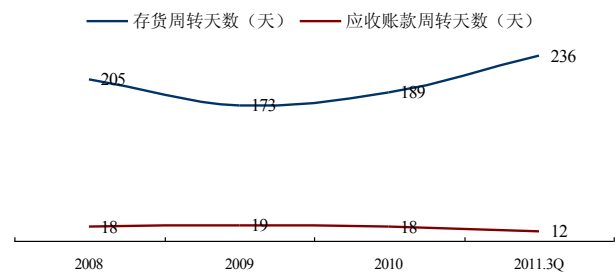
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 4：公司收入构成（按地区分）2008-2011.1H**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 5：公司营业及管理费用率 2008-2011.3Q**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**图 6：公司存货及应收账款周转天数 2008-2011.3Q**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2: 盈利预测表 (2009A-2013E)

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	1,403.91	1,674.81	2,095.58	25.12%	2,637.59	25.86%	3,337.34	26.53%
营业成本	731.46	744.24	931.22	25.12%	1,172.07	25.86%	1,483.03	26.53%
营业费用	324.86	390.53	440.07	12.69%	553.89	25.86%	700.84	26.53%
管理费用	81.92	104.94	157.17	49.77%	197.82	25.86%	250.30	26.53%
财务费用	2.56	0.33	-41.07	N/A	-82.98	N/A	-84.23	N/A
投资收益	0.35	0.30	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	254.95	419.73	593.31	41.36%	780.64	31.57%	989.63	26.77%
利润总额	255.99	420.45	593.31	41.11%	780.64	31.57%	989.63	26.77%
所得税	-2.00	59.95	89.00	48.45%	117.10	31.57%	148.44	26.77%
净利润	257.99	360.50	504.31	39.89%	663.54	31.57%	841.18	26.77%
归属母公司所有者的净利润	257.77	360.33	504.31	39.96%	663.54	31.57%	841.18	26.77%
NOPLAT	259.53	360.17	469.40	30.33%	593.01	26.33%	769.59	29.78%
资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	286.35	220.89	8,251.20	3635.38%	8,344.57	1.13%	8,500.78	1.87%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	90.88	77.88	97.45	25.12%	122.65	25.86%	155.19	26.53%
预付款项	27.82	137.89	275.61	99.88%	448.95	62.89%	668.27	48.85%
存货	334.48	448.61	561.31	25.12%	706.50	25.86%	893.93	26.53%
流动资产合计	755.08	971.00	9,292.83	857.04%	9,757.67	5.00%	10,389.00	6.47%
非流动资产	534.12	620.75	690.93	11.31%	794.66	15.01%	886.38	11.54%
资产总计	1,289.20	1,591.75	9,983.76	527.22%	10,552.33	5.69%	11,275.38	6.85%
短期借款	0.00	36.80	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	134.97	201.54	248.72	23.41%	313.05	25.86%	396.10	26.53%
预收款项	99.56	75.03	44.34	-40.91%	5.71	-87.12%	-43.17	N/A
流动负债合计	699.26	616.30	615.29	-0.16%	719.38	16.92%	853.61	18.66%
非流动负债	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	66.57	66.75	66.75	0.00	66.75	0.00	66.75	0.00
母公司股东权益	523.37	908.70	9,301.72	923.63%	9,766.20	4.99%	10,355.03	6.03%
净营运资本	55.82	354.70	8,677.54	2346.45%	9,038.29	4.16%	9,535.40	5.50%
投入资本 IC	258.02	748.95	1,117.27	49.18%	1,488.38	33.22%	1,920.99	29.07%
现金表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%

净利润	257.99	360.50	504.31	39.89%	663.54	31.57%	841.18	26.77%
折旧摊销	27.16	30.05	0.00	N/A	96.28	N/A	108.28	12.46%
净营运资金增加	38.76	298.88	8,322.84	2684.72%	360.76	-95.67%	497.11	37.80%
经营活动产生现金流	367.28	181.56	304.91	67.94%	419.45	37.56%	514.34	22.62%
投资活动产生现金流	-120.02	-192.71	-167.59	N/A	-210.00	N/A	-190.00	N/A
融资活动产生现金流	-91.61	-75.90	7,892.98	N/A	-116.08	N/A	-168.13	N/A
现金净增(减)	155.65	-87.05	8,030.30	N/A	93.37	-98.84%	156.22	67.31%

资料来源：东兴证券

**表 3：财务比率**

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>						
毛利率	47.34%	47.90%	55.56%	55.56%	55.56%	55.56%
营业利润率	16.58%	18.16%	25.06%	28.31%	29.60%	29.65%
净利率	15.71%	18.36%	21.51%	24.07%	25.16%	25.21%
净资产收益率	51.45%	49.25%	39.65%	5.42%	6.79%	8.12%
<b>偿债能力</b>						
流动比率	1.03	1.08	1.58	15.10	13.56	12.17
速动比率	0.38	0.60	0.85	14.19	12.58	11.12
资产负债率	55.27%	54.24%	38.72%	6.16%	6.82%	7.57%
<b>成长能力</b>						
营业收入增长率		14.13%	19.30%	25.12%	25.86%	26.53%
营业利润增长率		25.00%	64.63%	41.36%	31.57%	26.77%
净利润增长率		33.39%	39.79%	39.96%	31.57%	26.77%
净资产增长率		39.35%	73.63%	923.63%	4.99%	6.03%
<b>营运能力</b>						
应收帐款周转率		18.49	19.85	23.90	23.97	24.02
存货周转率		2.08	1.90	1.84	1.85	1.85
总资产周转率		1.21	1.16	0.36	0.26	0.31

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

---

### 谭可

英国 Durham 大学硕士，2010 年外派香港研究港股消费板块，现从事纺织服装行业研究，07 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。