

## 稳健型特征显著，费用控制加强

### 核心观点：

#### 1. 事件

- 公司发布年度报告和 2013 年一季报：(1) 2012 年收入 26 亿，同比增 15.2%；营业利润 7.6 亿，同比增 26.98%；净利润 6.68 亿，同比增 29.07%；EPS 为 1.16 元。(2) Q4 当季收入 8.19 亿，同比增 5.1%；营业利润 2.278 亿，同比增 23.55%；净利润 2.00 亿，同比增 26.07%。(3) 2013 年 Q1 收入 7.0 亿，同比增 4.7%；营业利润 2.56 亿元，同比增 8.92%；归属于上市公司股东的净利润 1.91 亿，同比降 8.22%。分红预案：每 10 股派发现金红利 7 元（含税），分红回报率接近 5%。
- 年报中指出，2013 年计划净增终端 60-100 家，预计实现销售收入 27.5 亿元，比 2012 年度增长 5.77%，成本和期间费用 19 亿元；据此测算，税前利润约 8.5 亿，同比增 10%；而净利润增速则受到公司所得税率上调负面影响。

#### 2. 我们的分析与判断

- **2012 年渠道增速下降，直营店效有所提升，平均单价上调 10%。** 2012 年线下渠道贡献收入约 24.3 亿，电商收入约 1.2 亿，量身定制业务收入约 5000 万。2012 年直营渠道减少 19 家至 694 家，加盟渠道增加 143 家至 2570 家。假定加盟收入占 65% 情况下，按照有效渠道测算，加盟同店出库约 67 万，同比下滑 2%，直营同店零售约 107 万，同比增 4.2%。服装产品销量同比增 4.4%，平均单价增长 10%。2013Q1 收入增速构成中，我们预计直营增速约 10%，加盟小个位数增长；考虑 2012Q4 增速较低，2013Q1 增速不算乐观。
- **12 年毛利率提升 2 个百分点；2013Q1 加大费用控制。** 2012 年毛利率提升至 57.8%，主要是产品收入贡献占比变化；销售费用增 17.4% 至 5.58 亿，主要是广告宣传和市场推广等费用大幅增加，同比增约 44%。管理费用增 20.1% 至 1.87 亿，受股权激励管理费用计提影响，工资与福利同比增 36% 至 7300 万，但剔除销售人员后员工数同比下降 14%。对于 2013Q1，毛利率下滑 1 个百分点；销售费用与去年同期基本持平；在股权激励费用计提情况下，管理费用增 10% 至 3660 万。
- **对经销商授信加大背景下，12 年经营性现金流增 67% 至 5.6 亿。** 其中存货从 7.2 亿减少到 6.5 亿；应收账款增 106% 至 2.44 亿。**2013 年 Q1 经营性现金流净额为 1.92 亿，较去年同期增 52%。** 其中存货较年初下降 10% 至 5.84 亿，应收账款较年初增 15% 至 2.8 亿。

#### 3. 投资建议

- 九牧王对 2013 年预期好于利郎等，我们认为年报发布时点公司

## 九牧王 (601566.SH)

谨慎推荐 维持评级

### 分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112030156

花小伟：(8610) 8357 4523

(huaxiaowei@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130112090085

对本报告的编制提供信息

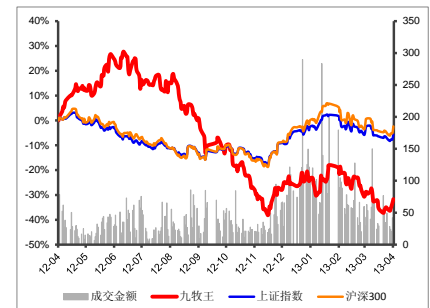
### 市场数据

2013.4.18

A 股收盘价(元)	14.57
A 股一年内最高价(元)	18.28
A 股一年内最低价(元)	13.33
上证指数	2197.60
市净率	2.01
总股本(万股)	57926
实际流通 A 股(万股)	12293
限售 A 股(万股)	45633
流通 A 股市值(亿元)	17.91

注：\*价格未复权

### 相对指数表现图



资料来源：WIND 中国银河证券研究部

已经考虑了 2013 年下半年不佳的订货会数据。结合公司给予预期，2013 年收入 27.5 亿，我们测算利润总额 8.5 亿、净利润 6.8 亿、基本与上年持平，对应 EPS1.18 元，对应 PE12.4 倍；维持谨慎推荐评级。

**表 1: 九牧王 (601566.SH) 逐季业绩增速 (万元)**

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业总收入	41,823	51,457	77,902	66,866	52,236	59,081	81,874	70,008
同比		36.40%	38.62%	22.58%	24.90%	14.82%	5.10%	4.70%
营业成本	18,221	22,753	35,400	28,791	21,747	25,020	34,204	30,265
同比		31.89%	37.24%	21.26%	19.35%	9.96%	-3.38%	5.12%
销售费用	10,540	10,522	17,434	10,242	13,453	14,066	18,065	10,289
同比		41.25%	29.61%	12.96%	27.64%	33.68%	3.62%	0.46%
管理费用	4,297	3,270	5,168	3,323	4,162	4,408	6,763	3,660
同比		22.97%	39.39%	18.81%	-3.13%	34.80%	30.86%	10.16%
财务费用	-145	-608	-1,129	-355	-3,795	-1,363	-1,467	-1,025
资产减值损失	-93	241	1,823	687	1,083	1,631	1,202	473
投资净收益	16	22	115	83	293	78	37	239
营业利润	8,462	14,567	18,337	23,534	14,918	14,852	22,655	25,633
同比		42.49%	42.85%	27.55%	76.30%	1.95%	23.55%	8.92%
加: 营业外收入	337	315	43	330	344	781	368	109
减: 营业外支出	6	385	49	16	25	122	394	19
利润总额	8,792	14,497	18,332	23,848	15,236	15,511	22,629	25,723
同比		42.09%	41.21%	28.58%	73.29%	6.99%	23.44%	7.86%
减: 所得税	1,461	1,901	2,673	3,052	2,240	2,201	2,888	6,637
净利润	7,332	12,597	15,659	20,795	12,996	13,310	19,741	19,086
同比		42.56%	44.47%	28.35%	77.26%	5.66%	26.07%	-8.22%
母公司所有者净利润	7,332	12,597	15,659	20,795	12,996	13,310	19,741	19,086
同比		41.58%	47.62%	28.35%	77.26%	5.66%	26.07%	-8.22%
完全摊薄 EPS	0.13	0.22	0.27	0.36	0.22	0.23	0.34	0.33
<b>盈利能力</b>								
毛利率	56.43%	55.78%	54.56%	56.94%	58.37%	57.65%	58.22%	56.77%
营业利润率	20.23%	28.31%	23.54%	35.20%	28.56%	25.14%	27.67%	36.61%
销售净利润率	17.53%	24.48%	20.10%	31.10%	24.88%	22.53%	24.11%	27.26%
所得税率	16.61%	13.11%	14.58%	12.80%	14.70%	14.19%	12.76%	25.80%
<b>费用控制能力</b>								
销售费用率	10.27%	6.35%	6.63%	4.97%	7.97%	7.46%	8.26%	5.23%
管理费用率	25.20%	20.45%	22.38%	15.32%	25.75%	23.81%	22.06%	14.70%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

**表 2: 九牧王 (601566.SH) 逐季运营能力分析**

	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
存货	4.48	6.85	7.22	6.24	6.21	7.79	6.50	5.84
成本	1.82	2.28	3.54	2.88	2.17	2.50	3.42	3.03
存货/成本	2.46	3.01	2.04	2.17	2.85	3.11	1.90	1.93
应收账款	0.58	0.53	1.19	1.41	1.79	2.36	2.44	2.80
应收款/收入	0.14	0.10	0.15	0.21	0.34	0.40	0.30	0.40
预收账款	0.95	1.82	1.16	1.32	1.56	1.77	1.12	0.85
应付账款	1.89	3.06	2.69	2.01	2.11	2.68	2.15	2.41
预付账款	3.37	3.12	2.65	2.44	2.46	1.46	0.28	0.50
经营性净现金流	-0.45	1.43	0.96	1.26	0.46	1.35	2.52	1.92
净利润	0.73	1.26	1.57	2.08	1.30	1.33	1.97	1.91
经营性净现金流/净利润	-0.61	1.14	0.61	0.61	0.36	1.01	1.27	1.01

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

**表 3: 九牧王 (601566.SH) 财务报表预测**

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	221	2560	2603	2799	3135	营业收入	1675	2257	2601	2750	3031
应收票据	77	169	229	220	220	营业成本	744	1001	1098	1160	1278
应收账款	78	119	244	258	285	营业税金及附加	4	27	27	29	32
预付款项	138	265	28	30	33	销售费用	391	476	558	590	612
其他应收款	449	722	650	687	757	管理费用	105	155	187	197	217
存货	9	170	235	248	274	财务费用	0	-19	-70	-73	-80
其他流动资产	58	66	158	139	45	资产减值损失	11	21	46	14	15
长期股权投资	299	402	556	842	1085	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	146	166	238	192	168	投资收益	0	2	5	5	5
在建工程	118	118	168	192	215	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	13	17	19	52	-41	营业利润	420	598	760	838	962
无形资产	1592	4758	5110	5608	6217	营业外收支净额	1	4	13	13	13
长期待摊费用	37	0	0	0	0	税前利润	420	602	772	850	974
资产总计	405	530	427	451	497	减: 所得税	60	84	104	166	190
短期借款	75	116	112	110	121	净利润	361	518	668	685	784
应付票据	99	133	178	188	208	归属于母公司净利润	360	518	668	685	784
应付账款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.80	0.90	1.16	1.18	1.36
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	稀释每股收益	0.62	0.89	1.16	1.18	1.36
应交税费	616	779	717	750	826	<b>财务指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他应付款	453	573	579	579	579	<b>成长性</b>					
其他流动负债	91	2524	2608	2608	2608	营收增长率	19.3%	34.8%	15.2%	5.8%	10.2%
长期借款	364	882	1206	1672	2205	EBIT 增长率	63.4%	38.7%	22.2%	5.9%	15.2%
预计负债	67	0	0	0	0	净利润增长率	39.7%	43.7%	29.1%	2.4%	14.5%
负债合计	975	3979	4393	4858	5391	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	1592	4758	5110	5608	6217	销售毛利率	55.6%	55.6%	57.8%	57.8%	57.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	21.5%	22.9%	25.7%	24.9%	25.9%
净利润	361	518	668	685	784	ROE	39.7%	13.0%	15.2%	14.1%	14.5%
折旧与摊销	36	48	69	44	64	ROIC	38.1%	12.9%	14.3%	12.5%	13.0%
经营活动现金流	182	335	559	634	722	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-193	-511	-235	-291	-215	PE	46.9	41.2	32.3	31.5	27.5
融资活动现金流	-76	2522	-258	-146	-171	P/S	10.1	9.5	8.3	7.8	7.1
现金净变动	-87	2346	67	197	336	P/B	18.6	5.4	4.9	4.4	4.0
期初现金余额	286	221	2560	2603	2799	股息收益率	0.0%	1.6%	1.9%	0.0%	1.6%
期末现金余额	199	2566	2626	2799	3135	EV/EBITDA	35.9	29.1	23.7	22.2	16.6

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉，纺织服装行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰 A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn