

分析师：金珍

执业证书编号：S0270511080002

电话：020-38286835

邮箱：jinzhen@wlzq.com.cn

发布日期：2012年8月22日

毛利率继续提升，业绩略超预期

——九牧王（601566）2012年中报点评

公司点评报告

买入（维持）

事件：

九牧王公布2012年半年度报告：报告期内，公司实现营业总收入11.91亿元，同比增长23.58%；实现利润总额3.91亿元，同比增长42.96%；实现归属于上市公司股东的净利润3.38亿元，同比增长43.59%；实现基本每股收益0.59元。

点评：

- **上半年业绩略超市场预期：**公司2012年1-6月营业收入同比增长23.58%，净利润同比增长43.59%，业绩略超市场预期。其中，二季度实现净利润1.3亿元，同比增长77.26%，大幅好于一季度。上半年公司在品牌先行、商品拉动、精耕门店的指导思想下，稳步扩张渠道，费用控制合理，运营管理能力提升，经营业绩保持快速增长。分产品来看，衬衫和茄克销售收入增长较快，分别同比增长44.69%和43.97%，收入占比提升；主产品男裤收入增长17.21%，收入占比下降2.79个百分点至51.15%。分地区来看，主经营区华东地区实现销售收入5.02亿元，同比增长30.93%，西南地区增速较慢，为9.19%，其余地区增长平稳，未来公司将加大西南、西北和东北地区市场的开拓力度。

图 1：分季度营业收入

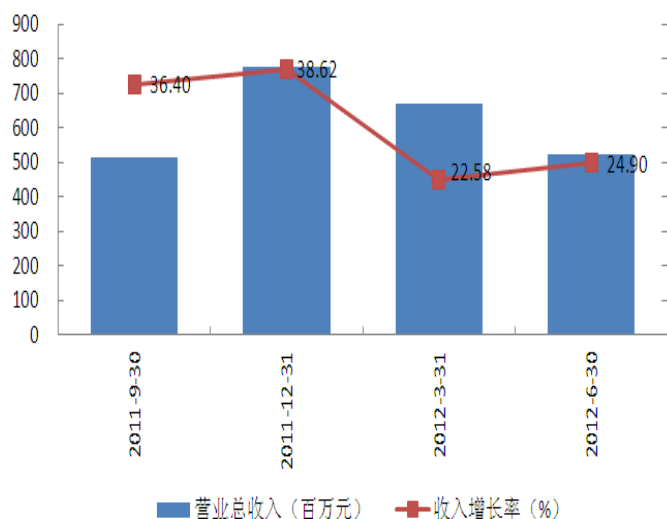
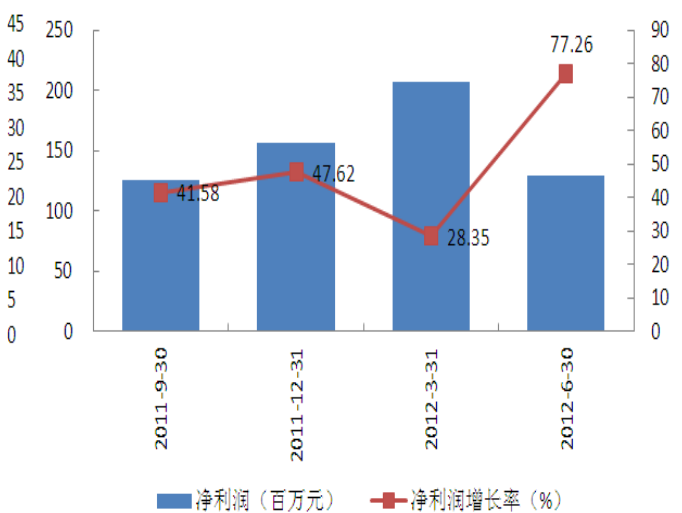


图 2：分季度净利润



数据来源：公司公告；万联证券研究所

资料来源：公司公告；万联证券研究所

图 3：2011 年与 2012 年中期产品收入占比

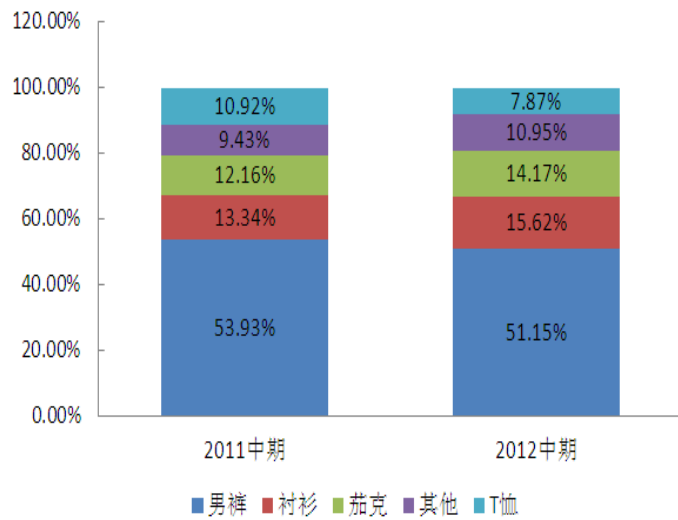
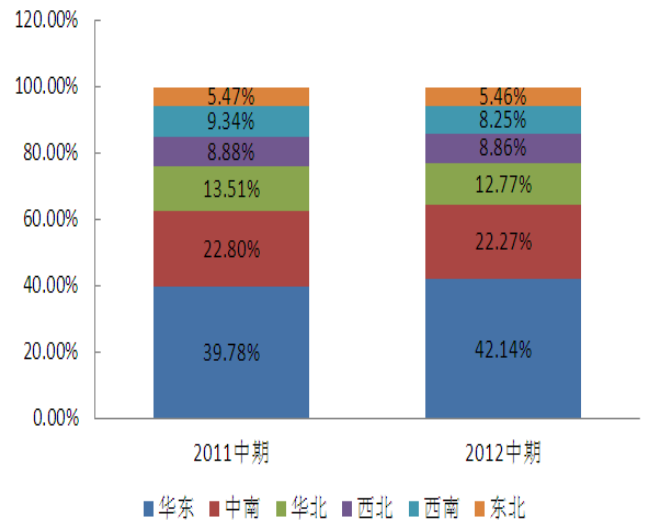


图 4：2011 年与 2012 年中期区域收入占比



数据来源：公司公告；万联证券研究所

资料来源：公司公告；万联证券研究所

- **毛利率继续提升，各项费用控制合理：** 上半年公司综合毛利率为57.57%，较上年同期提升1.11个百分点，保持上升态势。从各项费用率来看，控制相对合理，整体销售期间费用率为22.69%，较上年同期大幅下降4.82个百分点。其中销售费用率为19.9%，较上年同期下降0.45个百分点；管理费用率为6.28%，下降1.08个百分点；财务费用率为-3.48%，下降3.28个百分点。6月末存货累计金额为6.21亿元，占总资产的13.29%，存货周转率为0.75，较上年同期下降0.19。

图 5：分季度毛利率和净利率

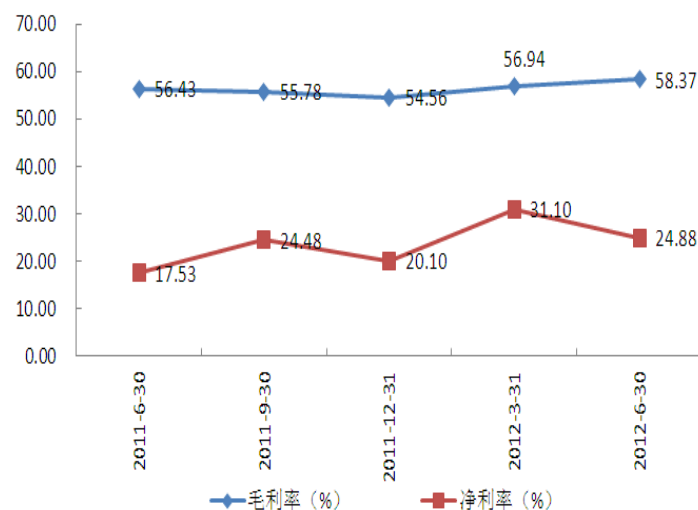
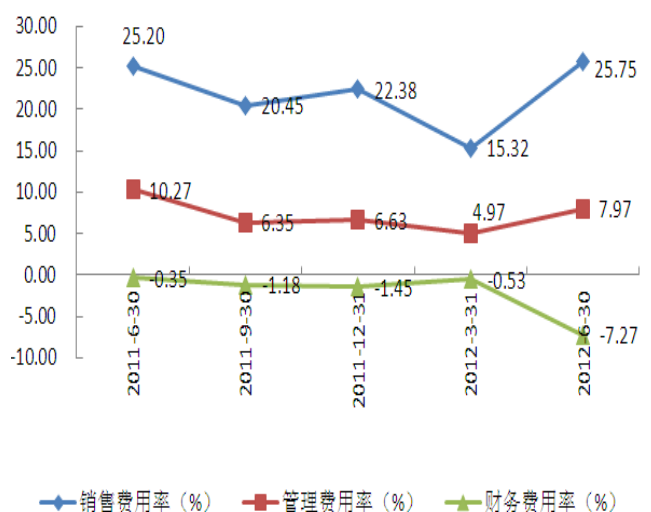


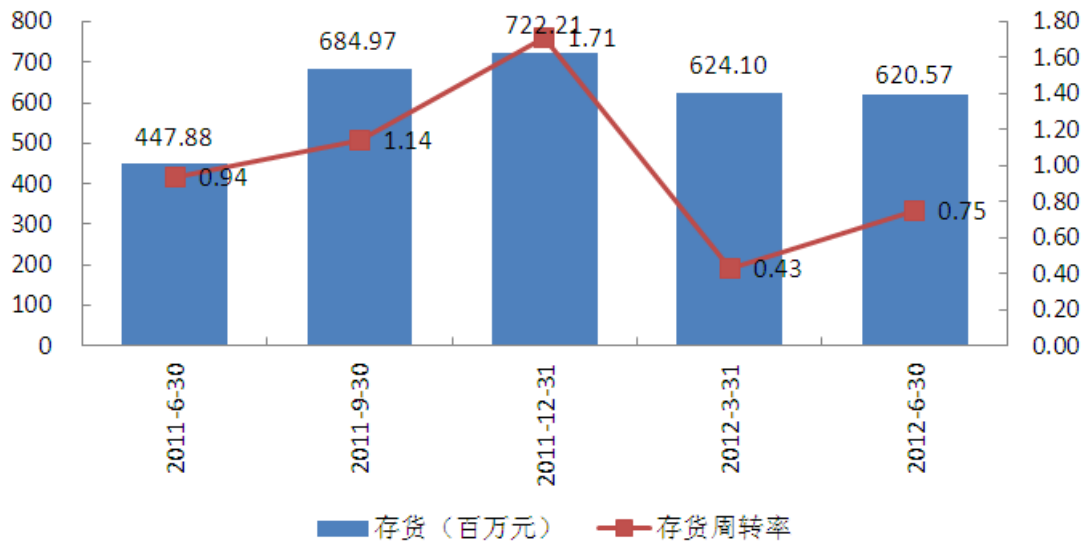
图 6：分季度各项费用率



数据来源：公司公告；万联证券研究所

资料来源：公司公告；万联证券研究所

图 7：近两年存货金额及存货周转率



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **渠道扩张增速放缓**：上半年公司谨慎扩张渠道，不断提升内生运营能力。截至2012年6月底，公司终端门店总数为3207家，相比2011年底3140家净增67家，增速放缓。在增强门店运营能力上，公司通过加强品牌建设、提升商场系列店和裤柜形象、试点开展零售管理项目、扶持加盟商等措施促进终端店效的提升。
- **未来看产品延伸、渠道下沉和品牌多元化**：公司将继续丰富产品品类，推进男裤向上装和相关服饰延伸，降低男裤收入占比；渠道扩张方面，在巩固一线城市的基础上，加大二三线市场的渠道扩张力度；未来还将积极尝试品牌多元化经营，开拓以FUN品牌为代表的休闲服业务和以格利派蒙为代表的电子商务品牌。
- **盈利预测与投资建议**：男装行业竞争格局稳定，发展成熟，商务休闲男装将成为未来的主流趋势。公司作为商务男装行业龙头，经营稳健，未来成长可期。预计2012年和2013年EPS为1.17元和1.38元，目前股价为25.09元，对应PE为21倍和18倍，估值相对合理，维持“买入”评级。
- **风险因素**：经济增速回落影响消费需求；产品延伸效果不及预期；库存增加。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	16.75	22.57	27.51	34.82
增长比率 (%)	19.30	34.78	21.87	26.57
净利润 (亿元)	3.61	5.18	6.77	7.99
增长比率 (%)	39.79	43.73	30.73	17.95
每股收益 (元)	0.62	0.90	1.17	1.38
市盈率 (倍)	40.47	27.88	21.44	18.18

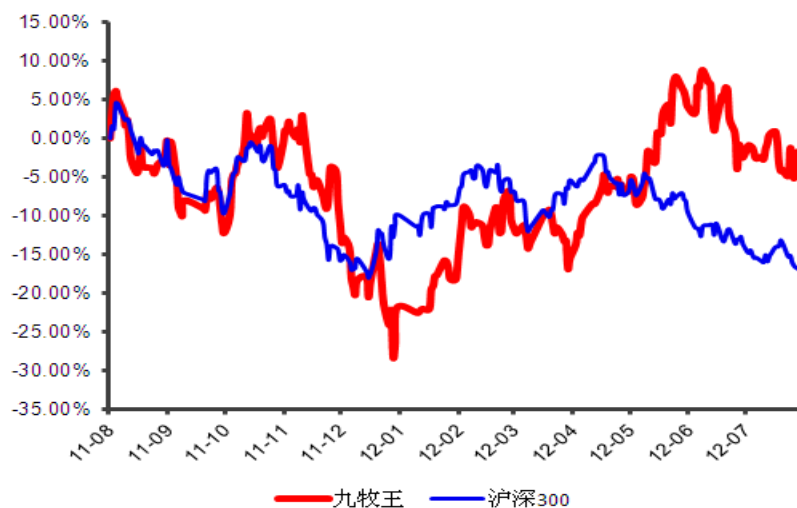
市场数据

收盘价 (元)	25.09
一年内最高/最低 (元)	28.15/18.50
沪深300 指数	2106.96
市净率 (倍)	3.62
流通市值 (亿元)	30.84

基础数据

每股净资产 (元)	6.94
每股经营现金流 (元)	0.58
毛利率 (%)	55.65
净资产收益率 (%)	13.02
资产负债率 (%)	16.37
总股本/流通股 (万股)	57866/12293
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：金珍

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831