短期业绩有所放缓，经营依旧稳健

买入 维持

目标价格：25元

事件：

公司公布2012年三季报：公司前三季度实现营业收入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%；对应EPS为0.82元，三季报业绩略低于预期。

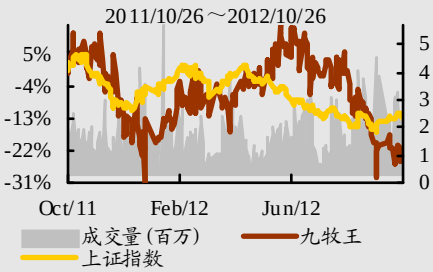
对此，我们点评如下：

- **三季度公司收入增速略有放缓，但毛利率维持高位，显示公司在弱市环境下以量保价的策略及对品牌的维护。**公司第三季度营业收入同比增长14.8%，增速较上半年下降8.76个百分点，主要是受零售市场需求下滑影响；第三季度实现毛利率57.65%，基本与上半年持平，说明公司并未以大力度促销换取销售业绩，对品牌的维护力度较强。
- **期间费用率有所上升导致净利润增速略低于预期。**公司第三季度销售费用率较去年同期提升3.36个百分点，管理费用率较去年提升1.11个百分点，考虑财务费用率同比下降1.13个百分点，整体期间费用率仍较去年同期提升3.34个百分点，在销售增速有所放缓情况下，导致净利润增速较去年同期明显下降36.9个百分点。
- **考虑到三季度属于传统消费淡季，对全年业绩影响较小，预计公司全年业绩仍有望获取相对较快增长，我们仍维持之前盈利预测。**预计公司预计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（此假设暂不考虑明后年所得税率变更问题）。
- **投资建议。**近期市场对于公司明年春夏订货会增长放缓，三季度业绩减速以及明年所得税率上调给予了较为充分的预期，我们认为受宏观环境及自身相对稳健经营策略影响，短期内公司业绩增长的确呈一定放缓趋势，但中长期看公司仍然属于我们所坚持认为的“攻守兼备”投资品种，无论从渠道扩张潜力及品牌力提升空间等角度，未来都蕴含较大增长空间，故维持“买入”评级，调整半年目标价至25元。

（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
PE	30.6	21.3	16.4	12.3	9.7

纺织服装行业研究组
分析师：
李振亚(S1180512080002)
电话：021-51782239
Email：lizhenya@hysec.com

市场表现



公司基础数据

总股本	5.79亿股
流通股本	1.23亿股
上市日期	2011.05.30
当前股价	19.25元
第一大股东	九牧王国际投资
第一大股东持股比例	58.32%

相关研究

九牧王：增长态势良好，投资价值显著 2012/8/16

九牧王：业绩稳健较快增长，投资价值明显 2012/4/23

九牧王：由内而外散发成长之美 2012/3/30

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	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1675	2257	2791	3534	4434
YOY	19.3%	34.8%	23.6%	26.7%	25.4%
营业成本	744	1001	1247	1583	1995
毛利	931	1256	1543	1951	2439
% 营业收入	55.6%	55.6%	55.3%	55.2%	55.0%
营业税金及附加	4	27	33	42	53
% 营业收入	0.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	391	476	600	717	887
% 营业收入	23.3%	21.1%	21.5%	20.3%	20.0%
管理费用	105	155	188	223	275
% 营业收入	6.3%	6.9%	6.7%	6.3%	6.2%
财务费用	0	-19	-63	-73	-88
% 营业收入	0.0%	-0.9%	-2.3%	-2.1%	-2.0%
资产减值损失	11	21	17	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	0	0	0
营业利润	420	598	768	1027	1296
% 营业收入	25.1%	26.5%	27.5%	29.1%	29.2%
营业外收支	1	4	0	0	0
利润总额	420	602	768	1027	1296
% 营业收入	25.1%	26.7%	27.5%	29.1%	29.2%
所得税费用	60	84	96	128	162
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	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	184	316	868	522	1197
投资活动现金流净额	-193	-511	-300	-300	-300
筹资活动现金流净额	-76	2522	63	73	88
现金净流量	-84	2326	631	296	985

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	171	2482	3113	3408	4393
应收和预付款项	301	565	493	849	838
存货	449	722	703	963	1137
其他流动资产	0	159	159	159	159
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	28	46	46	46	46
固定资产和在建工程	446	568	835	1073	1282
无形资产和开发支出	118	118	118	118	118
其他非流动资产	28	17	9	0	0
资产总计	1540	4677	5475	6616	7972
短期借款	37	0	0	0	0
应付和预收款项	527	698	824	1066	1288
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
负债合计	564	698	824	1066	1288
股本	453	573	573	573	573
资本公积	91	2524	2524	2524	2524
留存收益	364	882	1554	2452	3587
归属母公司股东权益	909	3979	4651	5549	6684
少数股东权益	67	0	0	0	0
股东权益合计	975	3979	4651	5549	6684
负债和股东权益合计	1540	4677	5475	6616	7972

财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率	55.6%	55.6%	55.3%	55.2%	55.0%
三项费用/销售收入	29.6%	27.1%	26.0%	24.5%	24.2%
销售净利率	21.5%	22.9%	24.1%	25.4%	25.6%
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

分析师简介:

李振亚: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员，复旦大学信息工程学院工学硕士，2011 年加盟宏源证券研究所。曾任职于国金证券研究所，先后从事建材、中小盘研究，2009 年新财富第一名、2010 年新财富第二名团队成员。

重点覆盖公司：九牧王、卡奴迪路、探路者、罗莱家纺、富安娜、梦洁家纺、瑞贝卡、鲁泰 A、华孚色纺。

机构销售团队				
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张　珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵　越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃　汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。