

业绩稳健较快增长，投资价值明显

买入维持

目标价格：30 元

事件：

公司公布 2011 年报及 2012 年一季报：2011 年实现营业收入 22.57 亿元，同比增长 34.78%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.18 亿元，同比增长 43.73%；对应 EPS 为 0.99 元（按会计准则的加权平均股份数计算）；2012 年一季度收入及净利润同比增幅分别为 22.58%、28.35%，对应 EPS 为 0.36 元。上述业绩基本符合我们预期。

点评如下：

- **外延与内生双轮驱动业绩稳健增长。**公司积极拓展终端渠道，截止 2011 年末销售终端达到了 3140 家，其中 2011 年净增 430 家；同时继续提升终端盈利能力，2011 年直营销售终端同店店效同比增长 15.9%，有效 VIP 客户数量同比增长 50%。
- **较好的费用控制保证了利润增速快于收入增速。**公司 2011 年销售费用率下降 2.25 个百分点，财务费用率下降 0.87 个百分点，管理费用率上升 0.61 个百分点，销售费用率及财务费用率的有效控制抵消了管理费用率的上升，实现期间费用率下降 2.5 个百分点。
- **存货增长处于合理水平。**公司存货净额较年初增长 61.0%，主要由于随着销售规模及终端渠道数量的增长，为满足公司销售终端铺货及设备需求，存货相应增加。
- **我们继续看好公司未来长期可持续成长潜力。**公司领先的品牌地位及较强的渠道、供应链管控能力保证了业绩的安全性；伴随渠道下沉及品类延伸，公司在外延增长及内生改善两方面将呈现出良好的协调性和进攻性。
- **公司属于攻守兼备的投资标的，依然建议“买入”。**我们预测公司 2012~2014 年净利润增长率分别为 29.8%、33.7%、26.3%，实现 EPS 分别为 1.17 元、1.57 元、1.98 元，维持“买入”评级，目标价 30 元，对应 26*12PE，19*13PE。
- **风险提示。**经济下滑，渠道拓展及品类延伸速度低于预期。

(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1674.81	2257.33	2790.66	3534.44	4433.64
增长率	19.30%	34.78%	23.63%	26.65%	25.44%
净利润	360.33	517.89	672.14	898.45	1134.40
增长率	39.79%	43.73%	29.78%	33.67%	26.26%
每股收益	0.63	0.90	1.17	1.57	1.98

纺织服装行业研究组

联系人：

李振亚

电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券 * 公司深度研究报告 * 九牧王：《由内而外散发成长之美》 * 601566 * 纺织服装行业 * 李振亚》，2012.3

公司分渠道收入预测

项目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
直营业务 (专卖店+商场专柜)							
数量(个)	578	594	645	713	778	848	918
新增(个)		16	51	68	65	70	70
单店贡献收入(万/年)	74.60	93.01	88.69	96.46	101.29	111.42	122.56
单店贡献收入增长率		24.7%	-4.6%	8.8%	5.0%	10.0%	10.0%
直营收入合计(百万)	431.2	552.5	572.0	687.8	788.0	944.8	1125.1
直营收入增长率		28.1%	3.5%	20.2%	14.6%	19.9%	19.1%
团购收入(百万)	31.42	31.05	33.64	35.00	35.00	35.00	35.00
直营业务收入合计(百万)	462.6	583.5	605.7	722.8	823.0	979.8	1160.1
加盟业务 (专卖店+商场专柜)							
数量(个)	1747	1931	2065	2427	2777	3137	3497
新增(个)		184	134	362	350	360	360
单店贡献收入(万/年)	43.79	42.23	51.55	63.10	70.68	81.28	93.47
单店贡献收入增长率		-3.6%	22.1%	22.4%	12.0%	15.0%	15.0%
加盟收入合计(百万)	765.0	815.5	1064.5	1531.5	1962.7	2549.6	3268.6
加盟收入增长率		6.6%	30.5%	43.9%	28.2%	29.9%	28.2%
直营+加盟							
终端总数(个)	2325	2525	2710	3140	3555	3985	4415
新增终端数(个)		200	185	430	415	430	430
直营终端占比(数量)	24.9%	23.5%	23.8%	22.7%	21.9%	21.3%	20.8%
主营业务收入(百万)	1227.6	1399.0	1670.2	2254.3	2785.7	3529.4	4428.6
主营业务收入增速		14.0%	19.4%	35.0%	23.6%	26.7%	25.5%
直营终端占比(收入)	35.1%	39.5%	34.3%	30.5%	28.3%	26.8%	25.4%
其他业务收入(百万)	2.50	4.88	4.64	3.04	5.00	5.00	5.00
营业收入(百万)	1230.1	1403.9	1674.8	2257.3	2790.7	3534.4	4433.6
营业收入增速		14.1%	19.3%	34.8%	23.6%	26.7%	25.4%
营业成本(百万)	648.3	731.4	743.6	1001.2	1247.4	1583.4	1995.1
毛利率	47.3%	47.9%	55.6%	55.6%	55.3%	55.2%	55.0%

资料来源:公司公告、宏源证券研究所

公司财务报表预测 (百万元)

利润表						资产负债表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1675	2257	2791	3534	4434	货币资金	171	2482	3113	3408	4393
YOY	19.3%	34.8%	23.6%	26.7%	25.4%	应收和预付款项	301	565	493	849	838
营业成本	744	1001	1247	1583	1995	存货	449	722	703	963	1137
毛利	931	1256	1543	1951	2439	其他流动资产	0	159	159	159	159
% 营业收入	55.6%	55.6%	55.3%	55.2%	55.0%	长期股权投资	0	0	0	0	0
营业税金及附加	4	27	33	42	53	投资性房地产	28	46	46	46	46
% 营业收入	0.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产和在建工程	446	568	835	1073	1282
销售费用	391	476	600	717	887	无形资产和开发支出	118	118	118	118	118
% 营业收入	23.3%	21.1%	21.5%	20.3%	20.0%	其他非流动资产	28	17	9	0	0
管理费用	105	155	188	223	275	资产总计	1540	4677	5475	6616	7972
% 营业收入	6.3%	6.9%	6.7%	6.3%	6.2%	短期借款	37	0	0	0	0
财务费用	0	-19	-63	-73	-88	应付和预收款项	527	698	824	1066	1288
% 营业收入	0.0%	-0.9%	-2.3%	-2.1%	-2.0%	长期借款	0	0	0	0	0
资产减值损失	11	21	17	15	15	其他负债	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	负债合计	564	698	824	1066	1288
投资收益	0	2	0	0	0	股本	453	573	573	573	573
营业利润	420	598	768	1027	1296	资本公积	91	2524	2524	2524	2524
% 营业收入	25.1%	26.5%	27.5%	29.1%	29.2%	留存收益	364	882	1554	2452	3587
营业外收支	1	4	0	0	0	归属母公司股东权益	909	3979	4651	5549	6684
利润总额	420	602	768	1027	1296	少数股东权益	67	0	0	0	0
% 营业收入	25.1%	26.7%	27.5%	29.1%	29.2%	股东权益合计	975	3979	4651	5549	6684
所得税费用	60	84	96	128	162	负债和股东权益合计	1540	4677	5475	6616	7972
净利润	361	518	672	898	1134						
归属于母公司所有者的净利润	360.3	518	672	898	1134						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
现金流量表						财务指标					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	184	316	868	522	1197	毛利率	55.6%	55.6%	55.3%	55.2%	55.0%
投资活动现金流净额	-193	-511	-300	-300	-300	三项费用/销售收入	29.6%	27.1%	26.0%	24.5%	24.2%
筹资活动现金流净额	-76	2522	63	73	88	销售净利率	21.5%	22.9%	24.1%	25.4%	25.6%
现金净流量	-84	2326	631	296	985	ROE	39.7%	13.0%	14.5%	16.2%	17.0%
						EBIT 增长率	39.7%	13.0%	14.5%	16.2%	17.0%
						流动比率	1.6	5.6	5.4	5.0	5.1
						速动比率	0.8	4.4	4.4	4.0	4.1
						应收账款周转率	10.8	7.8	11.4	8.2	10.7

资料来源: 宏源证券研究所

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晚凤	孙利群	赵胤
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺	赵佳	奚曦	王燕妮
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁	贾浩森	罗云	孙婉莹
	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳	胡玉峰		
	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。