



张凤展  
021-53519888-1932  
zhangfengzhan@shzq.com  
执业证书编号: S0870511030001

**基本数据 (Y13Q1)**

报告日股价 (元)	14.90
12mth A 股价格区间 (元)	13.30/28.15
总股本 (百万股)	579.26
无限售 A 股/总股本	21%
流通市值 (百万元)	1831
每股净资产 (元)	7.93
PBR (X)	1.87

**主要股东 (Y13Q1)**

九牧王国际投资控股有限公司	58.32%
泉州市顺茂投资管理有限公司	5.21%

**收入结构 (Y12A)**

男裤	47%
衬衫	13%
夹克	19%

**最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较**



报告编号: ZFZ13-CT10  
相关报告:  
首次报告日期: 2011-11-08

# 收入增长放缓, 现金流改善

**动态事项**

2012年度, 公司实现营业收入260,055.68万元, 利润总额77,223.95万元, 归属于母公司所有者的净利润66,842.34万元, 分别比上年同期增长15.20%、28.35%和29.07%, 实现每股收益1.16元。

股利分配方案: 每10股派发现金股利7元。

2013年一季度, 公司实现销售收入7.0元, 净利润1.9亿元, 分别比上年同期增长4.7%和-8.22%。

表 1: 主要财务数据

主要会计数据	2012年	同比增长	2013Q1	同比增长
营业收入	2,600,556,841	15.20%	700077438	5%
归属于上市公司股东的净利润	668,423,350	29.07%	190856606	-8%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	657,337,868	27.56%	190177991	-7%
经营活动产生的现金流量净额	559,252,794	66.91%	192431491	52%

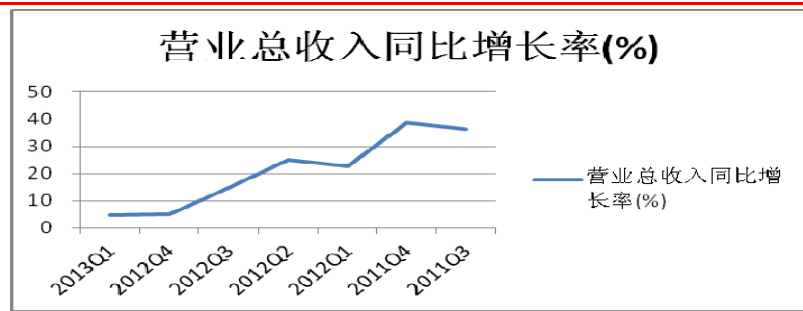
数据来源: 公司公告, 上海证券

**主要观点:**

**一季度收入增速放缓**

2012年度, 公司销售收入同比增长15.20%。其中销量增加4.43%, 单价提升10.04%, 从门店扩张数量来看, 2013年公司新开门店124家, 终端数量达到3264家, 同比增长3.95%, 因此整体来看, 扣除门店增长因素, 单店销售的增长基本全部来自于价格增长。

图 1: 销售收入同比增长



数据来源: wind, 上海证券

表 2: 门店情况

项目	2012A	2011A	2010A	2009A	2008A
销售终端总数量 (个)	3264	3140	2,710	2,525	2,325
其中: 直营	694	713	645	594	578
g	-3%	11%	9%	3%	
加盟	2570	2427	2,065	1,931	1,747
g	6%	18%	7%	11%	
门店总数增长	4%	16%	7.33%	8.60%	-
单店收入 (万元)	79	72	62	55	53
单店收入增长	11%	16%	11%	5%	

数据来源: 公司公告, 上海证券

一季度, 公司销售收入同比增长4.7%, 收入季度增速继续下降, 相比较2012年4季度5%的增速, 下降0.4个百分点, 终端消费市场依旧疲弱。从公司2013年度计划来看, 公司在本年度计划新开门店60-100家, 新开店数量进一步降低。

从销售区域来看, 2012年度公司增长的依然来自于公司原有强势区域, 公司的销售华东、中南及华北区的营业收入占比在77%左右, 也是销售收入增长最快的区域, 与2011年相比, 最优势区域华东地区的销售占比进一步提高, 弱势区域的扩展还有待进一步加强。

表 3: 销售收入区域结构

地区名称	营业收入	同比增长	销售占比 (2012)	销售占比 (2011)
华东	1,117,163,393	20%	43%	41%
中南	549,034,985	10%	21%	22%
华北	339,971,884	16%	13%	13%
西北	230,527,306	11%	9%	9%
西南	223,495,102	12%	9%	9%
东北	130,305,914	4%	5%	6%
合计	2,590,498,584	15%		

数据来源: 公司公告, 上海证券

从销售产品结构来看, 公司营业收入依然主要来自于男裤及茄克, 2012年度这两项占据了九牧王营业收入的67%, 但是与2011年相比, 这两项占比有所下降, 说明公司在品类拓展上有进步。从销售增长来看, 2012年度衬衫和西装产品增长较快, 其中衬衫同比增长48%。从品牌结构来看, 公司的营业收入及其增长主要依赖九牧王品牌, 九牧王品牌贡献了年度营业收入的90%以上。公司收购品牌“FUN”对公司业务贡献甚微, 目前仍为出血点, 从年报数据中看到, 运营FUN品牌的玛斯厦门子公司2012年度净利润为-1578万元, 已经连亏3年。

表 4: 收入结构

	2012 年			2011 年		
	营业收入	收入同比增长	毛利率	销售占比	毛利率	销售占比
男裤	1,227,305,705	12%	60%	47%	56%	49%
茄克	498,656,998	9%	55%	19%	53%	20%
衬衫	339,229,687	48%	62%	13%	61%	10%
西装	211,521,075	24%	51%	8%	53%	8%
T 恤	144,557,972	-7%	59%	6%	58%	7%
其他	169,227,147	18%	50%	7%	52%	6%
合计	2,590,498,584	15%	58%		56%	

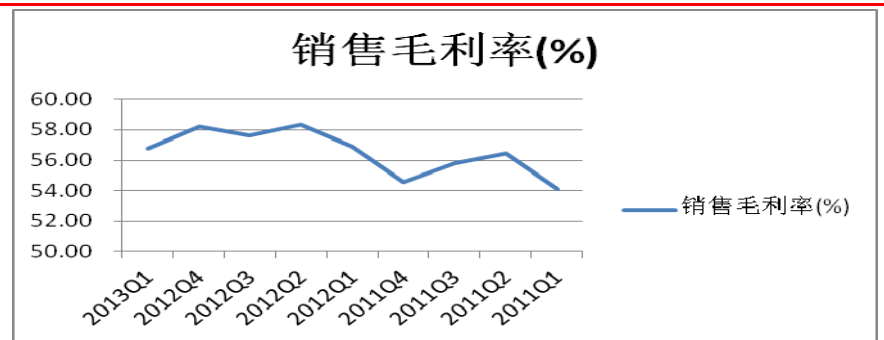
数据来源: 公司公告, 上海证券

### 毛利率继续提升有难度

2012年度, 公司的毛利率水平为57.79%, 比2011年度提升2.14个百分点, 毛利率的提升于价格提升有加大关系, 2012年提价10.04%, 分产品来看, 公司的优势产品男裤和夹克毛利率提升明显。其中男裤毛利率水平提升近4个百分点。

2013年一季度公司的毛利率水平为56.77%, 和去年同期相比下降0.17个百分点。预计2012年度的提价策略在2013年度压力较大。

图 2: 销售收入同比增长



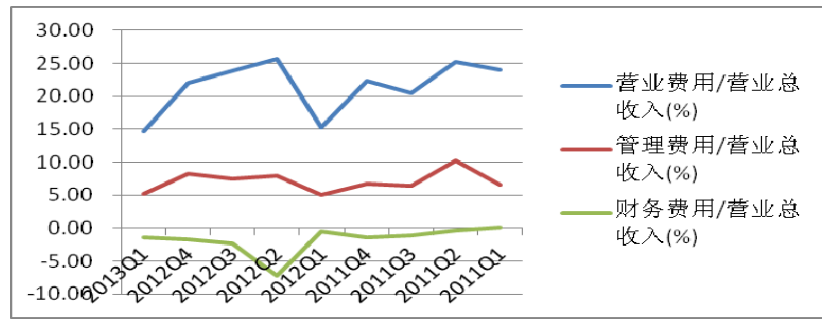
数据来源: wind, 上海证券

### 费用率基本平稳

2012年度, 公司期间费用率与2011年相比下降1.14个百分点, 期间费用率的下降主要来自于募集资金所带来的财务费用下降, 而销售费用率和管理费用率分别上涨了0.4和0.29个百分点。从销售费用结构来看, 销售费用率的增长主要来自于广告投入的增加和工资福利的提升。

2013年一季度公司的销售费用率有所下降, 比去年同期下降0.6个百分点。管理费用率上升0.3个百分点。

图 3: 费用率走势



数据来源: wind, 上海证券

### 营运周期拉长

2012年度公司的营业周期拉长, 主要是由于消费不景气, 公司加大对优秀加盟商的扶持力度, 放宽信用政策, 致使公司应收账款同比增长 105.65%, 应收账款周转天数增加近 10 天, 另一方面, 公司 2012 年度存货水平略有降低, 从 2011 年末的 7.2 亿, 下降至 6.5 亿, 但仍处于较高水平。

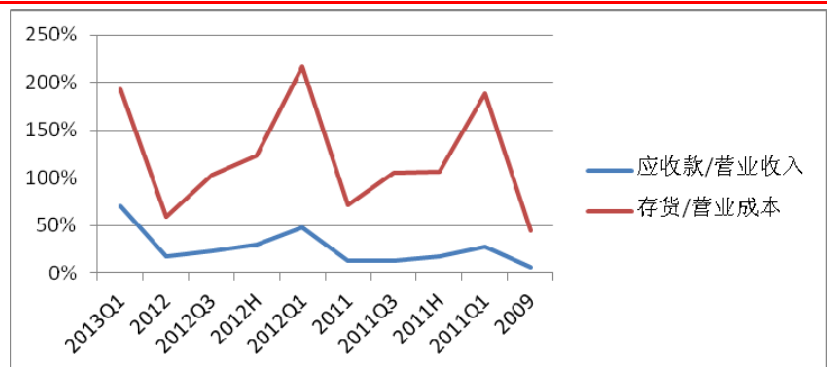
2013 年一季度, 公司的应收账款和存货周转都放缓, 其中应收款占销售收入的比例达到历年最高水平、存货占营业成本的比重比 2012 年一季度略好, 但依然处在高位。

表 5: 营运能力数据

报告期	2013 Q1	2012A	2012 Q1	2011 A	2010 A	2009 A	2008 A
营业周期(天)	217.13	250.14	227.92	226.18	207.53	192.75	223.28
存货周转天数(天)	183.45	225.01	210.43	210.50	189.39	173.29	205.44
应收账款周转天数(天)	33.68	25.13	17.49	15.68	18.14	19.47	17.84
存货周转率(次)	0.49	1.60	0.43	1.71	1.90	2.08	1.75
应收账款周转率(次)	2.67	14.33	5.15	22.96	19.85	18.49	20.18
流动资产周转率(次)	0.17	0.65	0.17	0.91	1.94	2.10	2.10
固定资产周转率(次)	1.24	5.43	1.62	6.44	5.73	5.03	4.50
总资产周转率(次)	0.14	0.53	0.14	0.71	1.16	1.21	1.20

数据来源: Wind 资讯, 上海证券

图 4: 应收账款和存货情况



数据来源: wind, 上海证券

## 现金流情况优良

表 6: 现金流质量分析

报告期	2013 Q1	2012 A	2012 Q1	2011 年报	2010 年报	2009 年报
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	1.04	1.06	1.13	1.13	1.09	1.13
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入	0.27	0.22	0.19	0.15	0.11	0.26
经营活动产生的现金流量净额 / 经营活动净收益	0.76	0.74	0.54	0.56	0.43	1.44
资本支出 / 折旧和摊销		2.81		6.26	6.01	3.27

数据来源: Wind 资讯

公司的现金流状况较好, 2012年度公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增长66.91%, 高于销售收入增长水平。公司投资活动产生的现金流量净支出较上年减少27,532.18万元, 主要原因是: (1) 购建固定资产的现金支出下降; (2) 2011年公司向控股股东收购泉州九牧王洋服时装有限公司35%的股权, 而2012年无此项投资支出; 公司筹资活动产生的现金流量净额较上年同期减少277,909.12万元, 主要系2011年公司首次公开发行股票, 收到募集资金净额255,304.99万元所致。

2013年一季度, 公司的经营活动产生现金流量净额持续改善, 现金流质量进一步提高。

**■ 投资建议:**

预计 2012-2014 年公司每股收益分别为 1.067、1.18、1.30 元。维持“跑赢大市”投资评级。

**■ 数据预测与估值:**

至 12 月 31 日	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	2600.56	2795.72	3038.46	3298.49
年增长率 (%)	15.20%	7.50%	8.68%	8.56%
归属于母公司的净利润	668.42	617.72	684.80	753.07
年增长率 (%)	29.07%	-7.59%	10.86%	9.97%
每股收益 (元)	1.154	1.066	1.182	1.300
PER (X)	12.91	13.97	12.60	11.46

注: 总股本为 579.26 百万股计算, 数据来源: wind, 上海证券

**盈利预测:**
**财务和估值数据摘要**

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1674.81	2257.33	2600.56	2795.72	3038.46	3298.49
增长率(%)	19.30%	34.78%	15.20%	7.50%	8.68%	8.56%
归属母公司股东净利润	360.33	517.89	668.42	617.72	684.80	753.07
增长率(%)	39.79%	43.73%	29.07%	-7.59%	10.86%	9.97%
每股收益(EPS)	0.622	0.894	1.154	1.066	1.182	1.300
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.318	0.586	0.973	1.144	1.790	0.540
销售毛利率	55.56%	55.65%	57.79%	58.00%	58.00%	58.00%
销售净利率	21.52%	22.94%	25.70%	22.10%	22.54%	22.83%
净资产收益率(ROE)	39.65%	13.02%	15.22%	12.33%	12.02%	11.68%
投入资本回报率(ROIC)	77.74%	58.60%	38.27%	29.31%	32.82%	45.05%
市盈率(P/E)	23.95	16.67	12.91	13.97	12.60	11.46
市净率(P/B)	9.50	2.17	1.96	1.72	1.52	1.34
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

**报表预测**
**利润表**

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1674.81	2257.33	2600.56	2795.72	3038.46	3298.49
减: 营业成本	744.24	1001.18	1097.62	1174.20	1276.15	1385.37
营业税金及附加	3.90	27.10	27.22	29.26	31.80	34.53
营业费用	390.53	475.63	558.26	587.10	638.08	692.68
管理费用	104.94	155.31	186.55	195.70	212.69	230.89
财务费用	0.33	-19.29	-69.80	-58.54	-77.69	-93.44
资产减值损失	11.44	20.97	46.04	50.00	50.00	50.00
加: 投资收益	0.30	1.74	4.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	419.73	598.17	759.58	817.99	907.43	998.46
加: 其他非经营损益	0.72	3.52	12.66	5.63	5.63	5.63
<b>利润总额</b>	420.45	601.69	772.24	823.62	913.06	1004.09
减: 所得税	59.95	83.80	103.82	205.91	228.27	251.02
<b>净利润</b>	360.50	517.89	668.42	617.72	684.80	753.07
减: 少数股东损益	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	360.33	517.89	668.42	617.72	684.80	753.07

**资产负债表**

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	170.69	2481.99	2487.62	3154.20	4228.38	4594.41
应收和预付款项	301.50	565.08	517.96	638.12	357.90	723.36
存货	448.61	722.21	649.88	731.53	544.62	840.75
其他流动资产	0.00	158.50	218.27	218.27	218.27	218.27

长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	27.61	46.14	51.68	51.68	51.68	51.68
固定资产和在建工程	445.63	568.41	794.85	721.00	647.16	573.31
无形资产和开发支出	117.58	117.81	168.26	232.26	275.86	314.46
其他非流动资产	27.99	17.15	95.36	85.75	76.14	76.14
<b>资产总计</b>	<b>1539.61</b>	<b>4677.28</b>	<b>4983.88</b>	<b>5832.82</b>	<b>6400.01</b>	<b>7392.38</b>
短期借款	36.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	527.36	698.42	591.32	822.54	704.93	944.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>564.16</b>	<b>698.42</b>	<b>591.32</b>	<b>822.54</b>	<b>704.93</b>	<b>944.24</b>
股本	452.93	572.93	578.66	578.66	578.66	578.66
资本公积	91.31	2524.36	2607.67	2607.67	2607.67	2607.67
留存收益	364.46	881.58	1206.24	1823.96	2508.76	3261.83
<b>归属母公司股东权</b>						
<b>益</b>	<b>908.70</b>	<b>3978.87</b>	<b>4392.57</b>	<b>5010.28</b>	<b>5695.08</b>	<b>6448.15</b>
少数股东权益	66.75	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>975.45</b>	<b>3978.87</b>	<b>4392.57</b>	<b>5010.28</b>	<b>5695.08</b>	<b>6448.15</b>
负债和股东权益合计	1539.61	4677.28	4983.88	5832.82	6400.01	7392.38
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营性现金净流量	184.47	339.25	563.66	662.88	1036.90	312.55
投资性现金净流量	-192.71	-510.52	-235.20	-59.77	-45.77	-45.77
筹资性现金净流量	-75.90	2521.57	-257.52	63.47	83.05	99.26
<b>现金流量净额</b>	<b>-84.13</b>	<b>2349.52</b>	<b>70.94</b>	<b>666.57</b>	<b>1074.18</b>	<b>366.03</b>

数据来源: wind, 上海证券

## 分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。