

# 九牧王 (601566)

## 经营稳健凸显防御价值

### 推荐 (维持)

现价: 24.28 元

#### 主要数据

行业	纺织品和服装
公司网址	muwang.com
大股东/持股	九牧王国际投资控股有限公司/1.53%
实际控制人/持股	林聪颖/58.91%
总股本(百万股)	579
流通 A 股(百万股)	123
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	140.50
流通 A 股市值(亿元)	29.85
每股净资产(元)	7.24
资产负债率(%)	13.0

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

九牧王调研简报:《稳定增长的商务休闲男装龙头》, 2012年6月25日

#### 证券分析师

于旭辉  
投资咨询资格编号  
S1060512010003  
021-38632830  
YUXUHUI882@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

九牧王发布 2012 年半年报, 上半年实现营收 11.91 亿元, 同比增长 23.58%; 实现归属上市公司股东净利润 3.38 亿元, 同比增长 43.59%。

#### 平安观点:

#### ■ 内生外延齐增长保障收入增长稳健并可持续

九牧王收入增长较为稳健, 基本与订货会增速相一致。截至 2012 年 6 月底, 共有终端 3207 个, 较去年同期增加 340 家, 同比渠道规模增速 12%左右, 我们判断内生同店增长在 12%左右, 内生和外延增长贡献基本 1:1, 反应了稳健和可持续的增长态势。

#### ■ 费用控制凸显管理内功保障业绩高增长

我们较为推崇九牧王的内部管理水平, 这在业绩上也有所反映。2012 年上半年销售费用和管理费用都有所下降, 销售费用占收入比重从去年同期的 20.35% 下降到 19.9%, 管理费用占比从去年的 7.36% 下降到 6.29%。同时, 利息收入增加使得财务费用大幅减少, 财务费用从 2011 年同期的 -192 万下降到 2012 年的 -4150 万, 从而带动业绩高增长。

#### ■ 外延扩张仍有空间, 内生增长是长期着力点

公司的专卖店在上市男装品牌中最低, 提升空间巨大, 预计 2012 年净增 300-400 家新店, 主要集中在 3 季度。九牧王以男裤闻名, 目前上装及配饰占比 52% 左右, 远低于同行 70-80% 的水平; 未来公司的茄克、T 恤、衬衣等上装的比重将逐年提升, 这类高毛利和更换频次更快的产品有利于提升公司终端平效, 预计 2012 年内生增长将在 10-15% 区间。

#### ■ 经营稳健凸显防御价值, 维持“推荐”评级

在竞争格局较为稳定的男装品牌中, 九牧王经营稳健, 渠道拓展空间和内生增长空间都较为明确, 我们长期看好, 尤其是在弱市中更显防御价值。预计 2012—2014 年 EPS 分别为 1.18 元、1.53 元和 1.99 元, 结合当前股价对应 PE 分别为 20.7、15.8 和 12.2 倍, 我们认为 2012 年合理估值在 25 倍左右, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 整体消费环境恶化导致平效降低以及渠道建设不及预期。

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,675	2,257	2,790	3,573	4,527
YoY(%)	19.3	34.8	23.6	28.1	26.7
净利润(百万元)	360	518	674	879	1,138
YoY(%)	39.8	43.7	30.1	30.5	29.4
毛利率(%)	55.6	55.6	57.0	57.0	57.0
净利率(%)	21.5	22.9	24.1	24.6	25.1
ROE(%)	39.7	13.0	15.6	16.9	18.0
EPS(摊薄/元)	0.63	0.90	1.18	1.53	1.99
P/E(倍)	38.6	26.9	20.7	15.8	12.2
P/B(倍)	15.3	3.5	3.2	2.7	2.2

资产负债表						单位:百万元
会计年度	2010	2011	2012	2013	2014	
<b>流动资产</b>	971	4005	4421	5458	6865	
现金	221	2560	2865	3466	4341	
应收账款	78	119	147	188	238	
其他应收款	9	12	15	19	24	
预付账款	138	265	318	407	516	
存货	449	722	865	1108	1404	
其他流动资产	77	327	211	269	341	
<b>非流动资产</b>	621	752	829	890	888	
长期投资	0	0	0	0	0	
固定资产	299	402	640	719	720	
无形资产	118	118	122	124	127	
其他非流动资产	204	232	67	47	41	
<b>资产总计</b>	1592	4758	5251	6348	7753	
<b>流动负债</b>	616	779	941	1160	1426	
短期借款	37	0	30	30	30	
应付账款	202	269	322	413	523	
其他流动负债	378	510	589	717	873	
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	0	
<b>负债合计</b>	616	779	941	1160	1426	
少数股东权益	67	0	0	0	0	
股本	453	573	573	573	573	
资本公积	91	2524	2524	2524	2524	
留存收益	364	882	1212	2092	3230	
归属母公司股东权益	909	3979	4309	5188	6327	
<b>负债和股东权益</b>	1592	4758	5251	6348	7753	
<b>现金流量表</b>						单位:百万元
会计年度	2010	2011	2012	2013	2014	
<b>经营活动现金流</b>	182	335	701	681	899	
净利润	361	518	674	879	1138	
折旧摊销	0	0	27	36	40	
财务费用	0	-19	-14	-11	-8	
投资损失	-0	-2	-1	-1	-1	
营运资金变动	0	0	10	-233	-283	
其他经营现金流	-179	-162	6	10	13	
<b>投资活动现金流</b>	-193	-511	-96	-91	-32	
资本支出	216	303	140	90	30	
长期投资	8	-210	-46	0	0	
其他投资现金流	32	-418	-2	-1	-2	
<b>筹资活动现金流</b>	-76	2522	-299	11	8	
短期借款	37	-37	30	0	0	
长期借款	0	0	0	0	0	
普通股增加	375	120	0	0	0	
资本公积增加	91	2433	0	0	0	
其他筹资现金流	-579	5	-329	11	8	
<b>现金净增加额</b>	-87	2345	306	601	875	

利润表						单位:百万元
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	
<b>营业收入</b>	1675	2257	2790	3573	4527	
营业成本	744	1001	1200	1537	1947	
营业税金及附加	4	27	42	54	68	
营业费用	391	476	558	697	860	
管理费用	105	155	181	225	276	
财务费用	0	-19	-14	-11	-8	
资产减值损失	11	21	20	20	20	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	2	1	1	1	
<b>营业利润</b>	420	598	805	1053	1365	
营业外收入	3	8	12	7	7	
营业外支出	3	4	5	1	1	
<b>利润总额</b>	420	602	812	1059	1371	
所得税	60	84	138	180	233	
<b>净利润</b>	361	518	674	879	1138	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	360	518	674	879	1138	
EBITDA	420	579	817	1079	1397	
EPS (元)	0.80	0.90	1.18	1.53	1.99	
<b>主要财务比率</b>						
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	
<b>成长能力</b>						
营业收入	19.3%	34.8%	23.6%	28.1%	26.7%	
营业利润	64.6%	42.5%	34.5%	30.9%	29.6%	
归属于母公司净利润	39.8%	43.7%	30.1%	30.5%	29.4%	
<b>获利能力</b>						
毛利率(%)	55.6%	55.6%	57.0%	57.0%	57.0%	
净利率(%)	21.5%	22.9%	24.1%	24.6%	25.1%	
ROE(%)	39.7%	13.0%	15.6%	16.9%	18.0%	
ROIC(%)	47.4%	35.9%	43.9%	48.7%	55.1%	
<b>偿债能力</b>						
资产负债率(%)	38.7%	16.4%	17.9%	18.3%	18.4%	
净负债比率(%)	5.97%	0.00%	3.19%	2.59%	2.10%	
流动比率	1.58	5.14	4.70	4.71	4.81	
速动比率	0.84	4.19	3.75	3.72	3.80	
<b>营运能力</b>						
总资产周转率	1.16	0.71	0.56	0.62	0.64	
应收账款周转率	19	22	20	20	20	
应付账款周转率	4.42	4.25	4.06	4.18	4.16	
<b>每股指标(元)</b>						
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.90	1.18	1.53	1.99	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.58	1.22	1.19	1.57	
每股净资产(最新摊薄)	1.59	6.94	7.52	9.06	11.04	
<b>估值比率</b>						
P/E	38.61	26.86	20.65	15.82	12.22	
P/B	15.31	3.50	3.23	2.68	2.20	
EV/EBITDA	27	20	14	11	8	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257