

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10月29日

三季度业绩增速大幅放缓

——九牧王（601566）2012年三季度报点评

公司点评报告

增持（下调）

事件：

九牧王公布2012年三季度报：2012年1-9月，公司实现营业总收入17.82亿元，同比增长20.53%；实现归属于上市公司股东的净利润4.71亿元，同比增长30.36%；实现基本每股收益0.82元。

点评：

- **前三季度业绩略低于预期，三季度增速大幅放缓：**公司前三季度营业收入同比增长20.53%，净利润同比增长30.36%，经营业绩整体来看略低于预期。分季度来看，公司第一季度净利润增长28.35%，增速略有放缓；第二季度销售情况较好，净利润同比增长77.26%，大幅好于一季度；上半年经营业绩整体略超预期。第三季度，公司实现营业收入5.91亿元，同比增长14.82%；实现归属于上市公司股东的净利润1.33亿元，同比仅增长5.66%；毛利率较上年同期提升1.87个百分点至57.65%，但销售费用率和管理费用率较上年同期分别提升3.36个百分点和1.11个百分点。7、8月份属于服装销售的淡季，且今年夏季时间拉长，公司三季度营业收入增速放缓，加上费用率大幅提升，公司三季度业绩增速出现大幅放缓，使得前三季度公司整体业绩略低于预期。

图 1：分季度营业收入

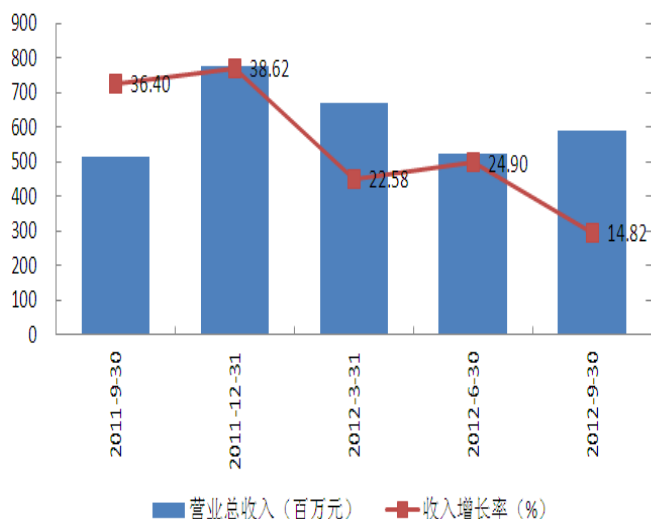
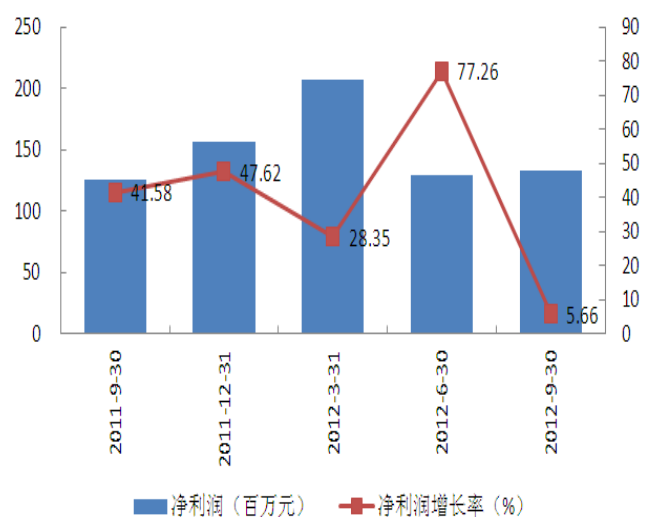


图 2：分季度净利润



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：分季度毛利率和净利率

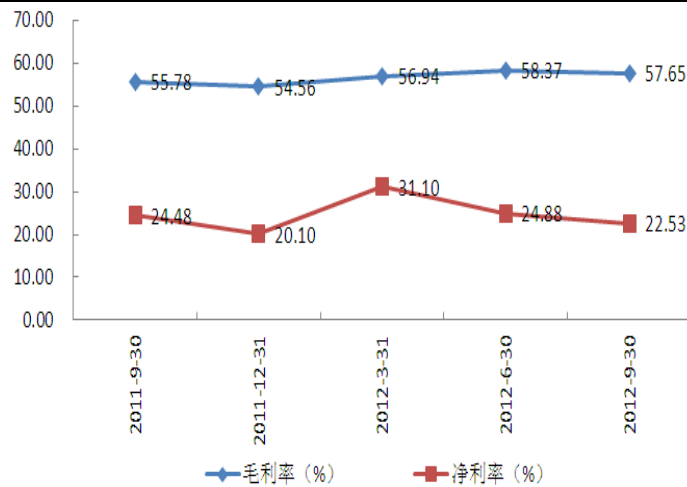
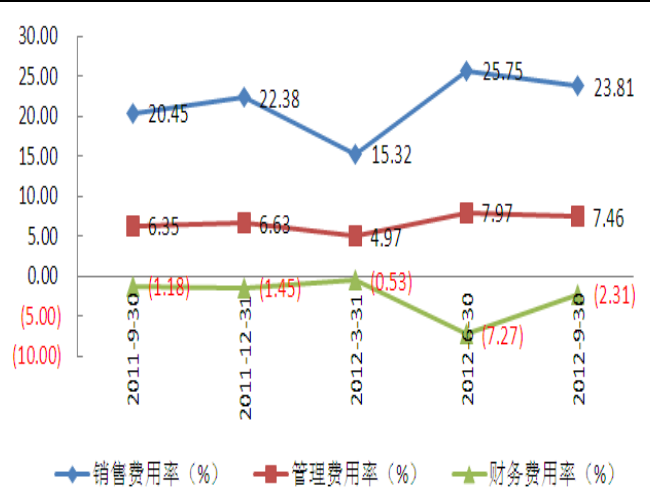


图 4：分季度各项费用率



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

- **上半年渠道扩张谨慎：**公司全年原计划开店 300-400 家，其中，新开直营店数量占比为 20%-25%，约 70-80 家左右。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，新开店主要为加盟店，上半年渠道扩张比较谨慎。一般来说，服装公司的开店高峰期在下半年的 7、8 月和 10、11 月，预计公司下半年开店情况将好于上半年。
- **2013 年春夏订货会增速放缓：**根据目前市场反馈情况来看，公司 2013 年春夏订货会订货额增速放缓，预计同比个位数增长，订货会情况差于上年同期，加上公司 2013 年所得税优惠到期，预计 2013 年上半年经营业绩增速将放缓。
- **渠道下沉和非裤装品类发展是未来增长点：**目前公司在超大和一线城市覆盖率达到 100%，且主要为商场专柜，优势明显，而在二三四线城市中覆盖率和店铺密度不高。未来公司的开店策略主要是由一二线向二三线下沉，自上而下扩张，从目前的开店经验来看，在向二三线城市的扩张中，未来还有 1500 家左右的开店空间。品类延伸上，公司目前正在积极推进男裤向上装和相关服饰延伸，非裤装收入占比每年将提升 2-3 个百分点。品牌建设上，公司依靠产品品质和性价比获得了较好的市场知名度，未来将继续提升品牌价值，尝试多品牌发展。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为商务休闲男装行业龙头，经营稳健，具备一定的成长性。随着销售旺季的到来，预计 2012 年四季度的经营情况会有所好转，全年业绩增长相对明确。公司 2013 年春夏订货会订货额增速为个位数增长，且所得税优惠即将到期，我们下调 2013 年的盈利预测，预计 2012 年和 2013 年 EPS 为 1.17 元和 1.25 元，目前股价为 17.96 元，对应 PE 为 15 倍和 14 倍。短期股价受到订货会数据和三季度业绩低于预期的影响可能出现调整，目前公司估值相对较低，给予“增持”评级。
- **风险因素：**经济增速回落影响消费需求；渠道下沉和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	30.95
增长比率 (%)	19.30	34.78	21.87	12.50
净利润 (亿元)	3.61	5.18	6.77	7.23
增长比率 (%)	39.79	43.73	30.73	6.84
每股收益 (元)	0.62	0.90	1.17	1.25
市盈率 (倍)	28.97	19.96	15.35	14.37

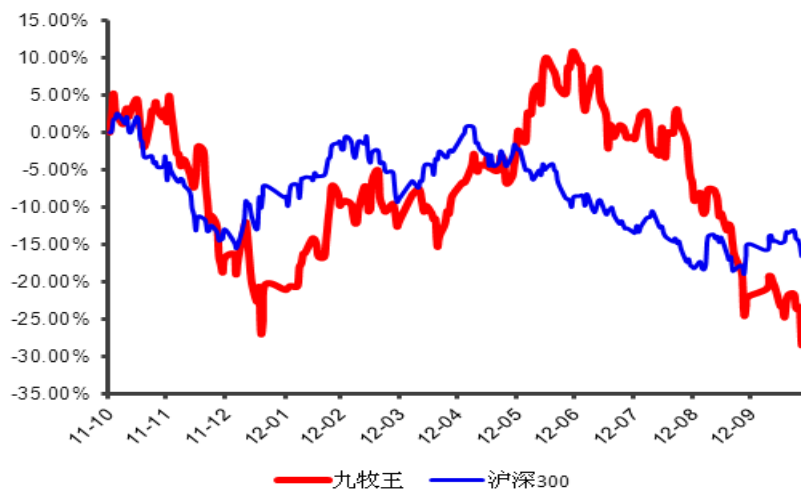
市场数据

收盘价 (元)	17.96
一年内最高/最低 (元)	28.15/17.75
沪深300 指数	2066.21
市净率 (倍)	2.59
流通市值 (亿元)	22.08

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