

九牧王 (601566.SH) 服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

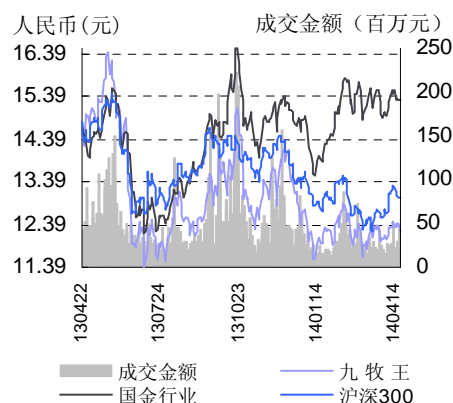
市价(人民币): 12.25元

店铺调整深化, 业绩符合预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	124.64
总市值(百万元)	70.86
年内股价最高最低(元)	16.43/11.39
沪深 300 指数	2224.48
上证指数	2097.75



相关报告

1. 《调整稳步进行, 业绩符合预期》, 2013.8.11
2. 《业绩符合预期》, 2013.4.21

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.155	0.929	0.844	0.891	0.977
每股净资产(元)	7.59	7.81	8.01	8.10	8.23
每股经营性现金流(元)	0.97	0.97	1.15	1.43	1.15
市盈率(倍)	14.01	13.71	14.73	13.96	12.73
行业优化市盈率(倍)	18.62	17.68	22.41	22.41	22.41
净利润增长率(%)	29.07%	-19.62%	-9.09%	5.55%	9.63%
净资产收益率(%)	15.22%	11.89%	10.54%	11.00%	11.88%
总股本(百万股)	578.66	578.46	578.46	578.46	578.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 13 年实现营业收入、净利、经营现金流净额、EPS 为 25.02 亿、5.37 亿、5.59 亿、0.93 元, 同降 3.81%、19.62%、0.07%、19.83%。全年销售终端减少 140 家(直营净增 84 家, 加盟净减 224 家至 2346 间), 未完成年初制定的目标(净增终端 60-100 家)。每 10 股派发现金股利 7 元(含税)。
- 14 年一季度实现营业收入、净利、经营现金流净额、EPS 为 5.45 亿、1.45 亿、1.76 亿、0.25 元, 同降 22.15%、24.25%、8.55%、24.24%。

经营分析

- 清理库存、整顿渠道是公司 13 年业绩增速下滑的主要原因: 1) 受国内消费持续疲软影响, 公司经营策略相应收缩, 收入及净利增速逐季下降, 且与上年同期差距不断拉大, 其中, 13 年 4 季度及 14 年 1 季度业绩增速在低基数前提下继续走弱, 收入增速分别为 -9.5%、-22.2%, 净利增速 -43.5%、-24.3%; 2) 毛利率水平受促销降库存影响整体下滑 1.1 个百分点, 其中核心产品男裤毛利率下滑 1.85 个百分点至 58.05%, 收入同降 5.26%; 3) 店铺调整深化, 13 上半年公司净减店铺 59 家, 其中加盟关闭 101 家, 直营新建 42 家; 下半年净减 81 家, 其中加盟关店数增至 123 家, 直营基本保持上半年开店节奏。
- 店铺结构调整带动费用率走高: 1) 13 年销售、管理费用增速放缓, 但支出惯性使其仍远超收入增速, 因而费用率分别上升 1.78、0.16 个百分点至 23.3%、7.3%; 2) 与之匹配的是全年店铺结构调整(12 年直营净减 19 家, 而加盟净增 143 家)。
- 财务指标中, 资产负债表有所修复: 1) 13 年应收账款及票据合计同降 9%, 超过收入降幅; 2) 存货在计提愈 2200 万减值基础上, 净值同降 3.82%, 与收入增速匹配, 其中库存商品累计计提 4684.8 万减值准备, 净值 5 亿, 同降 7.58%, 库存清理初步遏制了库存上升势头; 3) 经营现金流净额较上年持平, 超出净利; 4) 14 年 1 季度存货同降 0.62%, 不及收入降速 22.15%, 经营现金流净额虽未转好, 但与净利差额持续改善。

盈利预测及投资建议

- 我们认为未来国内市场仍将较长时间在底部徘徊, 公司在男裤市场有一定优势, 但降库存、清渠道仅是转型之路的开始, 任重道远。预计 2014-16 年实现归属于母公司净利润分别为 4.88 亿、5.16 亿、5.65 亿元, 分别同比增 -9.1%、5.55%、9.63%, 对应 EPS 分别 0.844、0.891、0.977 元。

图表1: 销售预测

项目	2009	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	2014E	2015E	2016E
男裤											
销售收入(百万元)	755.00	877.39	519.82	1,099.68	609.28	1,227.31	581.47	1,162.70	1,104.56	1,104.56	1,159.79
增长率(YOY)	10.91%	16.21%	22.23%	25.34%	17.21%	11.61%	-4.57%	-5.26%	-5.00%	0.00%	5.00%
毛利率	48.18%	57.02%	56.70%	56.45%	58.94%	59.90%	57.78%	58.05%	57.00%	57.00%	57.00%
销售成本(百万元)	391.24	377.10	225.08	478.91	250.17	492.15	245.47	487.74	474.96	474.96	498.71
增长率(YOY)	8.85%	-3.61%	25.11%	27.00%	11.15%	2.76%	-1.88%	-0.90%	-2.62%	0.00%	5.00%
毛利(百万元)	363.76	500.28	294.74	620.77	359.11	735.16	335.99	674.95	629.60	629.60	661.08
增长率(YOY)	13.21%	37.53%	20.12%	24.08%	21.84%	18.43%	-6.44%	-8.19%	-6.72%	0.00%	5.00%
占总销售额比重	53.97%	52.53%	54.04%	48.78%	51.27%	47.38%	50.26%	46.73%	46.87%	46.87%	47.07%
占主营业务利润比重	54.14%	53.76%	54.06%	49.36%	52.37%	49.08%	50.52%	47.83%	47.83%	47.83%	48.01%
茄克											
销售收入(百万元)	210.85	276.64	117.25	456.22	168.80	498.66	153.91	504.02	478.82	478.82	502.76
增长率(YOY)	16.86%	31.21%	58.25%	64.91%	43.97%	9.30%	-8.82%	1.08%	-5.00%	0.00%	5.00%
毛利率	47.61%	50.70%	54.71%	53.34%	53.84%	55.30%	55.14%	54.64%	54.00%	54.00%	54.00%
销售成本(百万元)	110.46	136.39	53.10	212.87	77.92	222.90	69.05	228.61	220.26	220.26	231.27
增长率(YOY)	13.43%	23.47%	59.08%	56.08%	46.73%	4.71%	-11.39%	2.56%	-3.65%	0.00%	5.00%
毛利(百万元)	100.38	140.26	64.15	243.35	90.88	275.76	84.87	275.42	258.56	258.56	271.49
增长率(YOY)	20.87%	39.72%	57.57%	73.50%	41.68%	13.32%	-6.62%	-0.12%	-6.12%	0.00%	5.00%
占总销售额比重	15.07%	16.56%	12.19%	20.24%	14.20%	19.25%	13.30%	20.26%	20.32%	20.32%	20.40%
占主营业务利润比重	14.94%	15.07%	11.77%	19.35%	13.25%	18.41%	12.76%	19.52%	19.64%	19.64%	19.72%
衬衫											
销售收入(百万元)	103.43	127.27	128.59	228.67	186.06	339.23	195.96	351.39	333.82	333.82	350.51
增长率(YOY)	21.54%	23.04%	96.98%	79.68%	44.69%	48.35%	5.32%	3.58%	-5.00%	0.00%	5.00%
毛利率	55.20%	60.86%	61.04%	60.74%	61.00%	61.69%	60.96%	59.78%	59.00%	59.00%	59.00%
销售成本(百万元)	46.34	49.81	50.10	89.77	72.56	129.96	76.50	141.33	136.86	136.86	143.71
增长率(YOY)	21.57%	7.50%	105.23%	80.23%	44.84%	44.76%	5.43%	8.75%	-3.16%	0.00%	5.00%
毛利(百万元)	57.10	77.45	78.49	138.89	113.49	209.27	119.46	210.05	196.95	196.95	206.80
增长率(YOY)	21.52%	35.66%	92.05%	79.32%	44.60%	50.67%	5.25%	0.37%	-6.24%	0.00%	5.00%
占总销售额比重	7.39%	7.62%	13.37%	10.14%	15.66%	13.10%	16.94%	14.12%	14.16%	14.16%	14.22%
占主营业务利润比重	8.50%	8.32%	14.40%	11.04%	16.55%	13.97%	17.96%	14.88%	14.96%	14.96%	15.02%
西装											
销售收入(百万元)				170.66	72.40	211.52	65.11	184.08	174.88	174.88	183.62
增长率(YOY)						23.94%	-10.07%	-12.97%	-5.00%	0.00%	5.00%
毛利率				52.54%	52.41%	51.14%	55.37%	54.39%	53.00%	53.00%	53.00%
销售成本(百万元)				81.00	34.46	103.35	29.06	83.96	82.19	82.19	86.30
增长率(YOY)						27.60%	-15.66%	-18.76%	-2.11%	0.00%	5.00%
毛利(百万元)				89.67	37.94	108.17	36.05	100.12	92.69	92.69	97.32
增长率(YOY)						20.64%	-4.98%	-7.44%	-7.43%	0.00%	5.00%
占总销售额比重				7.57%	6.09%	8.17%	5.63%	7.40%	7.42%	7.42%	7.45%
占主营业务利润比重				7.13%	5.53%	7.22%	5.42%	7.09%	7.04%	7.04%	7.07%
T恤											
销售收入(百万元)	128.17	155.30	105.28	155.57	93.79	144.56	108.15	146.66	139.33	139.33	142.11
增长率(YOY)	48.27%	21.17%	12.03%	0.17%	-10.91%	-7.08%	15.30%	1.46%	-5.00%	0.00%	2.00%
毛利率	51.09%	60.07%	58.61%	58.27%	59.39%	59.04%	59.61%	59.02%	59.00%	59.00%	59.00%
销售成本(百万元)	62.69	62.01	43.58	64.92	38.09	59.21	43.68	60.10	57.12	57.12	58.27
增长率(YOY)	49.22%	-1.08%	17.16%	4.69%	-12.59%	-8.79%	14.68%	1.50%	-4.95%	0.00%	2.00%
毛利(百万元)	65.48	93.29	61.71	90.65	55.70	85.35	64.46	86.56	82.20	82.20	83.85
增长率(YOY)	47.38%	42.47%	8.67%	-2.83%	-9.73%	-5.85%	15.73%	1.43%	-5.04%	0.00%	2.00%
占总销售额比重	9.16%	9.30%	10.95%	6.90%	7.89%	5.58%	9.35%	5.89%	5.91%	5.91%	5.77%
占主营业务利润比重	9.75%	10.02%	11.32%	7.21%	8.12%	5.70%	9.69%	6.13%	6.24%	6.24%	6.09%
其他											
销售收入(百万元)	201.59	233.57	90.94	143.50	58.06	169.23	52.25	139.20	125.28	125.28	125.28
增长率(YOY)	3.43%	15.86%	23.35%			17.93%	-10.01%	-17.74%	-10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	42.26%	51.10%	50.75%	51.84%	49.30%	49.77%	46.50%	46.10%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本(百万元)	116.40	114.22	44.79	69.11	29.44	85.00	27.95	75.03	68.90	68.90	68.90
增长率(YOY)	7.58%	-1.87%	23.89%			23.00%	-5.05%	-11.74%	-8.16%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	85.19	119.35	46.15	74.39	28.62	84.22	24.30	64.17	56.38	56.38	56.38
增长率(YOY)	-1.76%	40.10%	22.83%			13.22%	-15.11%	-23.81%	-12.15%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	14.41%	13.98%	9.45%	6.37%	4.89%	6.53%	4.52%	5.59%	5.32%	5.32%	5.08%
占主营业务利润比重	12.68%	12.83%	8.46%	5.91%	4.17%	5.62%	3.65%	4.55%	4.28%	4.28%	4.09%
销售总收入(百万元)	1399.03	1670.17	961.88	2254.29	1188.39	2590.50	1156.85	2488.05	2356.69	2356.69	2464.08
销售总成本(百万元)	727.12	739.52	416.65	996.58	502.63	1092.57	491.71	1076.77	1040.31	1040.31	1087.16
毛利(百万元)	671.91	930.64	545.23	1257.71	685.76	1497.93	665.13	1411.28	1316.38	1316.38	1376.91
平均毛利率	48.03%	55.72%	56.68%	55.79%	57.70%	57.82%	57.50%	56.72%	55.86%	55.86%	55.88%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,257	2,601	2,502	2,357	2,357	2,464	货币资金	2,560	2,603	1,606	2,241	2,608	2,727
增长率	15.2%	-3.8%	-5.8%	0.0%	4.6%		应收账款	300	489	446	435	431	447
主营业务成本	-1,001	-1,098	-1,080	-1,040	-1,040	-1,087	存货	722	650	625	581	542	526
%销售收入	44.4%	42.2%	43.2%	44.1%	44.1%	44.1%	其他流动资产	424	247	1,327	1,237	1,037	1,039
毛利	1,256	1,503	1,421	1,316	1,316	1,377	流动资产	4,005	3,989	4,003	4,494	4,618	4,740
%销售收入	55.6%	57.8%	56.8%	55.9%	55.9%	55.9%	%总资产	84.2%	78.1%	76.8%	79.8%	80.0%	80.3%
营业税金及附加	-27	-27	-31	-26	-26	-27	长期投资	46	52	122	123	122	122
%销售收入	1.2%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	568	795	839	870	891	904
营业费用	-476	-558	-582	-518	-495	-493	%总资产	11.9%	15.6%	16.1%	15.4%	15.4%	15.3%
%销售收入	21.1%	21.5%	23.3%	22.0%	21.0%	20.0%	无形资产	135	187	154	142	137	133
管理费用	-155	-187	-183	-177	-177	-177	非流动资产	752	1,121	1,210	1,136	1,152	1,160
%销售收入	6.9%	7.2%	7.3%	7.5%	7.5%	7.2%	%总资产	15.8%	21.9%	23.2%	20.2%	20.0%	19.7%
息税前利润 (EBIT)	598	731	626	595	619	680	资产总计	4,758	5,109	5,214	5,630	5,769	5,900
%销售收入	26.5%	28.1%	25.0%	25.3%	26.3%	27.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	19	70	80	40	40	44	应付款项	698	591	557	489	489	510
%销售收入	-0.9%	-2.7%	-3.2%	-1.7%	-1.7%	-1.8%	其他流动负债	81	126	137	508	595	629
资产减值损失	-21	-46	-64	-26	-14	-15	流动负债	779	717	694	997	1,084	1,140
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	2	5	24	15	15	15	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.6%	3.6%	2.4%	2.2%	2.0%	负债	779	717	694	997	1,084	1,141
营业利润	598	760	666	624	660	724	普通股股东权益	3,979	4,393	4,519	4,633	4,686	4,759
营业利润率	26.5%	29.2%	26.6%	26.5%	28.0%	29.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	13	17	10	10	10	负债股东权益合计	4,758	5,109	5,214	5,630	5,769	5,900
税前利润	602	772	683	634	670	734	比率分析						
利润率	26.7%	29.7%	27.3%	26.9%	28.4%	29.8%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-84	-104	-146	-146	-154	-169	每股指标						
所得税率	13.9%	13.4%	21.4%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.904	1.155	0.929	0.844	0.891	0.977
净利润	518	668	537	488	516	565	每股净资产	6.945	7.591	7.813	8.009	8.100	8.227
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.585	0.966	0.966	1.146	1.429	1.151
归属于母公司的净利润	518	668	537	488	516	565	每股股利	0.000	0.600	0.700	0.650	0.800	0.850
净利率	22.9%	25.7%	21.5%	20.7%	21.9%	22.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.02%	15.22%	11.89%	10.54%	11.00%	11.88%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	10.89%	13.08%	10.31%	8.68%	8.94%	9.58%
净利润	518	668	537	488	516	565	投入资本收益率	12.94%	14.40%	10.89%	9.89%	10.17%	10.99%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	69	115	132	112	108	116	主营业务收入增长率	34.78%	15.20%	-3.81%	-5.79%	0.00%	4.56%
非经营收益	-2	-11	-59	16	-25	-25	EBIT增长率	38.71%	22.20%	-14.42%	-4.84%	3.96%	9.82%
营运资金变动	-250	-213	-51	47	228	10	净利润增长率	43.73%	29.07%	-19.62%	-9.09%	5.55%	9.63%
经营活动现金净流	335	559	559	663	827	666	总资产增长率	198.90%	7.39%	2.04%	7.99%	2.47%	2.27%
资本开支	-302	-193	-109	-43	-99	-100	资产管理能力						
投资	353	395	2,721	-1	0	0	应收账款周转天数	15.9	25.5	31.1	30.0	30.0	30.0
其他	2	-2	24	15	15	15	存货周转天数	213.4	228.1	215.4	210.0	200.0	190.0
投资活动现金净流	53	199	2,636	-29	-84	-85	应付账款周转天数	85.8	80.5	80.5	80.0	80.0	80.0
股权募资	2,561	56	4	0	0	0	固定资产周转天数	65.0	78.1	122.2	134.2	137.4	133.4
债权募资	-37	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	-3	-313	-413	1	-376	-463	净负债/股东权益	-64.33%	-59.25%	-35.54%	-48.38%	-55.66%	-57.28%
筹资活动现金净流	2,521	-258	-409	1	-376	-462	EBIT利息保障倍数	-31.0	-10.5	-7.8	-14.9	-15.4	-15.4
现金净流量	2,908	501	2,786	635	367	119	资产负债率	16.37%	14.03%	13.31%	17.71%	18.78%	19.34%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	2	2	6
增持	4	5	6	6	14
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.69	1.71	1.72	1.76

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-23	增持	21.72	N/A
2 2012-08-17	增持	24.71	N/A
3 2013-04-21	增持	14.90	N/A
4 2013-08-11	增持	12.85	N/A

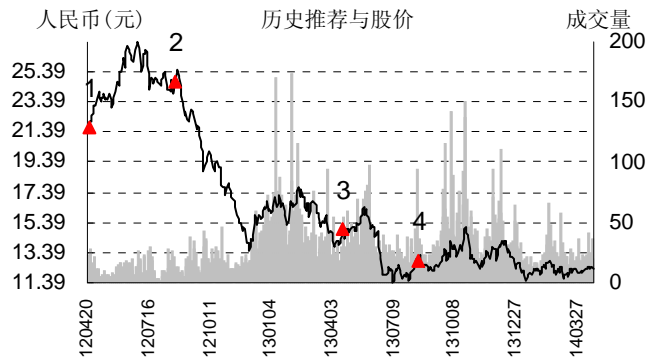
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上;
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%;
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%;
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD