

评级: 强烈推荐(维持)

纺织服装

公司半年报点评

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

电话: 0755-82485024

邮件: lvlihua@fcsc.cn

**九牧王(601566):****毛利率上升, 费用率下降, 促使业绩高增长****事件:**

公司今日披露 2012 年半年报称, 报告期内, 实现营业收入 11.91 亿元, 同比增长 23.58%; 营业利润 3.85 亿元, 同比增长 42.87%; 归属于上市公司股东的净利润 3.38 亿元, 同比增长 43.59%; 每股收益 0.59 元。

**点评:****● 主营收入同比增长 23.55%**

- **终端店铺净增 67 家:** 报告期内, 公司进一步向二三线市场拓展, 截至 2012 年 6 月 30 日, 公司销售终端达到 3207 个, 较年初增加了 67 个, 带动主营收入稳步增长。
- **提升终端店效水平:** 一方面, 加大帮扶力度, 规范渠道建设, 制定了新的加盟商评级制度、加盟商信贷管理办法及考核实施方案, 同时加大了渠道规划工具、店铺选址工具的开发使用, 调动了新老加盟商的经营热情, 促进加盟商的店效提升。另一方面, 提升终端形象, 精耕零售运营, 提升商场系列店和裤柜形象, 建设员工激励培训体系, 例如以武汉为试点, 开展了“零售管理项目”, 该项目的主要目标是通过组织系统、管理系统、核心动力系统、培训系统、商务智能(BI)系统建立提高终端店效的业务模式, 并在试点成功的基础上将成功经验进一步向全国推广, 达到规范零售运营和提高店效的目的, 同时还加大了对 VIP 客户的服务力度, 并通过加强“VIP 系统”的管理进一步提升对 VIP 顾客的服务水准。
- **男裤收入同比增长 17.21%:** 报告期内, 作为公司核心产品的男裤, 实现销售收入 6.09 亿元, 同比增长 17.21%, 占主营收入的比例 51.27%, 受衬衫、茄克等产品销售比重的上升, 男裤的收入占比同比下降 2.78 个百分点; 衬衫和茄克销售收入增长快, 分别实现销售收入 1.86 亿元、1.69 亿元, 同比增长 44.86%、46.72%, 占主营收入的比例分别为 15.62%、14.17%。同时, 公司亦加大对系列产品的投入, 系列产品销售收入占主营收入的比例为 48.73%, 同比提升 2.77 个百分点。
- **华东、中南和华北三区的收入占比约 77%:** 公司的销售市场目前仍主要集中在华东、中南及华北区, 其中, 华东区收入 5.02 亿元, 同比增长 30.93%, 占主营收入比 42.14%, 增速及占比均处各区之首; 中南和华北销售收入增长 20.69%、16.8%, 收入占比分别为 22.27%、12.77%。另外, 西北和东北区的销售收入均增长 23%, 西南销售收入增长 9.19%。下半年公司仍将在维持重点区域稳步增长的情况下, 加大西南、西北及东北区的市场开拓力度, 提高其市场占有率。

**● 成本费用下降推动净利同比增长 43.59%**

- **毛利率同比上升 1.11 个百分点:** 报告期内, 综合毛利率 57.57%, 主营毛利率 57.71%, 达到 2008 年以来的最高水平, 主要原因是公司持续推动精益生产, 增强供应链快速反应



能力，提高终端店效水平。

- **费用率下降 4.82 个百分点：**报告期内，期间费用率 22.69%，其中，销售费用同比下降 0.45 个百分点至 20.35%、管理费用率同比下降 1.08 个百分点至 6.28%，财务费用因募集资金产生的存款利息收入导致同比下降 3.28 个百分点至 -3.48%。

- **存货跌价损失及坏账损失致资产减值损失同比增加 1737 万元**

- **存货较年初下降 14.07%：**截止报告期末，存货净额 6.45 亿元，计提存货跌价损失 1.35 亿元，存货与收入之比为 52.1%，存货周转率 0.75 次；而去年同期存货与收入之比为 46.47%，存货周转率 0.94 次。库存水平较往年也有较大幅度的增加，这虽与公司采取业务纵向一体化和拥有较多直营销销售终端有关，直营门店铺货和开店规划备货必须有相应的库存商品，但如何消化库存，公司还是积极寻找有力途径：首先，通过加强订货管理、加强终端零售运营能力，提高产品适销率；其次，通过库存及销售分析，加强库存的区域间调动，让合适的产品在合适的区域销售；第三，通过电子商务平台，适当消化过季库存；第四，将适当增加若干家平价店，合理消化部分库存。
- **应收账款较年初增长 50.86%：**截止报告期末，应收账款净额为 1.79 亿元，计提坏账损失 420 万元，应收账款与收入之比为 15.04%，应收账款周转率 7.99 次；而去年同期应收账款与收入之比为 6.07%，应收账款周转率 14.13 次。应收账款因业务规模扩大有较快的增加。

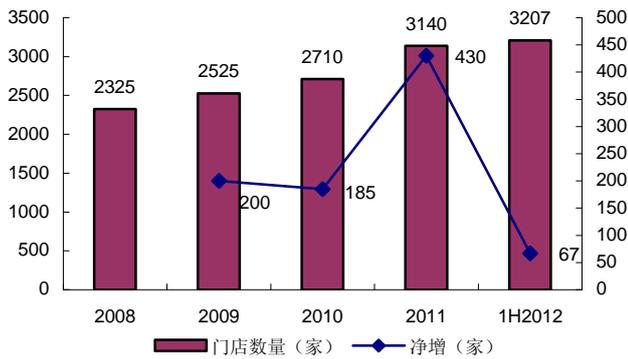
- **预计 12 年全年业绩延续高增之势，而 13 年业绩将受累于所得税率上升**

- **两次订货会基本锁定全年业绩：**公司一年两次订货会，即 3 月和 8 月，分别是当年的秋冬订货会、次年的春夏订货会，该两次订货会销售额占全年销售额约 70%。我们预计，公司 2012 年两次订货会销售额增长约 25%~30%，这基本锁定了 2012 年全年业绩仍延续快速增长之势。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**维持 2012~2014 年 EPS 预测分别为 1.18、1.26、1.53 元，当前股价对应下的 PE 为 21 倍。公司作为国内中高端男裤市场领跑者，品牌影响力强大，渠道网络庞大且成熟，终端密度不断加大，单店效率持续提升，高价值供应链优势，加之股权激励充分，均保证未来业绩稳健增长的确定性较强。

- **风险提示：**消费持续疲软、终端门店管理缺失。

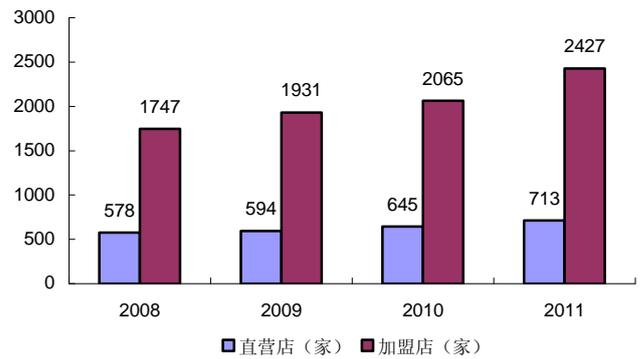


图 1 公司门店数量变化



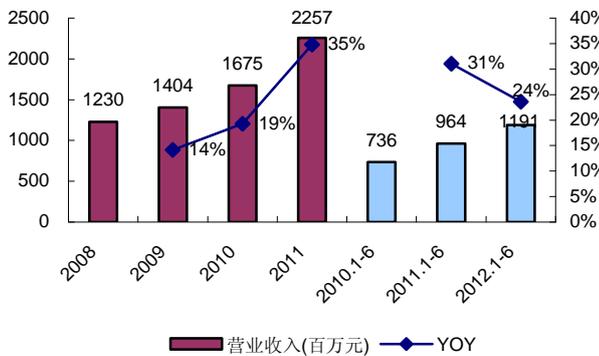
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 2 公司直营店和加盟店数量



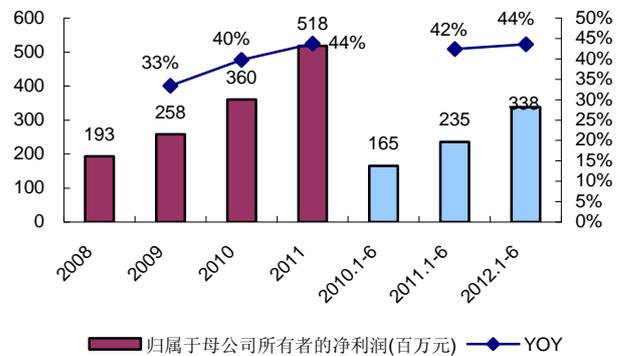
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 3 公司营业收入及增长率



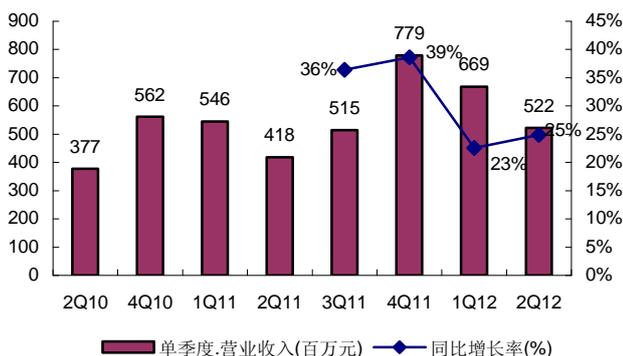
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 4 公司净利润及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 5 单季度营业收入及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

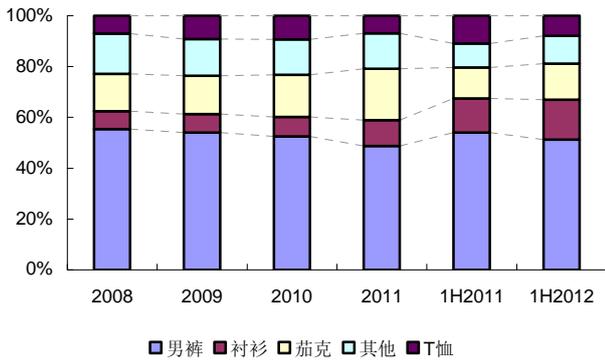
图 6 单季度净利润及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

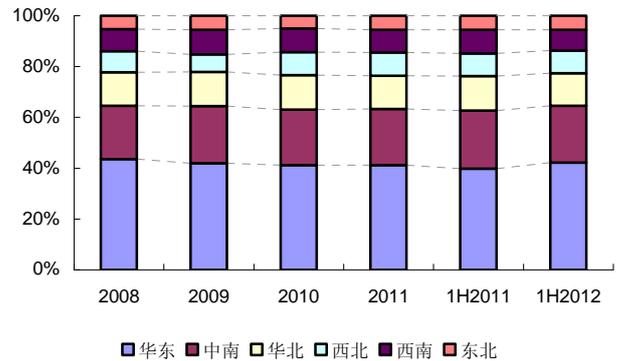


图 7 分产品主营收入构成变化



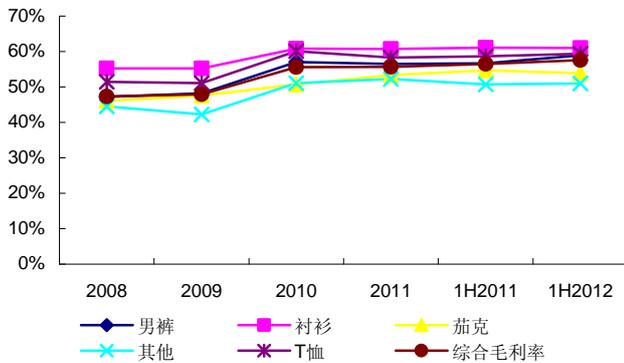
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 8 分地区主营收入构成变化



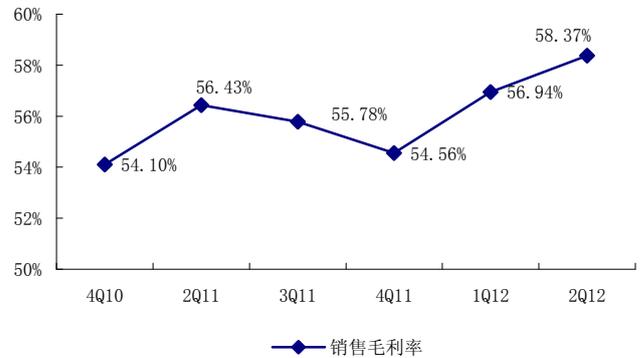
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 7 分产品毛利率变化



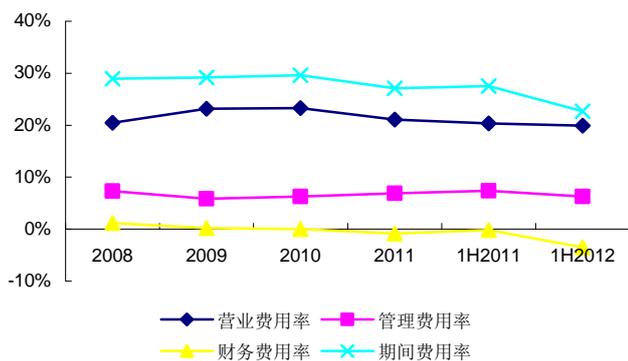
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 8 单季度毛利率变化



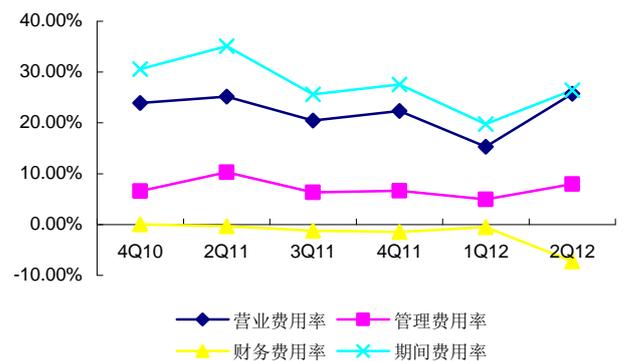
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 9 期间费用率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

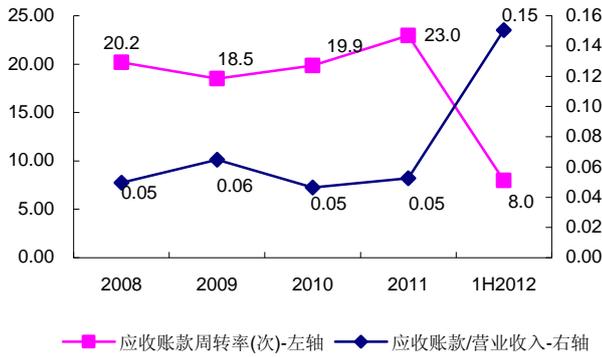
图 10 单季度期间费用率变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

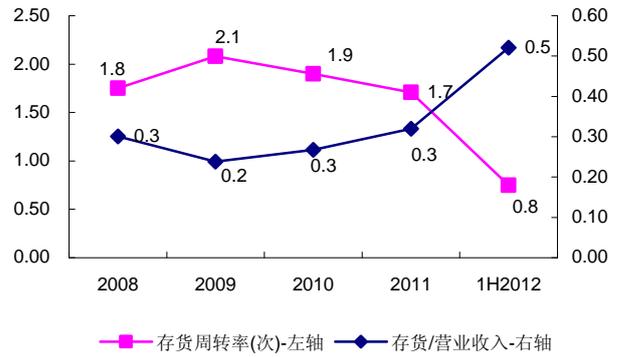


图 11 应收账款周转率及应收账款/营业收入比变化



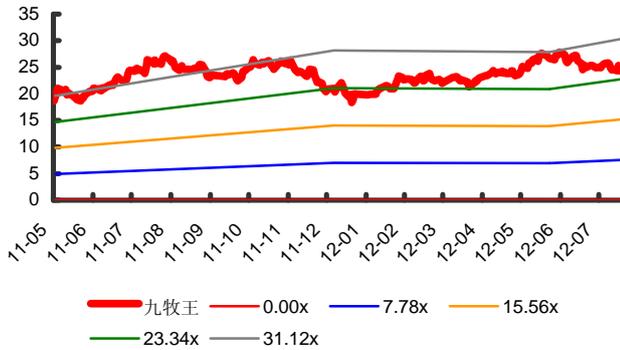
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 12 存货周转率及存货/营业收入比变化



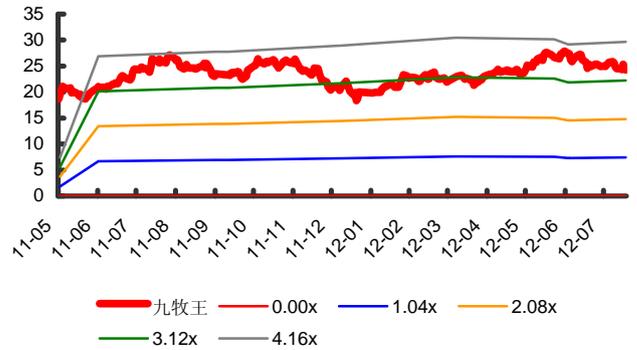
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 12 公司近两年 PE 变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 13 公司近两年 PB 变化



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	4005	4361	4884	5485
现金	2560	2742	2902	3128
应收账款	119	162	197	234
其他应收款	12	15	19	22
预付账款	265	315	387	460
存货	722	906	1111	1320
其他流动资产	327	221	269	320
<b>非流动资产</b>	752	894	880	862
长期投资	0	0	0	0
固定资产	402	637	663	665
无形资产	118	120	122	124
其他非流动资产	232	137	95	73
<b>资产总计</b>	4758	5256	5764	6347
<b>流动负债</b>	779	944	1176	1363
短期借款	0	0	50	50
应付账款	269	341	418	497
其他流动负债	510	603	709	817
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	779	944	1176	1363
少数股东权益	0	0	0	0
股本	573	573	573	573
资本公积	2524	2524	2524	2524
留存收益	882	1214	1490	1886
归属母公司股东权益	3979	4312	4588	4984
<b>负债和股东权益</b>	4758	5256	5764	6347

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	335	636	518	665
净利润	518	676	724	877
折旧摊销	0	27	35	37
财务费用	-19	-53	-55	-57
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	0	-25	-195	-201
其他经营现金流	-162	13	10	10
<b>投资活动现金流</b>	-511	-163	-14	-14
资本支出	303	179	19	19
长期投资	-210	-16	-5	-5
其他投资现金流	-418	-0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2522	-291	-344	-424
短期借款	-37	0	50	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	120	0	0	0
资本公积增加	2433	0	0	0
其他筹资现金流	5	-291	-394	-424
<b>现金净增加额</b>	2345	182	160	227

资料来源:天软估值模型、第一创业证券研究所

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2257	2836	3454	4105
营业成本	1001	1262	1547	1839
营业税金及附加	27	43	52	62
营业费用	476	610	732	862
管理费用	155	199	207	226
财务费用	-19	-53	-55	-57
资产减值损失	21	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	598	768	962	1165
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	602	772	966	1169
所得税	84	97	241	292
<b>净利润</b>	518	676	724	877
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	518	676	724	877
EBITDA	579	742	942	1146
EPS(元)	0.90	1.18	1.26	1.53

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	34.8%	25.6%	21.8%	18.9%
营业利润	42.5%	28.4%	25.2%	21.1%
归属于母公司净利润	43.7%	30.5%	7.2%	21.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	55.6%	55.5%	55.2%	55.2%
净利率(%)	22.9%	23.8%	21.0%	21.4%
ROE(%)	13.0%	15.7%	15.8%	17.6%
ROIC(%)	35.9%	40.2%	39.3%	43.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	16.4%	18.0%	20.4%	21.5%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	4.25%	3.67%
流动比率	5.14	4.62	4.15	4.02
速动比率	4.19	3.63	3.18	3.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.71	0.57	0.63	0.68
应收账款周转率	22	19	18	18
应付账款周转率	4.25	4.14	4.08	4.02
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.18	1.26	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.11	0.90	1.16
每股净资产(最新摊薄)	6.94	7.53	8.01	8.70
<b>估值比率</b>				
P/E	26.86	20.59	19.20	15.86
P/B	3.50	3.23	3.03	2.79
EV/EBITDA	20	15	12	10

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135